



Halvårsrapport 2008

For perioden 1. januar 2008 til 30. juni 2008

Investeringsforeningen LD Invest

CVR-nr. 28 70 59 21



Indholdsfortegnelse

Ledelsesberetning – Første halvår 2008

- Formue og antal medlemmer3
- Afkast.....4
- Udbytter5
- Årlige Omkostninger i Procent- ÅOP6
- Administrationsomkostninger6
- Finansmarkederne i 1. halvår 2008.....8

Anvendt regnskabspraksis

- Anvendt regnskabspraksis.....9

Afdelingssider

- Danske Aktier10
- Europa Aktieindeks12
- Aktier14
- Value Aktier16
- Danske Obligationer18
- Obligationer20
- Pension22
- Kontra24

Ledelsesberetning

FØRSTE HALVÅR 2008

Medlemmerne holder fast i deres investeringer trods kursfald

Foreningens samlede formue faldt i første halvår af 2008 med 245 mio.kr. til 1,3 mia. kr. Både aktier og obligationer blev i 1. halvår ramt af markante kursfald, og det har sammen med udbyttebetalinger på i alt kroner 47,9 mio. kr ført til formuefaldet. Der har ikke været større formuebevægelser på grund af almindelige private investorers køb og salg af andele, mens enkelte større professionelle investorer har foretaget omlægninger, som i nogle afdelinger har trukket formuen ned.

Formuefaldet er sket i både aktie- og obligationsafdelingerne. Formuen i afdeling Danske Obligationer voksede, mens den samlede formue i de to obligationsafdelinger faldt. Dette skyldes hovedsageligt aktiviteter hos enkelte større professionelle investorer. Tilsvarende førte en omlægning hos en stor professionel investor i juni til en formuetilbagegang i afdeling Kontra.

Alle aktieafdelinger har i halvåret udstedt flere andele. Størst var fremgangen i afdeling Europa Aktieindeks, der udstedte nye beviser svarende til 14,7 pct. af antallet ved årsskiftet.

Formue i mio. kr.

	31-12-2006	31-12-2007	30-06-2008	Ændring i 1. halvår 2008
Danske Aktier	172,7	166,5	130,1	-36,4
Europa Aktieindeks ¹⁾		109,5	103,8	-5,7
Aktier	183,1	153,5	127,3	-26,2
Value Aktier	399,9	493,3	422,8	-70,5
Danske Obligationer	194,1	156,2	209,5	53,3
Obligationer	496,7	305,7	165,1	-140,6
Pension	112,2	88,8	81,5	-7,3
Kontra	123,9	80,2	68,2	-12,0
LD Invest i alt	1.682,6	1.553,7	1.308,3	-245,4

Note 1): Afdeling Europa Aktieindeks åbnede den 7.6.2007.

Antallet af medlemmer i foreningen var uændret i forhold til årsskiftet og både tilgang og afgang af medlemmer var beskeden.

Det uændrede totale medlemstal for LD Invest dækkede over færre medlemmer i afdelingerne Value Aktier og Aktier, mens de øvrige afdelinger alle havde fremgang om end tallene var små.

Antal medlemmer

	31-12-2006	31-12-2007	30-06-2008	Ændring i 1. halvår 2008
Danske Aktier	851	941	945	4
Europa Aktieindeks ¹⁾		239	253	14
Aktier	909	845	837	-8
Value Aktier	1.183	1.120	1.088	-32
Danske Obligationer	197	206	214	8
Obligationer	278	264	267	3
Pension	441	404	413	9
Kontra	330	346	368	22
Medlemmer i alt	2.707	2.799	2.803	4

Note 1): Afdeling Europa Aktieindeks åbnede den 6.7.2007.

Afkast

Der har samlet set være tale om en negativ udvikling på både aktiemarkedene og obligationsmarkedene i første halvår 2008. Udviklingen er beskrevet nærmere i afsnittet **Finansmarkedene i 1. halvår 2008**.

Det danske aktiemarked fortsatte den faldende tendens fra efteråret 2007 og faldt i halvåret med 12 pct., mens det amerikanske aktiemarked faldt knap 13 pct. i US dollar. Ud over kursfald på aktierne trak også valutakursudviklingen afkastet på udenlandske aktier ned. Dollarkursen fortsatte det fald, der begyndte i 2007, og har i det meste af 1. halvår 2008 ligget under 5 kroner. Engelske pund faldt ligeledes markant i perioden. Det samme gjaldt den japanske yen, der ved halvårsskiftet var tilbage på samme niveau som for et år siden.

Både de danske og de udenlandske obligationsmarkeder var generelt præget af kursfald pga. stigende renter. Især de lange realkreditobligationer, som udgjorde en relativ stor andel af investeringerne i obligationsafdelingerne, blev ramt af kursfald, da kursfølsomheden over for rentestigninger er stor.

Udviklingen på obligationsmarkederne førte til negative afkast i de to obligationsafdelinger samt i afdeling Kontra. Afdeling Pension blev ramt af både faldende aktie- og obligationsmarkeder.

Alle afdelinger har givet utilfredsstillende afkast. Dog bør nævnes, at samtlige aktieafdelinger klarede sig bedre end den generelle udvikling på de markeder, der investeres på. Dette var mest udtalt i de globale aktieafdelinger – Value Aktier og Aktier – som set i forhold til den negative markedsudvikling leverede gode resultater.

Modsat leverede obligationsafdelingerne afkast, der var lavere end den generelle markedsudvikling målt ved sammenligningsindeksene. Det skyldes en høj vægt af investeringer i realkreditobligationer, som blev ramt af markante kursfald, samt en højere renterisiko (varighed) end sammenligningsindeksene. Sammenligningsindeksene består alene af statsobligationer.

Oversigt over afdelingernes afkast

	2007	2008		
	Afkast i %	Afkast i %	Sammenligningsindeks	Relativ performance
Danske Aktier	4,03	-11,92	-12,12	0,20
Europa Aktieindeks ¹⁾	-4,35	-17,35	-18,71	1,36
Aktier	3,99	-13,03	-17,00	3,97
Value Aktier	-0,39	-14,65	-17,00	2,35
Danske Obligationer	1,95	-1,11	-0,58	-0,53
Obligationer	1,64	-1,11	-0,58	-0,53
Pension ²⁾	2,22	-5,06	<i>Findes ikke</i>	
Kontra ²⁾	1,13	-1,98	<i>Findes ikke</i>	

Note 1) Afdeling Europa Aktieindeks åbnede den 7.6.2007 og 2007-afkastet dækker således kun næsten 7 måneder.

Note 2): Afdelingerne Pension og Kontra har ikke noget sammenligningsindeks.

Udbytter

Generalforsamlingen godkendte den 14. april 2008 nedenstående udbytteprocenter for 2007, og udbytterne blev udbetalt umiddelbart herefter. Samlet set blev der udbetalt 47,9 mio. kr. i udbytter.

Udbetalt udbytter ultimo april 2008.

Udbytte pr. investeringsbevis af nominel værdi kr. 100		
	Udbytte for 2006	Udbytte for 2007
Danske Aktier	6,75	15,00
Europa Aktieindeks ¹⁾		0
Aktier	2,00	7,25
Value Aktier	2,75	1,50
Danske Obligationer	3,50	3,50
Obligationer	3,50	3,25
Pension	2,75	3,25
Kontra	<i>Udbetaler ikke udbytte</i>	

Note: Afdeling Europa Aktieindeks åbnede den 7.6.2007.

Årlige Omkostninger i Procent - ÅOP

InvesteringsForeningsRådet indførte i sommeren 2007 et nøgletal, som skal gøre det lettere for investorerne at sammenligne omkostningerne i forskellige investeringsforeningsafdelinger. Omkostningsnøgletallet kaldes *Årlige Omkostninger i Procent* 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 investor betaler i kurtage hos sit pengeinstitut, 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 faktiske købs- og salgsomkostninger være lavere.
- Afdelingens årlige administrationsomkostninger, som fragår afkastet.
- Afdelingens interne omkostninger ved handel med værdipapirer. Disse handelsomkostninger fragår også 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.

Årlige omkostninger i procent - ÅOP

Oplysningerne er hentet fra InvesteringsForeningsRådets hjemmeside den 1.8.2008

	LD Invest	Branchens median ¹⁾	Så meget er LD Invest billigere end branchen i procentpoint
Danske Aktier	0,98	1,72	0,74
Europa Aktieindeks ²⁾	0,71	1,83	1,12
Aktier	1,08	1,86	0,78
Value Aktier	1,13	1,86	0,73
Danske Obligationer	0,52	0,79	0,27
Obligationer	0,63	1,04	0,41
Pension	0,91	1,03	0,12
Kontra	1,00	1,03	0,03

1) Medianen for 2007, som er oplyst af InvesteringsForeningsRådet.

2) Europa Aktieindeks åbnede den 7.6.2007

Administrationsomkostninger

LD Invest indfrie i første halvår 2008 sine målsætninger om lave omkostninger, der for aktieafdelingerne ligger langt under branchens typiske niveau. Branchens niveau præsenteres ved medianen i InvesteringsForeningsRådets (IFR) statistik for afdelingernes årlige administrationsomkostninger i procent af den gennemsnitlige formue. Statistikken var i 2007 præget af, at mange nye afdelinger kom til, og for disse oplyses omkostningsnøgletal for perioder, der var kortere eller længere end et kalenderår. Endvidere ses statistikken i væsentligt omfang at omfatte afdelinger, som investeringsforeningerne udbyder til professionelle investorer. Disse har typisk et lavere omkostningsniveau end afdelinger, der er tilgængelige for private investorer. Af disse grunde lå LD Invest afdeling Pension på niveau med branchens median.

I alle foreningens aktieafdelinger var det realiserede omkostningsniveau i 2007 og i 1. halvår 2008 markant lavere end branchens median for administrationsomkostninger.

Administrationsomkostninger i procent af gennemsnitlig formue

	Realiserede omkostninger 2007	Realiserede omkostninger i 1. halvår 2008	LD Invests loft for omkostninger, målsætninger for 2008	Branchens median ¹⁾
Danske Aktier	0,55	0,61	0,70	1,20
Europa Aktieindeks ²⁾	0,26	0,35	0,35	1,28
Aktier	0,63	0,68	0,70	1,26
Value Aktier	0,64	0,70	0,70	1,26
Danske Obligationer	0,31	0,34	0,35	0,56
Obligationer	0,38	0,44	0,45	0,75
Pension	0,58	0,60	0,60	0,58
Kontra	0,67	0,69	0,70	0,58

1) Medianen for 2007. som er oplyst af InvesteringsForeningsRådet.

2) Europa Aktieindeks åbnede den 7.6.2007

Med afdeling Europa Aktieindeks sigter LD Invest på at tilbyde den billigste aktieafdeling til almindelige private investorer. Målsætningen for den årlige administrationsomkostning i 2008 er, at administrationsomkostningerne maksimalt må andrage 0,35 pct. af den gennemsnitlige formue i afdelingen. Det fik det privatøkonomiske magasin Penge & Privatøkonomi til at kåre afdelingen som Danmarks billigste i april 2008. Artiklen kan læses i sin helhed på www.ldinvest.dk.

Finansmarkederne i 1. halvår 2008

Der har i første halvdel af 2008 været en nedgang i den globale økonomiske vækst, primært i OECD-landene. Opbremningen var dog knap så markant som mange havde frygtet, og samtidig fortsatte de markante råvareprisstigninger inden for fødevarer og energi. Det førte i forsommeren til et stemningskifte på finansmarkederne, hvor både centralbanker og investorer nedtonede vækstbekymringerne for til gengæld at øge fokus på inflationsrisikoen.

Mens den amerikanske centralbank lempede styringsrenten fra 4,25 pct. ved starten af 2008 til 2 pct. ved udgangen af april, begyndte udviklingen gradvist at afspejle forventningerne i markedet om en ændring af pengepolitikken, hvor fokus i et vist omfang ville blive flyttet fra at fremme vækst ved hjælp af rentesænkninger til at bekæmpe inflation ved rentestigninger. Renten på en 10-årig amerikansk statsobligation steg således fra et bundniveau på 3,31 pct. medio marts til 3,97 pct. ved udgangen af juni. Renten på en tilsvarende tysk obligation steg i samme periode fra 3,69 pct. til 4,62 pct., under indtryk af stadig mere utvetydige advarsler fra den europæiske centralbank om risiko for højere styringsrente. En lignende udvikling sås for de 10-årige danske statsobligationer, hvor renten steg fra 3,95 pct. til 4,91 pct.

Aktiemarkederne gennemlevede en kurskorrektio n i 1. kvartal, hvor det amerikanske S&P 500 indeks i midten af marts lå 13,1 pct. under niveauet ved indgangen til året. Efterhånden som konjunkturedgangen tilsyneladende udviklede sig mindre voldsomt end frygtet, genvandt markedet de efterfølgende 2 måneder en stor del af tabene. Voksende inflationsfrygt bragte imidlertid fornyet tilbagegang i maj og juni, og sammenlagt faldt amerikanske aktier 12,8 pct. i løbet af 1. halvår 2008 (-17,8 pct. opgjort i danske kroner). Det tyske DAX indeks faldt tilsvarende 20,4 pct., mens det danske OMXCCAP indeks faldt 12,1 pct..

Udsigterne på finansmarkederne i 2008

Fastholder markedet sit fokus på inflationsrisikoen, er der risiko for væsentlige yderligere rentestigninger. Det er dog et åbent spørgsmål, om den aktuelle fokusering på inflationsrisikoen er mere end et forbigående fænomen.

For det første er det stadig meget usikkert, om den negative konjunkturudvikling faktisk er ved at nærme sig en afslutning. Der spores ganske vist en bedring i visse amerikanske konjunkturindikatorer, men det er uklart, om det afspejler andet end blot en midlertidig forbrugsreaktion på den vedtagne skatterabat for 2008, der udbetales som et engangsbeløb i maj og juni. Europæiske og japanske konjunkturindikatorer viser ret klare tegn på en forstærket opbremsning i 2. halvår 2008.

Samtidigt er inflationen indtil videre næsten udelukkende et råvareprisfænomen. For både lønmodtagere og producenter i industrilandene gælder det fortsat, at et voldsomt konkurrencepres gør det særdeles vanskeligt at opnå kompensation for de højere råvarepriser. Hvis råvarepriserne stabiliseres under indtryk af et globalt konjunkturtilbageslag, kan inflationen dermed forholdsvist hurtigt vende tilbage til tidligere lave niveauer. I givet fald vil det skabe plads til fornyede rentefald ikke mindst i den korte ende af rentekurven.

Aktiemarkederne forekommer generelt ikke dyrt prissat – med udsigt til fortsat høje produktivitetstigninger måske nærmest tværtimod. Udfordringerne er imidlertid store, med risiko for enten en forstærket global konjunkturedgang, eller fortsatte råvareprisstigninger og truende stagflation. Det kan derfor langt fra udelukkes, at aktiemarkederne en periode vil blive prissat væsentligt under det nuværende niveau.

Udsagn om forventningerne

De udsagn om fremtiden, som er indeholdt i denne årsrapport, afspejler porteføljerådgivers aktuelle forventninger til fremtidige begivenheder og økonomiske resultater samt til konjunkturerne i verdensøkonomien og på finansmarkederne. Denne type forventninger er i sagens natur forbundet med usikkerhed.

Anvendt regnskabspraksis

Anvendt regnskabspraksis i halvårsrapporten er uændret i forhold til den anvendte regnskabspraksis for årsrapporten for 2007. Specifikationen af de børsnoterede finansielle instrumenter er udeladt i halvårsrapporten, idet specifikationen kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Administration A/S, Strødamvej 46, 2100 København Ø.

Afdelingssider

Afdeling Danske Aktier

Performancevurdering

Afdelingen gav i 1. halvår et afkast på -11,92 pct., hvilket er utilfredsstillende, men dog lidt bedre end sammenligningsindekset OMXCCAP, der i 1. halvår faldt 12,12 pct.

Investeringsvalg

Da stockpicking er fundamentet i afdelingen, skal forskellen på afdelingens afkast og udviklingen i sammenligningsindekset findes i den enkelte akties udvikling. DSV og Topdanmark var blandt de selskaber, der bidrog positivt til afkastet. Ligeledes havde det en positiv indvirkning på det relative afkast, at afdelingen ikke havde aktier i Rockwool International, Genmab og IC Companys. Modsat trak beholdningen i Bang & Olufsen, Bavarian Nordic, Solar, GN Store Nord samt Danske Bank ned. Desuden trak det ned i den relative performance, at afdelingen ikke var investeret i TDC.

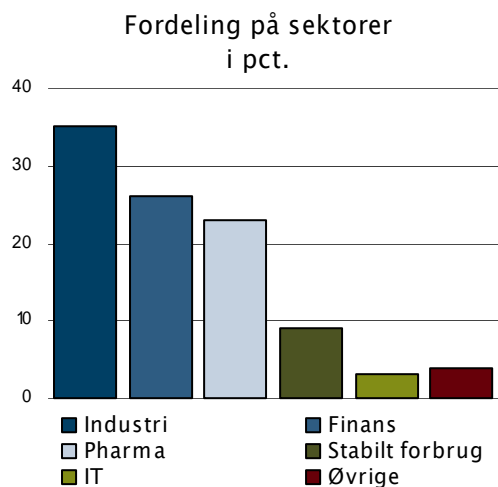
Det danske aktiemarked oplevede i lighed med de fleste udenlandske markeder et meget nervøst halvår med kraftige kursbevægelser. Januar startede med voldsomme kursfald, men i løbet af 1. kvartal rettede markedet sig pænt for så igen at falde stærkt tilbage i juni måned. Den amerikanske centralbank har hele 4 gange sænket renten, men uden dermed at kunne berolige markederne, mens den europæiske centralbank signalerede rentestigninger med henvisning til inflationsrisikoen.

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. Der lægges stor vægt på et dybtgående kendskab til det enkelte selskab samt på at lære at forstå den enkelte ledelse gennem jævnlige møder med denne, idet ledelsens track-record og troværdighed er afgørende.

Stemningen i markedet er nu en ganske anden end for 12 måneder siden. Opturen på det danske aktiemarked startede i begyndelsen af 2003 og kulminerede foreløbigt for 9 måneder siden. I dag ligger kurserne gennemsnitligt 20 pct. lavere end toppen, og en del dårligt nyt vurderes at være afspejlet i aktiekurserne på nuværende tidspunkt. En del danske virksomheder af høj kvalitet handles i dag på priser, der giver grund til at tro på gode langsigtede afkast. Man skal dog huske, at markedet ofte overdriver både opad og nedad, så kortsigtet er der stadig risiko for kursfald.



Afdeling Danske Aktier

Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

Resultatopgørelse	1.1.-30.06.08	1.1.-30.06.07
Renter og udbytter	2.568	3.457
Kursgevinster og tab	-21.466	19.221
Administrationsomkostninger	-486	-777
Resultat før skat	-19.384	21.901
Rente- og udbytteskat	-41	-54
Halvårets nettoresultat	-19.425	21.847
Balance		
Aktiver	30.06.08	30.06.07
Likvide midler 1)	1.563	11.195
Kapitalandele 1)	128.508	264.957
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	1.284
Andre aktiver	89	117
Aktiver i alt	130.160	277.553
Passiver		
Medlemmernes formue 2)	130.078	277.302
Mellemværende vedr. handelsafvikling	7	0
Anden gæld	75	251
Passiver i alt	130.160	277.553
Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.		
30.06.08	30.06.07	
Børsnoterede finansielle instrumenter	128.508	264.556
Øvrige finansielle instrumenter	1.563	11.596
I alt finansielle instrumenter	130.071	276.152
Note 2: Medlemmernes formue		
1.1.-30.06.08		
Medlemmernes formue primo	166.470	
Udlodning fra sidste år	-17.692	
Emissioner i perioden	722	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	3	
Periodens resultat	-19.425	
Medlemmernes formue ultimo	130.078	
Nøgletal for halvåret		
1. halvår 2008	1. halvår 2007	
Medlemmernes formue (t.kr.)	130.078	277.302
Cirkulerende kapital (t.kr.)	118.546	183.046
Indre værdi	109,73	151,49
Afkast (pct. *)	-11,92	11,66
Sammenligningsindeks (pct. *)	-12,12	13,21
Omkostningspct. *)	0,31	0,31
ÅOP	0,98	-
Kurs	112,39	152,78
P/E	15,5	-

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

Afdeling Europa Aktieindeks

Performancevurdering

Afdelingen gav i 1. halvår af 2008 et utilfredsstillende afkast på -17,35 pct., der dog var mindre negativt end den generelle markedsudvikling, der målt ved sammenligningsindekset MSCI Europa Indekset faldt med 18,71 pct.

1. halvår bød på en amerikansk recession, en global kreditkrise samt faldende boligpriser over hele verden, og dette satte sit præg på afdelingens afkast. Sub-prime krisen i USA fortsatte med at trække sine dybe spor hen over den amerikanske økonomi, hvor tvangsaktionerne spredte sig som en steppebrand, og bankernes udlånsvillighed er gået i baglås. Hertil kommer at stigende olie- og fødevarerpriser også lægger et låg på lysten til at øge privatforbruget. I Europa, som er stærkt afhængig af eksport til bl.a. USA, mærkede man ligeledes en stærk tilbagegang i ordrer og forbrugsvækst. Konsekvensen af denne hårde opbremsning af økonomierne blev derfor, at det europæiske aktiemarked faldt meget markant.

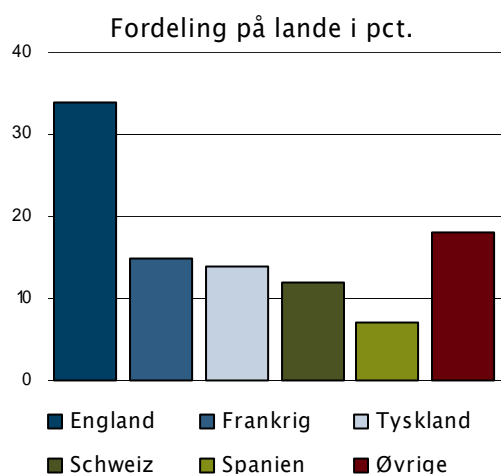
Investeringsvalg

Afdelingen er fokuseret på at generere et markedsafkast og har derfor intet element af aktiv aktieudvælgelse. S sammensætningen af porteføljen er derfor sket ud fra et mål om at generere et afkast, der ligger tæt op af MSCI Europa Indekset. Afdelingen har således i hele perioden investeret på en måde, der på bedst mulig vis kunne spejle afkastet for MSCI Europa Indekset uden at være investeret i alle indeksets aktier, eftersom dette ville være unødigt omkostningskrævende.

Strategi og perspektiv

Afdelingen er som tidligere nævnt fokuseret på at generere et markedsafkast. Derfor vil der løbende blive sørget for, at porteføljen i høj grad ligner det brede europæiske marked, således at målsætningen om et markedsafkast kan nås.

Det forventes, at 2. halvår 2008 fortsat vil byde på kursudsving, men dog er der basis for en beskeden optimisme, når der ses på prisfastsættelsen af de store europæiske selskaber. Disse handles til priser, der vurderet i forhold til selskabernes indtjening må anses at være lave både historisk og absolut. Det betyder, at de europæiske aktier over en bred kam bør kunne generere et tilfredsstillende afkast set over en længere periode.



Afdeling Europa Aktieindeks

Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

Resultatopgørelse	1.1.-30.06.08	7.6.-30.6.07
Renter og udbytter	3.101	209
Kursgevinster og tab	-22.040	-554
Administrationsomkostninger	-206	-106
Resultat før skat	-19.145	-451
Rente- og udbytteskat	-187	-9
Halvårets nettoresultat	-19.332	-460
Balance		
Aktiver	30.06.08	30.06.07
Likvide midler 1)	7.899	1.395
Kapitalandele 1)	95.281	83.012
Andre aktiver	592	99
Aktiver i alt	103.772	84.506
Passiver		
Medlemmernes formue 2)	103.753	84.478
Anden gæld	19	28
Passiver i alt	103.772	84.506
Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.		
	30.06.08	30.06.07
Børsnoterede finansielle instrumenter	95.281	83.012
Øvrige finansielle instrumenter	7.899	1.395
I alt finansielle instrumenter	103.180	84.407
Note 2: Medlemmernes formue		
	1.1.-30.06.08	
Medlemmernes formue primo	109.460	
Emissioner i perioden	13.604	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	21	
Periodens resultat	-19.332	
Medlemmernes formue ultimo	103.753	
Nøgletal for halvåret		
	1. halvår 2008	1. halvår 2007
Medlemmernes formue (t.kr.)	103.753	84.478
Cirkulerende kapital (t.kr.)	131.236	84.741
Indre værdi	79,06	99,69
Afkast (pct.) *)	-17,35	-0,31
Sammenligningsindeks (pct.) *)	-18,71	-
Omkostningspct. **)	0,18	0,14
ÅOP	0,71	-
Kurs	79,60	101,00
P/E	11,1	-

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

**) Dette nøgletal er opgjort til halvårsniveau

Afdeling Aktier

Performancevurdering

Afdelingen gav i 1. halvår 2008 et afkast på -13,03 pct. Afkastet er utilfredsstillende, men dog mindre negativt end udviklingen i afdelingens sammenligningsindeks, MSCI Verdensindeks, der faldt 17,00 pct. i perioden.

1. halvår var præget af en betydelig negativ udvikling. Især var udviklingen negativ i 1. kvartal, hvor bankaktierne udviste store kursfald. I løbet af 2. kvartal så centralbankernes tiltag for at genskabe tilliden til bankerne ud til at virke. Den negative stemning indfandt sig dog igen, da markederne begyndte at frygte, at recessionen i USA også ville ramme Europa, ligesom øget inflationsfrygt set i lyset af de stigende oliepriser blev et tema.

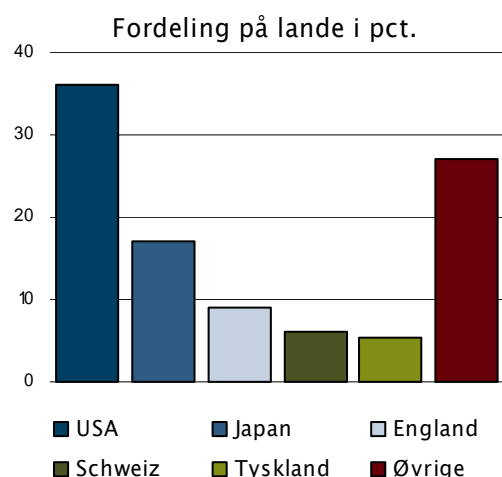
Investeringsvalg

Afdelingen har et langsigtet fokus og justerer løbende porteføljens sammensætning efter kursudviklingen på de enkelte aktier. Der blev i 1. halvår hjemtaget gevinster indenfor energi-, råvare- og forsyningsområdet og på emerging markets. I andet kvartal øgede afdelingen investeringerne inden for industriområdet og konjunkturfølsomt forbrug, og der blev lagt om inden for teknologiområdet. Investeringerne i USA blev øget, mens der blev reduceret i blandt andet danske aktier.

Investeringerne inden for energiområdet påvirkede resultatet positivt, mens afdelingens relative afkast især var positivt påvirket af lav vægt inden for finanssektoren og overvægt inden for medicinal og teknologi sektorerne. Generelt bidrog afdelingens selskabsvalg mere positivt til det relative afkast, end afdelingens valg af sektorvægte. Geografisk set udviklede afdelingens amerikanske og japanske investeringer sig relativt bedst, mens emerging markets og afdelingens europæiske investeringer udviklede sig markant negativt.

Strategi og perspektiv

Aktiemarkedene synes generelt at være relativt attraktivt prisfastsat. En kortvarig nedgang i indtjeningen er tilsyneladende i væsentligt omfang inddiskonteret i priserne blandt de mere konjunkturfølsomme aktier og bankaktierne. Dette gælder især i USA.



Spørgsmålet er, hvor meget negativt, der er inddiskonteret, og om nye kursfald vil komme som følge af skuffelse i markedet over selskabernes resultater for hele 2008.

Virksomheder, der i forbindelse med halvårsregnskaberne har sænket forventningerne til resten af 2008, har i flere tilfælde oplevet kursfald, som indikerer, at markederne ikke er parate til lavere indtjening i virksomhederne.

Afdelingen fastholder derfor en forsigtig og afventende strategi med høj investeringsvægt inden for især medicinal, det stabile og konjunkturfølsomme forbrugsområde samt teknologi. Til gengæld har afdelingen en lav vægt inden for finans, energi og råvarer.

Afdeling Aktier

Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

Resultatopgørelse	1.1.-30.06.08	1.1.-30.06.07
Renter og udbytter	2.596	2.328
Kursgevinster og tab	-22.023	7.781
Administrationsomkostninger	-496	-612
Resultat før skat	-19.923	9.497
Rente- og udbytteskat	-218	-213
Halvårets nettoresultat	-20.141	9.284
Balance		
Aktiver	30.06.08	30.06.07
Likvide midler 1)	2.905	1.826
Kapitalandele 1)	124.104	170.238
Andre aktiver	372	285
Aktiver i alt	127.381	172.349
Passiver		
Medlemmernes formue 2)	127.304	172.242
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1	0
Anden gæld	76	107
Passiver i alt	127.381	172.349
Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.		
	30.06.08	30.06.07
Børsnoterede finansielle instrumenter	124.104	169.837
Øvrige finansielle instrumenter	2.905	2.227
I alt finansielle instrumenter	127.009	172.064
Note 2: Medlemmernes formue		
	1.1.-30.06.08	
Medlemmernes formue primo	153.462	
Udlodning fra sidste år	-9.797	
Emissioner i perioden	8.397	
Indløsninger i perioden	-4.640	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	23	
Periodens resultat	-20.141	
Medlemmernes formue ultimo	127.304	
Nøgletal		
	1. halvår 2008	1. halvår 2007
Medlemmernes formue (t.kr.)	127.304	172.242
Cirkulerende kapital (t.kr.)	144.135	154.835
Indre værdi	88,32	111,24
Afkast (pct. *)	-13,03	5,41
Sammenligningsindeks (pct. *)	-17,00	6,41
Omkostningspct. *)	0,34	0,35
ÅOP	1,08	-
Kurs	89,00	110,83
P/E	13,9	-
*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis		

Afdeling Value Aktier

Performancevurdering

Afdelingen gav i 1. halvår af 2008 et afkast på -14,65 pct., hvilket var utilfredsstillende men dog noget bedre end sammenligningsindekset MSCI Verdensindeks, der faldt med 17,00 pct.

Investeringsvalg

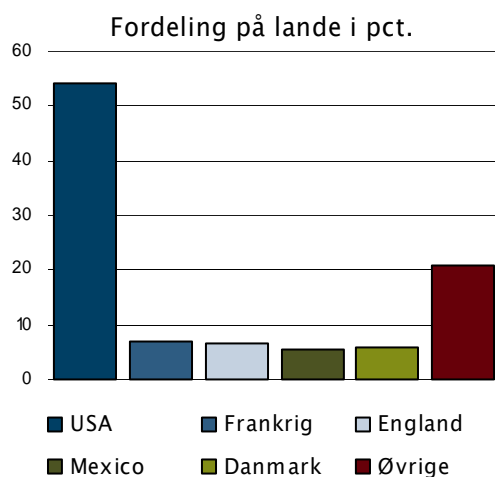
Afdelingen er primært fokuseret på at investere i enkelte selskaber efter value princippet, og kun i mindre grad foretages der strategiske og taktiske allokeringer. Value princippet betyder, at der købes aktier i selskaber, som vurderes at være markant undervurderede i forhold til deres reelle værdi. Det betyder, at afdelingen ligger tungt investeret i enkeltaktier, der opfylder ovenstående kriterium, uanset geografisk hjemsted. Afdelingen er derfor koncentreret i sine investeringer, og antallet af aktier overstiger sjældent 30. I første halvår 2008 lå afdelingen fortsat investeret globalt, med fokus på især USA og Europa. Det betød, at dollarfaldet på 7,19 pct. i 1. halvår yderligere bidrog til at trække afkastet ned i en periode, hvor aktiemarkederne faldt markant. Udvælgelsen af enkeltaktier bidrog positivt og reducerede det ellers negative afkast relativt til den generelle udvikling på markederne. På enkeltaktieniveau har følgende aktier været positive for afdelingens afkast: olieudvindingsselskabet *Apache Corp* steg mere end 23 pct., og aktier som guldmine-selskabet *Buenaventura* samt *Coca Cola Femsa* var ligeledes i top med stigninger på over 10 pct. De negative bidrag kom i særdeleshed fra finanssektoren, hvor *Danske Bank*, *Royal Bank Of Scotland* samt *Svenska Handelsbanken* alle trak ned med kursfald på over 30 pct.

Strategi og perspektiv

Afdelingen er som nævnt tidligere fokuseret på undervurderede selskaber. For tiden vurderes det, at sådanne selskaber primært er at finde iblandt de meget store selskaber (LargeCaps) i USA samt Europa. Strategien ved årets start var derfor at ligge tungt investeret i denne type af aktier. Herudover er det meget bevidst undladt at eksponere afdelingen mod boligsektoren og selskaber, der på en eller anden måde er relateret hertil. Dog er hele økonomien i alle lande naturligvis afhængig af boligmarkedet og de faldende huspriser. Denne strategi er fastholdt i 1. halvår, og der ses stadig ingen grund til at ændre på strategien, da det fortsat forholder sig således, at de store, stabile og velrenommerede selskaber på verdensplan handles med rabat i forhold til mindre, ustabile og ukendte selskaber.

Der blev i 1. halvår solgt helt ud af det amerikanske finansselskab AIG, da tilgængelig information om selskabets balance ikke var tilstrækkelig god til at vurdere selskabets situation i kølvandet på kreditkrisen. Herudover blev en del gevinst hjemtaget i det taiwanesiske konglomerat *Far Eastern Textile*. Desuden blev der investeret i to nye selskaber: *Coca Cola Co.* i USA samt olieudvindingsselskabet *Unit Corp*. Begge selskaber blev vurderet til at have en høj kvalitet, god indtjeningsevne samt en pris, der ikke afspejlede dette fuldt ud.

Det forventes, at den sidste halvdel af 2008 vil byde på yderligere kursudsving samt usikkerhed, men prisfastsættelsen af de store globale selskaber vurderes at give grundlag for en vis fortrøstningsfuldhed. Ved udgangen af 1. halvår lå P/E multiplerne (nøgletal for aktiekurs i forhold til selskabets indtjeningsevne) for denne type af selskaber på niveauer, der sidst er set i starten af 1990'erne. Dette forhold anses for at være et fornuftigt udgangspunkt for en langsigtet aktieinvestor.



Afdeling Value Aktier

Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

Resultatopgørelse	1.1.-30.06.08	1.1.-30.06.07
Renter og udbytter	7.418	5.887
Kursgevinster og tab	-77.792	20.711
Administrationsomkostninger	-1.513	-1.553
Resultat før skat	-71.887	25.045
Rente- og udbytteskat	-462	-365
Halvårets nettoresultat	-72.349	24.680
Balance		
Aktiver	30.06.08	30.06.07
Likvide midler 1)	14.379	9.681
Kapitalandele 1)	407.192	612.704
Andre aktiver	1.425	969
Aktiver i alt	422.996	623.354
Passiver		
Medlemmernes formue 2)	422.806	622.731
Anden gæld	190	623
Passiver i alt	422.996	623.354
Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.		
Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.	30.06.08	30.06.07
Børsnoterede finansielle instrumenter	407.192	612.303
Øvrige finansielle instrumenter	14.379	10.082
I alt finansielle instrumenter	421.571	622.385
Note 2: Medlemmernes formue		
Note 2: Medlemmernes formue	1.1.-30.06.08	
Medlemmernes formue primo	493.352	
Udlodning fra sidste år	-6.595	
Emissioner i perioden	35.698	
Indløsninger i perioden	-27.409	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	109	
Periodens resultat	-72.349	
Medlemmernes formue ultimo	422.806	
Nøgletal for halvåret		
Nøgletal for halvåret	1. halvår 2008	1. halvår 2007
Medlemmernes formue (t.kr.)	422.806	622.731
Cirkulerende kapital (t.kr.)	476.639	553.804
Indre værdi	88,71	112,45
Afkast (pct. *)	-14,65	6,08
Sammenligningsindeks (pct. *)	-17,00	6,41
Omkostningspct. *)	0,35	0,35
ÅOP	1,13	-
Kurs	88,62	114,00
P/E	12,8	-

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

Afdeling Danske Obligationer

Performancevurdering

Afdelingen gav i 1. halvår af 2008 et negativt afkast på 1,11 pct., mens sammenligningsindekset gav et negativt afkast på 0,58 pct. Som sammenligningsindeks anvendes EFFAS' indeks for danske statsobligationer med en løbetid på mere end et år. Afkastet er utilfredsstillende.

Årsagen til de negative afkast er primært de massive rentestigninger i 2. kvartal med faldende obligationskurser til følge. Når afdelingen har klaret sig dårligere end sammenligningsindekset, skyldes det afdelingens højere varighed, og at beholdningen af realkredit- og kreditobligationer generelt har givet lavere afkast end statsobligationer i 1. halvår af 2008.

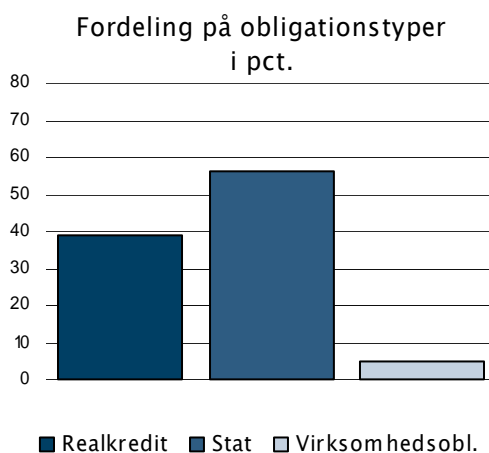
Investeringsvalg

Afdelingen har historisk haft en høj andel af danske realkreditobligationer. Det har siden starten været positivt for afdelingen, da de valgte realkreditobligationer historisk set har outperformat statsobligationer med samme varighed. Dette har givet højere direkte rente og solid efterspørgsel efter danske realkreditobligationer. Den finansielle krise, der brød ud i sommeren 2007, har dog medført en kraftigt stigende risikoaversion, hvor investorerne søgte bort fra bl.a. realkreditobligationer af frygt for stigende risici ved boligfinansiering. I perioder har markedets stemning været panisk. Et langt stykke ad vejen kunne danske realkreditobligationer opretholde en god investortillid og de leverede et flot relativt afkast. Men i 1. halvår kom turen også til danske realkreditobligationer, der ved udgangen af 2. kvartal blev handlet på niveauer mod danske statsobligationer, der ikke er set billigere siden 2001.

Det forventes kun at være et spørgsmål om tid, før en ny bølge af uro skyller ind over markedet, og i så fald vil statsobligationer igen klare sig bedre end realkreditobligationer. Afdelingens beholdning af realkreditobligationer er derfor gradvist blevet nedbragt. I 4. kvartal 2007 blev andelen nedbragt fra 83 pct. til 75 pct., og da risikoappetitten kortvarigt vendte tilbage til markedet primo 2. kvartal blev muligheden udnyttet til at reducere beholdningen yderligere til en nuværende andel på 39 pct. Til gengæld blev der købt danske statsobligationer, der siden primo 4. kvartal 2007 er steget fra en andel på 12 pct. til 56 pct.

Strategi og perspektiv

Afdelingens eksponering over for faldende renter og stigende risikoaversion er blevet øget kraftigt ved at øge andelen af statsobligationer markant. Samtidig er den samlede varighed samt følsomheden over for de 5- og 10-årige renter blevet øget. Det forventes, at rentefaldet bliver mest udtalt på denne del af kurven i takt med, at markedet indpriser en markant afmatning i europæisk økonomi. Strategien ventes fastholdt i 2. halvår af 2008.



Afdeling Danske Obligationer

Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

Resultatopgørelse	1.1.-30.06.08	1.1.-30.06.07
Renter og udbytter	3.448	3.540
Kursgevinster og tab	-5.821	-5.527
Administrationsomkostninger	-277	-347
Halvårets nettoresultat	-2.650	-2.334
Balance		
Aktiver	30.06.08	30.06.07
Likvide midler 1)	1.818	110
Kapitalandele 1)	0	401
Obligationer 1)	203.356	199.841
Andre aktiver	4.401	2.899
Aktiver i alt	209.575	203.251
Passiver		
Medlemmernes formue 2)	209.485	203.163
Anden gæld	90	88
Passiver i alt	209.575	203.251
Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.		
Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.	30.06.08	30.06.07
Børsnoterede finansielle instrumenter	203.356	199.841
Øvrige finansielle instrumenter	1.818	511
I alt finansielle instrumenter	205.174	200.352
Note 2: Medlemmernes formue		
Note 2: Medlemmernes formue	1.1.-30.06.08	
Medlemmernes formue primo	156.209	
Udlodning fra sidste år	-5.339	
Emissioner i perioden	65.728	
Indløsninger i perioden	-4.530	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	67	
Periodens resultat	-2.650	
Medlemmernes formue ultimo	209.485	
Nøgletal for halvåret		
Nøgletal for halvåret	1. halvår 2008	1. halvår 2007
Medlemmernes formue (t.kr.)	209.485	203.163
Cirkulerende kapital (t.kr.)	220.579	210.551
Indre værdi	94,97	96,49
Afkast (pct. *)	-1,11	-1,10
Sammenligningsindeks (pct. *)	-0,58	-1,32
Omkostningspct. *)	0,17	0,17
ÅOP	0,52	-
Kurs	95,70	97,42

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

Afdeling Obligationer

Performancevurdering

Afdelingen gav i 1. halvår af 2008 et negativt afkast på 1,11 pct. Afkastet er utilfredsstillende. Afdelingen klarede sig dårligere end sammenligningsindekset, der gav et negativt afkast på 0,58 pct. Som sammenligningsindeks anvendes EFFAS' indeks for danske statsobligationer med en løbetid på mere end et år. Årsagen er primært de massive rentestigninger i 2. kvartal og dermed faldende obligationskurser. Medvirkende hertil har været afdelingens højere varighed, og at realkreditobligationer og risikofyldte obligationer generelt gav lavere afkast end statsobligationer.

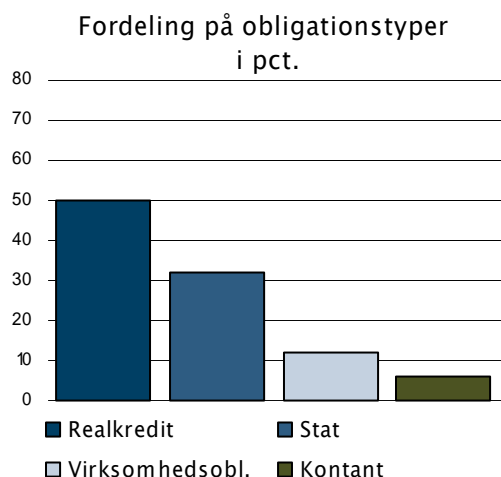
Investeringsvalg

Den finansielle krise, frygten for et sammenbrud i det finansielle system og udsigten til amerikansk recession var de drivende kræfter bag markedsudviklingen indtil medio marts. En række redningsaktioner fra de store centralbanker var medvirkende til, at risikoappetit igen vendte tilbage til markedet. Det medførte bl.a. en bedre relativ prisfastsættelse af danske realkreditobligationer og emerging marketsobligationer. Dette forventes kun at være en stakket frist før en ny bølge af uro skyller ind over markedet, og derfor blev markedssituationen udnyttet til at sælge obligationer i de 2 nævnte kategorier mod køb af danske statsobligationer. Sidstnævnte vil alt andet lige levere et bedre afkast i et scenario med faldende renter og stigende risikoaversion. Beholdningen af kreditobligationer er holdt uændret. Disse vurderes at kunne give et attraktivt afkast sammenlignet med danske statsobligationer, og kreditobligationerne er udstedt af relativt solide danske finansielle institutioner.

Strategi og perspektiv

Afdelingens eksponering over for faldende renter og stigende risikoaversion er blevet øget. Dette er som nævnt sket ved at øge afdelingens andel af statsobligationer. Samtidig blev følsomheden over for de 5- og 10-årige renter øget, idet rentefaldet ventes at blive mest udtalt på denne del af kurven i takt med, at markedet indpriser en markant afmatning i den europæiske økonomi.

I 2. halvår kan det komme på tale at øge afdelingens andel af statsobligationer yderligere. Det vil i så fald ske ved en reduktion af emerging marketsobligationer eller danske realkreditobligationer, ligesom det var tilfældet i 2. kvartal. Desuden vil der blive set på at mulighederne for at øge afdelingens varighed på højere renteniveauer.



Afdeling Obligationer

Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

Resultatopgørelse	1.1.-30.06.08	1.1.-30.06.07
Renter og udbytter	4.093	9.816
Kursgevinster og tab	-4.692	-14.887
Administrationsomkostninger	-418	-1.179
Halvårets nettoresultat	-1.017	-6.250
Balance		
Aktiver	30.06.08	30.06.07
Likvide midler 1)	9.034	8.879
Kapitalandele 1)	0	15.567
Obligationer 1)	153.033	437.704
Andre aktiver	3.069	6.528
Aktiver i alt	165.136	468.678
Passiver		
Medlemmernes formue 2)	165.058	468.340
Anden gæld	78	338
Passiver i alt	165.136	468.678
Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.		
	30.06.08	30.06.07
Børsnoterede finansielle instrumenter	153.033	452.870
Øvrige finansielle instrumenter	9.034	9.280
I alt finansielle instrumenter	162.067	462.150
Note 2: Medlemmernes formue		
	1.1.-30.06.08	
Medlemmernes formue primo	305.690	
Udlodning fra sidste år	-5.638	
Indløsninger i perioden	-134.321	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	344	
Periodens resultat	-1.017	
Medlemmernes formue ultimo	165.058	
Nøgletal for halvåret		
	1. halvår 2008	1. halvår 2007
Medlemmernes formue (t.kr.)	165.058	468.340
Cirkulerende kapital (t.kr.)	173.487	485.106
Indre værdi	95,14	96,54
Afkast (pct.) *)	-1,11	-1,28
Sammenligningsindeks (pct.) *)	-0,58	-1,32
Omkostningspct. *)	0,22	0,24
ÅOP	0,63	-
Kurs	95,45	96,25

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

Afdeling Pension

Performancevurdering

Afdelingen gav i 1. halvår af 2008 et utilfredsstillende negativt afkast på 5,06 pct. Den finansielle krise, frygten for et sammenbrud i det finansielle system og udsigten til amerikansk recession var de drivende kræfter bag markedsudviklingen indtil medio marts.

I 2. kvartal blev markedet grebet af inflationsfrygt, hvilket ramte både aktie- og obligationsmarkederne med faldende kurser til følge. Trods den indbyggede risikospredning i afdelingen, der består af både aktier og obligationer, blev afdelingen således ramt af kursfald på begge disse markeder.

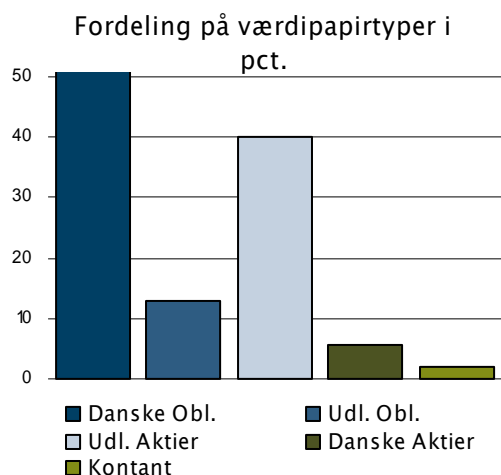
Investeringsvalg

I 2. kvartal blev varighed i obligationsbeholdningen øget fra 5,56 år til 6,45 år. Endvidere blev beholdning af statsobligationer øget markant mod salg af danske realkreditobligationer og mexicanske statsobligationer. Følsomheden over for udviklingen i de 5- og 10-årige renter blev øget ud fra en forventning om, at et rentefald vil blive mest udtalt i denne del af kurven. Dette forventes at ske i takt med, at markedet indpriser en markant afmatning i den europæiske økonomi.

På aktiesiden blev der i 1. halvår hjemtaget gevinster inden for bl.a. energi- og råvareområdet, samtidig med at investeringerne inden for bl.a. industriområdet og konjunkturfølsomt forbrug blev øget. Afdelingen har øget sine investeringer i amerikanske aktier og reduceret investeringerne i blandt andet danske aktier.

Strategi og perspektiv

Det er hensigten at fortsætte en relativt konservativ og langsigtet investeringsstrategi med en aktieandel omkring 30 pct. af formuen, så længe det vurderes, at der er stor usikkerhed om verdensøkonomiens udvikling. På obligationsområdet betyder de tidligere nævnte omlægninger, at afdelingen nu har fået en væsentlig bedre eksponering over for netop faldende renter og stigende risikoaversion, mens der på aktiesiden fastholdes en forsigtig og afventende strategi med høj investeringsvægt inden for især medicinal, det stabile og konjunkturfølsomme forbrugsområde samt teknologi. Afdelingens overordnede strategi forventes fastholdt i 2. halvår af 2008.



Afdeling Pension

Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

Resultatopgørelse	1.1.-30.06.08	1.1.-30.06.07
Renter og udbytter	1.695	2.159
Kursgevinster og tab	-5.810	-842
Administrationsomkostninger	-270	-326
Resultat før skat	-4.385	991
Rente- og udbytteskat	-45	-36
Halvårets nettoresultat	-4.430	955

Balance

Aktiver	30.06.08	30.06.07
Likvide midler 1)	1.441	2.240
Kapitalandele 1)	31.967	34.214
Obligationer 1)	47.046	68.279
Andre aktiver	1.109	1.458
Aktiver i alt	81.563	106.191

Passiver

Medlemmernes formue 2)	81.540	106.124
Anden gæld	23	67
Passiver i alt	81.563	106.191

Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.

	30.06.08	30.06.07
Børsnoterede finansielle instrumenter	79.013	102.092
Øvrige finansielle instrumenter	1.441	2.641
I alt finansielle instrumenter	80.454	104.733

Note 2: Medlemmernes formue

	1.1.-30.06.08
Medlemmernes formue primo	88.776
Udlodning fra sidste år	-2.806
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	0
Periodens resultat	-4.430
Medlemmernes formue ultimo	81.540

Nøgletal for halvåret

	1. halvår 2008	1. halvår 2007
Medlemmernes formue (t.kr.)	81.540	106.124
Cirkulerende kapital (t.kr.)	86.344	104.644
Indre værdi	94,44	101,41
Afkast (pct. *)	-5,06	0,83
Omkostningspct. *)	0,30	0,30
ÅOP	0,91	-
Kurs	95,00	100,91
P/E	14,4	-

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

Afdeling Kontra

Performancevurdering

Afdelingen gav i 1. halvår af 2008 et negativt afkast på 1,98 pct. Afkastet er utilfredsstillende. Den finansielle krise, frygten for et sammenbrud i det finansielle system samt udsigten til en amerikansk recession var de drivende kræfter bag markedsudviklingen indtil medio marts. I denne periode var afdelingen blandt de bedst performende danske investeringsafdelinger. Efterfølgende vendte risikoappetitten for en stund kraftigt tilbage til markedet. Den finansielle krise trådte i baggrunden, mens markedet blev grebet af inflationsfrygt. Det var en kritisk markedsudvikling for afdelingen, idet stort set alle aktiver blev ramt af kursfald med et negativt afkast til følge.

Investeringsvalg

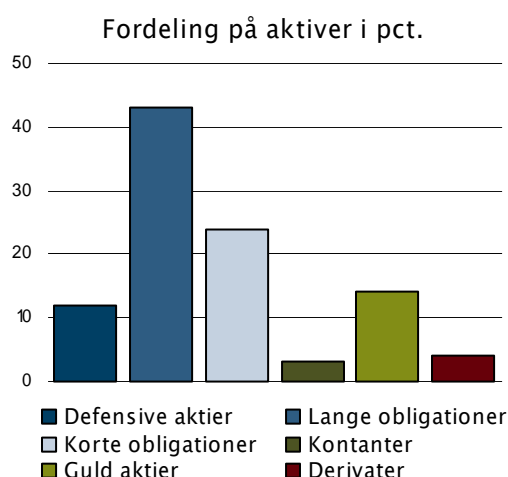
Den vigtigste ændring i porteføljen har været en forøgelse af obligationsandelen. Dette er sket mod en reduktion i andelen af globale aktier. Den stigende risikoaversion, hvor investorerne søgte at begrænse de investeringsmæssige risici, samt de faldende aktiekurser betød, at aktieoptionerne steg betydeligt i værdi. Da optionerne havde udløb i juli, blev der i 2. kvartal hjemtaget profit ved salg af optionerne. Provenuet blev anvendt til at købe nye optioner med udløb i december.

Samlet set blev hedgegraden af globale aktier øget fra 73 pct. primo året til 188 pct. ved udgangen af 1. halvår. Afdelingen har hermed fået en signifikant bedre eksponering over for faldende renter og stigende risikoaversion.

Strategi og perspektiv

Stort set alle aktiver bidrog negativt til afkastet siden medio marts. Beholdningen af aktieoptioner var blandt de få lyspunkter. Japanske yen og guldaktier var derimod de to aktivklasser, der leverede det mest skuffende resultat, ikke mindst set i lyset af, at risikoaversion var stigende i løbet af 2. kvartal. Yennens status som sikkert tilflugtssted synes at være på retur. Det samme gjorde sig gældende for guldaktier, der tilmed heller ikke har leveret den beskyttelse mod en stigende inflationsrisiko, som kunne forventes.

Guldaktier er således generelt blevet ramt hårdt ligesom det resterende aktiemarked. Det har derfor været rigtigt at have en lav vægt i begge aktivklasser. Guldaktier viste imidlertid deres værd i de første måneder af året, hvor risikoaversion tordnede op. Derfor fastholdes investeringerne i guldaktier på et niveau nogenlunde som i 1.halvår, mens det kan komme på tale at reducere eksponeringen mod yen på attraktive niveauer.



Afdeling Kontra

Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

Resultatopgørelse	1.1.-30.06.08	1.1.-30.06.07
Renter og udbytter	1.400	1.889
Kursgevinster og tab	-2.815	-6.063
Administrationsomkostninger	-302	-435
Resultat før skat	-1.717	-4.609
Rente- og udbytteskat	-36	-57
Halvårets nettoresultat	-1.753	-4.666
Balance		
Aktiver	30.06.08	30.06.07
Likvide midler 1)	1.836	635
Kapitalandele 1)	17.825	44.569
Obligationer 1)	45.896	72.714
Afledte finansielle instrumenter 1)	2.074	2.803
Andre aktiver	1.124	1.874
Aktiver i alt	68.755	122.595
Passiver		
Medlemmernes formue 2)	68.216	122.525
Mellemværende vedr. handelsafvikling	505	0
Anden gæld	34	70
Passiver i alt	68.755	122.595
Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.		
30.06.08	30.06.07	
Børsnoterede finansielle instrumenter	65.795	117.283
Øvrige finansielle instrumenter	1.836	3.438
I alt finansielle instrumenter	67.631	120.721
Note 2: Medlemmernes formue		
1.1.-30.06.08		
Medlemmernes formue primo	80.241	
Emissioner i perioden	2.307	
Indløsninger i perioden	-12.620	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	41	
Periodens resultat	-1.753	
Medlemmernes formue ultimo	68.216	
Nøgletal for halvåret		
1. halvår 2008	1. halvår 2007	
Medlemmernes formue (t.kr.)	68.216	122.525
Cirkulerende kapital (t.kr.)	67.343	124.443
Indre værdi	101,30	98,46
Afkast (pct. *)	-1,98	-3,66
Omkostningspct. *)	0,35	0,35
ÅOP	1,00	-
Kurs	110,10	100,00

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



LD Invest
Strødamvej 46
2100 København Ø
Tel: +45 33 38 89 88

www.ldinvest.dk