

Halvårsrapport 2007

For perioden 1. januar 2007 til 30. juni 2007

Investeringsforeningen LD Invest

CVR-nr. 28 70 59 21



LEDELSESBERETNING

FØRSTE HALVÅR 2007

Formuevækst og medlemstilgang

Den samlede formue i LD Invest steg med 22 pct., svarende til 373 mio. kr. i første halvår 2007. Hertil skal lægges, at der ultimo april blev udbetalt godt 52 mio. kr. i udbytter. Alene i afdeling Value Aktier blev formuen øget med 223 mio. kr., men også afdeling Danske Aktier og åbningen af afdeling Europa Aktieindeks i juni bidrog til formuevæksten. Formuevæksten i afdeling Value Aktier kom primært fra indskud fra enkelte større professionelle investorer og afdelingens positive afkast.

Målt i kr. blev formuetilbagegangen i første halvår 2007 størst i afdeling Obligationer, hvilket primært skyldes omlægninger mellem afdelingerne foretaget af få større professionelle investorer. Hertil kommer, at udbetalinger af udbytter, afdelingens afkast samt et fald i antal medlemmer også trak formueudviklingen ned.

Den negative formuevækst i afdeling Aktier skyldes, at de udbetalte udbytter kun i begrænset omfang blev geninvesteret i afdelingen samt et lille fald i antal medlemmer.

Formue i mio. kr.

Afdelingerne	18.12.2005	31.12.2006	30.06.2007	Ændring 1. halvår 2007
Danske Aktier	76	173	277	104
Europa Aktieindeks ¹⁾			84	84
Aktier	112	183	172	-11
Value Aktier	261	400	623	223
Danske Obligationer	183	194	203	9
Obligationer	342	497	468	-29
Pension	77	112	106	-6
Kontra		124	123	-1
LD Invest i alt	1.051	1.683	2.056	373

¹⁾ Afdeling Europa Aktieindeks åbnede den 7. juni 2007

Den positive medlemsudvikling fortsatte i afdeling Danske Aktier, hvilket bl.a. kan tilskrives afdelingens særdeles tilfredsstillende resultater i 2006 og i første halvår 2007. Der blev også tale om en nettotilgang af medlemmer i afdeling Kontra i første halvår af 2007, selv om afdelingens afkast i perioden var negativt. Uroen på de finansielle markeder i februar og maj kan være en medvirkende årsag til, at flere investerede i afdeling Kontra. Åbningen af afdeling Europa Aktieindeks i starten af juni bidrog væsentligt til væksten i antal medlemmer.

I de øvrige afdelinger er der tale om uændret antal medlemmer eller mindre tilbagegang i antal medlemmer.





Antal medlemmer

Afdelingerne	18.12.2005	31.12.2006	30.06.2007
Danske Aktier	128	851	980
Europa Aktieindeks			185
Aktier	187	909	855
Value Aktier	265	1.183	1.116
Danske Obligationer	66	197	198
Obligationer	104	278	267
Pension	139	441	434
Kontra		330	367
LD Invest i alt	900	2.707	2.828

Afkast

Der har generelt være tale om en positiv udvikling på aktiemarkedene i første halvår 2007, og det danske aktiemarked fortsatte udviklingen fra de foregående år med at give afkast i den høje ende sammenlignet med aktiemarkedene globalt. Også i nabolandene, især Tyskland og Norge, blev der tale om meget høje aktieafkast. Faldet i dollarkursen udhulede i et vist omfang afkastet på amerikanske aktier, og det samme kan i høj grad siges om udviklingen i Japan, hvor yennen i første halvår faldt 6 pct. over for den danske krone.

Både de danske og de udenlandske obligationsmarkeder var generelt præget af tab pga. rentestigninger. Især de lange realkreditobligationer, som udgjorde en relativ stor andel af investeringerne i obligationsafdelingerne, blev ramt af kursfald som følge af rentestigninger.

Udviklingen på obligationsmarkederne medførte negative afkast i de to obligationsafdelinger samt i Kontra, og obligationsafkastet trak også det samlede afkast ned i afdeling Pension. Aktieafdelingerne gav tilfredsstillende absolutte afkast, bortset fra den helt nystartede afdeling Europa Aktieindeks.

Oversigt over afdelingernes afkast

	2006 ¹⁾ 18.12.2005 - 31.12.2006 Pct.	1. halvår 2007 1.1. - 30.6.2007 Pct.
Danske Aktier	41,76	11,66
Europa Aktieindeks ²⁾		-0,31
Aktier	7,47	5,41
Value Aktier	8,67	6,08
Danske Obligationer	1,05	-1,10
Obligationer	1,28	-1,28
Pension	3,29	0,83
Kontra ³⁾	2,20	-3,66

1) Udvidet regnskabsår fra 18.12.2005 til den 31.12.2006

2) Afkast fra åbning den 7.6.2007 til den 30.6.2007

3) Afkast fra åbning den 16.6.2006 til den 31.12.2006

Årets 3. kvartal åbnede med svagt stigende aktiemarkeder, mens de mest risikable obligationer blev ramt af kursfald. Meddelelser fra flere amerikanske investeringsbanker og kreditinstitutter om betydelige tab på pantebrevsobligationer udløste en betydelig nervøsitet på finansmarkederne og medførte derefter store aktiekursfald til trods for, at virksomhederne i mange tilfælde kunne fremlægge ganske gode resultater. Uroen på finansmarkederne i juli og august påvirkede afkastene i LD Invests aktieafdelinger negativt, mens obligationsafdelingerne og i særdeleshed afdeling Kontra gav positive afkast i perioden fra den 1. juli til medio august. Læs i øvrigt afsnittet "Udsigterne for finansmarkederne" på side 5.





Udbytter

Generalforsamlingen godkendte ved generalforsamlingen den 23. april nedenstående udbytteprocenter, og udbytterne blev udbetalt umiddelbart herefter. Samlet set blev der udbetalt godt 52 mio. kr. i udbytter.

Udbytter udbetalt ultimo april 2007

	Udbytter i pct. pr. bevis af nominal værdi på 100 kr.
Danske Aktier	6,75
Europa Aktieindeks	-
Aktier	2,00
Value Aktier	2,75
Danske Obligationer	3,50
Obligationer	3,50
Pension	2,75
Kontra	<i>udbetaler ikke udbytte</i>

Nyt omkostningsnøgletal

InvesteringsForeningsRådet har i samarbejde med Finanstilsynet, Konkurrencestyrelsen, Forbrugerrådet, Forbrugerstyrelsen, Økonomi- og Erhvervsministeriet, Finansrådet og Dansk Aktionærforening udarbejdet et nyt nøgletal, som skal gøre det lettere for investorerne at sammenligne omkostningerne i forskellige investeringsforeningsafdelinger. Omkostningsnøgletallet kaldes *Årlig Omkostningsprocent* og forkortes til ÅOP.

ÅOP-nøgletallet omfatter følgende omkostninger:

- Omkostningerne ved at købe og sælge beviser i form af maksimale emissionstillæg og indløsningsfradrag, dog omfattes de omkostninger, som betales i kurtage til pengeinstituttet ikke. ÅOP opgøres, som om investor kommer til at betale de *maksimale* omkostninger ved at købe og sælge én gang i løbet af 7 år. I de fleste tilfælde vil købs- og salgsomkostningerne være lavere.
- Afdelingens årlige administrationsomkostninger, som fratrækkes afkastet.
- Afdelingens interne omkostninger ved handel med værdipapirer. Disse handelsomkostninger fragår også i afkastet. De interne handelsomkostninger estimeres på baggrund af dokumentation fra tilsvarende transaktioner.

Nøgletallet viser, at LD Invests afdelinger har lave omkostninger, hvilket er en fordel for investorerne. I samtlige kategorier har LD Invests afdelinger lavere omkostninger end branchens typiske niveau, målt ved InvesteringsForeningsRådets median. Afdeling Obligationer er billigst i sin kategori, og afdeling Danske Aktier er næstbilligst i sin kategori. I flere tilfælde er de billigste afdelinger ikke tilgængelige for private investorer.





Årlig omkostningsprocent - ÅOP

	LD Invest i pct.	Branchens median ¹⁾ i pct.
Danske Aktier	1,03	1,54
Europa Aktieindeks	0,80	1,90
Aktier	1,11	1,90
Value Aktier	1,08	1,90
Danske Obligationer	0,62	0,79
Obligationer	0,72	1,12
Pension	0,93	1,56
Kontra	1,27	1,56

¹⁾ Medianen oplyses af InvesteringsForeningsRådet. Median betyder, at halvdelen af afdelingerne er dyrere, og den anden halvdel er billigere.

Administrationsomkostninger

LD Invest indfrieede også i første halvår 2007 sine målsætninger om lave omkostningsprocenter.

Administrationomkostninger målt i pct. af gennemsnitlig formue

	Realiserede omkostninger 1. halvår 2007	Omkostningsmåltal for hele 2007 i pct.	Branchens median ¹⁾ i pct.
Danske Aktier	0,31	0,70	1,33
Europa Aktieindeks	0,14	0,30	1,25
Aktier	0,35	0,70	1,26
Value Aktier	0,35	0,70	1,26
Danske Obligationer	0,17	0,35	0,54
Obligationer	0,24	0,50	0,73
Pension	0,30	0,60	0,93
Kontra	0,35	0,70	-

¹⁾ Medianen for 2006 oplyses af Investeringsforeningsrådet.

En meget billig aktieafdeling

Med afdeling Europa Aktieindeks sigter LD Invest på at tilbyde den billigste aktieafdeling til almindelige private investorer. Målsætningen for den årlige administrationsomkostning er 0,30 pct., hvilket ligger under alle sammenlignelige afdelinger.

Det er imidlertid endnu for tidligt at foretage sammenligninger, da afdelingen blev åbnet i juni i år.





Finansmarkederne i 1. halvår 2007

Første halvdel af 2007 viste aftagende vækst i den amerikanske økonomi, men fortsat solid vækst i euroområdet. USAs BNP skønnes at være vokset 2 pct. i første halvdel af indeværende år, mod 3,3 pct. i 2006. For euroområdet skønnes BNP tilsvarende at være vokset 2,8 pct., mod 2,9 pct. året før. Stemningen omkring den amerikanske økonomi blev dog mere præget af tendensen igennem 1. halvår. Her pegede nøgletallene mod tiltagende vækst i 2. kvartal trods afmatningen relativt til 2006.

Obligationsmarkedet havde indregnet forventninger om en moderat lempelse af pengepolitikken i USA, men ændrede opfattelse efter forbedringen af nøgletallene. Renten på 10-årige amerikanske statsobligationer steg fra 4,70 pct. primo 2007 til 5,02 pct. ved udgangen af juni. I euroområdet, hvor Den Europæiske Centralbank (ECB) fortsatte med at hæve renten, mindskedes renteforskellen til USA yderligere. Renten på 10-årige tyske statsobligationer steg fra 3,95 pct. primo 2007 til 4,57 pct. ved udgangen af juni. Renten på 10-årige danske statsobligationer steg tilsvarende fra 3,95 pct. til 4,59 pct.

Aktiemarkederne oplevede et kursfald i februar/marts, foranlediget af stigende usikkerhed i kølvandet på krisen omkring de såkaldte "sub-prime loans", der er boliglån til boligkøbere med dårlig kreditværdighed. For 1. halvår som helhed var udviklingen dog præget af pæne stigninger. I USA steg S&P 500 indekset 6,0 pct., mens det tyske DAX indeks steg hele 21,4 pct. i lokal valuta. Samtidigt svækkedes den amerikanske dollar over for euroen, og opgjort i danske kroner steg amerikanske aktier 4,2 pct. Det danske OMX indeks fortsatte den positive tendens med en stigning på 13,9 pct.

Udsigterne for finansmarkederne i 2. halvår 2007

De amerikanske nøgletal sender langt fra noget entydigt signal, og bedringen vedrører hovedsageligt produktions siden. På efterspørgselsiden vækker stagnation i privatforbruget nogen bekymring. Det kunne tyde på, at den tiltagende vækst kun er af forbigående karakter. Mange markedsdeltagere forventer rentenedsættelser fra den amerikanske centralbank, Federal Reserve. Mens renten på statsobligationer derfor ventes at falde i dette scenarie, kan renten på virksomhedsobligationer stige, hvis antallet af konkurser øges.

I Europa ventes ECB initialt at fortsætte stramningerne. Der er dog tegn på, at rentestigningerne begynder at få effekt, og at man nærmer sig et punkt, hvor ECB vil afstå fra yderligere stramninger. På lidt længere sigt kan obligationsmarkederne begynde at tage forskud på en kommende lempelse af pengepolitikken.

Aktiemarkederne vurderes generelt at være rimeligt prissat, med udsigt til fortsat, men beskedent fremgang. Aktier i mindre selskaber ventes at klare sig dårligere end aktier i de store selskaber. De globale markeder vil fortsat være præget af rigelig likviditet, men investeringer, hvor man låner i lavrente valutaer (f.eks. JPY) og placerer i højrente valutaer, kan gradvist blive mindre attraktive. Emerging markets obligationer og aktier, der fortsat oplever stor spekulativ kapitalindstrømning, kan dermed komme under pres.





ANVENDT 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.





Afdeling Danske Aktier

Afdelingen gav i 1. halvår et afkast på 11,66 pct., hvilket absolut set er særdeles tilfredsstillende, men lavere end sammenligningsindekset, der steg 13,21 pct.

Investeringsvalg

Da aktieudvælgelse er fundamentet i afdelingen, skal afkastforskellen findes i den enkelte akties udvikling. H+H International, Schouw & Co. og Topsil var blandt de selskaber i porteføljen, der bidrog positivt til afkastet. Ligeledes havde det positiv indvirkning på det relative afkast, at afdelingen ikke havde ALK-Abello, Genmab, Alm. Brand og IC Companys i porteføljen. Modsat bidrog beholdning i GN Store Nord, Danisco, Topdanmark og Sydbank negativt til afkastet. Desuden trak det ned på den relative performance, at afdelingen ikke har investeret i Rockwool International, Københavns Lufthavne og TDC. Sidstnævnte steg 20 pct. på en dom i Østre Landsret, der gav ATP m.fl. medhold i, at minoritetsaktionærer ikke kan indløses, medmindre hovedaktionæren besidder mindst 90 pct. af aktiekapitalen.

Det danske aktiemarked fortsatte i første halvår den flotte trend fra de senere år. Uro på de udenlandske aktiemarkeder udløste et større kursfald i februar, hvor det danske marked på blot et par uger satte 8 pct. til og dermed var tilbage ved årets udgangspunkt. Herefter steg markedet igen, dog med en korrektion igen i maj som følge af rentestigninger. Generelt har aktiemarkedet været begunstiget af rigelig likviditet.

Strategi og perspektiv

Strategien fastholdes med en købmandsmæssig tilgang, hvor der kontinuerligt afsøges investeringsmuligheder i det danske aktiemarked på tværs af sektorer, selskabsstørrelser og -typer.

Prisfastsættelsen af den enkelte aktie er en væsentlig parameter, hvor selskaberne vurderes enkeltvis ud fra en langsigtet indtjeningssevne. Der lægges stor vægt på at vedligeholde kendskabet til det enkelte selskab samt på at lære at forstå den enkelte ledelse gennem jævnlige møder med denne, idet ledelsens resultater og troværdighed er meget afgørende.

Ved halvårsskiftet var de danske selskaber generelt i god gænge og virkede alt i alt fair prissat. En fortsættelse af den gunstige kursudvikling vil være betinget af en positiv tone i halvårsmeddelelserne samt indfrielse af forventningerne til resultatopjusteringer i en række virksomheder. Usikkerhed om renteudviklingen kan trække begge veje.

Branchefordeling:

Industri	34,3%
Finans	23,1%
Sundhedspleje	18,8%
Konsumentvarer	11,9%
Materialer	4,0%
Øvrige inkl. likvide	7,9%
I alt	100%





Afdeling Danske Aktier

Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

Resultatopgørelse	1.1.2007-30.6.2007	16.12.05.-30.06.06
Renter og udbytter	3.457	3.499
Kursgevinster og tab	19.221	9.620
Administrationsomkostninger	-777	-527
Resultat før skat	21.901	12.592
Rente- og udbytteskat	-54	-39
Halvårets nettoresultat	21.847	12.553

Balance

Aktiver	30.6.2007	31.12.06
Likvide midler 1)	11.195	2.534
Kapitalandele 1)	264.957	169.899
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.284	286
Andre aktiver	117	0
Aktiver i alt	277.553	172.719

Passiver

Medlemmernes formue 2)	277.302	172.675
Anden gæld	251	44
Passiver i alt	277.553	172.719

Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.

	30.06.07	31.12.06
Børsnoterede finansielle instrumenter	264.556	169.498
Øvrige finansielle instrumenter	11.596	2.935
I alt finansielle instrumenter	276.152	172.433

Note 2: Medlemmernes formue

	1.1.2007.-30.6.2007
Medlemmernes formue primo	172.675
Udlodning fra sidste år	-11.731
Emissioner i perioden	99.826
Indløsninger i perioden	-5.526
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	211
Periodens resultat	21.847
Medlemmernes formue ultimo	277.302

Nøgletal for halvåret

	1. halvår 2007	1. halvår 2006
Medlemmernes formue (t.kr.)	277.302	130.194
Cirkulerende kapital (t.kr.)	183.046	112.956
Indre værdi	151,49	115,26
Afkast (pct. *)	11,66	15,26
Sammenligningsindeks (pct. *)	13,21	11,00
Omkostningspct. *)	0,31	0,38
Kurs	152,78	115,90

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





Afdeling Europa Aktieindeks

Afdelingen gav i perioden 7. juni 2007 til 30. juni 2007 et afkast på -0,31 pct. I samme periode faldt MSCI Europa -1,13 pct.

Investeringsvalg

Afdelingen er fokuseret på at skabe et afkast på niveau med markedet, og der er ikke tale om aktiv aktieudvælgelse. Sammensætningen af porteføljen er derfor sket ud fra et mål om at generere et afkast der ligger tæt op ad MSCI Europa inkl. udbytter. Allerede fra starten lå afdelingen fuldt investeret i udvalgte større europæiske aktier og formåede derved at levere et resultatet, der lå på niveau med markedet. Der var ultimo juni investeret i 69 selskaber.

Markedet blev i juni måned ikke drevet af nogle specielle nyheder, men de stigende globale renter i kølvandet af fornyede væksttal fra især USA var medvirkende til, at aktierne i juni måned ikke klarede sig synderligt godt. Dette pressede aktiemarkedene globalt, og satte også sit spor i afdelingens afkast for perioden.

Strategi og perspektiv

Afdelingen er som tidligere nævnt fokuseret på at skabe et markedsafkast. Derfor vil vi løbende sørge for, at porteføljen i høj grad ligner det brede Europæiske marked, således at målsætningen om et markedsafkast kan nås.

Det forventes, at 2007 fortsat vil byde på kursudsving, men er dog fortrøstningsfulde, når der ses på prisfastsættelsen af de store europæiske selskaber. Disse handles til nøgletal (P/E), der må anses at være lave både historisk og absolut, og det betyder, at de europæiske aktier over en bred kam bør kunne generere et tilfredsstillende afkast set over en længere periode. Hertil kommer, at europæiske aktier stadig handles med en vis rabat i forhold til både USA og Japan, hvilket på længere sigt også burde udmønte sig i afkast for afdelingens aktier.

Landefordeling:

Storbritannien	34,6%
Tyskland	13,7%
Frankrig	13,2%
Schweiz	12,3%
Spanien	6,7%
Øvrige inkl. likvide	19,5%
I alt	100 %





Afdeling Europa Aktieindeks

Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

Resultatopgørelse	7.6.2007.-30.6.2007
Renter og udbytter	209
Kursgevinster og tab	-554
Administrationsomkostninger	-106
Resultat før skat	-451
Rente- og udbytteskat	-9
Halvårets nettoresultat	-460

Balance

Aktiver	30.6.2007
Likvide midler 1)	1.395
Kapitalandele 1)	83.012
Andre aktiver	99
Aktiver i alt	84.506

Passiver

Medlemmernes formue 2)	84.478
Anden gæld	28
Passiver i alt	84.506

Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.

	1.1.2007-30.6.2007
Børsnoterede finansielle instrumenter	83.012
Øvrige finansielle instrumenter	1.395
I alt finansielle instrumenter	84.407

Note 2: Medlemmernes formue

	7.6.2007.-30.6.2007
Emissioner i perioden	84.741
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	197
Periodens resultat	-460
Medlemmernes formue ultimo	84.478

Nøgletal for halvåret

	1. halvår 2007
Medlemmernes formue (t.kr.)	84.478
Cirkulerende kapital (t.kr.)	84.741
Indre værdi	99,69
Afkast (pct. *)	-0,31
Sammenligningsindeks (pct. *)	-1,13
Omkostningspct. **)	0,14
Kurs	101,00

*) Disse nøgletal er opgjort for perioden 7.6. - 30.06.07

**) Dette nøgletal er opgjort til halvårsniveau





Afdeling Aktier

Afdelingen gav i 1. halvår 2007 et afkast på 5,41 pct., hvilket absolut set er meget tilfredsstillende, dog lavere end sammenligningsindekset, som i samme periode steg 6,41 pct.

Investeringsvalg

Generelt set kom de mest positive bidrag fra investeringerne inden for forsynings- og teleområdet samt de relativt konjunkturfølsomme områder som teknologi-, industri og forbrugsområdet. De mere stabile områder, bl.a. pharmasektoren, bidrog med beskedne positive afkast, mens investeringer inden for finans- og råvareområdet gav tab. Geografisk set bidrog investeringer i emerging markets og Europa mest positivt, mens investeringerne i både USA og Japan blev negativt påvirket af valutakursfald.

Modsat forventningerne ved årets start kom de mest positive afkast fra de mere konjunkturfølsomme områder. Baggrunden er, at især den fortsat pæne vækst i amerikansk økonomi ligesom forholdsvis lave renter og uforandret stor opkøbsaktivitet danner grundlag for en relativt høj risikoappetit på mange aktiemarkeder.

Strategi og perspektiv

Afdelingen investerer bredt, men opretholder en særlig høj eksponering mod sektorer og lande med investeringsmuligheder, der vurderes at være lavt prisfastsat og samtidig at have en relativ lille konjunkturfølsomhed. Der er således stadig risiko for en markant nedgang i den økonomiske vækst i USA, og for at dette vil påvirke indtjeningen i mange selskaber samt aktiekurserne i både USA og resten af verden. I et sådant scenario ventes aktier i større selskaber at klare sig bedre end aktier i mindre selskaber, hvorfor afdelingen opretholder en høj eksponering mod aktier i større selskaber.

Der fastholdes en høj eksponering mod pharma- og teleselskaber og trods en absolut set høj prisfastsættelse af aktier inden for det stabile forbrugsområde, ventes dette også at være et attraktivt investeringsområde. Geografisk set opretholdes en høj vægt af europæiske, japanske og til dels emerging markets aktier. Japanske aktier vurderes fortsat at være attraktive pga. den lave yen-kurs samt potentialet for en forbedring af selskabernes rentabilitet.

Landefordeling:

USA	24,9%
Japan	19,5%
Storbritannien	11,6%
Danmark	6,2%
Sydkorea	5,9%
Øvrige inkl. likvide	31,9%
I alt	100 %





Afdeling Aktier

Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

Resultatopgørelse	1.1.2007-30.6.2007	16.12.05.-30.06.06
Renter og udbytter	2.328	2.334
Kursgevinster og tab	7.781	-5.175
Administrationsomkostninger	-612	-757
Resultat før skat	9.497	-3.598
Rente- og udbytteskat	-213	-163
Halvårets nettoresultat	9.284	-3.761
Balance		
Aktiver	30.6.2007	31.12.06
Likvide midler 1)	1.826	3.884
Kapitalandele 1)	170.238	179.866
Andre aktiver	285	193
Aktiver i alt	172.349	183.943
Passiver		
Medlemmernes formue 2)	172.242	183.054
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	856
Anden gæld	107	33
Passiver i alt	172.349	183.943
Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.		
	30.06.07	31.12.06
Børsnoterede finansielle instrumenter	169.837	179.465
Øvrige finansielle instrumenter	2.227	4.285
I alt finansielle instrumenter	172.064	183.750
Note 2: Medlemmernes formue		
	1.1.2007-30.6.2007	
Medlemmernes formue primo	183.054	
Udlodning fra sidste år	-3.181	
Indløsninger i perioden	-16.943	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	28	
Periodens resultat	9.284	
Medlemmernes formue ultimo	172.242	
Nøgletal for risiko *)		
	1. halvår 2007	1. halvår 2006
Medlemmernes formue (t.kr.)	172.242	171.643
Cirkulerende kapital (t.kr.)	154.835	171.335
Indre værdi	111,24	100,18
Afkast (pct. *)	5,41	0,18
Sammenligningsindeks (pct. *)	6,41	-1,10
Omkostningspct. *)	0,35	0,39
Kurs	110,83	101,20

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





Afdeling Value Aktier

Afdelingen gav i første halvår et afkast på 6,08 pct., hvilket absolut set er meget tilfredsstillende, men lavere end sammenligningsindekset, der steg med 6,41 pct.

Investeringsvalg

Afdelingen investerer i enkelte selskaber efter value princippet og lægger mindre vægt på strategi og taktiske allokeringer.

Aktiemarkedene steg pænt igennem hele første halvår, hvilket sikrede et positivt afkast. Investeringerne i amerikanske selskaber og dollarfaldet på 2,5 pct. i perioden har været den primære negative bidragsyder til, at afdelingen ikke har klaret sig bedre end markedet.

På enkeltaktie niveau bidrog følgende positivt: Olieselskabet Apache Corp steg med mere end 23 pct., og det samme gjorde sig gældende for oliesektoren generelt, der var blandt halvårets absolut bedste sektor. Herudover bidrog afdelingens Taiwan aktier Far Eastern Textile Co. samt Wan Hai Lines også positivt til halvåret med stigninger på omkring 20-30 pct. De negative bidrag kom især fra Danske Bank, Svenska Handelsbanken samt Johnson & Johnson.

Strategi og perspektiv

Value strategien indebærer et fokus på undervurderede selskaber, og investeringerne har i perioden været tungt placeret i de helt store globale selskaber – primært i USA og Europa -, som ud fra en analyse af selskabernes økonomiske nøgletal stadig anses for at være undervurderede i forhold til markedet generelt, og som også handles i den absolut lave ende af deres egen historiske prisfastsættelse.

Positionen i Puma blev solgt som følge af overtagelsestilbud af PPR. Der blev investeret i selskabet Renault samt BNP Paribas, der begge har hjemsted i Frankrig, og ser ud til at være temmelig undervurderede. Slutteligt blev der investeret i detailvarekæden Target, som sammenlignet med f.eks. Wal-Mart og Tesco også ser ud til at være for lavt prisfastsat.

Det forventes, at 2007 fortsat vil byde på en del kursudsving, men samtidig er prisfastsættelsen af de store globale selskaber fortsat attraktiv. Disse handles nu til nøgletal (P/E), der ikke er set siden starten af 1990'erne, hvilket er et godt udgangspunkt for en langsigtet investering.

Landefordeling:

USA	50,6%
Frankrig	10,2%
Taiwan	8,6%
Storbritannien	7,6%
Mexico	5,8%
Øvrige inkl. likvide	17,2%
I alt	100 %





Afdeling Value Aktier

Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

Resultatopgørelse	1.1.2007-30.6.2007	16.12.05.-30.06.06
Renter og udbytter	5.887	5.727
Kursgevinster og tab	20.711	-9.423
Administrationsomkostninger	-1.553	-1.691
Resultat før skat	25.045	-5.387
Rente- og udbytteskat	-365	-605
Halvårets nettoresultat	24.680	-5.992
Balance		
Aktiver	30.6.2007	31.12.06
Likvide midler 1)	9.681	6.277
Kapitalandele 1)	612.704	393.416
Andre aktiver	969	255
Aktiver i alt	623.354	399.948
Passiver		
Medlemmernes formue 2)	622.731	399.895
Anden gæld	623	53
Passiver i alt	623.354	399.948
Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.		
	30.6.2007	31.12.06
Børsnoterede finansielle instrumenter	612.303	393.015
Øvrige finansielle instrumenter	10.082	6.678
I alt finansielle instrumenter	622.385	399.693
Note 2: Medlemmernes formue		
	30.6.2007	
Medlemmernes formue primo	399.895	
Udlodning fra sidste år	-10.030	
Emissioner i perioden	216.795	
Indløsninger i perioden	-8.990	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	381	
Periodens resultat	24.680	
Medlemmernes formue ultimo	622.731	
Nøgletal for halvåret		
	1. halvår 2007	1. halvår 2006
Medlemmernes formue (t.kr.)	622.731	379.797
Cirkulerende kapital (t.kr.)	553.804	381.004
Indre værdi	112,45	99,68
Afkast (pct. *)	6,08	-0,32
Sammenligningsindeks (pct. *)	6,41	-1,10
Omkostningspct. *)	0,35	0,39
Kurs	114,00	100,47

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





Afdeling Danske Obligationer

Afdelingen gav i første halvår af 2007 et negativt afkast på 1,10 pct. Årsagen er primært, at 2. kvartal har budt på massive rentestigninger. Afdelingen klarede sig dog en anelse bedre end sammenligningsindekset, der tabte 1,32 pct. Det relative afkast er tilfredsstillende specielt set i lyset af, at afdelingen har en betydelig højere varighed end sammenligningsindekset.

Investeringsvalg

Afdelingens betydelige beholdning af realkreditobligationer bidrog positivt, og disse klarede sig generelt bedre end statsobligationer med samme varighed. Det gælder specielt beholdningen af lange variabelt forrentede realkreditobligationer med renteloft, der var blandt de obligationer på det danske obligationsmarked, som gav det bedste afkast. Disse obligationer gav således et positivt absolut afkast trods periodens rentestigninger, og andelen blev øget en anelse i første kvartal og udgjorde ved halvårets afslutning tæt ved 20 pct. af beholdningen.

Realkreditobligationernes generelle outperformance blev imidlertid reduceret betydeligt i andet kvartal oven på åbningen af den konverterbare 6% 2038, stigende kursudsving og en stejling af rentekurven. Det vurderes, at usikkerheden hurtigt vil forsvinde, og at danske realkreditobligationer vil fortsætte med at give relativt gode afkast.

Strategi og perspektiv

Det er afdelingens mål på lang sigt at levere et højere afkast end danske statsobligationer. I første halvår af 2007 har strategien for afdelingen således relativt set givet et tilfredsstillende resultat.

Afdelingen har en højere varighed end sammenligningsindekset. Hvis forventningen om et betydeligt rentefald bliver realiseret, vil varigheden blive reduceret til minimum samme niveau som varigheden på sammenligningsindeksets. Endvidere er det hensigten at fortsætte med en overvægt af danske realkreditobligationer, der fremadrettet bl.a. vil blive understøttet af et markant fald i udbuddet som følge af dels en lav aktivitet på boligmarkedet og dels en ny dansk realkreditlovgivning.

Obligationstyper:

Realkreditobligationer	83,8%
Statsobligationer	11,6%
Øvrige udstedere	4,6%
I alt	100 %





Afdeling Danske Obligationer

Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

Resultatopgørelse	1.1.2007-30.6.2007	16.12.05.-30.06.06
Renter og udbytter	3.540	3.699
Kursgevinster og tab	-5.527	-7.550
Administrationsomkostninger	-347	-446
Halvårets nettoresultat	-2.334	-4.297

Balance

Aktiver	30.6.2007	31.12.06
Likvide midler 1)	110	6.814
Kapitalandele 1)	401	401
Obligationer 1)	199.841	201.043
Andre aktiver	2.899	1.705
Aktiver i alt	203.251	209.963

Passiver

Medlemmernes formue 2)	203.163	194.093
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	15.836
Anden gæld	88	34
Passiver i alt	203.251	209.963

Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.	30.06.07	31.12.06
Børsnoterede finansielle instrumenter	199.841	201.043
Øvrige finansielle instrumenter	511	7.215
I alt finansielle instrumenter	200.352	208.258

Note 2: Medlemmernes formue	30.6.2007
Medlemmernes formue primo	194.093
Udlodning fra sidste år	-6.758
Emissioner i perioden	18.256
Indløsninger i perioden	-112
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	18
Periodens resultat	-2.334
Medlemmernes formue ultimo	203.163

Nøgletal for halvåret	1.1.2007-30.6.2007	1. halvår 2006
Medlemmernes formue (t.kr.)	203.163	187.618
Cirkulerende kapital (t.kr.)	210.551	191.781
Indre værdi	96,49	97,83
Afkast (pct. *)	-1,10	-2,17
Sammenligningsindeks (pct. *)	-1,32	-2,16
Omkostningspct. *)	0,17	0,21
Kurs	97,42	99,33

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





Afdeling Obligationer

Afdelingen gav i første halvår af 2007 et negativt afkast på 1,28 pct. Årsagen er primært massive rentestigninger i 2. kvartal. Afdelingen klarede sig en lidt bedre end sammenligningsindekset, der gav et negativt afkast på 1,32 pct., hvilket dog er tilfredsstillende, da afdelingen har en betydelig højere varighed end sammenligningsindekset.

Investeringsvalg

Afdelingens risikoobligationer leverede blandede resultater. Mexicanske og sydafrikanske statsobligationer bidrog med et mindre positivt afkast takket været en god udvikling i 2. kvartal. Beholdningen af japansk valuta blev imidlertid ramt af en markant svækkelse af yennen, og norske obligationer klarede sig dårligere end tilsvarende danske statsobligationer, trods en styrkelse af norske kroner.

Til gengæld er afdelingen relativt set blevet begunstiget af en betydelig beholdning af realkreditobligationer, der generelt gav bedre afkast end statsobligationer med samme varighed. Det gælder især beholdningen af lange variabelt forrentede realkreditobligationer med renteloft, der var blandt de bedst performende obligationer på det danske obligationsmarked. Disse obligationer gav således et positivt absolut afkast trods periodens rentestigninger. Andelen af disse obligationer blev øget en anelse i første kvartal, og de udgør nu tæt ved 17 pct. af beholdningen.

Strategi og perspektiv

Det er afdelingens mål på lang sigt at levere et højere afkast end danske statsobligationer. Det er kun i et yderst begrænset omfang lykkedes i 1. halvår af 2007, hvor afdelingen havde en højere varighed end sammenligningsindekset. Hvis forventningen om et betydeligt rentefald bliver indfriet, vil varigheden blive reduceret.

Desuden er det hensigten at fortsætte med at overvægte realkreditobligationer og at videreføre den konservative strategi inden for de øvrige områder. I et begrænset omfang kan der således blive tale om investeringer i hørentelende, hvis der opstår attraktive muligheder.

Obligationstyper:

Realkreditobligationer	78,7%
Statsobligationer	11,0%
Øvrige udstedere	8,4%
Øvrige inkl. likvide	1,9%
I alt	100 %





Afdeling Obligationer

Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

Resultatopgørelse	1.1.2007-30.6.2007	16.12.05.-30.06.06
Renter og udbytter	9.816	9.932
Kursgevinster og tab	-14.887	-20.126
Administrationsomkostninger	-1.179	-1.349
Halvårets nettoresultat	-6.250	-11.543
Balance		
Aktiver	30.06.07	31.12.06
Likvide midler 1)	8.879	23.956
Kapitalandele 1)	15.567	16.413
Obligationer 1)	437.704	490.654
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	510
Andre aktiver	6.528	4.841
Aktiver i alt	468.678	536.374
Passiver		
Medlemmernes formue 2)	468.340	496.708
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	39.590
Anden gæld	338	76
Passiver i alt	468.678	536.374
Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.		
	30.6.2007	31.12.06
Børsnoterede finansielle instrumenter	452.870	506.666
Øvrige finansielle instrumenter	9.280	24.357
Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.	462.150	531.023
Note 2: Medlemmernes formue		
	30.6.2007	
Medlemmernes formue primo	496.708	
Udlodning fra sidste år	-17.714	
Emissioner i perioden	15.964	
Indløsninger i perioden	-20.475	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	107	
Periodens resultat	-6.250	
Medlemmernes formue ultimo	468.340	
Nøgletal for halvåret		
	1. halvår 2007	1. halvår 2006
Medlemmernes formue (t.kr.)	468.340	472.868
Cirkulerende kapital (t.kr.)	485.106	482.626
Indre værdi	96,54	97,98
Afkast (pct. *)	-1,28	-2,02
Sammenligningsindeks (pct. *)	-1,32	-2,16
Omkostningspct. *)	0,24	0,26
Kurs	96,25	98,50

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





Afdeling Pension

Afdelingen gav i første halvår af 2007 et afkast på 0,83 pct., hvilket er mindre tilfredsstillende.

Investeringsvalg

Obligationer udgør omkring 70 pct. af investeringerne, og den primære årsag til det beskedne afkast er tabene på obligationerne. Den betydelige beholdning af realkreditobligationer, der generelt klarede sig bedre end statsobligationer med samme varighed, trak i positiv retning på obligationssiden. Det gjaldt især de lange variabelt forrentede realkreditobligationer med renteloft, der bidrog med et positivt absolut afkast trods periodens rentestigninger. Risikoobligationerne har leveret blandede resultater. Mexicanske og sydafrikanske statsobligationer bidrog med et mindre positivt afkast, modsat beholdningen af japansk valuta og norske obligationer, der gav tab.

De mest positive bidrag kom fra aktier inden for forsynings- og teleområdet samt de relativt konjunkturfølsomme aktier inden for teknologi-, industri- og forbrugsområdet. De mere stabile områder, bl.a. farmasektoren, bidrog med beskedne positive afkast, mens aktier inden for finans- og råvareområdet gav tab. Geografisk set kom de mest positive bidrag fra emerging markets og Europa, mens investeringerne i både USA og Japan blev negativt påvirket af valutakursfald.

Strategi og perspektiv

Det er hensigten, at fortsætte en relativ konservativ og langsigtet investeringsstrategi med en aktieandel på omkring 30 pct. af formuen. Der er således stadig risiko for en markant nedgang i den økonomiske vækst i USA, og for at dette vil påvirke indtjeningen i mange selskaber og aktiekurserne i både USA og resten af verden. I et sådant scenario ventes aktier i større selskaber at klare sig bedst, hvorfor der investeres relativt meget i disse. En høj eksponering mod pharma- og teleselskaber forventes fastholdt, og aktier inden for det stabile forbrugsområde ventes også at være et attraktivt investeringsområde. Geografisk set opretholdes en høj vægt af europæiske, japanske og til dels emerging markets aktier.

På obligationsområdet fastholdes strategien med betydelige investeringer i statsobligationer, suppleret med investeringer inden for realkreditobligationer og højrente obligationer, hvor der vurderes at være et attraktivt forhold mellem risikoen og det potentielle afkast.

Formuefordeling

Danske obligationer	54,8%
Danske aktier	5,9%
Udenlandske obligationer	10,3%
Udenlandske aktier	26,8%
Øvrige inkl. likvide midler	2,2%
I alt	100%





Afdeling Pension

Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

Resultatopgørelse	1.1.2007-30.6.2007	16.12.05.-30.06.06
Renter og udbytter	2.159	1.791
Kursgevinster og tab	-842	-3.270
Administrationsomkostninger	-326	-407
Resultat før skat	991	-1.886
Rente- og udbytteskat	-36	-32
Halvårets nettoresultat	955	-1.918

Balance

Aktiver	30.6.2007	31.12.06
Likvide midler 1)	2.240	4.985
Kapitalandele 1)	34.214	32.923
Obligationer 1)	68.279	78.033
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	2.362
Andre aktiver	1.458	894
Aktiver i alt	106.191	119.197

Passiver

Medlemmernes formue 2)	106.124	112.224
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	6.928
Anden gæld	67	45
Passiver i alt	106.191	119.197

Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.

	30.06.07	31.12.06
Børsnoterede finansielle instrumenter	102.092	110.555
Øvrige finansielle instrumenter	2.641	5.386
I alt finansielle instrumenter	104.733	115.941

Note 2: Medlemmernes formue

	1.1.-30.06.07
Medlemmernes formue primo	112.224
Udlodning fra sidste år	-2.933
Indløsninger i perioden	-4.128
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	6
Periodens resultat	955
Medlemmernes formue ultimo	106.124

Nøgletal for halvåret

	1. halvår 2007	1. halvår 2006
Medlemmernes formue (t.kr.)	106.124	95.462
Cirkulerende kapital (t.kr.)	104.644	96.654
Indre værdi	101,41	98,77
Afkast (pct. *)	0,83	-1,23
Omkostningspct. *)	0,30	0,37
Kurs	100,91	100,20

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





Afdeling Kontra

Afdelingen gav i første halvår af 2007 et negativt afkast på 3,66 pct., hvilket er utilfredsstillende. Omvendt er det en forklarlig udvikling for en afdeling, der har som formål at investere ud fra en vurdering af risikoen for økonomisk recession.

Aktiemarkederne var i perioden generelt præget af optimisme og høj vækst i den globale økonomi. Dette ramte afdelingens afkast, idet afdelingens mål er at levere en god performance i tilfælde af recession og perioder præget af stor og længerevarende finansiel uro. Almindelige aktier og korte danske obligationer leverede et positivt afkast i perioden, men det var ikke tilstrækkeligt til at opveje kursfaldene på andre investeringsaktiver.

Investeringsvalg

Afdelingens neutrale udgangspunkt er en ligelig vægtning af investeringer inden for: guldaktier, aktier med tilknyttet afdækning i form af putoptioner, lange obligationer og korte obligationer. De to vigtigste afvigelser fra dette udgangspunkt var en undervægt af guldaktier og en overvægt af korte obligationer. Det viste sig at være rigtigt at undervægte guldaktier, idet disse faldt på trods af, at guldprisen steg en anelse. Til gengæld blev de lange obligationer ramt af, at markedet udfasede forventningen om rentenedsættelser fra den amerikanske centralbank, Federal Reserve, i 2. kvartal.

Afdækningen af almindelige aktier blev over perioden øget fra 51 pct. til 153 pct., og der blev derved opnået en højere eksponering over for en negativ udvikling i aktiemarkedet. Varigheden blev sænket en anelse i første kvartal, hvilket var et rigtigt valg, idet 2. kvartal bød på rentestigninger.

Strategi og perspektiv

Det er målet, at afdelingen skal levere et betydeligt positivt afkast i perioder med ustabilitet på finansmarkederne. Afdelingen er mht. dette mål blevet forstærket ved køb af putoptioner i 2. halvår.

Det er imidlertid også målet at skabe et afkast på niveau med de korte pengemarkedsrenter i perioder, hvor der er stabilitet og ro på finansmarkederne.

Formuefordeling

Lange obligationer	36,5%
Defensive aktier	26,7%
Korte obligationer	24,8%
Guld aktier	9,6%
Derivater	1,8%
Valuta	0,6%
I alt	100%





Afdeling Kontra

Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

Resultatopgørelse	1.1.2007-30.6.2007	16.6.2007-30.6.2006
Renter og udbytter	1.889	67
Kursgevinster og tab	-6.063	689
Administrationsomkostninger	-435	-98
Resultat før skat	-4.609	658
Rente- og udbytteskat	-57	0
Halvårets nettoresultat	-4.666	658

Balance

Aktiver	30.6.2007	31.12.2006
Likvide midler 1)	635	6.961
Kapitalandele 1)	44.569	46.150
Obligationer 1)	72.714	87.393
Afledte finansielle instrumenter 1)	2.803	1.885
Andre aktiver	1.874	1.340
Aktiver i alt	122.595	143.729

Passiver

Medlemmernes formue 2)	122.525	123.904
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	19.795
Anden gæld	70	30
Passiver i alt	122.595	143.729

Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.

	30.6.2007	31.12.2006
Børsnoterede finansielle instrumenter	117.283	133.543
Øvrige finansielle instrumenter	3.438	8.846
I alt finansielle instrumenter	120.721	142.389

Note 2: Medlemmernes formue

	1.1.-30.06.07
Medlemmernes formue primo	123.904
Emissioner i perioden	4.084
Indløsninger i perioden	-814
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	17
Periodens resultat	-4.666
Medlemmernes formue ultimo	122.525

Nøgletal for halvåret

	1. halvår 2007	1. halvår 2006
Medlemmernes formue (t.kr.)	122.525	94.935
Cirkulerende kapital (t.kr.)	124.443	93.963
Indre værdi	98,46	101,03
Afkast (pct. *)	-3,66	1,03
Omkostningspct. *)	0,35	-
Kurs	100,00	102,80

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

