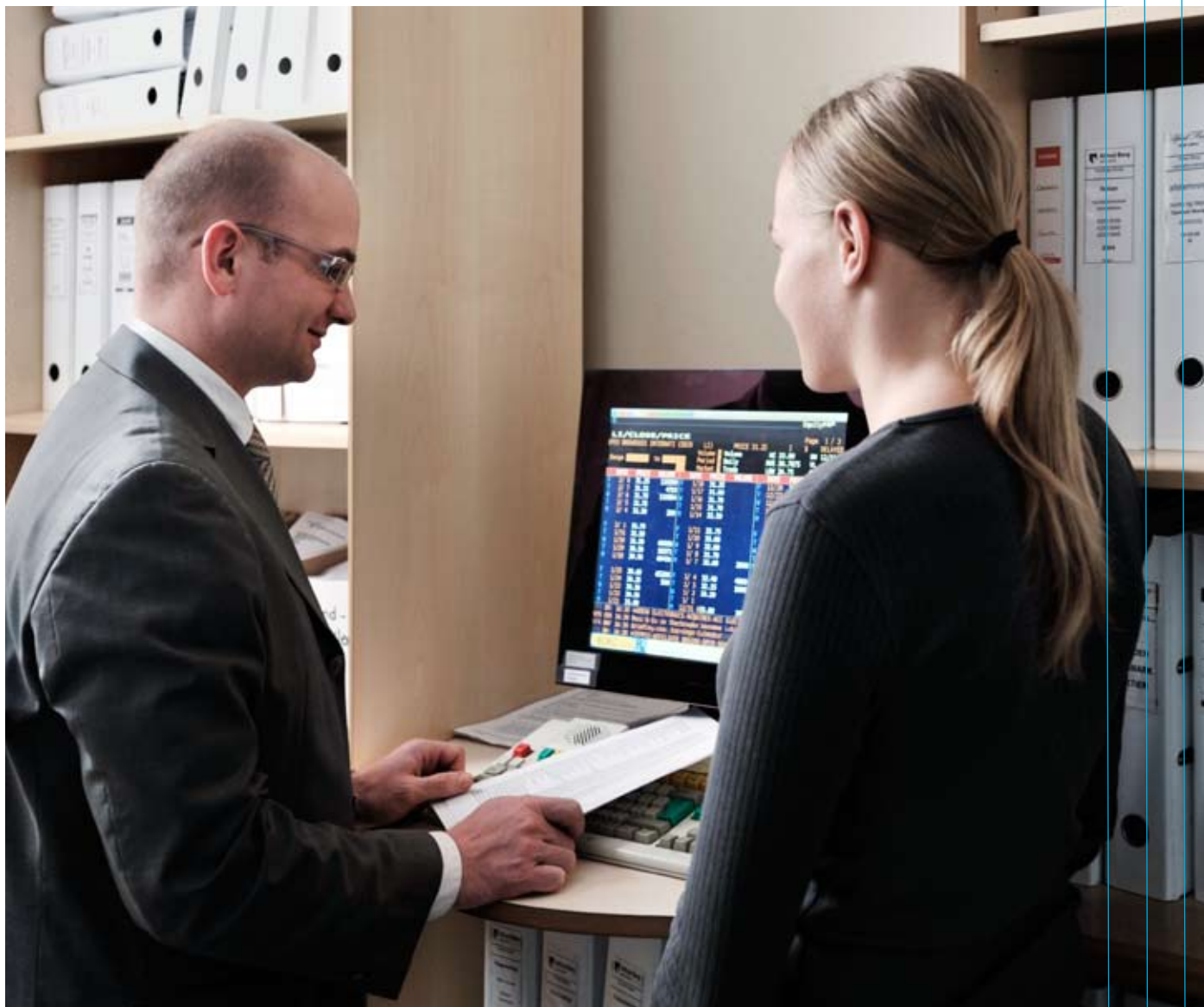


Investeringsforeningen Alfred Berg Invest



Halvårsrapport
2008

Indhold

Påtegninger

Ledelsespåtegning.....	3
------------------------	---

Bestyrelsens beretning

Bestyrelsens beretning for 1. halvår 2008.....	4
Hoved- og Nøgletal.....	6

Halvårsregnskab

Anvendt regnskabspraksis.....	7
Alfred Berg, afdeling Danske Obligationer.....	8
Alfred Berg, afdeling Danmark.....	10
Alfred Berg, afdeling Global.....	12
Alfred Berg, afdeling Rusland.....	14
Alfred Berg, afdeling Europa.....	16
Alfred Berg, afdeling Norden.....	18
Alfred Berg, afdeling Small Cap Europa.....	20
Alfred Berg, afdeling High Yield Obligationer.....	22
Alfred Berg, afdeling Emerging Markets Obligationer.....	24

Navne og adresser

Foreningens adresse
Alfred Berg Invest
Amaliegade 35, Postboks 2198
1017 København K
Telefon: 3396 1000
Telefax: 3396 1500

Hjemmeside
www.alfredberginvest.dk

Revision
KPMG C. Jespersen
Statsaut. Revisionsinteressentskab
Borups Allé 177
2000 Frederiksberg

Administration
Alfred Berg Administration A/S
Investeringsrådgiver
Alfred Berg
Fondsmæglerselskab A/S

Depotselskab
ABN AMRO Bank N.V.
Copenhagen Branch

Foreningens bestyrelse
Morten Riise-Knudsen
Lars Andersen
Niels Ulrik Heine
Karin Arnstedt

Registreringsnumre
CVR NR: 18 22 62 43
Finanstilsynet: 11.080

Ledespåtegning

Bestyrelse og direktion har dags dato godkendt halvårsrapporten for 2008 for Investeringsforeningen Alfred Berg Invests 9 afdelinger.

Halvårsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. og bekendtgørelsen fra Finanstilsynet.

Vi anser den valgte regnskabspraksis for hensigtsmæssig, således at halvårsrapporten giver et retvisende billede af afdelingernes aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultat.

København, den 25. august 2008

Bestyrelse:

Morten Riise-Knudsen

Lars Andersen

Karin Arnstedt

Niels Ulrik Heine

Direktion:

Alfred Berg Administration A/S

Torben G. Knappe

Bestyrelsens beretning for 1. halvår 2008

Fælles oplysninger

Nedenstående er fælles for alle foreningens afdelinger. Uddybende oplysninger om den enkelte afdeling vises efterfølgende.

De finansielle markeder i 1. halvdel af 2008

I starten af året blev det klart, at den amerikanske økonomi er gået ind i en recession. Økonomien synes at være inde i en ond spiral, hvor kreditkrisen viste en selvforstærkende effekt i form af mindre udlån bankerne imellem, konkurs blandt hedge fonde, og den amerikanske centralbank blev tvunget til at foretage drastiske indgreb for at øge likviditeten i markedet samt redde investeringsbanken Bear Stearns. Aktierne havde det hårdt i det første kvartal, hvor det globale indeks faldt med næsten 16%. Ved udgangen af kvartalet vendte stemningen dog lidt som følge af finanspolitiske lettelser og FEDs ihærdige hjælpeaktioner. Emerging markets klarede sig dårligere end de udviklede lande, og især i Asien måtte noteres store fald.

Obligationer var atter den aktivklasse, der klarede sig bedst til trods for markante rentestigninger i andet kvartal. Investorer søgte mod mindre risikofyldte investeringer, og FED foretog aggressive rentenedsættelser, hvilket gav statsobligationer et skub i den positive retning samtidig med at recessionsfrygten aftog.

I første kvartal tydede meget på, at USA var i recession eller på vej til det, som følge af kredit- og likviditetskrisen. Realøkonomiske tal i andet kvartal har været bedre end ventet, og det tyder således på, at USA undgår en recession, hvilket skal tilskrives FEDs aggressive rentenedsættelser og likviditetstilførsel. Sammen med en række andre faktorer tyder det på fortsat svag vækst i USA de kommende kvartaler, og USA synes dermed at undgå en decideret recession.

Væksten for første kvartal i Eurozonen overraskede positivt med en stigning, der var højere end forventet. Det var især Tyskland, som bidrog positivt med en vækst, som var dobbelt så højt som ventet og den højeste vækst i 16 år. En del af forklaringen på den høje vækst kan sandsynligvis tilskrives det milde vejr, som har fremskyndet investeringer i byggesektoren, hvorfor der må forventes en vis tilbagebetaling de kommende kvartaler. De fremtidige vækstudsigter ser dog mere dystre ud, og vi forventer en svagere vækst de kommende kvartaler i forhold til første kvartal. Væksten har været drevet af investering og nettoeksport, men vi forventer faldende vækst i eksporten som følge af den stærke euro samt stigende lønomkostninger, som vil forværre konkurrenceevnen. Det ser heller ikke ud til, at privatforbruget kan blive næste vækstmotor på trods af et markant forbedret arbejdsmarked, hvor arbejdsløsheden er faldet med 2,9% de sidste 4 år. Detailsalget har været dårligere end ventet de sidste 3 måneder, og de seneste tal for april viste et fald på 3 gange det forventede. Dette er det største fald i Eurozonens historie og tegner ikke godt for privatforbruget. Vi forventer en vækst for hele 2008 på 1,5-1,8% i Eurozonen.

De sidste måneder har været historisk volatile på rentemarkederne med skiftevis fokus på vækstproblemer og inflationsproblemer. Hvor der i mange måneder har været en relativt større bekymring for væksten, ikke mindst pga. fortsatte kreditproblemer og svagt US boligmarked, er fokus nu rettet mod inflationen. FED har ellers det seneste års tid set igennem fingre med stigende inflation og koncentreret sig om at redde USA fra en længerevarende recession ved at sænke renten aggressivt fra 5,25% i september sidste år til nu 2%. Tegn på at de penge- og finanspolitiske lempelser begynder at have effekt, har fået FED til at skifte fokus fra vækst til inflation. Den overordnede inflation er steget til 4,2% i USA, mens kerneinflationen

er på 2,1%, som kun er marginalt over FEDs målsætning. Det er heller ikke så meget den aktuelle inflation FED er bekymret for, men mere at inflationsforventninger er steget markant på baggrund af især de stigende råvarepriser. Tæmmes inflationsforventningerne ikke, kan det sætte gang i en løn-prisspiral, som kan sætte en længerevarende dæmper på væksten. Efter FEDs møde i april, hvor renten blev sænket til 2%, blev retorikken mere neutral og indikerende, at de havde gjort nok mht. rentenedsættelser her og nu. FED fastholdt renten uændret på mødet den 25. juni, men skærpede tonen mht. frygten for inflation og nedtonede samtidig frygten for lavere vækst. FED indikerede dog ikke en snarlig forhøjelse af renten, hvilket en del markedsdeltagere havde forventet.

ECB har også skærpet retorikken i indeværende kvartal, hvilket skal ses i lyset af, at inflationen er steget til 4% i Eurozonen, som er det højeste niveau i 16 år. Desuden er ECB meget bekymret for de accelererende langsigtede inflationsforventninger, som næsten er steget med 0,5% i andet kvartal. Da kreditkrisen for alvor rasede i første kvartal, indprisede markedet flere rentenedsættelser fra ECB, men allerede på mødet den 11. april gjorde centralbankchef Trichet det klart, at ECB ikke havde nogen intentioner om at nedsætte renten med de givne vækst- og inflationsudsigter. Trichet udtrykte stor bekymring for anden-runde effekter, hvor de stigende energi- og fødevarerpriser sætter sig i løndannelsen og medfører høje lønstigninger.

På mødet i maj gentog Trichet konklusionerne fra sidste måneds møde, og gjorde opmærksom på nødvendigheden af forankring af inflationsforventningerne for ikke at skabe en løn-prisspiral, som er meget svær at komme ud af. De seneste måneder har ECBs udmeldinger været meget markante omkring frygt for inflationen, men store dele af markedet har været af den holdning, at det var en retorik, de ikke turde forsvare med faktiske renteforhøjelser. Denne antagelse blev dog ændret ved mødet 5. juni, hvor Trichet sagde, at ECB var i forhøjet beredskab pga. den stigende inflation og tilføjede yderligere, at en renteforhøjelse i juli ikke kunne udelukkes, hvilket kom noget bag på markedet.

Forventninger til den resterende del af 2008

Centralbankerne har oplevet én af deres sværeste perioder det sidste halve år, da der på den ene side har været tydelige tegn på en vækstobremser, men på den anden side er inflationen skudt i vejret som følge af stigende energi- og fødevarerpriser. Dette har også givet sig udtryk i markedsforventningerne til pengepolitikken, da man i starten af året forventede rentenedsættelser pga. den globale afmatning, mens markedet nu forventer renteforhøjelser pga. stigende inflation.

Centralbankerne har på det seneste set sig nødsaget til at skruer op for den hårde retorik mht. inflationen, da inflationsforventningerne er steget markant.

Høje inflationsforventninger kan føre til højere lønkrav, da den høje inflation vil underminere forbrugernes købekraft. Centralbankerne vil for alt i verden undgå anden-runde effekter, hvor højere lønninger vil medføre en løn-prisspiral, som historisk set har vist sig meget svær at slippe ud af igen. En sådan spiral kan i yderste konsekvens føre til en længerevarende periode med stagflation.

Allerede nu er lønningerne på de højeste niveauer i mange år både i USA og Europa afspejlende de kraftige inflationsforventninger hos forbrugerne. Prisstigningerne er dermed tæt på at komme gennem til varepriserne. Det sidste led som mangler er dog også det mest afgørende, for her vælger virksomhederne at hæve prisen som følge

Bestyrelsens beretning for 1. halvår 2008

af pres på indtjeningsmarginen. Typisk er det i vurderingen af, om virksomhederne kan/vil tage dette skridt, der afgør holdningen til, hvorvidt anden-runde effekter er sandsynlige. Vi er ikke af den opfattelse, at den nuværende styrke i konjunkturcyklen kan bære, at virksomhederne hæver priserne. Der vil ganske enkelt ikke være efterspørgsel. Samtidig risikerer (ikke-energi producerende) virksomheder at miste markedsandele, hvis de alligevel gør det. Vores vurdering er derfor, at den negative trendudvikling i konjunkturcyklen sammen med fortsat "høgeagtige" centralbanker (på kort sigt) lægger tilstrækkeligt pres på inflationen i nedadgående retning.

Vi forventer også moderat faldende oliepriser i andet halvår, hvilket vil lægge en dæmper på inflation. Olieprisens himmelflugt skyldes i høj grad stigende efterspørgsel fra især Asien, hvor efterspørgslen er blevet holdt kunstigt oppe, da regeringen i mange asiatiske lande betaler for de stigende priser på bl.a. benzin, hvormed prisen er konstant for forbrugerne. Dette er en bekostelig affære, og senest har vi set, at Kina har hævet prisen på bl.a. benzin med 18%. Dette er en tendens, som vi forventer fortsætter, da regeringerne ikke har råd til denne kompensation på længere sigt. Vækstnedgangen forventes også at ramme Asien, og sammen med mindre kompensation fra regeringerne vil det dæmpe efterspørgslen efter olie fra Asien og sandsynligvis presse olieprisen ned.

Derudover er det naturligvis klart, at tiden i sig selv gør inflationen mindre på grund af de såkaldte basiseffekter. Sidstnævnte mekanismer burde åbne op for, at centralbankerne igen kan sænke renterne i foråret 2009 som følge af relativ lav vækst og en mere kontrolleret inflation.

Risikoscenariet er ikke svært at få øje på. Det er hvis anden-runde virkningerne materialiserer sig, og tilliden på langt sigt til centralbankernes inflationsbekæmpelse udvandes. Dette vil tvinge de store centralbanker til at foretage en kraftig opjustering af det reale renteniveau, som samtidig også vil involvere massive kursfald på ALLE ikke-inflationssikrede (eg. indeksobligationer) aktivklasser. Dette stagflationsscenarium volder i øjeblikket en del hovedbrud blandt markedsdeltagerne, men vi vurderer ikke på nuværende tidspunkt, at det er særlig sandsynligt, at det kommer til at udspille sig.

Hoved- og nøgletal

Netto resultat (1.000 kr.)	1.01-30.06.2008	1.01-30.06.2007	
Danske Obligationer	-9.210	-2.795	-
Danmark	-78.836	20.050	
Global	-4.214	1.238	
Rusland	-71.819	-9.619	
Europa	-41.417	14.217	
Norden	-18.040	10.903	
High Yield	235	9.071	
Small Cap Europa	-33.912	42.023	
Emerging Market obl.	-2.124	-1.918	-
Gennemsnitlig formue (1.000 kr.)	30.06.2008	30.06.2007	
Danske Obligationer	385.512	366.467	
Danmark	580.733	1.260.244	
Global	21.161	39.345	
Rusland	670.715	880.465	
Europa	135.554	204.106	
Norden	84.520	93.949	
High Yield	451.720	469.030	
Small Cap Europa	137.051	420.766	
Emerging Market obl.	108.682	111.744	
Cirkulerende kapital (1.000 kr.)	30.06.2008	30.06.2007	
Danske Obligationer	398.854	330.080	
Danmark	198.256	348.804	
Global	22.929	32.486	
Rusland	423.631	429.861	
Europa	154.959	203.072	
Norden	100.575	87.904	
High Yield	526.945	473.536	
Small Cap Europa	156.140	231.998	
Emerging Market obl.	112.243	110.139	-
Indre værdi pr. andel (DKK)	30.06.2008	30.06.2007	
Danske Obligationer	94,67	98,25	
Danmark	191,95	310,19	
Global	78,41	101,41	
Rusland	155,73	182,70	
Europa	75,94	109,33	
Norden	69,68	126,04	
High Yield	86,46	91,39	
Small Cap Europa	75,69	148,98	
Emerging Market obl.	94,41	105,04	-
Halvårets afkast i pct.	30.06.2008	30.06.2007	
Danske Obligationer	-1,81	-0,84	
Danmark	-11,81	1,75	
Global	-17,18	2,88	
Rusland	-6,41	-0,54	
Europa	-22,58	7,44	
Norden	-16,78	11,10	
High Yield	-0,02	1,71	
Small Cap Europa	-18,24	10,44	
Emerging Market Obligationer	-1,84	-1,56	
Halvårets benchmarkafkast i pct.	30.06.2008	30.06.2007	
Danske Obligationer	-1,00	-1,53	
Danmark	-12,12	13,21	
Global	-16,99	6,41	
Rusland	-3,81	-6,72	
Europa	-22,18	9,64	
Norden	-16,22	14,66	
High Yield	-0,90	1,99	
Small Cap Europa	-17,04	10,60	
Emerging Markets Obligationer	0,41	-0,02	-

Hoved- og nøgletal

Omkostningspct.	30.06.2008	30.06.2007
Danske Obligationer	0,33	0,34
Danmark	0,69	0,68
Global	0,94	0,91
Rusland	1,21	1,20
Europa	0,73	0,72
Norden	0,75	0,76
High Yield	0,48	0,53
Small Cap Europa	0,85	0,79
Emerging Markets Obligationer	0,51	0,53

Sharpe ratio	30.06.2008	30.06.2007
Danske Obligationer	-0,33	0,38
Danmark	1,06	1,41
Global	-0,22	-0,13
Rusland	0,92	1,09
Europa	0,12	0,22
Norden	0,65	0,78
High Yield	0,50	1,30
Small Cap Europa	0,39	1,75
Emerging Markets Obligationer	0,32	0,73

Anvendt Regnskabspraksis

Oplysninger

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til regnskabspraksis i den seneste aflagte årsrapport.

Beholdningsspecifikationer

En specifikation af afdelingernes værdipapirer kan rekvireres ved henvendelse til foreningens administrationselskab

Nøgletal - definitioner

Indre værdi pr. andel

Medlemmernes formue/cirkulerende andele ultimo året.

Afkast i procent

$$\frac{((\text{Indre værdi ultimo året} + \text{geninvesteret udlodning}) / (\text{Indre værdi primo året} - 1)) \times 100}{\text{Indre værdi ultimo året} / \text{Indre værdi umiddelbart efter udlodning}}$$

Omkostningsprocenten

$$\frac{\text{Administrationsomkostninger} / \text{Medlemmernes gennemsnitlige formue}}{\text{Gennemsnits-formuen}} \times 100$$

Standardafvigelse/volatilitet

Standardafvigelsen er et mål for afkastets udsving over tiden. Jo større volatilitet, jo større er usikkerheden omkring investeringens fremtidige afkast. Volatiliteten er således et risikomål. Volatiliteten udtrykkes sædvanligvis i procent pr. år. Volatiliteten er et mål for afkastets spredning omkring sin middelværdi – afkastets standardafvigelse. Hvis afkastet er normal-fordelt kan det forventes, at ca. 2/3 af alle afkastobservationer falder mellem middelværdien plus standardafvigelsen og middelværdien minus standardafvigelsen. Der opgøres kun standardafvigelse/volatilitet for afdelinger, som har eksisteret i minimum 36 måneder.

Sharpe Ratio

Sharpe Ratio beregnes ved at dividere investeringens merafkast med dens volatilitet/standardafvigelse. Sharpe Ratio måler en investeringssafkast i forhold til dens risiko. Jo større positiv Sharpe Ratio, jo bedre risikjusteret afkast. Ved hjælp af Sharpe Ratio kan investeringer med forskellige risikoniveauer sammenlignes. Der opgøres kun Sharpe Ratio for afdelinger, som har eksisteret i minimum 36 måneder.

Alfred Berg, afdeling Danske Obligationer

Afdelingens profil

Afdeling Danske Obligationer investerer i danske børsnoterede obligationer med målsætningen at skabe et langsigtet merafkast i forhold til benchmark.

Porteføljestrategien fastlægges ud fra afdelingens forventninger til den økonomiske udvikling i de store økonomier; USA, Japan og Euroland. En dybdegående analyse af de enkelte segmenters og obligationers risiko, afkastprofil og egenskaber danner grundlag for valget af de konkrete segmenter og obligationer, der indgår i porteføljen.

Nøgletal pr. 30.06.2008

Benchmark	60% Effas>1 / 40% Nordea Realkreditindeks
Afdelingsformue	377.601 t.kr.
Indre værdi	94,67 DKK
Startdato	15-12-94
Seneste udbytte	3,25 DKK/andel

Risiko

(60 måneder)	
Standardafvigelse (% p.a.)	2,90
Sharpe-Ratio	-0,33

Afdelingens ti største beholdninger (%)

5,00% DK Stat INK St.lån 13	19,6
4,00% DK Stat INK St.lån 17	12,9
5,00% Nykredit 37D 500CF6 17	12,2
5,00% KD 43D OA 38æ 38	9,7
6,00% KD 23D.s 38æ 38	9,2
5,37% BRFkredit 142.B 38æ 37	5,5
6,00% Nykredit NYK 03D 38æ 38	4,3
5,00% Nykredit 03D. 38æ 38	3,8
5,00% Totalkredit 111 C..s. 35	3,4
6,00% Totalkredit 30C. CF 38æ 37	3,2

Aktivfordeling i afdelingen (%)

Segment	
Statsobligationer	34,3
Flexobligationer	0,0
Realkreditobligationer	38,4
Udtrukne obligationer	0,3
Flexgaranti obligationer	22,2
Kontant	4,8
I ALT	100,00

Varighed

0-2 år	5,25
2-5 år	20,28
5-10 år	25,38
>10	49,09

Afdeling Danske Obligationer gav et halvårligt afkast på -1,81%, mens benchmark gav et afkast på -1,00%.

Det første halvår af 2008 har budt på stor uro på de finansielle markeder og obligationsmarkedet har oplevet en historisk høj volatilitet. Recessionsfrygt, nedskrivninger som følge af kreditkrisen og generel usikkerhed betød at investorer søgte tilflugt i obligationer. Igennem hele perioden har der været en tendens til stigende globale renter, højere risikoaversion samt lav likviditet.

Ved årskiftet var den 10-årige danske rente på 4,47 %. I første kvartal faldt renten, men den steg igen i andet kvartal og endte på 4,9 %. Den samme udvikling kunne ses på den 2-årige rente, der oplevede en meget volatil periode på grund af, at forventningerne til ECB og deres rentepolitik ikke var entydige i perioden. Den 2-årige rente sluttede halvåret på 5 %.

Første kvartal var stærkt begunstiget af de lave renter da porteføljen samtidig lå med høj varighed. Formålet med den høje varighed var at afdække realerne i takt med deres underperformance samt at opnå en strategisk eksponering mod de forventede lavere europæiske renter. Som følge af den historisk høje volatilitet søgte investorer i de to første måneder tilflugt i statsobligationer i kernelandene. De massive rentenedsættelser fra den amerikanske centralbank samt redningen af investeringsbanken Bear Stearns skabt i marts måned igen noget ro på de finansielle markeder, hvilket bidrog til at statsobligationerne igen faldt.

I andet kvartal fortsatte de globale rentestigninger og det gik ud over afkastet på både porteføljen og benchmark. Rentestigninger opstod på baggrund af, at frygten for et finansielt nedbrud blev minimeret samt, at centralbankerne viste stor vilje og agtpågivenhed overfor de høje inflationstal. For eksempel har ECB måtte sande at rentenedsættelser ikke længere står øverst på dagsordenen men snarere, at renten forventes at stige. Porteføljens høje varighed var i andet kvartal med til at bidrage negativt og dette betød at afdelingens performance ikke kunne følge benchmark.

I juni blev porteføljens varighed reduceret, da centralbankernes skærpede retorik og fokus på inflationen forventedes at betyde højere renter.

Afdeling Danske Obligationer

Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	1.01-30.06.08	1.01-30.06.07
Renter og udbytter	9.385	8.548
Kursgevinster og -tab	-17.315	-10.105
Administrationsomkostninger	-1.280	-1.238
Resultat før skat	-9.210	-2.795
Halvårets nettoresultat	-9.210	-2.795

Balance

(1.000 kr.)	30.06.2008	30.06.2007
AKTIVER		
Likvide midler	36.580	6.377
1 Obligationer	352.727	290.264
Andre aktiver	6.870	54.935
Aktiver i alt	396.177	351.576
PASSIVER		
Medlemmernes formue	377.601	324.319
Anden gæld	18.576	27.257
Passiver i alt	396.177	351.576

Noter

1. Obligationer (1.000 kr.)	30.06.2008	30.06.2007
Noterede obl. fra danske udstedere	352.727	290.264

Alfred Berg, afdeling Danmark

Afdelingens profil

Afdeling Danmark investerer i danske aktier med målsætningen at skabe et langsigtet merafkast i forhold til OMXCCAP.

Afdelingen investerer i kvalitetsselskaber, der kan levere salgs-, indtjenings- samt cashflow vækst og hvor det fremtidige potentiale ikke er fuldt inddiskonteret i den aktuelle aktiekurs. Investeringerne er baseret på fundamental in-house industri- og selskabsanalyse. Porteføljens investeringer er genstand for kontinuerlig aktiv overvågning. Porteføljesammensætningen har et bottom-up udgangspunkt, dog under løbende påvirkning af makroøkonomiske forventninger, der har en afgørende indflydelse på den valgte sektorsammensætning. Porteføljesammensætningen sker under hensyntagen til en kontrolleret risikostyring, således at merafkastpotentialet står mål med porteføljens risiko.

Nøgletal pr. 30.06.2008

Benchmark	OMXCCAP
Afdelingsformue	380.549 t.kr.
Indre værdi	191,95 DKK
Startdato	15-12-94
Seneste udbytte	62,00 DKK/andel

Risiko

(60 måneder)	
Standardafvigelse (% p.a.)	14,45
Sharpe-Ratio	1,06

Afdelingens ti største beholdninger (%)

Novo Nordisk B	9,7
Vestas Wind Systems	9,5
A.P. Møller - Mærsk A	4,6
A.P. Møller - Mærsk B	4,3
Danske Bank	7,4
FLSmith & Co.	4,9
DSV	4,9
D/S Norden	4,8
Carlsberg B	4,6
NKT Holding	3,9

Aktivfordeling i afdelingen (%)

Sektor	
Industri	40,1
Finans	21,0
Sundhedspleje	19,1
Konsumtvarer	7,6
Materialer	2,9
Energi	1,3
Informationsteknologi	1,2
Øvrige inkl. likvide midler	6,8
I ALT	100,00

Afdeling Danmark gav et halvårligt afkast på -11,81%, mens benchmark gav et afkast på -12,12%.

Det danske aktiemarked var i det første halvår af 2008 markant præget af den negative stemning på de globale aktiemarkeder. Mange forskellige faktorer påvirkede stemningen på markederne, hvor især skuffende makronøgletal, stigende oliepris og høj inflation havde betydelig indvirkning på aktiekurserne.

Den nervøse stemning fra de sidste måneder af 2007 fortsatte ind i det nye år med store aktiefald til følge. Det var primært frykten for at USA var i recession, der satte en dæmper på investeringssystemet. Det var også i januar måned, at Danmark fik sit første offer for kreditkrisen, idet Bank Trelleborg måtte dreje nøglen om. I slutningen af måneden rettede det danske aktiemarked sig dog noget efter to markante rentesænkninger fra den amerikanske centralbank, som gav markedet nyt mod. I de følgende måneder kom de danske selskaber med årsregnskaber for 2007, som generelt viste fornuftige indtjening men med noget afdæmpede forventninger til den nærmeste fremtid. Af nedjusteringer kan nævnes Danisco og B&O, mens andre selskaber kom med kvartalsresultater, der overgik forventningerne. DSV og A.P. Møller-Mærsk regnskaber overgik forventningerne. Vi valgte at nedjustere A.P. Møller-Mærsk, da den faldende USD-kurs, de stigende brændstofomkostninger, betydelige interne udfordringer og faldende fragtrater kan presse selskabets indtjening yderligere i 2008.

I andet kvartal var det fortsat den nervøse stemning på de internationale aktiemarkeder, der satte dagordenen på det danske marked. I april og maj måned var markedet stort set i status quo, dog med stor volatilitet blandt andet på grund af økonomiske nøgletal, der ikke klart kunne fortælle, hvor verdensøkonomien var på vej hen.

På trods af få selskabsspecifikke nyheder i juni måned faldt det danske aktiemarked over hele linjen. Med et samtidigt kraftigt fald i BNP-væksten kom Danmark i teknisk recession, dvs. har oplevet to kvartaler i træk med negativ vækst.

Ved første halvårs afslutning er afkast for afdelingen lidt højere end benchmark. Det er primært en stærk performance i årets andet kvartal, der bidrager til dette. I den resterende del af året forventer vi at merafkastet fastholdes og kan udbygges yderligere.

Afdeling Danmark

Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	1.01-30.06.2008	1.01-30.06.2007
Renter og udbytter	11.167	18.821
Kursgevinster og -tab	-85.838	10.065
Administrationsomkostninger	-4.004	-8.555
Resultat før skat	-78.675	20.331
Skat	161	281
Halvårets nettoresultat	-78.836	20.050

Balance

(1.000 kr.)	30.06.2008	30.06.2007
AKTIVER		
Likvide midler	20.155	49.666
Kapitalandele	355.224	1.047.781
Andre aktiver	5.656	1.930
Aktiver i alt	381.035	1.099.377
PASSIVER		
1 Medlemmernes formue	380.549	1.081.971
Anden gæld	486	17.406
Passiver i alt	381.035	1.099.377

Noter

1. Kapitalandele (1.000 kr.)	30.06.2008	30.06.2007
Noterede aktier fra danske udstedere	329.894	994.878
Unoterede kapitalandele fra danske udstedere	4.770	52.903
Noterede aktier fra udenlandske udstedere	20.560	-
Kapitalandele i alt	355.224	1.047.781

Alfred Berg, afdeling Global

Afdelingens profil

Afdeling Global investerer i globale børsnoterede aktier med målsætningen at skabe et langsigtet merafkast i forhold til Morgan Stanley Capital Internationals World Equity Index i DKK.

Afdelingen investerer hovedsageligt i relativt store selskaber med lav risiko med fokus på vækstorienterede selskaber, hvor indtjeningspotentialet endnu ikke er indregnet i den aktuelle kurs. Selskaber med lang troværdig ledelse, god indstilling til sine aktionærer, høj og stabil indtjeningsvækst samt en åben informationspolitik har således høj prioritet i porteføljen.

Nøgletal pr. 30.06.2008

Benchmark	MSCI World Equity Index (DKK)
Afdelingsformue	17.978 t.kr.
Indre værdi	78,41 DKK
Startdato	15-12-94
Seneste udbytte	1,00 DKK/andel

Risiko

(60 måneder)	Afdeling	Benchmark
Standardafvigelse (% p.a.)		11,49
Sharpe-Ratio		-0,22

Afdelingens ti største beholdninger (%)

BHP Limited	4,0
Cisco Systems Inc.	3,3
CVS/Caremark Corp.	3,1
Rio Tinto Plc	2,9
Novartis AG-Reg.	2,8
Telefonica S.A.	2,8
Microsoft Corp.	2,8
Norfolk Southern Corp	2,7
Mizuho Financial Group Inc	2,5
Shinetsu Chemical Y50	2,5

Aktivfordeling i afdelingen (%)

Sektor	
Finans	16,9
Informationsteknologi	15,2
Industri	13,1
Materialer	12,8
Forbrugsgoder	12,7
Konsumentvarer	10,4
Sundhedspleje	8,2
Telekommunikation	5,8
Energi	3,9
Øvrige incl. likv.midler	1,0
I ALT	100,00

Afdeling Global gav et halvårligt afkast på -17,18%, mens benchmark gav et afkast på -16,99%.

De første måneder af 2008 bød på kraftig volatilitet på de globale aktiemarkeder og et usikkert investeringsmiljø, som betød, at vi fastholdte vores forsigtige og defensive holdning fra 2007. En del af vores strategi de seneste 6 måneder har været selektivt at tilføje positioner i solide selskaber med en høj rating i et marked, der er værdiansættelsesmæssigt attraktivt. Desuden koncentrerer vi os om selskaber, som er i stand til at fastholde deres øgede udbyttebetalinger.

Afdelingens performance var i første kvartal ramt af den kraftige volatilitet samt af de store fald på de globale aktiemarkeder. Især januar måned var kaotisk med store globale aktiefald til følge. Vores aktieudvælgelse viste sig at bidrage positivt til performance, idet især vores undervægt i den nordamerikanske finanssektor, som meget af uroen var centreret om, viste sig fornuftig. Det amerikanske aktiemarked var desuden præget af en rekord-lav dollarkurs samt af centralbankens to rentenedsættelser, der skulle sætte en stopper for den begyndende afmatning. Vi valgte desuden at reducere vores langfristede undervægt i Europa på bekostning af Asia Pacific og Nordamerika af værdiansættelseshensyn. Vores afkast for det første kvartal sluttede en smule under niveauet for benchmark.

I marts måned kom den amerikanske investeringsbank Bear Stearns i finansielle problemer, hvilket betød at J.P. Morgan overtog selskabet med hjælp fra den amerikanske centralbank.

I andet kvartal betød høje energipriser og den øgede inflationsfrygt pga. stigende råvarepriser, at de usikre momenter i markederne var uændrede. Især i Europa var inflationsfrygten et hovedtema, hvilket betød, at den europæiske centralbank fastholdte sin hårde retorik og ikke valgte at sænke renten som i USA. Afdelingen klarede sig dog stærkt igennem kvartalet og kom ud med et positivt afkast, der slog benchmark med 1,41 %. Vores undervægt i finanssektoren var en årsag til den gode performance, da kreditkrisen stadig volder problemer for bankerne og andre finansielle institutioner. Vores overvægt i energisektoren bidrog ligeledes positivt, da olieprisen nåede rekordhøjder i maj måned.

Vi har i slutningen af andet kvartal solgt fra i vores overvægtsposition i energisektoren pga. de seneste måneders voldsomme olieprisstigninger, men vi fastholder dog vores neutrale vægt, da vi stadig forventer stærke betalingsstrømme fra olieselskaberne. Samtidig har vi pga. attraktive prisfastsættelser i telekom-sektoren tilføjet flere europæiske teleselskaber.

Vi forventer stadig, at vores generelle investeringsstrategi samt fokus på solide selskaber med høj rating vil bidrage til, at afdelingen leverer et afkast på linie med eller over benchmark på årsbasis.

Afdeling Global

Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	1.01-30.06.2008	1.01-30.06.2007
Renter og udbytter	403	613
Kursgevinster og -tab	-4.443	1.098
Administrationsomkostninger	-199	-358
Resultat før skat	-4.239	1.353
Skat-	25	115
Halvårets nettoresultat	-4.214	1.238

Balance

(1.000 kr.)	30.06.2008	30.06.2007
AKTIVER		
Likvide midler	118	345
1 Kapitalandele	17.745	32.579
Andre aktiver	151	137
Aktiver i alt	18.014	33.061
PASSIVER		
Medlemmernes formue	17.978	32.944
Anden gæld	36	117
Passiver i alt	18.014	33.061

Noter

1. Kapitalandele (1.000 kr.)	30.06.2008	30.06.2007
Noterede aktier fra udenlandske udstedere	17.745	32.579

Alfred Berg, afdeling Rusland

Afdelingens profil

Afdeling Rusland investerer i depotbeviser (ADRs) på russiske aktier, børsnoterede russiske aktier, russiske aktier, der er genstand for regelmæssig handel på et reguleret marked, som er tilgængeligt for offentligheden, samt i likvide midler i accessorisk omfang. Afdelingens målsætning er at skabe et langsigtet merafkast i forhold til RTS Alfred Berg i DKK.

En stor del af analysearbejdet består i at vurdere makrofaktorens påvirkning af forskellige sektorer og brancher i Rusland, fordi det russiske marked i høj grad påvirkes af landets politiske og økonomiske udvikling. Parallelt med makroanalysen foretages løbende selskabsanalyser, med det formål at afdække undervurderede selskaber indenfor de enkelte brancher.

Nøgletal pr. 30.06.2008

Benchmark	RTS Alfred Berg (DKK)
Afdelingsformue	659.719 t.kr.
Indre værdi	155,73 DKK
Startdato	09-12-97
Seneste udbytte	14,50 DKK/andel

Risiko

(60 måneder)	
Standardafvigelse (% p.a.)	25,61
Sharpe-Ratio	0,92

Afdelingens ti største beholdninger (%)

Sberbank GDR	9,6
Gazprom Oao ADR	8,6
Lukoil Spons. ADR	8,4
Rosneft Oil Co-GDR	8,4
Novolipet Steel -GDR	4,2
Norilsk Nickel ADR	4,1
Tatneft GDR	3,9
Novatek GDR	3,3
Polyus Gold-Adr	3,2
Uralkali-GDR-W/I	3,1

Aktivfordeling i afdelingen (%)

Energi	37,6
Materialer	20,0
Finans	14,2
Telekommunikation	10,1
Konsumentvarer	7,4
Industri	2,2
Forbrugsgoder	0,7
Øvrige incl. likv.midler	7,8
I ALT	100,00

Afdeling Rusland gav et halvårligt afkast på -6,41%, mens benchmark gav et afkast på -3,81%.

I 2007 oplevede den russiske økonomi den hurtigste vækstrate siden 2000. I 2008 forventer man også en meget høj vækst, der beror på en høj indenlandsk efterspørgsel samt de høje priser på energi og fødevarer. Derudover vokser de udenlandske investeringer i Rusland også voldsomt, hvilket øger landets vækst. På det makroøkonomiske plan er det kun inflationen på over 10%, der er et problem.

I januar måned var det russiske aktiemarked hårdt ramt af uroen på de globale aktiemarkeder. Kreditkrisen fortsatte med at sætte en dæmper på investeringslysten, og sammenholdt med en lav vækst blev de fleste aktier ramt. Det var blandt andet olie-sektoren, der blev hårdest ramt, mens stålsektoren var den bedst performende. Den fortsatte uro betød en generel lav omsætning på det russiske aktiemarked, som også fortsatte de næste par måneder.

På den politiske scene blev der afholdt præsidentvalg i februar, som forløb som forventet, idet Putins efterfølger blev Dmitrij Medvedev. Dette var ventet af markedet og fik derfor ikke nogen signifikant indvirkning på kurserne. Den nye præsident forventes at fortsætte Putins politiske linje og den stærke økonomiske udvikling.

Især maj måned var utroligt positiv, da man fik vendt den negative udvikling, der ellers prægede markedet. Oliesektoren var en af de mest performancemæssigt toneangivende sektorer. Det var primært en voldsom stigning i prisen på råolie, der betød, at sektoren klarede sig godt. Desuden blev nyheden om et finanspolitisk forslag om at reducere skattetrykket i olie- og gassektoren også positivt mødt af markedet. Forslaget er et resultat af manglende vækst i olieproduktionen.

På grund af en undervægt i energi- og råvaresektorerne samt overvægt i telekom-sektoren har afdelingen klaret sig en smule dårligere end benchmark i første halvår af 2008. Vi har stadig stor tiltro til, at det russiske marked vil overgå afkastene på de globale aktiemarkeder, og at vi i 2008 vil opnå et afkast, der er bedre end benchmark.

Afdeling Rusland

Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	1.01-30.06.2008	1.01-30.06.2007
Renter og udbytter	6.790	5.498
Kursgevinster og -tab	-69.666	-3.622
Administrationsomkostninger	-8.120	-10.583
Resultat før skat	-70.996	-8.707
Skat	823	912
Halvårets nettoresultat	-71.819	-9.619

Balance

(1.000 kr.)	30.06.2008	30.06.2007
AKTIVER		
Likvide midler	49.031	32.994
1 Kapitalandele	609.798	751.949
Andre aktiver	2.510	13.491
Aktiver i alt	661.339	798.434
PASSIVER		
Medlemmernes formue	659.719	785.364
Anden gæld	1.620	13.070
Passiver i alt	661.339	798.434

Noter

1. Kapitalandele (1.000 kr.)	30.06.2008	30.06.2007
Noterede aktier fra udenlandske udstedere	609.798	751.949

Alfred Berg, afdeling Europa

Afdelingens profil

Afdeling Europa investerer i europæiske børsnoterede aktier med målsætningen at skabe et langsigtet merafkast, der ligger inden for et nærmere defineret interval i forhold til afkastet på S&P/Citigroup High Income Europe Net TR (unhedged) i DKK.

Der investeres hovedsageligt i selskaber med høje, stabile og stigende udlodninger. Dette sker med det formål at sammensætte en portefølje med en forholdsvis defensiv karakter, hvilket yderligere underbygges via risikospredning med en fordeling af midlerne på både small, mid og large cap. Der investeres fortrinsvis i selskaber fra udviklede markeder, men indtil 20% af afdelingens aktiver kan investeres i emerging markets. Der udøves aktiv management, hvorfor porteføljen ikke sammensættes som benchmark. Porteføljens risiko i forhold til sammenligningsgrundlaget måles og kontrolleres løbende.

Nøgletal pr. 30.06.2008

Benchmark	S&P/Citigroup High Income Europe Net TR (DKK)
Afdelingsformue	117.672 t.kr.
Indre værdi	75,94 DKK
Startdato	14-12-98
Seneste udbytte	1,50 DKK/andel

Risiko

(60 måneder)	Afdeling	Benchmark
Standardafvigelse (% p.a.)		12,78
Sharpe-Ratio		0,12

Afdelingens ti største beholdninger (%)

Total	7,1
HSBC (GBP)	4,8
Unicredito Italiano	4,4
Eni S.p.a.	4,3
ING Groep N.V.	3,6
Vivendi Universal	3,3
Societe Generale FRF30	3,2
Imperial Tobacco Group Plc	3,0
KBC Group NV	2,8
Telefonica S.A.	2,7

Aktivfordeling i afdelingen (%)

Sektor	
Finans	35,3
Energi	18,0
Telekommunikation	15,7
Forsyning	9,8
Forbrugsgoder	6,9
Konsumtvarer	5,4
Industri	3,5
Informationsteknologi	1,1
Sundhedspleje	0,9
Materialer	0,4
Øvrige incl. likv.midler	3,0
I ALT	100,00

Afdeling Europa gav et halvårligt afkast på -22,58%, mens benchmark gav et afkast på -22,18%.

Uroen, der opstod i kølvandet af kreditkrisen i USA i 2007, er som forventet fortsat ind i 2008. Således oplevede det europæiske aktiemarked betydelig uro, vækstnedgang og en stigende inflationsfrygt i første halvår af 2008.

I første halvår af 2008 blev inflation et gradvist mere vigtigt tema. På grund af råvareprisstigninger steg priserne kraftigt. Dog valgte den europæiske centralbank at fastholde den hårde retorik og den toneangivende rente på trods af en betydelig vækstnedgang. Dette er en indikation af, at inflation er et vigtigt anliggende, der får fuld bevågenhed fra centralbanken.

De europæiske aktiemarkeder var i januar måned hårdt præget af kreditkrisen. I Europa var man hårdt ramt af de globale problemer i den finansielle sektor, hvor afdelingens positioner i italienske banker ikke klarede sig godt. Derudover led også energisektoren betydelige performanceæssige knæk.

Porteføljens eksponering mod energisektoren viste sig dog i de efterfølgende måneder at bære frugt, da markedet oplevede kraftige prisstigninger på råolie. Prisen på råolie nåede i juni op på det rekordhøje niveau USD 143 per tønde. På den anden side opstod der igen problemer blandt de europæiske banker. Det gik ud over afdelingens positioner i Irish Life & Permanent som viste stort fald. Porteføljen er dog undervægtet i finanssektoren og står derfor godt, hvis der opstår yderligere uro i sektoren.

I flere europæiske lande oplevede byggefirmaer hårde tider. I England begyndte boligproblemerne fra USA at ramme markedet, hvor blandt andet nybyggeriet er faldet med 13%. Boligselskabernes aktiekurser blev udsat for store fald, der betød at yderligere problemer allerede er indpriset i aktiekurserne.

Afdeling Europa

Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	1.01-30.06.2008	1.01-30.06.2007
Renter og udbytter	4.477	5.212
Kursgevinster og -tab	-44.659	11.352
Administrationsomkostninger	-993	-1.473
Resultat før skat	-41.175	15.091
Skat	242	874
Halvårets nettoresultat	-41.417	14.217

Balance

(1.000 kr.)	1.01-30.06.2008	1.01-30.06.2007
AKTIVER		
Likvide midler	3.021	840
1 Kapitalandele	113.428	220.202
Andre aktiver	1.350	1.951
Aktiver i alt	117.799	222.993
PASSIVER		
Medlemmernes formue	117.672	222.024
Anden gæld	127	969
Passiver i alt	117.799	222.993

Noter

1. Kapitalandele (1.000 kr.)	30.06.2008	30.06.2007
Noterede aktier fra danske udstedere	2.585	2.770
Noterede aktier fra udenlandske udstedere	110.843	217.432
Kapitalandele i alt	113.428	220.202

Alfred Berg, afdeling Norden

Afdelingens profil

Afdeling Norden investerer i nordiske børsnoterede aktier med målsætningen at skabe et langsigtet merafkast i forhold til VINX 30 i DKK.

Afdelingen investerer i kvalitetsselskaber, der kan levere salgs-, indtjenings- samt cashflow vækst, hvor det fremtidige potentiale ikke er fuldt inddiskonteret i den aktuelle aktiekurs. Investeringerne er baseret på fundamental in-house industri- og selskabsanalyse. Porteføljens investeringer er genstand for kontinuerlig aktiv overvågning. Porteføljesammensætningen har et bottom-up udgangspunkt, dog under løbende påvirkning af makroøkonomiske forventninger, der har en afgørende indflydelse på den valgte sektorsammensætning. Porteføljesammensætningen sker under hensyntagen til en kontrolleret risikostyring, således at merafkastpotentialet står mål med porteføljens risiko.

Nøgletal pr. 30.06.2008

Benchmark	VINX 30 (DKK)
Afdelingsformue	70.083 t.kr.
Indre værdi	69,68 DKK
Startdato	18-05-00
Seneste udbytte	1,50 DKK/andel

Risiko

(60 måneder)	
Standardafvigelse (% p.a.)	14,88
Sharpe-Ratio	0,65

Afdelingens ti største beholdninger (%)

Yara International ASA	7,1
Nokia OYJ (SEK)	5,1
Nokia OYJ	4,5
Fred Olsen Energy ASA	4,3
DSV	3,6
Novo Nordisk B (107.4872m)	3,6
FLSmidth & Co.	3,5
William Demant Holding	3,3
UPM-Kymmene	3,2
Astra Zeneca	3,2

Aktivfordeling i afdelingen (%)

Sektor	
Industri	31,0
Informationsteknologi	21,3
Sundhedspleje	12,5
Finans	12,4
Forbrugsgoder	8,4
Materialer	7,8
Energi	5,0
Telekommunikation	1,5
Øvrige incl. likv.midler	0,1
I ALT	100,00

Afdeling Norden gav et halvårligt afkast på -16,78%, mens benchmark gav et afkast på -16,22%.

I første halvår fortsatte tendenserne i den nordiske region med øget volatilitet forårsaget af den verdensomspændende finansielle usikkerhed og stigende risikoaversion. Første kvartal var hårdest ramt af de faldende kurser, om end det andet kvartal heller ikke kunne vise positiv performance. Afdelingens performance har i første halvår af 2008 ligget en kende under benchmark.

Den stærke tiltro til de danske selskaber og deres fremadrettede performance betød, at det danske aktiemarked ikke var så hårdt ramt af uroen på de globale aktiemarkeder som de andre nordiske markeder. I forvejen havde flere selskaber desuden meldt forsigtigt ud med forventningerne til 2008. Det finske marked klarede sig også relativt godt gennem kvartalet, hvor især afdelingens store position i TietoEnator nød godt af at den nordiske kapitalfond Nordic Capital valgte at byde på virksomheden.

På det svenske aktiemarked valgte vi i første kvartal at øge vores eksponering i den finansielle sektor, da vi mener, at der allerede er indiskonteret de fleste negative nyheder. Desuden øgede vi vores andel i AstraZeneca, da vi mente at selskabet er værdiansat meget attraktivt.

I andet kvartal var de nordiske aktiemarkeder stærkt præget af de rekordhøje oliepriser. Således var aktiekurserne i energisektorerne i hele regionen positivt begunstiget af denne udvikling. Modsat var flere andre sektorer som f.eks. industri- og telekomsektoren hårdt ramt af vækstnedgangen på de nordiske markeder. Da der i juni endnu en gang blev offentliggjort negativ BNP-vækst i Danmark, kunne landet rent teknisk betegnes som værende i recession, dvs. det har oplevet to kvartaler i træk med negativ vækst. Det samlede billede for andet kvartal på de nordiske markeder var dog noget broget, da de ikke kunne fremvise positiv performance.

I Sverige var den øgede position i AstraZeneca i andet kvartal med til at give en positiv performance. Tilsvarende kunne den finansielle sektor dog ikke vise samme positive udvikling, da kreditkrisen stadig spøger på de globale aktiemarkeder.

Vi er stadig overbevist om, at de nordiske selskaber har en god indtjeningssevne. I det nuværende nordiske marked med lave P/E priser er vores synspunkt, at mange aktier handles til attraktive priser. Vi har derfor gode forventninger til fremtidige nye positioner i vores portefølje.

Afdeling Norden

Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	1.01-30.06.2008	1.01-30.06.2005
Renter og udbytter	2.779	2.488
Kursgevinster og -tab	-19.808	9.518
Administrationsomkostninger	-637	-714
Resultat før skat	-17.666	11.292
Skat	374	389
Halvårets nettoresultat	-18.040	10.903

Balance

(1.000 kr.)	30.06.2008	30.06.2007
AKTIVER		
Likvide midler	98	15.614
1 Kapitalandele	70.061	107.846
Andre aktiver	19	6.321
Aktiver i alt	70.178	129.781
PASSIVER		
Medlemmernes formue	70.083	110.798
Anden gæld	95	18.983
Passiver i alt	70.178	129.781

Noter

1. Kapitalandele (1.000 kr.)	30.06.2008	30.06.2007
Noterede aktier fra danske udstedere	10.817	12.683
Noterede aktier fra udenlandske udstedere	59.244	95.163
Kapitalandele i alt	70.061	107.846

Alfred Berg, afdeling Small Cap Europa

Afdelingens profil

Afdeling Small Cap Europa investerer primært i mindre og mellemstore vesteuropæiske selskaber, der på investeringstidspunktet har en markedsværdi fra 100 mio. op til 2 mia. Euro. Afdelingens benchmark, der er Morgan Stanley Capital International Europe Small Companies Price Index i DKK.

Investeringsstrategien er baseret på stock picking, der bygger på fundamental analyse af selskaberne med særlig fokus på virksomhedernes finansielle styrke, konkurrencemæssige position, rentabilitet, vækspotentiale og ledelseskvalitet.

Nøgletal pr. 30.06.2008

Benchmark	MSCI Europe Small Cap Price Index (DKK)
Afdelingsformue	118.178 t.kr.
Indre værdi	75,69 DKK
Startdato	12-12-02
Seneste udbytte	29,25 DKK/andel

Risiko

(60 måneder)	
Standardafvigelse (% p.a.)	16,27
Sharpe-Ratio	0,39

Afdelingens ti største beholdninger (%)

Petrofac.Ltd - W/I	2,8
Biotest AG- Vorzugsaktien	2,7
Dana Petroleum	2,6
Enodis Plc.	2,5
Origin Enterprise Plc.	2,2
Aveva Group PLC	1,9
JKX Oil and Gas	1,8
Krones AG	1,7
Fuchs Petrolub AG	1,7
Oriola- KD OYJ	1,7

Aktivfordeling i afdelingen (%)

Sektor	
Industri	19,5
Finans	16,3
Forbrugsgoder	11,8
Konsumentvarer	11,3
Sundhedspleje	10,4
Materialer	9,0
Informationsteknologi	8,1
Energi	7,2
Forsyning	1,5
Telekommunikation	1,2
Øvrige incl. likv.midler	3,7
I ALT	100,00

Afdeling Small Cap Europa gav et halvårligt afkast på -18,24%, mens benchmark gav et afkast på -17,04%.

De europæiske small cap selskaber har i første halvår af 2008 været stærkt prægede af den høje volatilitet og usikkerhed på de finansielle markeder. Således har den nuværende markedssituation lagt en dæmper på risikovilligheden blandt investorer og dermed også på de europæiske small-cap aktier.

Året startede ud med meget volatilitet og i januar måned faldt markederne kraftigt. I februar måned opstod der mere ro over markederne, selvom der stadig var stor usikkerhed om den økonomiske situation på de finansielle markeder. De efterfølgende to måneder var mere rolige, om end usikkerhed stadig herskede. I marts kom flere selskaber ud med årsregnskaber for 2007, som var en smule bedre end forventet, og samtidig herskede der forsigtighed, hvad angår forventningerne for 2008.

I andet kvartal var energisektoren stærkt begunstiget af rekord høje energipriser. Dog var især juni måned hård for porteføljen, da bekymringer om en forestående afmatning i Europa spirede.

Vi har i løbet af de 6 måneder fortsat med at øge antallet af positioner i porteføljen for at reducere risikoen. Dette er sket med en klar forventning om en fortsat uklar og volatil markedssituation. Vi forventer, at vi fremadrettet vil se nedjusteringer, men vi fastholder vores bottom-up strategi

Afdeling Small Cap Europa

Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	1.01-30.06.2008	1.01-30.06.2007
Renter og udbytter	3.038	4.331
Kursgevinster og -tab	-35.615	41.583
Administrationsomkostninger	-1.162	-3.342
Resultat før skat	-33.739	42.572
Skat	173	549
Halvårets nettoresultat	-33.912	42.023

Balance

(1.000 kr.)	30.06.2008	30.06.2007
AKTIVER		
Likvide midler	4.039	44.892
1 Kapitalandele	113.671	349.772
Andre aktiver	1.050	72.616
Aktiver i alt	118.760	467.280
PASSIVER		
Medlemmernes formue	118.178	345.624
Anden gæld	582	121.656
Passiver i alt	118.760	467.280

Noter

1. Kapitalandele (1.000 kr.)	30.06.2008	30.06.2007
Noterede aktier fra danske udstedere	1.005	19.643
Noterede aktier fra udenlandske udstedere	112.666	330.129
Kapitalandele i alt	113.671	349.772

Alfred Berg, afdeling High Yield Obligationer

Afdelingens profil

Afdeling High Yield Obligationer investerer primært i globale virksomhedsobligationer, der på investerings-tidspunktet har en rating hos Standard & Poor's på BB+ til CCC med målsætningen at skabe et langsigtet merafkast i forhold til Merrill Lynch Global High Yield Constrained Index (DKK).

Der investeres globalt på børser og andre markeder som Finanstilsynet har godkendt. Derudover investeres i Rule 144A-udstedelser, hvortil der er knyttet en ombytningsret til papirer, der indenfor 1 år registreres hos Securities and Exchange Commission, og som omsættes på OTC-Fixed Income Markedet. Rule 144A-udstedelser omfatter værdipapirer af vidt forskellig kvalitet, der alene opfylder de almindelige amerikanske betingelser for udstedelse af virksomhedsobligationer. Afdelingen hedger investeringer i fremmed valuta tilbage til euro.

Nøgletal pr. 30.06.2008

Benchmark	Merrill Lynch Global High Yield Constrained Index (DKK)
Afdelingsformue	455.575 t.kr.
Indre værdi	86,46 DKK
Startdato	16-08-01
Seneste udbytte	8,00 DKK/andel

Risiko

(60 måneder)	
Standardafvigelse (% p.a.)	4,00
Sharpe-Ratio	0,50

Afdelingens ti største beholdninger (%)

8,25% Opti Canada 15/12/2014	1,7
7,75% El Paso 15/07/11	1,7
7,125% Amkor Tech 15/03/11	1,5
7,625% L-3 Comm. Corp 15/06/12	1,4
6,25% Chesapeake Enr 15/01/17	1,3
7,2% Shaw Com 15/12/11	1,3
9,75% Stallion Oilf. 01/02/15	1,3
6,875% Westinghouse 31/07/13	1,3
6,5% Allied Waste 15/11/10	1,2
5,8% Ford Motor Cred. 12/01/09	1,2

Landeallokering i afdelingen (%)

USA	72,7
Tyskland	1,0
Sverige	2,0
Storbritanien	1,1
Singapore	0,9
Schweiz	1,0
Luxemborg	4,8
Holland	0,3
Frankrig	1,7
Danmark	0,8
Canada	4,8
Australien	0,1
Øvrige incl. likv.midler	8,8
I ALT	100,00

Afdeling High Yield Obligationer gav et halvårligt afkast på -0,02%, mens benchmark gav et afkast på -0,90%.

I 2008 har afdelingen fastholdt strategien om at have fokus på selskaber, der er mindre påvirket af den makroøkonomiske situation. Især i de første tre måneder viste denne strategi sig at være velvalgt, da de finansielle markeder oplevede store udsving som et resultat af den tiltagene kreditkrise. Desuden bekræfter empiri også, at denne strategi er overlegen, idet de mere kvalitetsbetonede BB-ratede papirer historisk set har givet et højere risikojusteret afkast. Denne defensive strategi førte til, at afdelingen i første halvår 2008 leverede et afkast højere end benchmark.

Første kvartal var præget af, at den nervøse stemning fra 2007 fortsatte. To rentenedsættelser fra den amerikanske centralbank i januar kunne ikke ændre på en høj grad af markedsvolatilitet, som porteføljen dog viste sig at være mindre følsom for. Dette skyldes, at vi havde overvægtede positioner indenfor energisektoren og undervægtede positioner indenfor Consumer/Commercial financing. I første kvartal øgede vi desuden vores fokus på veldiversificerede og ikke cykliske sektorer.

I andet kvartal var det meget blandede nyheder, der kom fra de finansielle markeder. Kvartalet startede ud med en solid performance efter Federal Reserves redning af investeringsbanken Bear Stearns, men i juni vendte den usikre stemning på de finansielle markeder dog tilbage med fornyet styrke. Porteføljens positive performance var blandt andet drevet af vores overvægt i metalsektoren. I maj måned øgede vi denne overvægtsposition yderligere på bekostning af en øget undervægt i autosektoren.

I juni valgte den amerikanske centralbank endnu en gang at nedsætte renten, denne gang med 75 bps, for at sætte gang i væksten. Dette var dog ikke nok til at ændre på det generelle billede af et high yield marked, der tabte terræn.

Da en frygt for amerikansk recession og generel usikkerhed stadig eksisterer på de finansielle markeder, fastholder vi vores overvægt i sektorer med stabile cashflow genererende og veldiversificerede selskaber.

Afdeling High Yield

Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	1.01-30.06.2008	1.01-30.06.2007
Renter og udbytter	15.980	17.921
Kursgevinster og -tab	-13.554	-6.393
Administrationsomkostninger	-2.191	-2.468
Aktiviteter under afvikling	0	11
Resultat før skat	235	9.071
Halvårets nettoresultat	235	9.071

Balance

(1.000 kr.)	30.06.2008	30.06.2007
AKTIVER		
Likvide midler	32.066	13.638
1 Obligationer	407.219	415.988
Afledte finansielle instrumenter	6.213	245
Andre aktiver	10.467	7.507
Aktiver i alt	455.965	437.378
PASSIVER		
Medlemmernes formue	455.575	432.785
Afledte finansielle instrumenter	0	198
Anden gæld	390	4.395
Passiver i alt	455.965	437.378

Noter

1. Obligationer (1.000 kr.)	30.06.2008	30.06.2007
Noterede obligationer fra danske udstedere	3.912	1.752
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	403.307	414.236
Obligationer i alt	407.219	415.988

Alfred Berg, afdeling Emerging Markets Obligationer

Afdelingens profil

Afdeling Emerging Markets Obligationer investerer hovedsageligt i likvide statsobligationer udstedt i USD og EUR, der er noteret på regulerede markeder i en stat, der er medlem af den Europæiske Union eller noteret på regulerede markeder, der er medlemmer af WFE (World Federation of Exchanges). Hovedparten af landene har en kredit rating svarende til under BBB (Standard Poors). Målsætningen er at skabe et merafkast i forhold til investering i det generelle marked for emerging markets obligationer. Som benchmark anvendes JP Morgan EMBI Global Composite Index. Med fokus på landerisiko vurderes den makroøkonomiske situation, landets finansielle status og udvikling samt politiske risici. Det analytiske grundlag er baseret på en kombineret top-down og bottom-up med det formål at fastlægge den mest attraktive afkast/risiko profil. I top-down analysen er vurderingen af de makroøkonomiske faktorer central. Der fokuseres på den politiske situation, vækst, inflation, renteniveau, arbejdsløshed samt valutakurs. Med udgangspunkt i top-down analysen udvælges de enkelte obligationer via en kvalitativ bottom-up analyse. Her indgår bl.a. obligationernes rente, varighed, likviditet, relativ værdi i forhold til andre emerging markets obligationer. Afdelingen hedger investeringer i fremmed valuta tilbage til euro.

Nøgletal pr. 30.06.2008

Benchmark	JP Morgan EMBI Global Composite Index (DKK)
Afdelingsformue	105.968 t.kr.
Indre værdi	94,41 DKK
Startdato	02-04-04
Seneste udbytte	5,75 DKK/andel

Risiko

(48 måneder)	
Standardafvigelse (% p.a.)	5,31
Sharpe-Ratio	0,32

Afdelingens ti største beholdninger (%)

3,875% US Treasury 15/05/18	15,6
9,5% Philippines 02/02/30	7,3
8,5% Indonesia 12/10/35	7,1
8,28% Rep. of Argent 31.12.33	5,6
11,00% Rep. of Brazil 17/08/40	5,5
5,8% Rep. of Iraq 15/01/2028	5,1
9,5% TGI International 3/10/17	4,8
8,25% Evraz Group 10/11/15	4,8
8,2% Gabon Rep 12/12/2017	4,7
9,375% Rep of Ecuador 15/12/15	4,4

Landeallokering i afdelingen (%)

USA	15,6
Brasilien	9,2
Argentina	7,8
Phillippinerne	7,3
Indonesien	7,1
Irak	5,1
Columbia	4,8
Rusland	4,8
Gabon	4,7
Ecuador	4,4
Venezuela	4,3
Uruguay	4,0
Peru	4,0
Mexico	3,7
Qatar	3,4
Ukraine	3,0
Tyrkiet	2,7
Egypten	1,7
Øvrige incl. likv.midler	2,4
I ALT	100,00

Afdeling Emerging Markets Obligationer gav et halvårligt afkast på -1,84%, mens benchmark gav et afkast på 0,41%.

I det første halvår af 2008 var emerging markets lige så hårdt ramt af situation på de finansielle markeder som andre aktiv-markeder. Følgerne af kreditkrisen, stigende inflation og en høj grad af risikoaversion blandt investorer gjorde markederne meget nervøse med høj volatilitet som resultat. Det medførte også lav likviditet i emerging markets i hele perioden.

I første kvartal var emerging markets landene hårdt prægede af den svage amerikanske økonomi, der pegede mod recession og gjorde markedet svært at navigere rundt på. Den fortsatte uro på det amerikanske marked i januar måned fik den amerikanske centralbank til i to instanser at nedsætte renten med i alt 125 bps.

Vores overvægt i Argentina blev i første kvartal ramt af den argentinske fødevarer- og eksportmangel, der var resultatet af landbrugets protester og strejker mod præsident Kirchners nye skattepolitik på eksportvarer. Den spændte situation fortsatte ind i andet kvartal, hvor en løsning stadig ikke er fundet, og hvor et kompromis stadig er langt fra realiserbart. I andet kvartal ændrede vi eksponeringen mod obligationer, der ser ud til at drage mest fordel af en stigning i værdiansættelserne.

I marts måned kom investeringsbanken Bear Stearns ud i store problemer, der betød at J.P.Morgan overtog banken i samarbejde med den amerikanske centralbank. Dermed blev banken reddet fra en reel konkurs. Blandt andet som en konsekvens af dette måtte den amerikanske centralbank igen nedsætte renten og denne gang med 75 bps.

I april måned valgte Standard & Poors at opjustere Brasiliens kreditværdighed til investment grade (BBB). Opjusteringen kom tidligere end markedet havde forventet, og dette medførte, at det brasilianske spænd blev indsnævret, samt at de lange obligationer steg. Afdelingens varighed i brasilianske obligationer blev i løbet af andet kvartal reduceret.

I slutningen af halvåret faldt emerging market obligationer over hele linjen på trods af, at amerikanske statsobligationer samtidig viste positive takter.

Vi forventer stadig, at vores største positioner i udvalgte emerging market lande vil klare sig godt, når situationen på de finansielle markeder igen normaliserer sig. Desuden forventer vi, at emerging markets fortsat vil udvise mere fleksibilitet end andre aktivklasser

Afdeling Emerging Markets Obligationer

Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	1.01-30.06.2008	1.01-30.06.2007
Renter og udbytter	3.471	2.753
Kursgevinster og -tab	-5.036	-4.082
Administrationsomkostninger	-559	-589
Resultat før skat	-2.124	-1.918
Halvårets nettoresultat	-2.124	-1.918

Balance

(1.000 kr.)	30.06.2008	30.06.2007
AKTIVER		
Likvide midler	1.437	23.113
1 Obligationer	101.545	88.887
Afledte finansielle instrumenter	1.613	2.144
Andre aktiver	1.815	1.852
Aktiver i alt	106.410	115.996
PASSIVER		
Medlemmernes formue	105.968	115.692
Afledte finansielle instrumenter	349	177
Anden gæld	93	127
Passiver i alt	106.410	115.996

Noter

1. Obligationer (1.000 kr.)	30.06.2008	30.06.2007
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	101.545	88.887

