



Halvårsrapport 2015

Investeringsforeningen
Danske Invest

Danske Invest

Danske Invest

Investeringsforeningen Danske Invest
CVR-nr. 15 16 15 82
Parallelvej 17
2800 Kgs. Lyngby

Telefon 33 33 71 71
www.danskeinvest.dk
danskeinvest@danskeinvest.com

Bestyrelse

Advokat Jørn Ankær Thomsen, formand
Direktør Agnete Raaschou-Nielsen, næstformand
Direktør Lars Fournais
Advokat Bo Hølse
Direktør Birgitte Brinch Madsen
Direktør Walther V. Paulsen
Direktør Jens Peter Tøft

Direktion

Danske Invest Management A/S:
Adm. direktør Morten Rasten
Vicedirektør Finn Kjærgård
Afdelingsdirektør Lone Mortensen

Revision

Ernst & Young P/S
CVR-nr. 30 70 02 28

Depotbank

Danske Bank

Layout

Lotte Skov Christiansen
BEYER DESIGN

LÆSEVEJLEDNING

Investeringsforeningen Danske Invest består af flere afdelinger. Hver afdeling aflægger separat regnskab og afdelingsberetning. Regnskaberne viser afdelingernes økonomiske udvikling i halvåret samt giver en status ultimo halvåret. I afdelingsberetningerne kommenterer vi afdelingernes resultater for første halvår samt de specifikke forhold, som gælder for den enkelte afdeling.

Foreningen håndterer de administrative opgaver og investeringsopgaven fælles for alle afdelinger inden for de rammer, vi har lagt for afdelingerne. Det er med til at sikre en omkostningseffektiv drift af foreningen. Det hænger også sammen med, at afdelingerne – selvom de investerer i forskellige typer af værdipapirer og følger forskellige

strategier – ofte påvirkes af mange af de samme forhold. Eksempelvis kan udsving i den globale vækst påvirke afkast og risiko i alle afdelinger.

Derfor har vi valgt at beskrive den overordnede markedsudvikling, jf. afsnittet »Investeringsmarkederne i første halvår 2015« samt de generelle risici og foreningens risikostyring, jf. afsnittet »Risici samt risikostyring«, i fælles afsnit for alle afdelinger i rapporten. Vi anbefaler, at disse afsnit læses i sammenhæng med de specifikke afdelingsberetninger for samlet set at få et fyldestgørende billede af udviklingen og de særlige forhold og risici, der påvirker de enkelte afdelinger.

Indhold

Læsevejledning	2
Oversigt over afdelinger og tilhørende andelsklasser	4
FORENINGENS LEDELSESBERETNING	6
Investeringsforeningen Danske Invest i første halvår 2015	6
Investeringsmarkederne i første halvår 2015	16
Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015	22
Udsagn om forventninger	23
Risici samt risikostyring	26
Anvendt regnskabspraksis	32
PÅTEGNINGER	33
Ledelsespåtegning	33
Sådan læser du afdelingernes regnskaber	34
AFDELINGERNES LEDELSESBERETNINGER OG ÅRSREGNSKABER	35

LÆS OM DE ENKELTE AFDELINGER OG ANDELSKLASSER

- 36 Afrika - Akkumulerende KL
- 38 • Afrika, klass SEK
- 41 • Afrika, klasse NOK
- 44 • Afrika - Akkumulerende, klasse DKK
- 47 • Afrikka, osuuslaji EUR
- 50 Bioteknologi
- 53 Bond Income
- 55 • Income Obligationer - Akkumulerende, klasse DKK h
- 58 • Income Obligationer - Akkumulerende, klasse EUR h
- 61 Danmark
- 64 Danmark - Akkumulerende
- 67 Danmark Fokus
- 70 Danmark Indeks
- 73 Danmark Indeks Small Cap
- 76 Dannebrog Mellemlange Obligationer
- 79 Danske Indeksobligationer
- 82 Danske Korte Obligationer
- 85 Danske Lange Obligationer
- 88 Euro High Yield-Obligationer
- 91 Euro High Yield-Obligationer - Akkumulerende KL
- 93 • Euro High Yield Obligasjon, klasse NOK h
- 96 • Euro High Yield-obligationer, klass SEK h
- 99 • Euro High Yield-Obligationer - Akk., klasse DKK h
- 102 Euro Investment Grade-Obligationer
- 105 Europa
- 108 Europa Fokus
- 111 Europa Fokus - Akkumulerende KL
- 114 Europa Højt Udbytte
- 117 Europa Højt Udbytte - Akkumulerende KL
- 119 • Europa Højt Udbytte - Akkumulerende, klasse DKK
- 122 • Europe High Dividend, klasse NOK
- 125 Europa Indeks
- 128 Europa Indeks BNP
- 131 Europa Small Cap
- 134 Europa Small Cap - Akkumulerende KL
- 136 • Europe Small Cap, klasse NOK
- 139 Europa Valutasikret - Akkumulerende
- 142 Europæiske Obligationer
- 145 Fjernøsten
- 148 Fjernøsten Indeks
- 151 Fonde
- 154 Global Højt Udbytte
- 157 Global Indeks
- 160 Global Indeks 2
- 163 Global Indeks Valutasikret - Akkumulerende KL
- 166 Global Plus
- 169 Global StockPicking
- 172 Global StockPicking 2
- 175 Global StockPicking - Akkumulerende KL
- 177 • Global StockPicking, klasse NOK
- 180 • Global StockPicking, osuuslaji EUR
- 183 • Global StockPicking - Akk., klasse DKK
- 186 Globale High Yield-Obligationer
- 189 Globale High Yield-Obligationer - Akkumulerende KL
- 191 • Global High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h
- 194 • Global High Yield Bonds - Acc., class EUR h
- 197 • Global High Yield Obligasjon, klasse NOK h
- 200 • Globala High Yield-obligationer, klass SEK h
- 203 Globale Lange Indeksobligationer
- 206 Globale Lange Indeksobligationer - Akkumulerende KL
- 208 • Global Realrente Obligasjon, klasse NOK h
- 211 • Globala Realräntor, klass SEK h
- 214 • Globale Lange Indeksobligationer - Akk., kl. DKK h
- 217 • Reaalikorko Maaailma, osuuslaji EUR h
- 220 Globale Mellemlange Indeksobligationer
- 223 Globale Virksomhedsobligationer
- 226 Horisont Pension 2020 - Akkumulerende KL
- 228 • Horisont Pension 2020, klass SEK
- 232 Horisont Pension 2030 - Akkumulerende KL
- 234 • Horisont Pension 2030, klass SEK
- 238 Horisont Pension 2040 - Akkumulerende KL
- 240 • Horisont Pension 2040, klass SEK
- 244 Horisont Rente Plus - Akkumulerende KL
- 246 • Horisont Rente Pluss, klasse NOK
- 250 • Horisont Rente Pluss, klasse NOK I
- 254 • Horisont Rente Pluss, klasse NOK W
- 258 Japan
- 261 Kina
- 264 KlimaTrends
- 267 Latinamerika
- 270 Latinamerika - Akkumulerende KL
- 272 • Latinamerika, klass SEK
- 275 • Latinamerika, klasse NOK
- 278 Mix - Akkumulerende
- 281 Mix Defensiv - Akkumulerende
- 284 Mix Obligationer
- 287 Mix Obligationer - Akkumulerende
- 290 Mix Offensiv - Akkumulerende
- 293 Mix Offensiv Plus - Akkumulerende
- 296 Norden
- 299 Norden Indeks
- 302 Nordiske Virksomhedsobligationer - Akk. KL
- 304 • Nordisk Kredittobligasjon, klasse NOK h
- 307 • Nordiska Företagsobligationer, klass SEK h
- 310 • Nordiske Virksomhedsobl. - Akk., klasse DKK h
- 313 • Pohjoisen Yrityslainat, osuuslaji EUR h

- 316 Norske Korte Obligationer - Akkumulerende KL
- 318 • Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK
- 321 • Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK I
- 324 Nye Markeder
- 327 Nye Markeder - Akkumulerende KL
- 329 • Global Emerging Markets, klasse NOK
- 332 • Global Emerging Markets, osuuslaji EUR
- 335 • Nye Markeder - Akkumulerende, klasse DKK
- 338 Nye Markeder Indeksobligationer
- 341 Nye Markeder Indeksobligationer - Akkumulerende KL
- 343 • Nye Markeder Indeksobligationer - Akk., klasse DKK
- 346 • Nye Markeder Realrente Obligasjon, klasse NOK
- 349 • Reaalikorko Kehittyvät Markkinat, osuuslaji EUR
- 352 • Tillväxtmarknadsobligationer Real Ränta, klass SEK
- 355 Nye Markeder Obligationer
- 358 Nye Markeder Obligationer - Akkumulerende KL
- 360 • Emerging Markets Debt Hard Currency, osuuslaji EUR W h
- 363 • Emerging Markets Debt Hard Currency - Accumulating, class EUR h
- 366 • Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h
- 369 • Tillväxtmarknadsobligationer, klass SEK h
- 372 Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta
- 375 Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta - Akk., KL
- 377 • Kehittyvät Korkomarkkinat, paikallisvaluutta, osuuslaji EUR
- 380 • Nye Markeder Obligasjon Lokal Valuta, klasse NOK
- 383 • Nye Markeder Obl. Lokal Valuta - Akk., klasse DKK
- 386 • Tillväxtmarknadsobligationer Lokal Valuta, klass SEK
- 389 Nye Markeder Small Cap
- 392 Nye Markeder Small Cap - Akkumulerende KL
- 394 • Emerging Markets Small Cap, klasse NOK
- 397 Teknologi
- 400 Tyskland
- 403 Udenlandske Obligationsmarkeder
- 406 USA
- 409 USA - Akkumulerende KL
- 411 • USA, klass SEK
- 414 • USA, klasse NOK
- 417 • USA - Akkumulerende, klasse DKK h
- 420 Østeuropa
- 423 Østeuropa Konvergens

FORENINGENS LEDELSESBERETNING

Investeringsforeningen Danske Invest i første halvår 2015

Afkast

Den globale vækst viste fortsat gode takter i første halvår af 2015. USA skuffede i første kvartal med en meget lav vækst, men allerede i andet kvartal steg væksten igen og kom tilbage på et niveau på 3 pct. I Europa medvirkede faktorer som en lavere oliepris, svækket valuta samt et stærkere banksystem ligeledes til en pæn vækst, men udfordringerne med Grækenland stjal i høj grad overskrifterne fra den positive udvikling.

Efter en lang periode med rekordlave renter vendte udviklingen så småt – og både Danmark, resten af Europa og USA oplevede rentestigninger.

Blandt obligationsafdelingerne klarede Danske Indeksobligationer sig bedst. Afdelingen gav et afkast på 3,64 pct. I den modsatte ende af skalaen lå andelsklassen Tillväxtmarknadsobligationer Lokal Valuta, klass SEK, der er en klasse under afdelingen Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL, med et negativt afkast på 4,77 pct.

Aktieafdelingernes afkast varierer fra 29,99 pct. i afdeling Bioteknologi til -2,58 pct. i andelsklassen Latinamerika, klasse NOK under afdeling Latinamerika.

Læs mere om udviklingen i de enkelte afdelinger under hver enkelt afdelingsberetning.

Acontoudbytter

Den 5. oktober udbetaler tre afdelinger under Investeringsforeningen Danske Invest acontoudbytte:

AFDELING	ACONTUDBYTTE I KR. PR. STK.
Dannebrog Mellemlange Obligationer	1,00
Danske Lange Obligationer	1,10
Fonde	0,95

Nettosalg af investeringsbeviser

Formuen i Investeringsforeningen Danske Invest var 154,5 mia. kroner pr. 30. juni 2015 mod en formue på 146,9 mia. kroner ultimo 2014. Nettosalget af investeringsbeviser beløb sig i 1. halvår til 2,2 mia. kroner.

Foreningen er en del af Danske Invest-gruppen, der samlet pr. 30. juni 2015 forvaltede en formue på 442,9 mia. kroner. Danske Invest-gruppen er defineret som de foreninger, der har den samme bestyrelse som Investeringsforeningen Danske Invest

Ændringer og nyheder

I løbet af første halvår 2015 og i begyndelsen af andet halvår har vi gennemført en række ændringer i Investeringsforeningen Danske Invest.

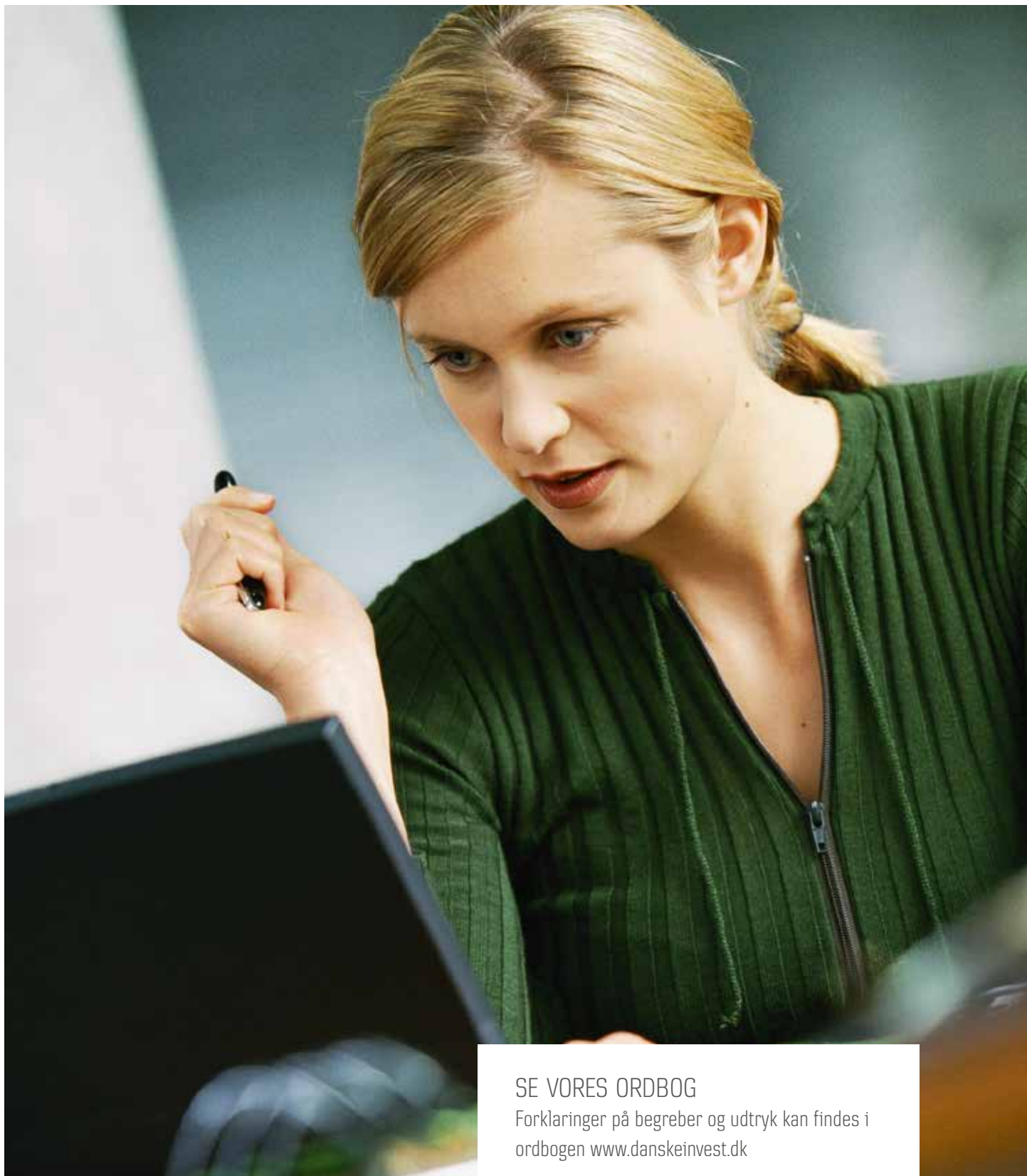
Midlertidig prisnedsættelse i flere obligationsafdelinger

I første halvår af 2015 var renterne på danske statsobligationer fortsat historisk lave, og for denne type obligationer med kort varighed ligefrem negative.

På baggrund af den ekstraordinære rente- og valutasituation havde Danske Invest en dialog med Danske Bank og blev enige om at nedsætte administrationsomkostninger og emissionsudgifterne midlertidigt på en række afdelinger med danske korte obligationer.

I Investeringsforeningen Danske Invest vedrører ændringen afdeling Danske Korte Obligationer, hvor administrationsomkostningen er blevet sat ned fra 0,38 pct. til 0,20 pct.

Tilsvarende er udgifterne ved at købe investeringsbeviser (emissionsudgifterne) blevet reduceret i afdelingerne Dannebrog Mellemlange Obligationer og Danske Korte Obligationer med hhv. 1,00 og 0,75 procentpoint, da tegningsprovisionen er bortfaldet.



SE VORES ORDBOG

Forklaringer på begreber og udtryk kan findes i ordbogen www.danskeinvest.dk

NY AFDELING	NYE ANDELSKLASSER	DATO FOR INTRODUKTION
	<ul style="list-style-type: none"> Nye Markeder Obligasjon Lokal Valuta, klasse NOK Tillväxtmarknadsobligationer Lokal Valuta, klass SEK - begge under den eksisterende afdeling Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta - Akkumulerende KL 	21. januar
	<ul style="list-style-type: none"> Europe High Dividend, klasse NOK - under den eksisterende afdeling Europa Højt Udbytte - Akkumulerende KL 	11. marts
Europa Small Cap - Akkumulerende KL	<ul style="list-style-type: none"> Europe Small Cap, klasse NOK 	11. marts
Bond Income - Akkumulerende KL	<ul style="list-style-type: none"> Income Obligationer - Akkumulerende, klasse DKK h Income Obligationer - Akkumulerende, klasse EUR h 	26. marts
Nye Markeder Small Cap - Akkumulerende KL	<ul style="list-style-type: none"> Emerging Markets Small Cap, klasse NOK 	26. marts
Nye Markeder Indeksobligationer		6. maj
Nye Markeder Indeksobligationer - Akkumulerende KL	<ul style="list-style-type: none"> Nye Markeder Indeksobligationer - Akkumulerende, klasse DKK Nye Markeder Realrente Obligasjon, klasse NOK Reaalikorko Kehittyvät Markkinat, osuuslaji EUR Tillväxtmarknadsobligationer Real Ränta, klass SEK 	6. maj

Skemaet viser de nye afdelinger og andelsklasser, der er introduceret i første halvår 2015.

Prisnedsættelserne trådte i kraft den 1. april 2015. Som udgangspunkt gælder nedsættelsen året ud.

Tilsvarende er udgifterne ved at købe investeringsbeviser reduceret midlertidigt med virkning fra den 16. februar 2015 for afdelingerne Mix Obligationer og Mix Obligationer - Akkumulerende med 1,10 procentpoint, da tegningsprovisionen bortfaldt.

Lavere omkostninger og mere enkel struktur

Bestyrelsen i Investeringsforeningen Danske Invest fortsatte sin dialog med Danske Bank om en forenkling af omkostningsstrukturen.

Det resulterede i, at tegningsprovisionen fra og med den 1. juli 2015 helt er fjernet fra samtlige foreningens afdelinger, mens managementhonoraret blev forhøjet i en række udvalgte afdelinger.

Med ændringen har vi fået en mere enkel struktur for omkostningerne i foreningen, og samtidig er den enkelte investors omkostninger ved at omlægge sin portefølje faldet. Ændringen betyder, at det er blevet billigere for investorerne at ændre i sammensætningen af investeringsbeviser.

Den seneste strukturændring og prisnedsættelse skal ses som et led i denne løbende udvikling af produktudbudet, der

skal være konkurrencedygtigt på både pris, kvalitet, udvalg, information og rådgivning. Ændringerne ligger således i tråd med Danske Invests ambitioner om at høre til blandt den tredjedel af investeringsforeningerne i Danmark, der har de laveste omkostninger.

De nye omkostningssatser påvirker administrationsomkostningsprocenten i de enkelte afdelingers regnskaber i denne rapport. ÅOP er beregnet pr. 1. juli 2015 og er beregnet ud fra den nye struktur og derfor uden tegningsprovision m.v. Der henvises endvidere til foreningens prospekter, hvor de nye satser fremgår.

Tilsvarende ændringer er også sket for afdelingerne i Investeringsforeningen Danske Invest Select. Samlet set for de to foreninger er der tale om lavere omkostninger for investorerne, og den årlige omkostning i procent (ÅOP) falder i gennemsnit med 0,10 pct. med virkning fra 1. juli 2015.

Nye afdelinger og andelsklasser

I Investeringsforeningen Danske Invest arbejder vi løbende på at udvikle og tilpasse foreningens produktpalette i forhold til investorernes behov og interesse. I første halvår af 2015 introducerede vi en række nye afdelinger og andelsklasser, som fremgår af skemaet ovenfor. Tre af de nye afdelinger er især udviklet med henblik på at være et alternativ for investorer med interesse i obligationer, der på grund af det meget



ANDELSKLASSER

Andelsklasser tager udgangspunkt i en given afdelings værdipapirportefølje, men varierer på visse nærmere angivne områder. Det giver f.eks. mulighed for at sælge en afdelings andelsklasser på forskellige geografiske markeder, således at de tager udgangspunkt i samme værdipapirportefølje, men hvor der sker tilpasning af andre forhold til de lokale ønsker, eksempelvis udstedelsesvaluta.

lave renteniveau ikke p.t. finder afdelinger med traditionelle danske obligationer attraktive nok, men omvendt ikke ønsker en markant større risiko i deres obligationsinvesteringer: Afdelingerne Bond Income – Akkumulerende KL, Nye Markeder Indeksobligationer samt Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL.

Udenlandske obligationer med reduceret renterisiko

Den 26. marts introducerede vi afdelingen Bond Income – Akkumulerende KL med to tilhørende klasser: Income Obligationer – Akkumulerende, klasse DKK h og Income Obligationer – Akkumulerende, klasse EUR h.

Afdelingen med tilhørende klasser sigter mod at give et stabilt afkast til en forholdsvis lav risiko. Afdelingen kan investere i sydeuropæiske statsobligationer, Investment Grade- og High Yield-virksomhedsobligationer samt obligationer fra nye markeder. Fælles for disse obligationer er, at de har højere risiko end traditionelle stats- og realkreditobligationer. Obligationerne kan være udstedt i danske kroner og forskellige udenlandske valutaer, ligesom obligationerne kan have såvel kort som lang varighed, dog i et sådant forhold at porteføljens beregnede varighed maksimalt vil være et år. Afdelingen kan reducere størstedelen af renterisikoen ved hjælp af finansielle instrumenter, så afdelingens afkast primært kommer fra obligationernes løbende rentebetalinger.

Indeksobligationer fra nye markeder

Den 6. maj introducerede vi afdeling Nye Markeder Indeksobligationer samt en akkumulerende variant af afdelingen, Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL med en række tilhørende klasser. De investerer i indeksobligationer, hvor afkastet er knyttet til inflationsindeks inden for nye markeder, eksempelvis lande som Brasilien, Mexico, Sydafrika og Tyrkiet.

Indeksobligationer er kendetegnet ved, at de kan være med til at beskytte investors formue mod at blive udhulet af inflationen, da obligationens hovedstol løbende opskrives i takt med inflationen. Det betyder samtidig, at de løbende rentebetalinger også vil stige, hvis inflationen stiger.

Indeksobligationer fra nye markeder har desuden den fordel, at de typisk bevæger sig anderledes end både aktier og almindelige obligationer fra udviklede markeder. Dermed kan disse indeksobligationer være en god måde at opnå risikospredning i sin portefølje.

Læs mere om alle vores afdelinger og andelsklasser på www.danskeinvest.com og under beretningen for hver enkelt afdeling bagest i denne rapport.

Navneændringer I første halvår af 2015 overgik afdeling Europa Højt Udbytte – Akkumulerende KL fra at være en afdeling uden andelsklasser til at være en afdeling med andelsklasser. I den forbindelse blev investorerne i den eksisterende afdeling, afdeling Europa Højt Udbytte – Akkumulerende KL, overført til den nye andelsklasse: Europa Højt Udbytte – Akkumulerende, klasse DK.

På forårets generalforsamling blev der vedtaget en række yderligere navneændringer. Ændringerne blev godkendt af Finanstilsynet og gennemført 1. juli 2015. Ændringerne fremgår af skemaet.

TIDLIGERE NAVN	NYT NAVN	ETABLERING AF NY KLASSE
Europa Valutasikret – Akkumulerende	Europa – Akkumulerende KL	Europa – Akkumulerende, klasse DKK h
Global Indeks Valutasikret – Akkumulerende KL	Global Indeks – Akkumulerende KL	Global Indeks – Akkumulerende, klasse DKK h
Østeuropa Konvergens	Østeuropa ex Rusland	

Afdeling Østeuropa Konvergens ændrede navn til Østeuropa ex Rusland for i højere grad via navnet at tydeliggøre afdelingens investeringsområde.

De to øvrige afdelinger ændrede navn i forbindelse med, at afdelingen blev videreført som andelsklasse af en eksisterende afdeling.

Justeringer af strategier mv.

På forårets generalforsamling blev det vedtaget at ændre vedtægterne for afdeling Østeuropa ex Rusland, tidligere Østeuropa Konvergens, således at Tyrkiet nævnes som en del af investeringsområdet. Dette sker for at præcisere investeringsområdet, idet investeringer i Tyrkiet de seneste år har udgjort en relativt betydelig del af porteføljen.

På samme generalforsamling blev der vedtaget en tilføjelse til vedtægterne for afdelingerne Globale Lange Indeksobligationer og Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL, således at porteføljens beregnede varighed præciseres.

Ændringerne blev godkendt af Finanstilsynet og gennemført den 1. juli 2015.

Om Active share

Finanstilsynet har i rapporten »Markedsudviklingen i 2013 for investeringsforeninger, specialforeninger og hedgeforeninger« indikeret, at en række afdelinger i Danske Investforeningerne i praksis er »skabsindeksafdelinger«, da de både har en Active Share (se boks med definition) under 60 pct. og en Tracking Error (se boks med definition) under 4 pct.

Målet for afdelinger, som følger en aktiv investeringsstrategi, er at opnå et afkast, der er højere end afkastet på det respektive benchmark, mens målet for afdelinger, som følger en passiv investeringsstrategi – også kaldet indeksbaseret – er at investeringerne er sammensat, så de følger det valgte indeks tæt.

Bestyrelsen for Investeringsforeningen Danske Invest følger løbende op på, at alle afdelinger med en aktiv investeringsstrategi faktisk er aktive. I Investeringsforeningen Danske Invest er der fem afdelinger, som er placeret under Finanstilsynets indikative grænseværdier, nemlig afdelingerne Danmark, Danmark – Akkumulerende KL, Danmark Fokus, Norden og Østeuropa Konvergens. Fælles for alle fem afdelinger er, at der er tale om afdelinger med »smalle« benchmark, eller med benchmark domineret af store selskaber, som gør det meget vanskeligt at komme over Finanstilsynets

ACTIVE SHARE

Active Share er et mål for, hvor stor en andel af porteføljen der ikke er sammenfaldende med det valgte benchmark. Dette nøgletal viser et øjebliksbillede på statusdagen.

TRACKING ERROR

Tracking error er et matematisk udtryk for variationen i forskellen på afkastet mellem en afdeling og dens benchmark.

indikative grænseværdier, men afdelingerne har dog vist, at de er i stand til at skabe et merafkast i forhold til benchmark. Bestyrelsen vurderer derfor, at alle fem afdelinger er aktive og har givet tilfredsstillende afkast. Bestyrelsen har derfor ingen hensigt om at ændre strategien i afdelingerne.

Alle afkast er angivet i danske kroner med mindre andet er angivet

Afkast for første halvår 2015

AFDELING/ANDELSKLASSE	Afdelingens afkast, (%)	Benchmark afkast, (%)	AFDELING/ANDELSKLASSE	Afdelingens afkast, (%)	Benchmark afkast, (%)
Afrika - Akkumulerende KL	-	-	Fjernøsten	10,02	14,74
Afrika, klass SEK	1,39	3,10	Fjernøsten Indeks	14,52	14,74
Afrika, klasse NOK	0,61	2,07	Fonde*	÷1,35	-
Afrika - Akkumulerende, klasse DKK	4,25	5,83	Global Højt Udbytte	7,07	8,11
Afrika, osuuslaji EUR	4,20	5,64	Global Indeks	11,29	11,66
Bioteknologi	29,99	32,30	Global Indeks 2	11,26	11,66
Bond Income	-	-	Global Indeks Valutasikret - Akkumulerende KL	3,18	3,46
Income Obligationer - Akk., klasse DKK h ⁽¹⁾	0,16	-	Global Plus	14,35	11,70
Income Obligationer - Akk., klasse EUR h ⁽¹⁾	0,33	-	Global StockPicking	14,60	11,70
Danmark	24,30	20,94	Global StockPicking 2	14,38	11,70
Danmark - Akkumulerende	23,83	20,94	Global StockPicking - Akkumulerende KL	-	-
Danmark Fokus	27,67	20,94	Global StockPicking, klasse NOK	10,38	7,73
Danmark Indeks	20,44	20,94	Global StockPicking, osuuslaji EUR	14,09	11,49
Danmark Indeks Small Cap	22,38	22,58	Global StockPicking - Akk., klasse DKK	14,31	11,70
Dannebrog Mellemlange Obligationer	÷1,28	÷1,00	Globale High Yield-Obligationer	1,37	1,93
Danske Indeksobligationer	3,64	3,55	Globale High Yield-Obligationer - Akk. KL	-	-
Danske Korte Obligationer	÷0,66	÷0,46	Global High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h	1,54	2,28
Danske Lange Obligationer	÷1,63	÷1,21	Global High Yield Bonds - Acc., class EUR h	1,53	2,28
Euro High Yield-Obligationer	1,59	0,95	Global High Yield Obligasjon, klasse NOK h	2,11	2,92
Euro High Yield-Obl. - Akkumulerende KL	-	-	Global High Yield-obligationer, klass SEK h	1,52	2,31
Euro High Yield Obligasjon, klasse NOK h	2,63	1,92	Globale Lange Indeksobligationer	÷0,66	÷0,43
Euro High Yield-obligationer, klass SEK h	1,93	1,31	Globale Lange Indeksobligationer - Akk. KL	-	-
Euro High Yield-Obl. - Akk., klasse DKK h	1,72	0,95	Global Realrente Obligasjon, klasse NOK h	0,31	0,54
Euro Investment Grade-Obligationer	÷1,56	÷1,88	Global Realrentor, klass SEK h	÷0,54	÷0,15
Europa	16,12	12,96	Globale Lange Indeksobl. - Akk., kl. DKK h	÷0,68	÷0,43
Europa Fokus	15,63	12,96	Reaalikorko Maailma, osuuslaji EUR h	÷0,36	÷0,08
Europa Fokus - Akkumulerende KL	15,74	12,96	Globale Mellemlange Indeksobligationer	÷0,22	0,12
Europa Højt Udbytte	11,27	12,96	Globale Virksomhedsobligationer	÷1,47	÷1,88
Europa Højt Udbytte - Akkumulerende KL	-	-	Horisont Pension 2020 - Akkumulerende KL	-	-
Europa Højt Udbytte - Akk., klasse DKK	11,17	12,96	Horisont Pension 2020, klass SEK	4,71	4,33
Europe High Dividend, klasse NOK ⁽¹⁾	÷0,58	÷0,03	Horisont Pension 2030 - Akkumulerende KL	-	-
Europa Indeks	12,69	12,96	Horisont Pension 2030, klass SEK	7,14	7,04
Europa Indeks BNP	13,35	13,49	Horisont Pension 2040 - Akkumulerende KL	-	-
Europa Small Cap	17,78	20,44	Horisont Pension 2040, klass SEK	7,17	7,04
Europa Small Cap - Akkumulerende KL	-	-	Horisont Rente Plus - Akkumulerende KL	-	-
Europe Small Cap, klasse NOK ⁽¹⁾	5,02	4,82	Horisont Rente Pluss, klasse NOK	1,03	0,57
Europa Valutasikret - Akkumulerende	9,49	6,79	Horisont Rente Pluss, klasse NOK I	1,16	0,57
Europæiske Obligationer	÷1,46	÷1,06	Horisont Rente Pluss, klasse NOK W	1,16	0,57

Afkast for første halvår 2015 (fortsat)

AFDELING/ANDELSKLASSE			AFDELING/ANDELSKLASSE		
	Afdelingens afkast, (%)	Benchmark afkast, (%)		Afdelingens afkast, (%)	Benchmark afkast, (%)
Japan	22,00	23,62	Realikorko Kehittyvät Markkinat, osuuslaji EUR ¹⁾	0,17	0,73
Kina	22,63	24,74	Tilvæxtmarknadsobl. Real Ränta, klass SEK ¹⁾	÷0,82	0,04
KlimaTrends	15,32	11,66	Nye Markeder Obligationer	2,04	1,12
Latinamerika	1,19	1,86	Nye Markeder Obligationer - Akkumulerende KL	-	-
Latinamerika - Akkumulerende KL	-	-	Emerging Markets Debt Hard Currency, osuuslaji EUR W h	2,52	1,44
Latinamerika, klass SEK	÷1,70	÷0,77	Emerging Markets Debt Hard Currency - Accumulating, class EUR h	2,49	1,44
Latinamerika, klasse NOK	÷2,58	÷1,76	Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h	3,00	2,04
Mix - Akkumulerende ¹⁾	3,83	-	Tilvæxtmarknadsobligationer, klass SEK h	2,40	1,46
Mix Defensiv - Akkumulerende ¹⁾	2,95	-	Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta	0,60	0,84
Mix Obligationer ¹⁾	÷1,34	-	Nye Markeder Obl. Lokal Valuta - Akk., KL	-	-
Mix Obligationer - Akkumulerende ¹⁾	÷1,39	-	Kehittyvät Korkomarkkinat, paikallis-valuutta, osuuslaji EUR	0,80	0,66
Mix Offensiv - Akkumulerende ¹⁾	7,48	-	Nye Markeder Obligasjon Lokal Val., kl. NOK ¹⁾	0,50	÷2,51
Mix Offensiv Plus - Akkumulerende ¹⁾	9,16	-	Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta - Akk., klasse DKK	0,73	0,84
Norden	16,36	14,72	Tilvæxtmarknadsobligationer Lokal Valuta, klass SEK H ¹⁾	÷4,77	÷3,29
Norden Indeks	14,83	14,72	Nye Markeder Small Cap	6,84	17,78
Nordiske Virksomhedsobligationer - Akk. KL	-	-	Nye Markeder Small Cap - Akkumulerende KL	-	-
Nordisk Kredittobligasjon, klasse NOK h	1,85	0,96	Emerging Markets Small Cap, klasse NOK ¹⁾	0,67	5,28
Nordiska Företagsobligationer, klass SEK h	1,13	0,27	Teknologi	12,90	11,30
Nordiske Virksomhedsobl. - Akk., klasse DKK h	1,01	÷0,06	Tyskland	12,55	15,83
Pohjoisen Yrityslainat, osuuslaji EUR h	1,25	0,28	Udenlandske Obligationsmarkeder¹⁾	0,09	-
Norske Korte Obligationer - Akkumulerende KL	-	-	USA	7,94	10,33
Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK	0,94	0,45	USA - Akkumulerende KL	-	-
Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK I	1,07	0,45	USA, klass SEK	5,17	7,48
Nye Markeder	9,56	12,01	USA, klasse NOK	4,24	6,41
Nye Markeder - Akkumulerende KL	-	-	USA - Akkumulerende, klasse DKK h	÷1,05	0,54
Global Emerging Markets, klasse NOK ¹⁾	5,98	8,03	Østeuropa	14,51	15,49
Global Emerging Markets, osuuslaji EUR ¹⁾	9,23	11,81	Østeuropa Konvergens	9,49	5,53
Nye Markeder - Akkumulerende, klasse DKK	9,75	12,01			
Nye Markeder Indeksobligationer**	0,33	0,66			
Nye Markeder Indeksobligationer - Akk. KL	-	-			
Nye Markeder Indeksobl. - Akk., klasse DKK**	0,18	0,66			
Nye Markeder Realrente Obl., klasse NOK**	4,53	5,10			

Afdelingernes afkast er beregnet, efter at omkostningerne er trukket fra, men er inkl. udbytter udbetalt i 2015.

¹⁾ Intet relevant mål for markedsafkastet.

¹⁾ Siden introduktionen i 2015.

Afdelingernes investeringsområde og benchmark fremgår af årsregnskaberne. Benchmarkudvikling viser det markedsindeks, som afdelingens afkast sammenlignes med. Udviklingen i benchmark er beregnet uden omkostninger.

Afkastene frem til 26. august 2015

AFDELING/ANDELSKLASSE	Pct.	AFDELING/ANDELSKLASSE	Pct.
Afrika - Akkumulerende KL	-	Fjernøsten	-7,57
Afrika, klass SEK	-12,94	Fjernøsten Indeks	-8,69
Afrika, klasse NOK	-10,89	Fonde	-0,83
Afrika - Akkumulerende, klasse DKK	-14,10	Global Højt Udbytte	-0,78
Afrika, osuuslaji EUR	-13,94	Global Indeks	-0,55
Bioteknologi	9,14	Global Indeks 2	-0,66
Bond Income	-	Global Indeks Valutasikret - Akkumulerende KL ¹	-5,38
Income Obligationer - Akkumulerende, klasse DKK h	-0,18	Global Plus	3,38
Income Obligationer - Akkumulerende, klasse EUR h	0,06	Global StockPicking	3,56
Danmark	22,84	Global StockPicking 2	3,17
Danmark - Akkumulerende	22,42	Global StockPicking - Akkumulerende KL	-
Danmark Fokus	26,81	Global StockPicking, klasse NOK	7,53
Danmark Indeks	19,19	Global StockPicking, osuuslaji EUR	3,08
Danmark Indeks Small Cap	27,40	Global StockPicking - Akk., klasse DKK	3,35
Dannebrog Mellemlange Obligationer	-0,65	Globale High Yield-Obligationer	-2,27
Danske Indeksobligationer	3,66	Globale High Yield-Obligationer - Akkumulerende KL	-
Danske Korte Obligationer	-0,28	Global High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h	-2,07
Danske Lange Obligationer	-0,64	Global High Yield Bonds - Acc., class EUR h	-2,09
Euro High Yield-Obligationer	1,44	Global High Yield Obligasjon, klasse NOK h	-1,27
Euro High Yield-Obl. - Akkumulerende KL	-	Globala High Yield-obligationer, klass SEK h	-2,07
Euro High Yield Obligasjon, klasse NOK h	2,66	Globale Lange Indeksobligationer	-0,36
Euro High Yield-obligationer, klass SEK h	1,78	Globale Lange Indeksobligationer - Akkumulerende KL	-
Euro High Yield-Obl. - Akk., klasse DKK h	1,49	Global Realrente Obligasjon, klasse NOK h	1,05
Euro Investment Grade-Obligationer	-1,16	Globala Realräntor, klass SEK h	-0,09
Europa	9,09	Globale Lange Indeksobl. - Akkumulerende, kl. DKK h	-0,35
Europa Fokus	7,85	Reaalikorko Maailma, osuuslaji EUR h	0,08
Europa Fokus - Akkumulerende KL	7,88	Globale Mellemlange Indeksobligationer	-1,29
Europa Højt Udbytte	6,34	Globale Virksomhedsobligationer	-1,12
Europa Højt Udbytte - Akkumulerende KL	-	Horisont Pension 2020 - Akkumulerende KL	-
Europa Højt Udbytte - Akk., klasse DKK	5,98	Horisont Pension 2020, klass SEK	1,59
Europe High Dividend, klasse NOK	1,89	Horisont Pension 2030 - Akkumulerende KL	-
Europa Indeks	5,39	Horisont Pension 2030, klass SEK	1,48
Europa Indeks BNP	6,26	Horisont Pension 2040 - Akkumulerende KL	-
Europa Small Cap	12,57	Horisont Pension 2040, klass SEK	1,61
Europa Small Cap - Akkumulerende KL	-	Horisont Rente Plus - Akkumulerende KL	-
Europe Small Cap, klasse NOK	8,02	Horisont Rente Pluss, klasse NOK	0,96
Europa Valutasikret - Akkumulerende ¹	4,44	Horisont Rente Pluss, klasse NOK I	1,13
Europæiske Obligationer	-0,41	Horisont Rente Pluss, klasse NOK W	1,13

Afkastene frem til 26. august 2015 (fortsat)

AFDELING/ANDELSKLASSE	Pct.	AFDELING/ANDELSKLASSE	Pct.
Japan	6,34	Nye Markeder Indeksobligationer - Akkumulerende KL	-
Kina	-5,95	Nye Markeder Indeksobl., - Akkumulerende, klasse DKK	-10,41
KlimaTrends	1,03	Nye Markeder Realrente Obligasjon, klasse NOK	0,51
Latinamerika	-19,40	Reaalikorko Kehittyvät Markkinat, osuuslaji EUR	-10,48
Latinamerika - Akkumulerende KL	-	Tillväxtmarknadsobligationer Real Ränta, klass SEK	-7,27
Latinamerika, klass SEK	-18,15	Nye Markeder Obligationer	-0,04
Latinamerika, klasse NOK	-16,31	Nye Markeder Obligationer - Akkumulerende KL	-
Mix - Akkumulerende	1,59	Emerging Markets Debt Hard Currency, osuuslaji EUR W h *)	0,46
Mix Defensiv - Akkumulerende	1,39	Emerging Markets Debt Hard Currency - Accumulating, class EUR h	0,43
Mix Obligationer	-1,58	Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h	1,21
Mix Obligationer - Akkumulerende	-1,62	Tillväxtmarknadsobligationer, klass SEK h	0,39
Mix Offensiv - Akkumulerende	3,52	Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta	-8,26
Mix Offensiv Plus - Akkumulerende	4,32	Nye Markeder Obl. Lokal Valuta - Akk., KL	-
Norden	9,30	Kehittyvät Korkomarkkinat, paikallis-valuutta, osuuslaji EUR	-8,45
Norden Indeks	7,09	Nye Markeder Obligasjon Lokal Val., kl. NOK	-4,07
Nordiske Virksomhedsobligationer - Akkumulerende KL	-	Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta - Akk., klasse DKK *)	-8,32
Nordisk Kredittobligasjon, klasse NOK h	1,96	Tillväxtmarknadsobligationer Lokal Valuta, klass SEK H	-11,10
Nordiska Företagsobligationer, klass SEK h	0,91	Nye Markeder Small Cap	-9,87
Nordiske Virksomhedsobl. - Akk., klasse DKK h	0,68	Nye Markeder Small Cap - Akkumulerende KL	-
Pohjoisen Yrityslainat, osuuslaji EUR h	1,01	Emerging Markets Small Cap, klasse NOK	-8,30
Norske Korte Obligationer - Akkumulerende KL	-	Teknologi	-2,29
Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK	1,13	Tyskland	7,42
Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK I	1,31	Udenlandske Obligationsmarkeder	-0,51
Nye Markeder	-8,53	USA	-4,97
Nye Markeder - Akkumulerende KL	-	USA - Akkumulerende KL	-
Global Emerging Markets, klasse NOK *)	-2,54	USA, klass SEK	-3,42
Global Emerging Markets, osuuslaji EUR *)	-9,40	USA, klasse NOK	-1,24
Nye Markeder - Akkumulerende, klasse DKK	-8,35	USA - Akkumulerende, klasse DKK h	-10,64
Nye Markeder Indeksobligationer	-10,49	Østeuropa	-3,14
		Østeuropa Konvergens*)	1,96

Skemaet viser afdelingernes afkast i pct. fra den 31. december 2014 frem til den 26. august 2015. Opgjort på baggrund af kurser pr. 25. august 2015.

*) Afdelingen har skiftet navn pr. 1. juli 2015.

FORENINGENS LEDELSESBERETNING

Investeringsmarkederne i første halvår 2015

Verdensøkonomien:

Grækenland overskyggede vækst i global økonomi

USA lagde ud med at skuffe de høje forventninger, som markedet havde til den amerikanske vækst, idet væksten aftog markant i første kvartal. Men væksten kom hurtigt tilbage, da der var tale om midlertidige faktorer som f.eks. en hård vinter og faldende investeringer i olie-sektoren, drevet af faldet i olieprisen. Således er væksten allerede tilbage på 3 pct., drevet af normaliseringen på boligmarkedet og et velfungerende banksystem. Væksten i Europa var en positiv overraskelse, idet den steg til pænt over 2 pct. i løbet af første halvår. Drivkraften var den svagere valuta, lavere oliepris, lavere renter og et bedre banksystem. Slutteligt faldt væksten i Kina til omkring 5 pct. – det laveste niveau i mange år – drevet af stram kreditpolitik og en nedtur på boligmarkedet. Der blev dog lempet lidt på den stramme politik i andet kvartal, og væksten begyndte at stabilisere sig på de lave niveauer. Hovedparten af dette blev dog overskygget af begivenhederne i Grækenland, hvor forhandlingerne mellem parterne brød sammen.

Tidligt på året valgte Den Europæiske Centralbank (ECB) endnu en gang at lempe pengepolitikken, idet den igangsatte et opkøbsprogram af statsobligationer, mens den amerikanske centralbank (Fed) signalerede, at renteforhøjelser er på vej, hvis økonomien fortsætter med at vokse pænt.

Obligationer: Rekordlave renter

Det rentefald, som i USA prægede det meste af 2014, fortsatte et stykke ind i 2015 for derefter at nå det laveste niveau ultimo januar med knap 1,65 pct., målt på den 10-årige obligation. Den primære årsag var skuffende nøgletal.

I foråret tiltog spekulationerne om, hvorvidt Fed ville hæve renterne i 2015. Disse forventninger blev dog skudt længere og længere ud i fremtiden bl.a. på grund af skuffelserne over væksten i første kvartal, men også pga. af den stigende forskel på pengepolitikken i hhv. Japan og eurozonen på den ene side og USA på den anden, der risikerede at sende den amerikanske dollar yderligere på himmelflugt. Eftersom væksten i USA steg i andet kvartal, gav det opadgående pres på renterne, og ved halvårets afslutning sluttede den amerikanske 10-årige rente på 2,4 pct.

ECB's opstart på køb af euro-statsobligationer var af historiske dimensioner, ikke mindst givet Deutsche Bundesbanks store modstand. Dette opkøb betød sammen med betydeligt strammere regulering af de finansielle markeder, at udsvingene på rentemarkederne blev meget kraftige. Disse store rentebevægelser betød, at den 10-årige tyske statsobligationsrente en overgang handlede på næsten 0 pct. (0,05 pct.). Henover foråret og i begyndelsen af sommeren steg renterne, men endte dog stadig på et historisk lavt niveau (0,75 pct.).

DET GLOBALE OBLIGATIONSMARKED I FØRSTE HALVÅR 2015	Renteniveau i %, ultimo		Afkast i %	
	2014	2015	Lokalvaluta	Danske kr.
Danmark	0,85	0,77	-	-1,30
USA	2,17	2,35	-0,12	8,67
Japan	0,33	0,47	-0,78	5,77
Tyskland	0,54	0,76	-1,06	-0,88
Sverige	0,93	0,99	-0,10	2,54
Storbritannien	1,76	2,02	-0,80	8,86
Globalt	-	-	-	5,07
Euroland	-	-	-	-1,18
Nye Markeder	-	-	-	1,12
Erhvervsobligationer - Investment Grade	-	-	-	-1,88
Erhvervsobligationer - Spec. Grade	-	-	-	1,93

Renteniveauerne er for 10-årige statsobligationer. Afkastene er beregnet på baggrund af statsobligationsindeks fra J. P. Morgan med en restløbetid på over 1 år. ¹ Særlige indeks.



EMERGING MARKETS

Fællesbetegnelse for lande, hvor økonomierne er på vej til at udvikle sig til markeds-økonomier efter vestlig standard. Omfatter stort set alle lande i Latinamerika, Asien (eksklusive Japan, Hongkong og Singapore), Østeuropa og Afrika. »Nye markeder« er en anden betegnelse for emerging markets.

Grækenland har ad flere omgange spillet en central rolle på de internationale rentemarkeder. I sig selv er Grækenland ikke afgørende, men grundet mængden af lån til Grækenland i EU-systemet herunder ECB, vil en eventuelt græsk konkurs kunne få en afgørende rolle for hele EU-systemets troværdighed og opbygning.

I Danmark medførte spekulationer om, hvorvidt den danske fastkurspolitik ville blive afsluttet et voldsomt angreb på den danske krone, mens danske institutionelle investorer blev tvunget til at beskytte sig mod det lidet sandsynlige scenarie. Det øgede det opadgående pres på kronen. Nationalbanken blev således presset til at beskytte kronen med adskillige rentenedsættelser og indgreb i valutamarkedet til følge. Det medførte negative renter i Danmark på store dele af rentekurven. I andet kvartal blev presset mindsket, og Natio-

nalbanken lod valutareserven, der var steget til rekord høje niveauer, falde igen. Renterne blev dog ikke hævet.

Danske realkreditobligationer blev i første halvår ramt af høje indfrielse, stigende varigheder, stigende volatilitet og spændudvidelser, hvilket betød, at afkastet på danske realkreditobligationer generelt var lavere end afkastet på tilsvarende statsobligationer.

Halvåret var præget af ECB's opkøb af statsobligationer bl.a. med det formål at få de langsigtede inflationsforventninger til at stige. Opkøbene inkluderede også europæiske indeksobligationer. Det gav i første omgang meget lave nominelle og realrenter. Da renterne steg henover foråret, gik det ekstra hårdt ud over realrenterne grundet den defensive natur, som markedet for indeksobligationer har.



KREDITSPÆND

Renteforskellen mellem kreditobligationer og traditionelle, sikre statsobligationer, f.eks. tyske og amerikanske, udstedt i samme valuta og med samme løbetid.

Kreditobligationer:

Fint igennem et svært halvår

Kreditmarkedet var i første halvår præget af de markante bevægelser i rentemarkedet samt de intense forhandlinger mellem den græske regering og eurolandene om en ny gældsaf tale for den store græske statsgæld. Da den græske premierminister meget overraskende afsluttede forhandlingerne med de europæiske kreditorer med henblik på at sende kreditorernes forslag til folkeafstemning, blev kreditmarkedet ramt. Renteforskellen mellem virksomhedsobligationer og de mest sikre statsobligationer steg, om end det skete under meget lav handelsaktivitet. Den største reaktion kunne noteres i kreditspændene på de sydeuropæiske stats- og virksomhedsobligationer.

VALUTAMARKEDERNE I FØRSTE HALVÅR 2015

	Ændring i %	Kurs
Engelsk pund	9,74	1.052,97
Euro	0,18	745,99
Japansk yen	6,60	5,47
Norsk krone	3,68	85,10
Svensk krone	2,65	80,69
U.S. dollar	8,80	669,53

Skemaet viser valutaudviklingen over for danske kroner i første halvår af 2015 samt kursen ultimo året.

På trods af de store udsving i de underliggende renter og de intense forhandlinger om den græske statsgæld var bevægelserne på investment grade-kreditspændene relativt moderate. Det skal bl.a. ses i lyset af den flotte økonomiske vækst, som regionen leverede.

Markedet for de mest risikable virksomhedsobligationer startede meget stærkt i kølvandet på ECB's opkøbsprogram. Det fik investorerne til at jage obligationer med blot en noget positiv rente. Samtidig blev obligationer understøttet af den tiltagende vækst i regionen. I takt med at situationen i Grækenland eskalerede, blev de mest risikable virksomhedsobligationer dog også ramt.

I første halvår af 2015 blev emerging markets-obligationer udstedt i US-dollar påvirket af en række modsatrettede faktorer. På den positive side steg olieprisen med ca. 10 pct., ligesom råvarepriserne generelt stabiliserede sig, men på den negative side skuffede den økonomiske vækst i emerging markets-landene atter en gang. Merrenten på emerging markets-obligationer i forhold til tilsvarende amerikanske statsobligationer var meget volatil gennem halvåret, men sluttede i 3,5 procentpoint, hvilket var uændret i forhold til niveauet ved årsskiftet. Det resulterede i, at emerging markets-statsobligationer udstedt i US-dollar, men valutasikret over for den danske krone, kom ud af halvåret med et afkast på 1,1 pct., hvilket var 2,5 procentpoint højere end afkastet på tilsvarende amerikanske statsobligationer. Emerging markets-statsobligationer udstedt i landenes egne valutaer gav et afkast på 0,8 pct. omregnet til danske kroner.

Valuta: Store udsving

ECB's markante tiltag i starten af året førte til en kraftig svækkelse af euroen. Men kombinationen af bedre vækst og stigende europæiske renter støttede euroen senere på året. Euroen sluttede dog halvåret væsentligt svagere mod f.eks. den amerikanske dollar. Efter styrkelse først på året fik valutaerne i de nye markeder det svært, bl.a. på grund af de stigende globale renter samt den svage vækst i landene anført af Kina. I Danmark var vi vidne til det helt store drama, da den schweiziske nationalbank besluttede at lade den schweiziske valuta flyde frit igen efter en længere periode med fast kurs overfor euroen. Det medførte spekulationer om, at Danmark ville gå samme vej med massive angreb mod den danske fastkurspolitik overfor euroen. Samtidig bredte frygten sig blandt hjemlige investorer, der måtte beskytte sig mod et scenarie, hvor fastkurspolitikken brød sammen. Nationalbanken måtte i offensiven med historisk store tiltag for at undgå kronestyrkelsen – herunder markante rentenedsættelser. I løbet af et par måneder viste det sig dog, at Nationalbanken sejrede, og spekulationerne aftog, mens kronen bevægede sig tilbage til centralkursen.

Globale aktier: Positive afkast

I første halvår af 2015 gav de globale aktiemarkeder et afkast på 11,7 pct. Afkastet var understøttet af en moderat økonomisk vækst i verdensøkonomien i de udviklede økonomier. De europæiske og japanske aktiemarkeder begyndte året stærkt, og i Europa i særdeleshed var markedet positivt påvirket af Den Europæiske Centralbanks beslutning om at igangsætte opkøb af statslige og privatudstedte obligationer. Vækst- og renteforskellen mellem den amerikanske og europæiske økonomi, resulterede i en fortsat svækkelse af euroen over for US-dollar på 8,8 pct., som på længere sigt er positivt for indtjeningsudviklingen i eksportorienterede europæiske selskaber. Usikkerheden blussede dog kraftigt op i slutningen af halvåret grundet de kuldsejlede forhandlinger mellem Europa og Grækenland. Det sendte specielt de europæiske aktier ned fra toppen tidligere på året.

Amerikanske aktier har i første halvår leveret et afkast på 10,3 pct., som primært skyldes en styrkelse af US-dollar over for danske kroner. Det amerikanske aktiemarked havde for første gang i adskillige år en svag udvikling drevet af en høj prisfastsættelse og mindre positive forventninger til indtjeningsudviklingen. Modsat var situationen i Europa, der fik et afkast på 13,0 pct. understøttet af stigende økonomisk

VERDENS AKTIEMARKEDER I FØRSTE HALVÅR 2015

Ændring i pct.	Lokal-valuta, %	Danske kr., %
Danmark	20,94	20,94
USA	1,40	10,33
Japan	15,96	23,62
Tyskland	-	-
Storbritannien	-	-
Sverige	-	-
Europa	-	12,96
Asien excl. Japan	-	14,74
Globalt A/C	-	11,70
Latinamerika	-	1,86
Nye Markeder	-	12,01
Østeuropa	-	26,95
Norden	-	15,33

Kilde: Morgan Stanley og OMX



KREDITOBLIGATION

Kreditobligationer er en fælles betegnelse for obligationer udstedt af virksomheder, realkreditinstitutter og emerging markets-lande. For disse obligationer er der en risiko for, at udstederen får forringet sin rating og/eller ikke kan overholde sine forpligtelser, hvilket betyder, at obligationen falder i værdi.

aktivitet, stigende konkurrenceevne for eksporterhvervene og en attraktiv prisfastsættelse i forhold til andre aktiemarkeder. Japan leverede det højeste afkast af de tre regioner med en stigning på hele 23,6 pct. hvor den japanske regering ledet af Shinzo Abe har fortsat sin understøttelse af den økonomiske aktivitet kombineret med relevante strukturreformer. De nye markeder gav et afkast på 12,0 pct., men oplevede en svagt skuffende indtjeningsudvikling på tværs af regioner.

Alle sektorer på det globale aktiemarked har leveret positive afkast i første halvår. Sektorerne sundhed, varige forbrugsgoder og telekommunikation gav de største positive afkast på henholdsvis 19,4 pct., 15,9 pct. og 13,8 pct., mens sektorerne forsyning, energi og materialer gav afkast på henholdsvis 0,7 pct., 5,1 pct. og 9,7 pct. Afkastet i forsyning og energi kan tilskrives et fortsat regulatorisk pres kombineret med en fortsat lav olie- og råvareprisudvikling.

Danske aktier: Igen blandt verdens bedste

Det danske aktiemarked leverede med 20,9 pct. i første halvår 2015 et højt afkast – også i forhold til europæiske og særligt amerikanske indeks. Generelt steg cykliske aktier mere end defensive, særligt i løbet af andet kvartal. De lange renter bundede for denne gang i første kvartal – og korri-

gerede kraftigt i andet kvartal med solide rentestigninger til følge. Dette satte de relativt dyrt prissatte defensive aktier – så som forsikringsselskaberne – under pres, idet disse over en længere periode har opnået obligationslignende status hos investorerne i kraft af høje udbytter og aktietilbagekøb. De små- og mellemstore selskaber klarede sig generelt på linje med de store selskaber i første halvår.

SEKTORUDVIKLINGEN PÅ AKTIEMARKEDERNE I FØRSTE HALVÅR 2015

Ændring i %	
Energi	5,11
Materialer	9,65
Industri	9,98
Forbrugsgoder	15,90
Konsumentvarer	10,54
Sundhedspleje	19,43
Finans	11,42
It	10,78
Telekomm.	13,57
Forsyning	0,73
I alt	11,70

Skemaet viser kursudviklingen i de enkelte aktiesektorer i første halvår af 2015 gjort op ud fra alle verdens aktier. Kilde MSCI World AC Index.



Evaluering af forventningerne til første halvår 2015

Væksten i USA skuffede vores forventninger i første kvartal, men den hurtige bedring i andet kvartal var på linje med vores forventninger om en vækst på omkring 3,5 pct. for 2015. Derimod viste væksten i eurozonen sig stærkere end vores forventninger, mens lempelsen af pengepolitikken ikke kom bag på os. Svagheden i de nye markeder anført af Kina har vi længe bekymret os om, men nedturen på det kinesiske boligmarkedet var initialt kraftigere, end vi ventede. Overordnet set blev vores forventninger om fortsat pæn vækst i global økonomi indfriet.

Vores forventninger om først faldende renter og derefter stigende renter blev indfriet, og renterne endte på et historisk lavt niveau. Forventningen om ikke stigende korte renter i euroland blev også indfriet. Til gengæld satte den amerikanske centralbank (Fed) mod forventning ikke renten op i første halvår, mens Den Europæiske Centralbank (ECB) i overensstemmelse med vores forventning lempede pengepolitikken yderligere. Indeksobligationerne klarede sig en anelse bedre end deres nominelle obligationer modsat vores forventninger.

Vores forventning om positive omend beskedne afkast på europæiske virksomhedsobligationer blev ikke indfriet. Vores forventning om positive afkast på high yield-obligationer blev indfriet.

I overensstemmelse med vores forventninger gav emerging markets-obligationer udstedt i US-dollar et positivt afkast i første halvår af 2015.

Aktiemarkederne har mere end indfriet vores forventninger om moderat positive afkast, specielt i Danmark og Europa, men renteuuro og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af andet kvartal 2015. De latinamerikanske aktiemarkeder skuffende i første halvår af 2015 primært pga. den skuffende økonomiske udvikling i Brasilien og korrupsionsskandalen i Petrobras.

Forventningen om en styrket US-dollar blev indfriet. Derimod blev vores forventning om en faldende yen ikke indfriet. Forventningerne om en styrkelse af de skandinaviske valutaer blev ligeledes indfriet.

FORENINGENS LEDELSESBERETNING

Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015

Uroen på aktiemarkederne m.v. i slutningen af august 2015 kommenteres i boksen nedenfor.

Verdensøkonomien: Fortsat pæn vækst

Væksten i eurozonen er nu dobbelt så høj som regionens langsigtede potentiale, drevet af bl.a. den lavere oliepris og den svækkede valuta. Vi vurderer, at banksystemet fortsætter med at lempe kreditbetingelserne. Fra et vækstperspektiv forventer vi derfor aftagende vækst i eurozonen, men grundet banksystemet bør den holde sig på omkring 2 pct. Grækenland trækker selvsagt overskrifter, men regionens institutioner er mere robuste nu, og frem for alt står Den Europæiske Centralbank (ECB) klar til at bruge alle midler for at forhindre eventuelle negative effekter på andre lande fra Grækenland.

I USA er vi også fortrøstningsfulde: Væksten er tilbage på 3 pct. og vi forventer, at den bliver der, drevet af det sunde banksystem og den deraf følgende bedring på boligmarkedet. Boligbyggeriet ligger stadig væsentligt under det niveau, der

skal til for at følge med bl.a. befolkningstilvæksten. Holder vores forventninger stik, hæver den amerikanske centralbank (Fed) renten i efteråret.

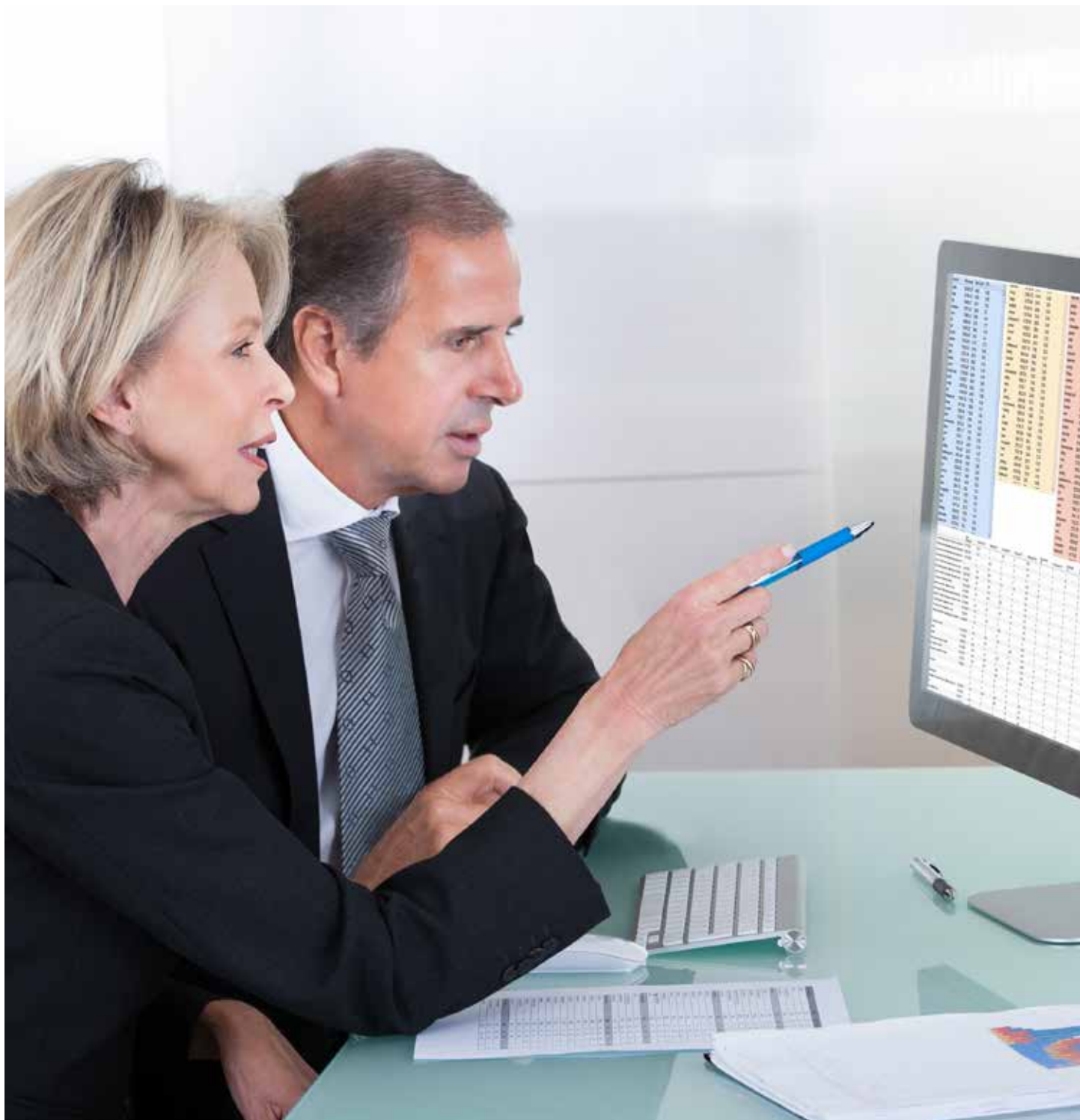
Kina er efter vores vurdering langt om længe kommet ned på et mere holdbart vækstniveau. Perioden med det boomende boligmarked er slut, og myndighederne er efter vores vurdering stærkt optaget af ikke at gentage tidligere tiders fejl med alt for lempelig kreditgivning. Ikke desto mindre lempes den stramme politik lidt, hvorfor vi ser en bedring i væksten i Kina til omkring 6 pct. Kinas historie er dog symptomatisk for mange andre lande i de nye markeder, hvor flere lande står med mange udfordringer. Derfor er vi fortsat skeptiske overfor vækstmulighederne i regionen specielt set i lyset af vores vurdering om kommende rentestigninger i USA, idet flere lande er afhængige af ekstern finansiering.

De største risici ved disse forventninger er politiske. Situationen i Europa er åbenlys – og med valg i Spanien og en mulig folkeafstemning om Storbritanniens medlemskab af EU i de kommende år – er der masser at bekymre sig om. I

KINAS DEVALUERINGER OG UROEN PÅ AKTIEMARKEDERNE I SLUTNINGEN AF AUGUST 2015

I august overraskede de kinesiske myndigheder med devalueringer af den kinesiske valuta. Kombineret med et overophedet kinesisk aktiemarked var det med til at øge usikkerheden på de finansielle markeder. Det har medført større fald i aktiemarkederne globalt – specielt i de nye markeder – og er blevet fulgt op af en svækkelse af de fleste valutaer over for euro. Usikkerheden om væksten i Kina har også presset råvarepriserne og forventes at være med til at udskyde tidspunktet for renteforhøjelse fra den amerikanske centralbank.

Den nuværende situation gør det vanskeligere at vurdere udviklingen på de finansielle markeder, men vi forventer, at verdensøkonomien stadig vil udvise en pæn vækst, og det vil være med til at stabilisere de finansielle markeder. Den seneste udvikling giver øget usikkerhed, og vi vurderer, at der må forventes større udsving på de finansielle markeder i den resterende del af 2015, end vi har været vant til i de senere år.



Udsagn om forventninger

De udsagn om fremtiden, som er indeholdt i denne halvårsrapport, afspejler ledelsens aktuelle forventninger til fremtidige begivenheder og økonomiske resultater samt til konjunkturerne i verdensøkonomien og på finansmarkederne. Den type forventning er i sagens natur forbundet med usikkerhed, og da det er behæftet med usikkerhed at give bud på den konkrete udvikling på de mange enkeltmarkeder, vi investerer på, vurderer vi, at det ikke er hensigtsmæssigt at komme med konkrete tal for afkastforventningerne for det kommende halvår.

USA skal man endnu en gang diskutere gældsloftet til efteråret. Slutteligt: Selvom vi er meget glade for afmatningen på det kinesiske boligmarked og mener, at det værste er ovre, fokuserer vi fortsat intenst på denne sektor, idet den har potentialet til at forårsage store problemer.

Obligationer: Første renteforhøjelse fra den amerikanske centralbank i næsten ti år

Den amerikanske centralbank meddelte tidligere i år, at dens beslutning om at hæve renterne ville ske med baggrund i de økonomiske nøgletal. Disse nøgletal har indtil videre ikke givet anledning til renteforhøjelser. Vi forventer, at nøgletallene og at de internationale forhold (Grækenland) i efteråret giver så meget ro omkring beslutningen, at vi ser den første renteforhøjelse sidst på året. Vi forventer ikke, at det nødvendigvis er starten på en stribe renteforhøjelser idet både Bank of Japan og ECB fortsat fører betydelig lempelig pengepolitik, men snarere at Fed langsomt føler sig frem og vurderer fra renteforhøjelse til renteforhøjelse, om markedet kan bære stramningerne. Vi forventer, at de 10-årige amerikanske renter vil være påvirket af den bedre økonomiske stemning, der skal til, for at Fed hæver renten og derfor også vil være svagt stigende resten af året.

De europæiske lande har haft en forrygende økonomisk medvind i form af lave renter, faldende oliepriser og lav eurokurs. Dette har bevirket en spirende økonomisk optimisme, men dog ikke i sådan et omfang, at det har fået ECB til at ændre pengepolitikken. Vi forventer, at ECB fortsætter sin meget lempelige pengepolitik, samt at den tyske 10-årige rente vedbliver med at være meget lav. Vi forventer, at uroen omkring Grækenland mindskes henover sommeren og derfor også giver mere ro omkring renterne i Italien, Spanien og Portugal.

Vi forventer, at danske realkreditobligationer i andet halvår vil opleve spændingsnævninger, da danske realkreditobligationer vil opleve øget efterspørgsel fra låntagere, som ønsker at opkonvertere. Dette betyder, at vi forventer, at danske realkreditobligationer vil gøre det bedre end tilsvarende statsobligationer.

Rentestigningen i foråret kom så hurtigt, at alle renter steg over en bred kam. Det er derfor vores holdning, at indeksobligationer har noget til gode i kraft af stigende inflationsforventninger, når markedet falder til ro, og alting igen bliver prisfastsat mere konsistent. Hertil kommer, at vi fortsat vurderer, at de langsigtede inflationsforventninger er for lave, især fordi den aktuelt lave globale inflation først og fremmest skyldes faldet i olieprisen, hvilket kun har en kortsigtet effekt på inflationen. Derfor har vi en forventning om, at indeksobligationer gør det bedre end de nominelle obligationer.

Kreditobligationer: Stadig positive udsigter for virksomhedsobligationer

Selvom risikoaversionen steg markant den seneste tid, mener vi ikke, at det fundamentale billede for kreditmarkedet er ændret eller vil blive forværret i nær fremtid. Vi forventer fortsat pæn vækst i den globale og europæiske økonomi, mens specielt den europæiske pengepolitik forbliver lempelig i de næste par år. Det fastholder den store efterspørgsel efter merrente, som virksomhedsobligationer kan levere. Dertil kommer fornuftige balancer hos de europæiske virksomheder. Overordnet set forventer vi derfor positive afkast på virksomhedsobligationer i andet halvår.

Med udsigt til relativt solid vækst i verdensøkonomien i andet halvår og en begyndende vending i store emerging markets-lande som Brasilien og Rusland, der har været i decideret recession, forventer vi, at der vil være pæn efterspørgsel efter emerging markets-obligationer. For det første forekommer merrenten i forhold til amerikanske statsobligationer at være relativt attraktiv set i et historisk perspektiv, når man tager højde for, hvor vi befinder os i konjunkturcyklen, og for den forbedring, der har fundet sted i landenes gennemsnitlige kreditværdighed gennem de seneste 10-15 år. For det andet er emerging markets-obligationer, ligeledes set i et historisk perspektiv, billige i forhold til virksomhedsobligationer i USA og Europa med samme kreditværdighed.

Da vi samtidig kun forventer en moderat stigning i de underliggende renter på amerikanske statsobligationer, vurderer vi, at der er basis for et pænt positivt afkast på emerging

markets-obligationer i andet halvår af 2015. Men vi må erkende, at usikkerheden omkring den amerikanske renteudvikling er stor, ligesom der knytter sig betydelige risici til udviklingen i prisen på olie og andre råvarer og til den geopolitiske situation i Ukraine og Mellemøsten.

Valuta: Dollaren styrkes yderligere

Efter en massiv styrkelse i andet halvår 2014 og de første måneder af 2015, har den amerikanske dollar taget en pause. Vi vurderer dog, at den amerikanske dollar igen begynder at stige i takt med, at den amerikanske centralbank begynder at hæve renterne. Samtidig vurderer vi nemlig, at ECB vil holde pengepolitikken meget lempelig, og dermed udlignes den store forskel mellem styrken i USA på den ene side og relativ svaghed i eurozonen på den anden side. Det gælder til en vis grad også forholdet mellem det britiske pund og euroen, hvor den engelske centralbank også er klar med renteforhøjelser indenfor en overskuelig fremtid. Vi forventer, at yennen er stabil over for euroen. Slutteligt er vi skeptiske overfor valutaerne i de nye markeder, grundet vores bekymringer for væksten i disse lande.

Globale aktier: Beherskede positive afkast

Vi forventer moderat positive globale aktiemarkeder i den resterende del af 2015, hvilket er baseret på vores forventning om en positiv underliggende økonomisk vækst i verdensøkonomien, en meget lempelig pengepolitik på tværs af regioner og en fornuftig indtjeningsvækst. Vi forventer også, at kursudviklingen i andet halvår vil være præget af kortere perioder med usikkerhed om den økonomiske vækst og geopolitiske udvikling, samt perioder med rentestigninger på obligationsmarkederne.

Danske aktier: Moderat positive afkast

Indtjeningen fra de danske selskaber forventes fortsat at være blandt de hurtigst voksende set i globalt perspektiv. Vurderet på indtjeningsnøgletal er det danske aktiemarked således historisk højt prisfastsat, men givet de relativt høje vækstforventninger fremstår prissætningen rimelig. Vi venter et moderat positivt aktiemarked i den resterende del af 2015.

Risici i forhold til forventningerne

De største risici knytter sig til vores forventning om fortsat økonomisk vækst i den globale økonomi. Skuffes disse, bliver aktiemarkederne ramt via skuffende indtjening og lavere prisfastsættelse. Det vil medføre kursfald på aktiemarkedet. Ligeledes vil risikoaversionen ramme virksomhedsobligationer samt obligationer fra de nye markeder, der også vil opleve kursfald. Dertil kommer den politiske udvikling, som ligesom i første halvår kan skabe perioder med usikkerhed. Forværres krisen i Grækenland, vil det også være negativt. Det vil også betyde, at vores forventning om stigende renter i USA ikke bliver indfriet, ligesom renterne i de sikre lande som Tyskland og Danmark vil falde. Derfor vil statsobligationsmarkedet klare sig bedre, end vi vurderer.

Overrasker den globale vækst derimod positivt, vil det medføre endnu større stigninger i obligationsrenterne, end vi p.t. forventer. Det vil give anledning til negative afkast på de mest sikre statsobligationer og højst sandsynligt også på nogle aktier, der allerede er relativt højt prissat som f.eks. amerikanske aktier. En hurtigere afslutning på den politiske usikkerhed vil være godt for de fleste aktiver, dog undtaget sikre statsobligationer, idet renterne her igen vil stige som tegn på bedre udsigter for global økonomi.

FORENINGENS LEDELSESBERETNING

Risici samt risikostyring

Som investor i foreningen får man en løbende pleje af sin opsparing. Plejen indebærer blandt andet en hensyntagen til de mange forskellige risikofaktorer på investeringsmarkederne. Risikofaktorerne varierer fra afdeling til afdeling. Nogle risici påvirker især aktieafdelingerne. Andre især obligationsafdelingerne, mens atter andre risikofaktorer gælder for begge typer af afdelinger. En af de vigtigste risikofaktorer – og den skal investor selv tage højde for – er valget af afdelinger. Som investor skal man være klar over, at der altid er en risiko ved at investere, og at de enkelte afdelinger investerer inden for hver deres investeringsområde uanset markedsudviklingen. Det vil sige, at hvis investor f.eks. har valgt at investere i en afdeling, der har danske aktier som investeringsområde, så fastholdes dette investeringsområde, uanset om de pågældende aktier stiger eller falder i værdi.

Risikoen ved at investere via en investeringsforening kan overordnet knytte sig til fire elementer:

- investors eget valg af afdelinger
- investeringsmarkederne
- investeringsbeslutningerne
- driften af foreningen.

Risici knyttet til investors valg af afdelinger

Inden investor beslutter sig for at investere, er det vigtigt at få fastlagt en investeringsprofil, så investeringerne kan sammensættes ud fra den enkelte investors behov og forventninger. Desuden er det afgørende, at investor er bevidst om de risici, der er forbundet med den konkrete investering. Det kan være en god ide at fastlægge sin investeringsprofil i samråd med en rådgiver.

Investeringsprofilen skal blandt andet tage højde for, hvilken risiko investor ønsker at løbe med sin investering, og hvor lang tidshorizonten for investeringen er. Ønsker investor f.eks. en meget stabil udvikling i sine Danske Invest-beviser, bør man som udgangspunkt ikke investere i afdelingerne med høj risiko (altså afdelinger, der er markeret med 6 eller 7 på risikoindekatoren). Hvis man investerer over en kortere

tidshorizont, er aktieafdelingerne for de fleste investorer, sjældent velegnede.

Af den enkelte afdelings regnskab fremgår dens risikoklassifikation målt med risikoindekatoren fra dokumentet central investorinformation ultimo 2014. Risikoen udtrykkes ved et tal mellem 1 og 7, hvor »1« udtrykker laveste risiko og »7« højeste risiko. Kategorien »1« udtrykker ikke en risikofri investering.

Lavere risiko			Højere risiko			
← Typisk lavere afkast			→ Typisk højere afkast			
1	2	3	4	5	6	7

Afdelingens placering på risikoindekatoren er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste fem år og/eller repræsentative data. Store historiske udsving er lig høj risiko og en placering til højre på indekatoren (6-7). Små udsving er lig med en lavere risiko og en placering til venstre på risikoskalaen (1-2). Afdelingens placering på skalaen er ikke konstant. Placeringen kan ændre sig med tiden. På danskeinvest.dk kan man for den enkelte afdeling, under punktet »Risiko«, se afdelingens aktuelle og senest opdaterede placering på risikoindekatoren. Risikoindekatoren tager ikke højde for pludseligt indtrufne begivenheder, som eksempelvis devalueringer, politiske indgreb og pludselige udsving i valutaer. Det er vigtigt at huske, at historiske data ikke er indikator for fremtidig udvikling.

Risici knyttet til investeringsmarkederne

Disse risikoelementer er f.eks. risikoen på aktiemarkederne, renterisikoen, kreditrisikoen og valutarisikoen. Hver af disse risikofaktorer håndterer vi inden for de givne rammer på de mange forskellige investeringsområder, vi investerer på. Eksempler på risikostyringselementer er afdelingernes porteføljerådgivnings- og -forvaltningsaftaler og instrukser fra foreningens bestyrelse om investeringer, vores interne



kontroller, lovgivningens krav om risikospredning samt adgangen til at anvende afledte finansielle instrumenter som for eksempel valutaterminsforretninger, som anvendes til at reducere valutarisikoen. Desuden har Danske Invest porteføljerådgivere og -forvaltere placeret i udvalgte lokale markeder.

Risici knyttet til investeringsbeslutningerne

Enhver investeringsbeslutning i de aktivt styrede afdelinger er baseret på vores og vores porteføljerådgiveres og -forvalteres forventninger til fremtiden. Vi forsøger at danne os et realistisk fremtidsbillede af f.eks. renteutviklingen, konjunkturerne, virksomhedernes indtjening og politiske forhold. Ud fra disse forventninger køber og sælger vi aktier og obligationer. Denne type beslutninger er i sagens natur forbundet med høj usikkerhed.

Som det fremgår af afdelingsberetningerne senere i halvårsrapporten, har vi for langt de fleste afdelinger udvalgt et benchmark. Det er et indeks, der måler afkastudviklingen på det eller de markeder, hvor den enkelte afdeling investerer. Vi vurderer, at de respektive indeks er repræsentative for de

respektive afdelingers porteføljer og dermed velegnede til at holde afdelingens resultater op imod. Afdelingernes afkast er målt efter fradrag af administrations- og handelsomkostninger. Benchmarkafkastet tager ikke højde for omkostninger. Afdelinger, for hvilke der ikke findes et velegnet indeks, har intet benchmark. Bagest i rapporten findes en oversigt over de benchmark, som foreningens afdelinger måles op imod, inklusive en beskrivelse af de respektive benchmark.

Målet med afdelinger, som følger en aktiv investeringsstrategi, er at opnå et afkast, der er højere end afkastet på det respektive benchmark. Når investeringsstrategien er aktiv, forsøger vi at finde de bedste investeringer for at give det højeste mulige afkast under hensyntagen til risikoen. Strategien medfører, at investeringerne vil afvige fra benchmark, og at afkastet kan blive både højere og lavere end benchmark.

Når investeringsstrategien er passiv – også kaldet indeksbaseret – betyder det, at investeringerne er sammensat, så de følger det valgte indeks tæt. Derved kan investor forvente, at afkastet i store træk svarer til udviklingen i indekset. Afkastet vil dog typisk være lidt lavere end udviklingen i det valgte indeks, fordi omkostningerne trækkes fra i afkastet.

Foreningens bestyrelse har fastsat risikorammer for alle afdelinger. I aktieafdelingerne er der som hovedregel fastsat en begrænsning på tracking error, hvis der er fastlagt et benchmark. Tracking error er et matematisk udtryk for, hvor tæt en afdeling følger sit benchmark. Jo lavere tracking error er, desto tættere forventes afdelingen at følge benchmark. I obligationsafdelingerne er der typisk fastsat begrænsninger på varighed (rentefølsomhed) og særlige begrænsninger på kreditrisikoen via krav til kreditvurderingen (ratings).

Risici knyttet til driften af foreningen

For at undgå fejl i driften af foreningen er der fastlagt en lang række interne kontrolprocedurer og forretningsgange, som reducerer disse risici. Der arbejdes hele tiden på at udvikle systemerne, og der stræbes efter, at risikoen for menneskelige fejl bliver reduceret mest muligt. Der er desuden opbygget et ledelsesinformationssystem i Danske Invest Management A/S, som administrerer foreningen. Dette sikrer, at der løbende følges op på omkostninger og afkast. Der gøres jævnligt status på afkastene. Er der områder, som ikke udvikler sig tilfredsstillende, drøftes det med porteføljerådgivere og -forvaltere, hvad der kan gøres for at vende udviklingen.

Foreningen er desuden underlagt kontrol fra Finanstilsynet og en lovpligtig revision af årsregnskaberne ved et generalforsamlingsvalgt revisionsfirma. Her er fokus på risici og kontroller i højsædet.

På it-området lægges stor vægt på data- og systemsikkerhed. Der er udarbejdet procedurer og beredskabsplaner, der har som mål inden for fastsatte tidsfrister at kunne genskabe systemerne i tilfælde af større eller mindre nedbrud. Disse procedurer og planer afprøves regelmæssigt.

Ud over at administrationen i den daglige drift har fokus på sikkerhed og præcision, når opgaverne løses, følger bestyrelsen med på området. Formålet er dels at fastlægge sikkerhedsniveauet og dels at sikre, at de nødvendige ressourcer er til stede i form af personale, kompetencer og udstyr.

For yderligere oplysninger om de enkelte Danske Invest-afdelinger henvises til de gældende prospekter og central investorinformation for de pågældende afdelinger. Disse kan downloades fra danskeinvest.dk under produktinformationen om den enkelte afdeling.

Risikostyring

Lovgivningen fastlægger placeringsregler og retningslinjer for en afdelings/andelsklasses risici og risikostyring. Herudover fastlægger investeringsforeningens bestyrelse rammer for en afdelings/andelsklasses risikoprofil samt identificerer og kvantificerer en afdelings/andelsklasses væsentligste risici. Bestyrelsen har fastlagt disse forhold samt risikorammer i en bestyrelsesinstruks til direktionen.

I aktieafdelingerne er der i instruksens som hovedregel fastsat en risikogrænse på tracking error, hvis der er fastlagt et benchmark. Aktivt styrede aktieafdelinger vil således have højere grænser for tracking error end de indeksbaserede. I obligationsafdelingerne er der typisk fastsat en risikoramme på varighed (rentefølsomhed) og særlige rammer på kreditrisikoen via krav til kreditkvaliteten (ratings). For hver afdeling er det fastlagt om – og i hvilket omfang – afdelingen kan anvende afledte finansielle instrumenter.

Der anvendes i vid udstrækning it-systemer til at overvåge, at placeringsregler og risikorammer overholdes samt til at analysere, om risikostyringsmodellerne er tilstrækkeligt pålidelige. Der er etableret en selvstændig risikostyringsfunktion, som løbende vurderer og overvåger risikostyringen, ligesom der jævnligt rapporteres til bestyrelsen om udnyttelse af investeringsrammer m.v. Der er indbygget væsentlige risikostyringselementer i afdelingernes porteføljerådgivnings- og forvaltningsaftaler samt i den løbende opfølgning på risikoindekatoren i dokumentet central investorinformation. Risikostyringen bygger på fælles principper og styringsværktøjer for alle afdelinger i foreningen.



Generelle risikofaktorer

Enkeltlande

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

Eksposering mod udlandet

Investering i velorganiserede og højtudviklede udenlandske markeder medfører generelt en lavere risiko for den samlede portefølje end investering alene i enkeltlande/emerging markets. Udenlandske markeder kan dog være mere usikre end det danske marked på grund af en forøget risiko for en kraftig reaktion på selskabsspecifikke, politiske, reguleringsmæssige, markedsmæssige og generelle økonomiske forhold. Endelig giver investeringer i udlandet en valutaeksposering, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner – jf. næste punkt.

Valuta

Investeringer i udenlandske værdipapirer giver eksposering mod valutaer, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner. I andelsklasser kan der være tale om andre udstedelsesvalutaer end danske kroner, og derfor skal udsvingene ses i forhold til denne valuta. Afdelinger, som investerer i danske aktier eller obligationer, har ingen direkte valutarisiko, mens afdelinger, som investerer i europæiske aktier eller obligationer, har begrænset valutarisiko. Afdelinger, som systematisk kurssikres, har en meget begrænset valutarisiko. En sådan kurssikring vil fremgå af beskrivelsen af afdelingens

investeringsområde under den enkelte afdelingsberetning. I afdelinger med andelsklasser kan der være foretaget valutaafdækning mod andet end danske kroner, f.eks. svenske kroner eller euro.

Selskabsspecifikke forhold

Værdien af en enkelt aktie og obligation kan svinge mere end det samlede marked og kan derved give et afkast, som er meget forskelligt fra markedets. Forskydninger på valutamarkedet samt lovgivningsmæssige, konkurrencemæssige, markedsmæssige og likviditetsmæssige forhold vil kunne påvirke selskabernes indtjening. Da en afdeling på investeringstidspunktet kan investere op til 10 pct. i et enkelt selskab, kan værdien af afdelingen variere kraftigt som følge af udsving i enkelte aktier og obligationer. Selskaber kan gå konkurs, hvorved investeringen heri vil være tabt.

Nye markeder/emerging markets

Begrebet »nye markeder« omfatter stort set alle lande i Latinamerika, Asien (eksklusive Japan, Hongkong og Singapore), Østeuropa og Afrika. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et aktie- og obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Et ustabilt politisk system indebærer en øget risiko for pludselige og grundlæggende omvæltninger inden for økonomi og politik. For investorer kan dette eksempelvis bevirke, at aktiver nationaliseres, at rådigheden over aktiver begrænses, eller at der indføres statslige overvågnings- og kontrolmekanismer. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre

valuta ud af landet eller kan gøre det med kort varsel. Markedslikviditeten på de nye markeder kan være faldende som følge af økonomiske og politiske ændringer. Effekten kan også være mere vedvarende.

Modpartsrisiko

Ved placering i indlån, afledte finansielle instrumenter og depotbeviser som f.eks. ADRs og GDRs samt ved aftaler om aktieudlån m.v. kan der være risiko for, at modparten ikke overholder sine forpligtelser.

Event-risici

I særlige situationer, som under den globale kreditkrise i efteråret 1998 og efter terrorangrebene i New York i september 2001 samt under finanskrisen i 2008 og 2009, kan markederne blive grebet af en slags kollektiv panik, hvorunder investorernes risikoaversion stiger drastisk. Man vil da se de normale udsvingsmønstre i de forskellige finansielle markeder blive afløst af et billede præget af store kursstigninger på likvide, sikre statsobligationer og massive kursfald og kraftigt stigende kursudsving på de mere risikobetonede obligationstyper som lavt ratede virksomhedsobligationer og statsobligationer udstedt eller garanteret af stater med høj kreditrisiko. I disse situationer vil de mere risikable værdipapirer tendere til at svinge ens og modsat i forhold til mere risikofrie statsobligationer.

Særlige risici Obligationsafdelingerne

Obligationsmarkedet

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

Renterisiko

Renteudviklingen varierer fra region til region og skal ses i sammenhæng med blandt andet inflationsniveauet. Renteniveauet spiller en stor rolle for, hvor attraktivt det er at investere i blandt andet obligationer, samtidig med at ændringer i renteniveauet kan give kursfald/-stigninger. Når renteniveauet stiger, vil det som hovedregel betyde kursfald. Begrebet varighed udtrykker blandt andet kursrisikoen på de obligationer, der investeres i. Jo lavere varighed, desto mere kursstabile er obligationerne, hvis renten ændrer sig.

Kreditrisiko

Inden for forskellige obligationstyper – statsobligationer, realkreditobligationer, emerging markets-obligationer, kreditobligationer osv. – er der en kreditrisiko relateret til, om obligationerne modsvarer reelle værdier, og om stater, boligejere og virksomheder kan indfri deres gældsforpligtelser, herunder kan der være risiko for, at udsteder får forringet sin rating og/eller ikke kan overholde sine forpligtelser.

Særlige risici

Aktieafdelingerne

Udsving på aktiemarkedet

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

Risikovillig kapital

Afkastet kan svinge meget som følge af selskabernes muligheder for at skaffe risikovillig kapital til f.eks. udvikling af nye produkter. En del af en afdelings formue kan investeres i virksomheder, hvis teknologier er helt

eller delvist nye, og hvis udbredelse kommercielt og tidsmæssigt kan være vanskelig at vurdere.

Investeringsstil

Hvis en afdeling følger en investeringsstil, der f.eks. medfører en stor andel af »små aktier« (small cap), kan afdelingen i perioder, hvor mange aktieinvestorer foretrækker »store aktier« (large cap), give et lavere afkast end aktiemarkedet generelt.

Investeringsområde

Hvis en afdeling f.eks. har mange investeringer tilknyttet klimaområdet, kan afdelingens afkast svinge meget som følge af ændringer i den politiske understøttelse af klimamaet, udsving i energi- og råvarepriser samt ændringer i videnskabelige analyser vedrørende området.

Hvis en afdeling f.eks. investerer i afrikanske aktier, skal man være opmærksom på, at dette erfaringsmæssigt er forbundet med større risiko end investering på mere udviklede aktiemarkeder. Afrikanske selskaber har ikke samme fokus på corporate governance, regnskabsstandarder, revision og gennemsigtighed, som tilfældet er for selskaber på de udviklede markeder. Dette kan være en kilde til usikkerhed om den reelle værdi af investeringen i afrikanske selskaber. Mange afrikanske aktiemarkeder er forholdsvis umodne med en lav omsætning, og på visse afrikanske aktiemarkeder har aktiehandler længere afviklingstid end i Danmark, hvor der afvikles to dage efter handelsdagen. Desuden er der risiko for, at lokale forhold kan medføre, at markeder kan være lukkede i perioder. Dette kan betyde, at der periodevis ikke kan tilbydes emission eller indløsning i afdelingen. Der kan være tilfælde, hvor afdelingens depotbank ikke kan afvikle handler i de underliggende værdipapirer som aftalt. Flere afrikanske lande

er genstand for politisk ustabilitet og korrupsion. Politiske ændringer kan påvirke prisfastsættelsen på afdelingens selskaber. Ligeledes kan der opstå social ustabilitet, der kan medføre, at et marked er lukket i en periode. Ekspropriation, begrænsning af muligheden for at hjemtage valuta samt indførelse af skatter og afgifter er eksempler på regulatoriske tiltag, der kan blive gennemført uden varsel. Desuden kan standarden i nogle afrikanske lande i forbindelse med opbevaring og registrering af værdipapirer være mindre pålidelig end i udviklede lande. Opbevaring af afdelingens værdipapirer sker under depotselskabets ansvar, idet der dog gælder sædvanlige force majeure-mæssige forbehold såsom følger af krig, oprør, naturkatastrofer og lignende. Risikoen for, at selskaber overtræder foreningens politik for samfundsansvar eller anklages herfor, må anses for at være højere for sådanne afdelinger end for foreningens øvrige afdelinger. Dette skyldes, at nogle af de afrikanske lande fortsat er politisk ustabile eller gennemgår store samfundsmæssige omvæltninger. Yderligere er forhold som social og økonomisk ulighed med til at øge risikoen for, at selskaber ikke kan leve op til sædvanlige standarder for socialt ansvar.

Særlige risici

Blandede afdelinger

Blandede afdelinger er påvirket af de faktorer, der påvirker såvel aktiesom obligationsafdelingerne.

Anvendt regnskabspraksis

Denne halvårsrapport er i overensstemmelse med gældende praksis ikke revideret af foreningens revisor. Regnskabet er udarbejdet i overensstemmelse med almindeligt anerkendte regnskabsprincipper.

Anvendt regnskabspraksis i halvårsrapporten er uændret i forhold til den anvendte regnskabspraksis for årsrapporten for 2014. Specifikationen af de børsnoterede finansielle instrumenter er udeladt i halvårsrapporten, idet specifikationen kan findes på danskeinvest.dk eller kan bestilles ved at kontakte:

Danske Invest Management A/S,
Parallelvej 17,
2800 Kgs. Lyngby

Ledelsespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato behandlet og godkendt nærværende halvårsrapport for regnskabsperioden sluttende 30. juni 2015. Halvårsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v.

Halvårsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultat. Foreningens ledelsesberet-

ning og ledelsesberetningerne for de enkelte afdelinger indeholder retvisende redegørelser for udviklingen i foreningens og afdelingernes aktiviteter og økonomiske forhold samt en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som foreningen henholdsvis afdelingerne kan påvirkes af.

København, den 27. august 2015

DANSKE INVEST MANAGEMENT A/S

Direktion



Morten Rasten
Administrerende direktør

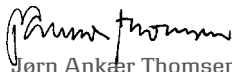


Finn Kjærgård
Vicedirektør



Lone Mortensen
Afdelingsdirektør

Bestyrelse



Jørn Anker Thomsen
Formand



Agnete Raaschou-Nielsen
Næstformand



Lars Journais



Bo Holse



1



Walther V. Paulsen



SÅDAN LÆSER DU AFDELINGERNES REGNSKABER

Her gives en kort forklaring på de forskellige dele af afdelingernes regnskaber, som findes fra side 36 til 425 i halvårsrapporten.

Afdelingens profil

De væsentligste karakteristika ved afdelingen. Læs mere om de enkelte afdelinger på danskeinvest.dk.

Risikoklassifikation

Risikoklassifikation måles med risikoindikatoren fra dokumentet central investorinformation.

Risikoen

Udtrykkes ved et tal mellem 1 og 7, hvor »1« udtrykker laveste risiko og »7« højeste risiko. Kategorien »1« udtrykker ikke en risikofri investering. Afdelingens placering på risikoindikatoren er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste fem år og/eller repræsentative data. Store historiske udsving er lig høj risiko og en placering i »6«-»7«. Små udsving er lig med en lavere risiko og en placering i »1«-»2«. Afdelingens placering på skalaen er ikke konstant. Placeringen kan ændre sig med tiden. Risikoindikatoren tager ikke højde for pludseligt indtrufne begivenheder, som eksempelvis devalueringer, politiske indgreb og pludselige udsving i valutaer.

Nøgletal for risiko

Risikonøgletallene udtrykker på forskellig vis afdelingens historiske afkast og risiko og beregnes efter tre års levetid.

Tabel med fordeling

Viser hvordan afdelingens værdipapirbeholdning og likvider var fordelt ultimo første halvår 2015. For danske obligationsafdelinger viser vi typisk en fordeling på varigheder, mens vi for udenlandske aktieafdelinger typisk viser en fordeling på lande eller brancher. Fordelingerne opdateres månedligt på danskeinvest.dk.

Kommentar til afkast m.v.

Her kan du læse om afkastet i første halvår 2015. Hvad gik godt, og hvad gik mindre godt? Vi kommer også ind på vores forventninger til resten af 2015 og særlige risici knyttet til afdelingen – og vi gør rede for den strategi, afdelingen vil følge.

Resultatopgørelse

Halvårets indtægter og omkostninger. Indtægterne er typisk renter og aktieudbytter. Kursgevinster og -tab kan være en indtægt eller en omkostning. Det afhænger af, om der har været gevinst eller tab på investeringerne i løbet af halvåret. Administrationsomkostninger er omkostninger anvendt til driften af afdelingen. Skat består af udbytteskat og renteskat, som ikke kan refunderes.

Balance

Afdelingens aktiver og passiver ultimo første halvår 2015. Aktiverne er i al væsentlighed de aktier og/eller obligationer, afdelingen investerer i. Passiverne er primært værdien af de Danske Invest-beviser, investorerne ejer i afdelingen – også kaldet investorerens formue.

Nøgletal for halvåret

De væsentligste nøgletal for afdelingens udvikling. De fleste nøgletal er forklaret i regnskabspraksis og i ordbogen, der findes på danskeinvest.dk.

Note om medlemmernes formue

Specificerer hvordan afdelingens formue har udviklet sig i løbet af året. Er cirkulerende kapital højere ultimo første halvår 2015 end primo 2015, har der netto været efterspørgsel efter beviser i afdelingen.

Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klasserne

For afdelinger med flere andelsklasser vises noteoplysninger, som er specifikke for de enkelte andelsklasser.

The background of the page features a blurred financial chart with a grid and a line graph, overlaid on a dark blue rectangular area. The chart shows various data points and trends, typical of a stock market or financial analysis.

AFDELINGERNES LEDELSESBERETNINGER OG ÅRSREGNSKABER

Afrika – Akkumulerende KL

Investorerer i afrikanske aktier. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingen udbydes i fire andelsklasser:

- Afrika, klass SEK
- Afrika, klasse NOK
- Afrika – Akkumulerende, klasse DKK h
- Afrikka, osuuslaji EUR

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på de følgende sider.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider.

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

Afrika – Akkumulerende KL

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	6.353	6.708
Kursgevinster og tab	10.585	4.985
Administrationsomkostninger	-2.714	-2.935
Resultat før skat	14.224	8.758
Rente- og udbytteskat	-601	-641
Halvårets nettoresultat	13.623	8.117

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	9.045	23.378
Kapitalandele	271.999	292.747
Mellemværende vedr. handelsafvikling	10	0
Andre aktiver	1.030	290
Aktiver i alt	282.084	316.415

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	280.520	314.542
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.154	1.619
Anden gæld	409	254
Passiver i alt	282.084	316.415

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	314.542	330.665
Emissioner i perioden	11.824	42.713
Indløsninger i perioden	-60.114	-36.047
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	644	753
Periodens resultat	13.623	8.117
Medlemmernes formue ultimo	280.520	346.202

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,0	93,1
I alt finansielle instrumenter	97,0	93,1
Øvrige aktiver og passiver	3,0	6,9
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	280.520	346.202

*) Afdelingen er opdelt i andelsklasser, hvorfor en række af nøgletallene herefter vises under de enkelte klasser.

Afrika, klass SEK

Andelsklasse under Afrika - Akkumulerende KL

Investorerer i afrikanske aktier. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i Afrika, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Afrika, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Afrika. En mindre andel kan investeres i værdipapirer med relation til Afrika. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på afrikanske aktier og er erfaringsmæssigt forbundet med større risiko end investering på mere udviklede aktiemarkeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, nye markeder emerging markets, risici tilknyttet investeringsområdet, modpartsrisiko og valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et afkast på 1,39 pct. målt i SEK, mens benchmark steg med 3,10 pct. målt i

SEK. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteuro og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Markedet

De afrikanske markeder nød godt af en styrkelse af flere afrikanske valutaer. Dertil bidrog kursstigninger på det sydafrikanske marked takket være et gunstigt rentemiljø, som gav gode betingelser for forbrugerorienterede aktier og finansaktier. Det kenyanske marked leverede solide stigninger primært som følge af den lave oliepris, solid indtjening hos selskaberne og stigende interesse blandt de internationale investorer. Det egyptiske marked blev løftet af en rentesænkning, en lavere oliepris og stigende tillid. I Nigeria kom markedet sig oven på de første kursfald, da aftagende politisk usikkerhed og mere stabile oliepriser gav stigende aktiekurser.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 1,71 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. På sektorplan bidrog telekommunikation positivt til det relative afkast, hvilket primært skyldtes vores nulvægt af Global Telecom Holding efter, at aktien faldt oven på skuffende indtjeningsresultater. Vores investeringer i finanssektoren bidrog også til det relative afkast, primært som følge af vores position i Guaranty Trust Bank, hvis aktiekurs var kommet for langt ned, og derfor steg i kølvandet på aftagende politisk uro og mere stabile oliepriser. Omvendt trak vores overvægt inden for konsumentvarer ned i det relative afkast som følge af vores positioner med eksponering mod Nigerias vanskelige handelsforhold, herunder Guinness Nigeria og Tiger Brands. Vores positioner i energisektoren trak også ned i resultatet, hvilket i høj grad kunne tilskrives den lavere oliepris, hvor især vores overvægt af Afren trak ned, da selskabet også havde problemer med en stram likviditet.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: November 2012

Risikoindeksator [1-7]: 6

Benchmark: 35% MSCI EM South Africa including net dividends measured in SEK 65% MSCI EFM Africa ex South Africa including net dividends measured in SEK

Fondskode: DK0060485951

Porteføljerådgiver: Investec

LANDEFORDELING

Sydafrika	35,1%
Nigeria	24,4%
Egypten	15,4%
Kenya	10,3%
Marokko	5,8%
Øvrige inkl. likvide	9,0%

NØGLETAL

Active share 39,75

Måleperiode: til jun. 2015

Afrika, klass SEK

Andelsklasse under Afrika – Akkumulerende KL

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

En forhøjelse af renten i USA kan medføre kapitaludstrømning fra Afrika, men vi vurderer, at det kun bør få begrænset indvirkning på andelsklassen. Det skyldes det relativt lave niveau af spekulative investeringer, der foretages på de afrikanske aktiemarkeder, hvoraf størstedelen menes at stamme fra langsigtede investorer. En styrket amerikansk økonomi og renteforhøjelser fra den amerikanske centralbank (Fed) bør smitte positivt af på Afrika på mellemlangt til langt sigt givet den stigende globale vækst og efterspørgsel.

Andelsklassen har primært investeret i Sydafrika, Nigeria, Egypten og Kenya. I Sydafrika har de forringede inflationsudsigter øget mulighederne for renteforhøjelser. Tilbagevendende strømafbrydelser vil formentlig fortsat tynde den økonomiske vækst i landet. Disse faktorer kan få negativ indvirkning på andelsklassens rentefølsomme positioner og investeringer i selskaber med indenlandske aktiviteter. Nigeria risikerer fortsat en devaluering af landets valuta, nairaen, og landets finanspolitiske situation medfører en øget sandsynlighed for skatteforhøjelser. Denne udvikling kan få negativ indvirkning på vores bankaktier og forbrugerorienterede aktier. Omvendt har der på det seneste været en positiv udvikling på den politiske scene, og udnævnelsen af troværdige ministre bør løfte markedet og vores investeringer. I Egypten bør stigende investeringer i infrastruktur understøtte den økonomiske vækst og værdiansættelserne af vores positioner inden for byggebranchen. Projektforsinkelser vil dog udgøre en risikofaktor her. Til trods for den politiske omstilling i Egypten kræver udsættelsen af parlamentsvalget, at vi overvåger situationen, og samtidig skal vi være opmærksomme på risikoen for stigende uro i landet. I Kenya er valutausikkerheden øget, og det vil kunne lægge et loft over værdiansættelserne på vores positioner i landet. Den nylige renteforhøjelse bør til dels forebygge en yderligere devaluering af valutaen.

Forventninger til markedet samt strategi

For andet halvår af 2015 forventer vi moderat positive aktiemarkeder. I Sydafrika investerer vi fortsat i en række geografisk diversificerede virksomheder, som har adgang til kraftigere vækst i og uden for Afrika. Dette er med til delvist at opveje for den svage økonomi i Sydafrika. Vi har også reduceret eksponeringen mod rentefølsomme bank- og forbrugeraktier som følge af udsigterne til renteforhøjelser. De vanskelige vilkår i Nigeria har fået os til at omstille allokeringen til fordel for kvalitetsaktier, som handles på attraktive niveauer. Vi mener, at disse aktier bedst vil kunne absorbere eventuelle chok. Vi har øget allokeringen til egyptiske selskaber med aktiviteter inden for infrastruktur, da regeringen har øget sine investeringer i sektoren. Nogle af vores selskaber har på det seneste fået tildelt kontrakter, hvilket understøtter vores prioritering. Selvom kursværdien af vores kenyanske porteføljeselskaber er mindre attraktiv end for et år siden, er de fortsat en fast del af vores langsigtede investeringer. Selskaberne leverer fortsat gode driftsresultater. Vi overvåger den stigende uro, og vores porteføljeselskaber har kun oplevet begrænsede driftsforstyrrelser.

Vi fortsætter med at fokusere på gode virksomheder med attraktiv værdiansættelse og en stærk ledelse. Grundlæggende analysearbejde og lokalt kendskab er nøglen til vores aktieudvælgelsesproces, og andelsklassen afspejler de positioner, som vi har størst tro på. Vi har en lang investeringshorisont, hvilket, vi mener, er afgørende for at skabe værdi på det afrikanske kontinent.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

Afrika, klass SEK

Andelsklasse under Afrika - Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	1.674	1.007
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-336	-249
Klassens resultat	1.339	759

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	33.556	24.907
Emissioner i perioden	6.940	6.113
Indløsninger i perioden	-6.569	-2.285
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	122	80
Periodens resultat	1.339	759
Medlemmernes formue ultimo	35.387	29.575

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	35.387	29.575
Antal andele	397.161	347.879
Stykstørrelse i SEK	100	100
Indre værdi (SEK pr. andel)	110,42	104,38
Afkast i SEK (pct)*	1,39	6,32
Benchmarkafkast i SEK (pct)*	3,10	
Administrationsomk. (pct)*	0,93	0,93

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

Afrika, klasse NOK

Andelsklasse under Afrika – Akkumulerende KL

Investerer i afrikanske aktier. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i Afrika, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Afrika, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Afrika. En mindre andel kan investeres i værdipapirer med relation til Afrika. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på afrikanske aktier og er erfaringsmæssigt forbundet med større risiko end investering på mere udviklede aktiemarkeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, nye markeder emerging markets, risici tilknyttet investeringsområdet, modpartsrisiko og valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et afkast på 0,61 pct. målt i NOK, mens benchmark steg med 2,07 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende

i forhold til benchmark og konkurrenter, men har indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteuro og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Markedet

De afrikanske markeder nød godt af en styrkelse af flere afrikanske valutaer. Dertil bidrog kursstigninger på det sydafrikanske marked takket være et gunstigt rentemiljø, som gav gode betingelser for forbrugerorienterede aktier og finansaktier. Det kenyanske marked leverede solide stigninger primært som følge af den lave oliepris, solid indtjening hos selskaberne og stigende interesse blandt de internationale investorer. Det egyptiske marked blev løftet af en rentesækning, en lavere oliepris og stigende tillid. I Nigeria kom markedet sig oven på de første kursfald, da aftagende politisk usikkerhed og mere stabile oliepriser gav stigende aktiekurser.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 1,46 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. På sektorplan bidrog telekommunikation positivt til det relative afkast, hvilket primært skyldtes vores nulvægt af Global Telecom Holding efter, at aktien faldt oven på skuffende indtjeningsresultater. Vores investeringer i finanssektoren bidrog også til det relative afkast, primært som følge af vores position i Guaranty Trust Bank, hvis aktiekurs var kommet for langt ned, og derfor steg i kølvandet på aftagende politisk uro og mere stabile oliepriser. Omvendt trak vores overvægt inden for konsumentvarer ned i det relative afkast som følge af vores positioner med eksponering mod Nigerias vanskelige handelsforhold, herunder Guinness Nigeria og Tiger Brands. Vores positioner i energisektoren trak også ned i resultatet, hvilket i høj grad kunne tilskrives den lavere oliepris, hvor især vores overvægt af Afren trak ned, da selskabet også havde problemer med en stram likviditet.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

En forhøjelse af renten i USA kan medføre kapitaludstrømning fra Afrika, men vi vurderer, at det kun bør få begrænset

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Oktober 2013
Risikoindekator [1-7]: 6
Benchmark: 35% MSCI EM South Africa including net dividends measured in NOK 65% MSCI EFM Africa ex South Africa including net dividends measured in NOK
Fondskode: DK0060516938
Porteføljerådgiver: Investec

LANDEFORDELING

Sydafrika	35,1%
Nigeria	24,4%
Egypten	15,4%
Kenya	10,3%
Marokko	5,8%
Øvrige inkl. likvide	9,0%

NØGLETAL

Active share	39,75
--------------	-------

Måleperiode: til jun. 2015

Afrika, klasse NOK

Andelsklasse under Afrika - Akkumulerende KL

indvirkning på andelsklassen. Det skyldes det relativt lave niveau af spekulative investeringer, der foretages på de afrikanske aktiemarkeder, hvoraf størstedelen menes at stamme fra langsigtede investorer. En styrket amerikansk økonomi og renteforhøjelser fra den amerikanske centralbank (Fed) bør smitte positivt af på Afrika på mellemlangt til langt sigt givet den stigende globale vækst og efterspørgsel.

Andelsklassen har primært investeret i Sydafrika, Nigeria, Egypten og Kenya. I Sydafrika har de forringede inflationsudsigter øget mulighederne for renteforhøjelser. Tilbagevendende strømafbrydelser vil formentlig fortsat tynde den økonomiske vækst i landet. Disse faktorer kan få negativ indvirkning på andelsklassens rentefølsomme positioner og investeringer i selskaber med indenlandske aktiviteter. Nigeria risikerer fortsat en devaluering af landets valuta, nairaen, og landets finanspolitiske situation medfører en øget sandsynlighed for skatteforhøjelser. Denne udvikling kan få negativ indvirkning på vores bankaktier og forbrugerorienterede aktier. Omvendt har der på det seneste været en positiv udvikling på den politiske scene, og udnævnelsen af troværdige ministre bør løfte markedet og vores investeringer. I Egypten bør stigende investeringer i infrastruktur understøtte den økonomiske vækst og værdiansættelserne af vores positioner inden for byggebranchen. Projektforsinkelser vil dog udgøre en risikofaktor her. Til trods for den politiske omstilling i Egypten kræver udsættelsen af parlamentsvalget, at vi overvåger situationen, og samtidig skal vi være opmærksomme på risikoen for stigende uro i landet. I Kenya er valutausikkerheden øget, og det vil kunne lægge et loft over værdiansættelserne på vores positioner i landet. Den nylige renteforhøjelse bør til dels forebygge en yderligere devaluering af valutaen.

Forventninger til markedet samt strategi

For andet halvår af 2015 forventer vi moderat positive aktiemarkeder. I Sydafrika investerer vi fortsat i en række geografisk diversificerede virksomheder, som har adgang til kraftigere vækst i og uden for Afrika. Dette er med til delvist at opveje for den svage økonomi i Sydafrika. Vi har også reduceret eksponeringen mod rentefølsomme bank- og forbrugeraktier som følge af udsigterne til renteforhøjelser. De vanskelige vilkår i Nigeria har fået os til at omstille allokeringen til fordel for kvalitetsaktier, som handles på attraktive niveauer. Vi mener, at disse aktier bedst vil kunne absorbere eventuelle chok. Vi har øget allokeringen til egyptiske selskaber med aktiviteter inden for infrastruktur, da regeringen har øget sine investeringer i sektoren. Nogle af vores selskaber har på det seneste fået tildelt kontrakter, hvilket understøtter vores prioritering. Selvom kursværdien af vores kenyanske porteføljeselskaber er mindre attraktiv end for et år siden, er de fortsat en fast del af vores langsigtede investeringer. Selskaberne leverer fortsat gode driftsresultater. Vi overvåger den stigende uro, og vores porteføljeselskaber har kun oplevet begrænsede driftsforstyrrelser.

Vi fortsætter med at fokusere på gode virksomheder med attraktiv værdiansættelse og en stærk ledelse. Grundlæggende analysearbejde og lokalt kendskab er nøglen til vores aktieudvælgelsesproces, og andelsklassen afspejler de positioner, som vi har størst tro på.

Vi har en lang investeringshorisont, hvilket, vi mener, er afgørende for at skabe værdi på det afrikanske kontinent.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

Afrika, klasse NOK

Andelsklasse under Afrika - Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	837	636
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-194	-153
Klassens resultat	643	483

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	18.538	15.026
Emissioner i perioden	2.680	2.491
Indløsninger i perioden	-850	-174
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	32	26
Periodens resultat	643	483
Medlemmernes formue ultimo	21.043	17.852

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	21.043	17.852
Antal andele	214.914	191.706
Stykstørrelse i NOK	100	100
Indre værdi (NOK pr. andel)	115,06	104,94
Afkast i NOK [pct]*]	0,61	3,36
Benchmarkafkast i NOK [pct]*]	2,07	
Administrationsomk. [pct]*]	0,93	0,93

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

Afrika – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Afrika – Akkumulerende KL

Investorerer i afrikanske aktier. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i Afrika, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Afrika, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Afrika. En mindre andel kan investeres i værdipapirer med relation til Afrika. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på afrikanske aktier og er erfaringsmæssigt forbundet med større risiko end investering på mere udviklede aktiemarkeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, nye markeder emerging markets, risici tilknyttet investeringsområdet, modpartsrisiko og valuta. I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et afkast på 4,25 pct., mens benchmark steg med 5,83 pct. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til bench-

mark og konkurrenter, men har indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteuero og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Markedet

De afrikanske markeder nød godt af en styrkelse af flere afrikanske valutaer. Dertil bidrog kursstigninger på det sydafrikanske marked takket være et gunstigt rentemiljø, som gav gode betingelser for forbrugerorienterede aktier og finansaktier. Det kenyanske marked leverede solide stigninger primært som følge af den lave oliepris, solid indtjening hos selskaberne og stigende interesse blandt de internationale investorer. Det egyptiske marked blev løftet af en rentesækning, en lavere oliepris og stigende tillid. I Nigeria kom markedet sig oven på de første kursfald, da aftagende politisk usikkerhed og mere stabile oliepriser gav stigende aktiekurser.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 1,58 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. På sektorplan bidrog telekommunikation positivt til det relative afkast, hvilket primært skyldtes vores nulvægt af Global Telecom Holding efter, at aktien faldt oven på skuffende indtjeningsresultater. Vores investeringer i finanssektoren bidrog også til det relative afkast, primært som følge af vores position i Guaranty Trust Bank, hvis aktiekurs var kommet for langt ned, og derfor steg i kølvandet på aftagende politisk uro og mere stabile oliepriser. Omvendt trak vores overvægt inden for konsumentvarer ned i det relative afkast som følge af vores positioner med eksponering mod Nigerias vanskelige handelsforhold, herunder Guinness Nigeria og Tiger Brands. Vores positioner i energisektoren trak også ned i resultatet, hvilket i høj grad kunne tilskrives den lavere oliepris, hvor især vores overvægt af Afren trak ned, da selskabet også havde problemer med en stram likviditet.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: December 2011
Risikoindeksator [1-7]: 6
Benchmark: 35% MSCI EM South Africa including net dividends measured in DKK 65% MSCI EFM Africa ex South Africa including net dividends measured in DKK
Fondskode: DK0060356715
Porteføljerådgiver: Investec

LANDEFORDELING

Sydafrika	35,1%
Nigeria	24,4%
Egypten	15,4%
Kenya	10,3%
Marokko	5,8%
Øvrige inkl. likvide	9,0%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,50
Standardafvigelse	10,82
Active share	39,75

Afrika – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Afrika – Akkumulerende KL

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

En forhøjelse af renten i USA kan medføre kapitaludstrømning fra Afrika, men vi vurderer, at det kun bør få begrænset indvirkning på andelsklassen. Det skyldes det relativt lave niveau af spekulative investeringer, der foretages på de afrikanske aktiemarkeder, hvoraf størstedelen menes at stamme fra langsigtede investorer. En styrket amerikansk økonomi og renteforhøjelser fra den amerikanske centralbank (Fed) bør smitte positivt af på Afrika på mellemlangt til langt sigt givet den stigende globale vækst og efterspørgsel.

Andelsklassen har primært investeret i Sydafrika, Nigeria, Egypten og Kenya. I Sydafrika har de forringede inflationsudsigter øget mulighederne for renteforhøjelser. Tilbagevendende strømafbrydelser vil formentlig fortsat tynde den økonomiske vækst i landet. Disse faktorer kan få negativ indvirkning på andelsklassens rentefølsomme positioner og investeringer i selskaber med indenlandske aktiviteter. Nigeria risikerer fortsat en devaluering af landets valuta, nairaen, og landets finanspolitiske situation medfører en øget sandsynlighed for skatteforhøjelser. Denne udvikling kan få negativ indvirkning på vores bankaktier og forbrugerorienterede aktier. Omvendt har der på det seneste været en positiv udvikling på den politiske scene, og udnævnelsen af troværdige ministre bør løfte markedet og vores investeringer. I Egypten bør stigende investeringer i infrastruktur understøtte den økonomiske vækst og værdiansættelserne af vores positioner inden for byggebranchen. Projektforsinkelser vil dog udgøre en risikofaktor her. Til trods for den politiske omstilling i Egypten kræver udsættelsen af parlamentsvalget, at vi overvåger situationen, og samtidig skal vi være opmærksomme på risikoen for stigende uro i landet. I Kenya er valutausikkerheden øget, og det vil kunne lægge et loft over værdiansættelserne på vores positioner i landet. Den nylige renteforhøjelse bør til dels forebygge en yderligere devaluering af valutaen.

Forventninger til markedet samt strategi

For andet halvår af 2015 forventer vi moderat positive aktiemarkeder. I Sydafrika investerer vi fortsat i en række geografisk diversificerede virksomheder, som har adgang til kraftigere vækst i og uden for Afrika. Dette er med til delvist at opveje for den svage økonomi i Sydafrika. Vi har også reduceret eksponeringen mod rentefølsomme bank- og forbrugeraktier som følge af udsigterne til renteforhøjelser. De vanskelige vilkår i Nigeria har fået os til at omstille allokeringen til fordel for kvalitetsaktier, som handles på attraktive niveauer. Vi mener, at disse aktier bedst vil kunne absorbere eventuelle chok. Vi har øget allokeringen til egyptiske selskaber med aktiviteter inden for infrastruktur, da regeringen har øget sine investeringer i sektoren. Nogle af vores selskaber har på det seneste fået tildelt kontrakter, hvilket understøtter vores prioritering. Selvom kursværdien af vores kenyanske porteføljeselskaber er mindre attraktiv end for et år siden, er de fortsat en fast del af vores langsigtede investeringer. Selskaberne leverer fortsat gode driftsresultater. Vi overvåger den stigende uro, og vores porteføljeselskaber har kun oplevet begrænsede driftsforstyrrelser.

Vi fortsætter med at fokusere på gode virksomheder med attraktiv værdiansættelse og en stærk ledelse. Grundlæggende analysearbejde og lokalt kendskab er nøglen til vores aktieudvælgelsesproces, og andelsklassen afspejler de positioner, som vi har størst tro på.

Vi har en lang investeringshorisont, hvilket, vi mener, er afgørende for at skabe værdi på det afrikanske kontinent.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

Afrika – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Afrika – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	9.326	6.313
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-1.564	-1.717
Klassens resultat	7.762	4.595

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	179.599	220.266
Emissioner i perioden	0	923
Indløsninger i perioden	-17.005	-29.760
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	153	293
Periodens resultat	7.762	4.595
Medlemmernes formue ultimo	170.509	196.317

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	170.509	196.317
Antal andele	1.391.576	1.685.130
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	122,53	116,50
Afkast i DKK (pct)*]	4,25	2,85
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	5,83	
Administrationsomk. (pct)*]	0,88	0,88
ÅOP	2,43	2,68

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

Afrika, osuuslaji EUR

Andelsklasse under Afrika – Akkumulerende KL

Investerer i afrikanske aktier. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i Afrika, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Afrika, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Afrika. En mindre andel kan investeres i værdipapirer med relation til Afrika. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på afrikanske aktier og er erfaringsmæssigt forbundet med større risiko end investering på mere udviklede aktiemarkeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, nye markeder emerging markets, risici tilknyttet investeringsområdet, modpartsrisiko og valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et afkast på 4,20 pct. målt i EUR, mens benchmark steg med 5,64 pct. målt i EUR. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende

i forhold til benchmark og konkurrenter, men har indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteufo og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Markedet

De afrikanske markeder nød godt af en styrkelse af flere afrikanske valutaer. Dertil bidrog kursstigninger på det sydafrikanske marked takket være et gunstigt rentemiljø, som gav gode betingelser for forbrugerorienterede aktier og finansaktier. Det kenyanske marked leverede solide stigninger primært som følge af den lave oliepris, solid indtjening hos selskaberne og stigende interesse blandt de internationale investorer. Det egyptiske marked blev løftet af en rentesækning, en lavere oliepris og stigende tillid. I Nigeria kom markedet sig oven på de første kursfald, da aftagende politisk usikkerhed og mere stabile oliepriser gav stigende aktiekurser.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 1,44 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. På sektorplan bidrog telekommunikation positivt til det relative afkast, hvilket primært skyldtes vores nulvægt af Global Telecom Holding efter, at aktien faldt oven på skuffende indtjeningsresultater. Vores investeringer i finanssektoren bidrog også til det relative afkast, primært som følge af vores position i Guaranty Trust Bank, hvis aktiekurs var kommet for langt ned, og derfor steg i kølvandet på aftagende politisk uro og mere stabile oliepriser. Omvendt trak vores overvægt inden for konsumentvarer ned i det relative afkast som følge af vores positioner med eksponering mod Nigerias vanskelige handelsforhold, herunder Guinness Nigeria og Tiger Brands. Vores positioner i energisektoren trak også ned i resultatet, hvilket i høj grad kunne tilskrives den lavere oliepris, hvor især vores overvægt af Afren trak ned, da selskabet også havde problemer med en stram likviditet.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

En forhøjelse af renten i USA kan medføre kapitaludstrømning fra Afrika, men vi vurderer, at det kun bør få begrænset

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: November 2012
Risikoindeksator [1-7]: 6
Benchmark: 35% MSCI EM South Africa including net dividends measured in EUR 65% MSCI EFM Africa ex South Africa including net dividends measured in EUR
Fondskode: DK0060485365
Porteføljerådgiver: Investec

LANDEFORDELING

Sydafrika	35,1%
Nigeria	24,4%
Egypten	15,4%
Kenya	10,3%
Marokko	5,8%
Øvrige inkl. likvide	9,0%

NØGLETAL

Active share	39,75
--------------	-------

Måleperiode: til jun. 2015

Afrika, osuuslaji EUR

Andelsklasse under Afrika – Akkumulerende KL

indvirkning på andelsklassen. Det skyldes det relativt lave niveau af spekulative investeringer, der foretages på de afrikanske aktiemarkeder, hvoraf størstedelen menes at stamme fra langsigtede investorer. En styrket amerikansk økonomi og renteforhøjelser fra den amerikanske centralbank (Fed) bør smitte positivt af på Afrika på mellemlangt til langt sigt givet den stigende globale vækst og efterspørgsel.

Andelsklassen har primært investeret i Sydafrika, Nigeria, Egypten og Kenya. I Sydafrika har de forringede inflationsudsigter øget mulighederne for renteforhøjelser. Tilbagevendende strømafbrydelser vil formentlig fortsat tynde den økonomiske vækst i landet. Disse faktorer kan få negativ indvirkning på andelsklassens rentefølsomme positioner og investeringer i selskaber med indenlandske aktiviteter. Nigeria risikerer fortsat en devaluering af landets valuta, nairaen, og landets finanspolitiske situation medfører en øget sandsynlighed for skatteforhøjelser. Denne udvikling kan få negativ indvirkning på vores bankaktier og forbrugerorienterede aktier. Omvendt har der på det seneste været en positiv udvikling på den politiske scene, og udnævnelsen af troværdige ministre bør løfte markedet og vores investeringer. I Egypten bør stigende investeringer i infrastruktur understøtte den økonomiske vækst og værdiansættelserne af vores positioner inden for byggebranchen. Projektforsinkelser vil dog udgøre en risikofaktor her. Til trods for den politiske omstilling i Egypten kræver udsættelsen af parlamentsvalget, at vi overvåger situationen, og samtidig skal vi være opmærksomme på risikoen for stigende uro i landet. I Kenya er valutausikkerheden øget, og det vil kunne lægge et loft over værdiansættelserne på vores positioner i landet. Den nylige renteforhøjelse bør til dels forebygge en yderligere devaluering af valutaen.

Forventninger til markedet samt strategi

For andet halvår af 2015 forventer vi moderat positive aktiemarkeder. I Sydafrika investerer vi fortsat i en række geografisk diversificerede virksomheder, som har adgang til kraftigere vækst i og uden for Afrika. Dette er med til delvist at opveje for den svage økonomi i Sydafrika. Vi har også reduceret eksponeringen mod rentefølsomme bank- og forbrugeraktier som følge af udsigterne til renteforhøjelser. De vanskelige vilkår i Nigeria har fået os til at omstille allokeringen til fordel for kvalitetsaktier, som handles på attraktive niveauer. Vi mener, at disse aktier bedst vil kunne absorbere eventuelle chok. Vi har øget allokeringen til egyptiske selskaber med aktiviteter inden for infrastruktur, da regeringen har øget sine investeringer i sektoren. Nogle af vores selskaber har på det seneste fået tildelt kontrakter, hvilket understøtter vores prioritering. Selvom kursværdien af vores kenyanske porteføljeselskaber er mindre attraktiv end for et år siden, er de fortsat en fast del af vores langsigtede investeringer. Selskaberne leverer fortsat gode driftsresultater. Vi overvåger den stigende uro, og vores porteføljeselskaber har kun oplevet begrænsede driftsforstyrrelser.

Vi fortsætter med at fokusere på gode virksomheder med attraktiv værdiansættelse og en stærk ledelse. Grundlæggende analysearbejde og lokalt kendskab er nøglen til vores aktieudvælgelsesproces, og andelsklassen afspejler de positioner, som vi har størst tro på. Vi har en lang investeringshorisont, hvilket, vi mener, er afgørende for at skabe værdi på det afrikanske kontinent.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

Afrika, osuuslaji EUR

Andelsklasse under Afrika - Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	4.500	3.057
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-620	-776
Klassens resultat	3.879	2.280

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	82.849	70.467
Emissioner i perioden	2.205	33.186
Indløsninger i perioden	-35.690	-3.828
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	338	354
Periodens resultat	3.879	2.280
Medlemmernes formue ultimo	53.581	102.459

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	53.581	102.459
Antal andele	699.835	1.410.541
Stykstørrelse i EUR	10	10
Indre værdi (EUR pr. andel)	10,26	9,74
Afkast i EUR (pct)*]	4,20	2,96
Benchmarkafkast i EUR (pct)*]	5,64	
Administrationsomk. (pct)*]	0,93	0,93

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

Bioteknologi

Investerer indeksbaseret globalt i selskaber, hvis aktiviteter relaterer sig til bioteknologi. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer globalt i selskaber, der forsker inden for bioteknologi eller understøtter den, anvender bioteknologiske metoder eller fremstiller eller markedsfører bioteknologiske, farmaceutiske eller medicinske produkter har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på denne type aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til modpartsrisiko, eksponering mod udlandet, fremskaffelse af risikovillig kapital, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet og valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 29,99 pct., mens benchmark steg 32,30 pct. Afdelingens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark, men har mere end indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal,

men renteuro og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Markedet

Biotekmarkedet fortsatte stigningen fra 2014. Året har været præget af en række positive nyheder. Heriblandt Pharmacyclics, der steg med mere end 130 pct. Baseret på Abbvies overtagelse af selskabet i foråret 2015. Der har ikke været de store patentudløb i år, så fokus har mere været på, hvilke produkter der er kommet på markedet, og hvordan de er blevet rullet ud.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 2,31 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Det lavere afkast kan væsentligst tilskrives mindre forskelle i vægte hen over indeksets rebalancering.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

Prisfastsættelsen af de amerikanske og europæiske aktiemarkeder er steget pænt de senere år. Det europæiske aktiemarked er attraktivt prisfastsat set i forhold til de øvrige aktiemarkeder baseret på en forudsætning om en positiv indtjeningsudvikling. Reduceres eller udebliver den forventede indtjeningsudvikling, eksempelvis som følge af en negativ økonomisk eller geopolitisk udvikling, forøges usikkerheden.

Den fastlåste situation mellem Europa og den græske regering i forhandlingerne om økonomisk og finansiel støtte til den græske økonomi er en usikkerhedsfaktor for markerne. Den finansielle sektors kapitalisering er væsentligt forbedret, og den økonomiske betydning af græsk økonomi i et europæisk perspektiv er begrænset. Situationen vil dog

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Maj 2000
Risikoindeks (1-7): 6
Benchmark: NYSE Arca Biotechnology Index
Fondskode: DK0010264456
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

BRANCHEFORDELING

Bioteknologi	80,1%
Biovidenskabernes Værktøjer & Servicesydelser	16,4%
Medicinalindustri	3,4%
Øvrige inkl. likvide	0,1%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,33
Standardafvigelse	21,07
Tracking error	0,97
Information Ratio	-1,58
Sharpe Ratio (benchm.)	1,39
Standardafvigelse (benchm.)	21,27
Active share	0,19

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Bioteknologi

på kort sigt øge usikkerheden på de finansielle markeder og få en afsmittende effekt på de sydeuropæiske rente- og aktiemarkeder. Den Europæiske Centralbank har på den anden side tilkendegivet, at man har alle forhåndenværende værktøjer parat og er villig til at anvende disse, såfremt der måtte være behov for det.

For biotekaktier i USA er udfaldet af slutfasetests og godkendelse af produkter gennem FDA (Food and Drug Administration) de største risici i 2015.

Forventninger til markedet samt strategi

For andet halvår af 2015 forventer vi moderat positive aktiemarkeder understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne og dermed stigende kursudsving.

Bioteksektoren er fortsat meget afhængig af, at de enkelte selskaber lykkedes med en række slutfasetests, hvilket i perioder kan betyde store udsving i kursudviklingen. På lang sigt har vi positive forventninger til sektoren. Vi forventer, at biotekselskaberne fortsat vil være opkøbskandidater hos større medicinalsselskaber, som kæmper med patentudløb og udvikling af nye produkter.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger det valgte benchmark. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

Bioteknologi

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	3.309	448
Kursgevinster og tab	314.489	90.121
Administrationsomkostninger	-7.268	-3.071
Resultat før skat	310.530	87.498
Rente- og udbytteskat	-477	-109
Halvårets nettoresultat	310.053	87.389

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	1.832	11.176
Kapitalandele	1.355.389	922.828
Mellemværende vedr. handelsafvikling	717	1.565
Andre aktiver	286	252
Aktiver i alt	1.358.223	935.823
PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	1.356.986	935.276
Anden gæld	1.237	546
Passiver i alt	1.358.223	935.823

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	935.276	468.385
Udlodning fra sidste år	-283.202	-38.859
Emissioner i perioden	456.840	89.869
Indløsninger i perioden	-62.993	-19.853
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.011	218
Periodens resultat	310.053	87.389
Medlemmernes formue ultimo	1.356.986	587.149

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,9	98,7
I alt finansielle instrumenter	99,9	98,7
Øvrige aktiver og passiver	0,1	1,3
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.356.986	587.149
Antal andele	4.830.703	3.121.937
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	280,91	188,07
Afkast i DKK [pct]*]	29,99	19,41
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	32,30	19,82
Administrationsomk. [pct]*]	0,55	0,55
ÅOP	1,24	1,43

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

Bond Income – Akkumulerende KL

Investerer i obligationer, konvertible obligationer og contingency bonds, herunder statsobligationer udstedt af lande med høj kreditrating og statsobligationer udstedt af emerging markets-lande, dvs. lande med lav kreditrating, samt i obligationer udstedt af kreditinstitutioner og erhvervsvirksomheder med høj og lav kreditrating. Obligationerne kan have kort og lang varighed, dog således at porteføljens beregnede varighed maksimalt vil være et år.

Afdelingen udbydes i to andelsklasser:

- Income Obligationer – Akkumulerende, klasse DKK h
- Income Obligationer – Akkumulerende, klasse EUR h

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på de følgende sider.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider.

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

Bond Income – Akkumulerende KL

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	26.3.-30.06.15
Renter og udbytter	916
Kursgevinster og tab	-873
Administrationsomkostninger	-76
Halvårets nettoresultat	-33

BALANCE	30.06.15
AKTIVER	
Likvide midler	2.830
Obligationer	9.438
Kapitalandele	17.773
Afledte finansielle instrumenter	21
Andre aktiver	94
Aktiver i alt	30.156

PASSIVER	
Medlemmernes formue 1]	30.061
Afledte finansielle instrumenter	88
Anden gæld	7
Passiver i alt	30.156

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	26.3.-30.06.15
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i perioden	30.004
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	90
Periodens resultat	-33
Medlemmernes formue ultimo	30.061

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15
Børsnoterede finansielle instrumenter	70,7
Øvrige finansielle instrumenter	19,6
I alt finansielle instrumenter	90,3
Øvrige aktiver og passiver	9,7
I alt	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015
Medlemmernes formue (t.DKK)	30.061

*) Afdelingen er opdelt i andelsklasser, hvorfor en række af nøgletallene herefter vises under de enkelte klasser.

Income Obligationer – Akkumulerende, klasse DKK h

Andelsklasse under Bond Income – Akkumulerende KL

Investerer i obligationer, konvertible obligationer og contingency bonds, herunder statsobligationer udstedt af lande med høj kreditrating og statsobligationer udstedt af emerging markets-lande, dvs. lande med lav kreditrating, samt i obligationer udstedt af kreditinstitutioner og erhvervsvirksomheder med høj og lav kreditrating. Obligationerne kan have kort og lang varighed, dog således at porteføljens beregnede varighed maksimalt vil være et år.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen kan investere i alle obligationstyper uanset kreditvurdering og valuta. Andelsklassen kan investere i erhvervsobligationer, herunder obligationer med lav kreditkvalitet, realkreditobligationer samt statsobligationer fra lande med såvel høj som lav kreditkvalitet. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle obligationstyper og valutaer. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, event-risici og nye markeder emerging markets, selskabsspecifikke forhold og modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 3 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afkastet fra andelsklassens start d. 26. marts 2015 blev 0,16 pct. Andelsklassen har intet benchmark, men afkastet var tilfredsstillende set i lyset af udviklingen på de forskellige obligationsmarkeder siden andelsklassens start.

Markedet

Obligationsmarkedet var siden andelsklassens start d. 26. marts 2015 præget af store udsving. Som resultat af frygt for japanske tilstande med meget lav vækst og deflation, kombineret med obligationsopkøb af Den Europæiske Centralbank (ECB) faldt obligationsrenter i starten af perioden til et rekordlavt niveau. Da nøgletal for inflation og økonomisk vækst ikke pegede på deflation og nul-vækst, steg obligationsrenterne igen. Dette fik stor betydning for virksomhedsobligationer og for statsobligationer udstedt i udviklingslandene såvel som statsobligationer udstedt af udviklede lande. Sidst i halvåret 2015 førte usikkerheden omkring situationen i Grækenland til yderligere kursfald.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens investeringer er sammensat af flere strategier. Cirka halvdelen af andelsklassen bestod af obligationer udstedt af europæiske virksomheder. Omkring 10 pct. af andelsklassen bestod af obligationer fra lande i de nye markeder udstedt i USD. Den resterende del bestod af italienske og spanske statsobligationer. Andelsklassen havde i perioden ikke valutarisici. Andelsklassen udnyttede afledte finansielle instrumenter med henblik på at beskytte andelsklassens afkast mod stigende statsobligationsrenter. Følsomheden overfor rentestigningerne i perioden var derfor ganske lav. Det bevirkede, at andelsklassen kunne opnå et positivt afkast, selvom afkastet på såvel statsobligationer som virksomhedsobligationer i perioden var negativt.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Andelsklassen har en eksponering til obligationer fra lande i de nye markeder udstedt i USD. Afkastet på disse er i høj grad bestemt af renteutviklingen i USA og af risici knyttet til den økonomiske vækst i Kina. Stærkere end forventet vækst

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Marts 2015
Risikoindikator [1-7]: 3
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060624740
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

1-3 år	13,0%
3-5 år	36,4%
5-10 år	41,5%
Øvrige inkl. likvide	9,1%

Income Obligationer – Akkumulerende, klasse DKK h

Andelsklasse under Bond Income – Akkumulerende KL

og inflation kan medføre højere obligationsrenter i USA. Det vil smitte af på alle obligationer udstedt i USD, herunder obligationer i udviklingslande, men også virksomhedsobligationer vil blive ramt. En væsentlig nedgang i den økonomiske vækst i Kina forårsaget af en krise via de finansielle markeder, på f.eks. boligmarkedet med afsmittende virkning på den økonomiske vækst i USA og Europa, vil ramme obligationer udstedt af virksomheder i USA og Europa negativt.

Forventninger til markedet samt strategi

I USA er arbejdsmarkedet præget af betydelig fremgang, men vi forventer ikke, at inflationen stiger væsentligt. Den amerikanske centralbank (Fed) vil derfor føre en pengepolitik, hvor den ledende rente forhøjes, men holdes på forholdsvis lavt niveau. Vi forventer, at den første stramning sker i løbet af efteråret, og at renteforhøjelserne herefter sker i et moderat tempo. Det skyldes, at centralbanken hellere vil vente med renteforhøjelserne og være sikker på, at væksten er selv bærende frem for at starte for tidligt og risikere en ny vækstnedgang. Renten på obligationer knyttet til udviklingen på det amerikanske obligationsmarked, herunder obligationer udstedt af udviklingslande, vil dermed kun stige gradvist og i begrænset omfang.

I Europa har ECB haft succes med at stimulere den økonomiske vækst via opkøb af statsobligationer. Dette vil fremadrettet være positivt for andelsklassens investeringer

i såvel europæiske virksomhedsobligationer som italienske og spanske statsobligationer. Trods den seneste tids rentestigninger er renteniveauet dog fortsat lavt, og vi forventer, at renteniveauet fortsat vil være lavt i Europa. Et lavt og lidt stigende renteniveau i de udviklede lande bevirker, at obligationer udstedt af udviklingslande er attraktive. Renteniveauet er i disse lande nemlig noget højere.

Vi forventer derfor, at disse obligationer vil give et højere afkast end statsobligationer i de udviklede lande. Andelsklassen vil derfor have en vis andel af obligationer udstedt af udviklingslande. Andelsklassen vil benytte afledte finansielle instrumenter med henblik på at beskytte andelsklassen mest muligt mod eventuelle rentestigninger.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at Andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Income Obligationer – Akkumulerende, klasse DKK h

Andelsklasse under Bond Income – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	26.3.-30.06.15
Andel af resultat af fællesporteføljen	17
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	-38
Klassens resultat	-20

MEDLEMMERNES FORMUE	26.3.-30.06.15
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i perioden	15.000
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	45
Periodens resultat	-20
Medlemmernes formue ultimo	15.025

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015
Medlemmernes formue (t.DKK)	15.025
Antal andele	150.000
Stykstørrelse i DKK	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	100,16
Afkast i DKK (pct)*]	0,16
Administrationsomk. (pct)*]	0,43
ÅOP	0,94

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

Income Obligationer – Akkumulerende, klasse EUR h

Andelsklasse under Bond Income – Akkumulerende KL

Investerer i obligationer, konvertible obligationer og contingency bonds, herunder statsobligationer udstedt af lande med høj kreditrating og statsobligationer udstedt af emerging markets-lande, dvs. lande med lav kreditrating, samt i obligationer udstedt af kreditinstitutioner og erhvervsvirksomheder med høj og lav kreditrating. Obligationerne kan have kort og lang varighed, dog således at porteføljens beregnede varighed maksimalt vil være et år.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen kan investere i alle obligationstyper uanset kreditvurdering og valuta. Andelsklassen kan investere i erhvervsobligationer, herunder obligationer med lav kreditkvalitet, realkreditobligationer samt statsobligationer fra lande med såvel høj som lav kreditkvalitet. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle obligationstyper og valutaer. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, event-risici og nye markeder emerging markets, selskabsspecifikke forhold og modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 3 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassens har siden start d. 26. marts 2015 givet et afkast på 0,33 pct. målt i EUR. Andelsklassen har intet benchmark, men afkastet var tilfredsstillende set i lyset af udviklingen på de forskellige obligationsmarkeder siden andelsklassens start.

Markedet

Obligationsmarkedet har siden andelsklassens start d. 26. marts 2015 været præget af store udsving. Som resultat af frygt for japanske tilstande med meget lav vækst og deflation, kombineret med obligationsopkøb af Den Europæiske Centralbank (ECB) faldt obligationsrenter i starten af perioden til et rekordlavt niveau. Da nøgletal for inflation og økonomisk vækst ikke pegede på deflation og nulvækst steg obligationsrenterne igen. Dette fik stor betydning for virksomhedsobligationer og for såvel statsobligationer udstedt i udviklingslandene som statsobligationer udstedt af udviklede lande. Sidst i halvåret 2015 førte usikkerheden omkring situationen i Grækenland til yderligere kursfald.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens investeringer er sammensat af flere strategier. Cirka halvdelen af andelsklassen bestod af obligationer udstedt af europæiske virksomheder. Omkring 10% af andelsklassen bestod af obligationer fra lande i de nye markeder udstedt i USD. Den resterende del bestod af italienske og spanske statsobligationer. Andelsklassen havde i perioden ikke valutarisici. Andelsklassen udnyttede afledte finansielle instrumenter med henblik på at beskytte andelsklassens afkast mod stigende statsobligationsrenter. Følsomheden overfor rentestigningerne i perioden var derfor ganske lav. Det bevirkede, at andelsklassen kunne opnå et positivt afkast, selvom afkastet på såvel statsobligationer som virksomhedsobligationer i perioden var negativt.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Andelsklassen har en eksponering til obligationer fra lande i de nye markeder udstedt i USD. Afkastet på disse er i høj grad bestemt af renteutviklingen i USA og af risici knyttet til

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Marts 2015
Risikoindeksator [1-7]: 3
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060624823
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

1-3 år	12,9%
3-5 år	36,4%
5-10 år	41,4%
Øvrige inkl. likvide	9,3%

Income Obligationer – Akkumulerende, klasse EUR h

Andelsklasse under Bond Income – Akkumulerende KL

den økonomiske vækst i Kina. Stærkere end forventet vækst og inflation kan medføre højere obligationsrenter i USA. Det vil smitte af på alle obligationer udstedt i US dollar, herunder obligationer fra lande i de nye markeder, men også virksomhedsobligationer vil blive ramt. En væsentlig nedgang i den økonomiske vækst i Kina forårsaget af en krise på f.eks. boligmarkedet med afsmittende virkning via de finansielle markeder på den økonomiske vækst i USA og Europa vil ramme obligationer udstedt af virksomheder i USA og Europa negativt.

Forventninger til markedet samt strategi

I USA er arbejdsmarkedet præget af betydelig fremgang, men vi forventer ikke, at inflationen stiger væsentligt. Den amerikanske centralbank (Fed) vil derfor føre en pengepolitik, hvor den ledende rente forhøjes, men holdes på forholdsvis lavt niveau. Vi forventer, at den første stramning sker i løbet af efteråret og at renteforhøjelserne herefter sker i et moderat tempo. Det skyldes, at centralbanken hellere vil vente med renteforhøjelserne og være sikker på at væksten er selvbærende, frem for at starte for tidligt og risikere en ny vækstnedgang. Renten på obligationer knyttet til udviklingen på det amerikanske obligationsmarked, herunder obligationer udstedt af lande i de nye markeder, vil dermed kun stige gradvist og i begrænset omfang.

I Europa har ECB haft succes med at stimulere den økonomiske vækst via opkøb af statsobligationer. Dette vil fremadrettet være positivt for andelsklassens investeringer i såvel europæiske virksomhedsobligationer som italienske og spanske statsobligationer. Trods den seneste tids rentestigninger er renteniveauet dog fortsat lavt, og vi forventer at renteniveauet fortsat vil være lavt i Europa. Et lavt og lidt stigende renteniveau i de udviklede lande bevirker at obligationer udstedt af lande i de nye markeder er attraktive. Renteniveauet er i disse lande nemlig noget højere.

Vi forventer derfor, at disse obligationer vil give et højere afkast end statsobligationer i de udviklede lande. Andelsklassen vil derfor have en vis andel af obligationer udstedt af lande i de nye markeder. Andelsklassen vil benytte afledte finansielle instrumenter med henblik på at beskytte andelsklassen mest muligt mod eventuelle rentestigninger.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at Andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Income Obligationer – Akkumulerende, klasse EUR h

Andelsklasse under Bond Income – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	26.3.-30.06.15
Andel af resultat af fællesporteføljen	9
Klassespecifikke transaktioner:	
Kursgevinster og tab på terminsforretninger	16
Administrationsomkostninger	-38
Klassens resultat	-12

MEDLEMMERNES FORMUE	26.3.-30.06.15
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i perioden	15.004
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	45
Periodens resultat	-12
Medlemmernes formue ultimo	15.036

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015
Medlemmernes formue (t.DKK)	15.036
Antal andele	200.900
Stykstørrelse i EUR	10
Indre værdi (EUR pr. andel)	10,03
Afkast i EUR (pct)*]	0,33
Administrationsomk. (pct)*]	0,43
ÅOP	0,94

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

Danmark

Investerer i danske aktier samt øvrige aktier noteret på Nasdaq OMX Copenhagen A/S. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i danske aktier samt øvrige aktier noteret på Nasdaq OMX Copenhagen A/S, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på danske aktier. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til enkeltlande, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 1. halvår 2015 et afkast på 24,30 pct., mens benchmark steg 20,94 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter og har mere end indfriet vores forventninger om et moderat positivt afkast.

Markedet

Aktiemarkederne, herunder det danske, indledte 2015 med kraftige stigninger da Den Europæiske Centralbank i midten af januar vedtog kvantitative lempelser i pengepolitikken til og med september 2016. I takt med tiltagende geopolitisk usikkerhed, ikke mindst foranlediget af den fortsatte uro i

den græske økonomi, mistede aktiemarkedet momentum i andet kvartal, og det danske aktiemarked var stort set fladt. De lange renter bundede denne gang i første kvartal - og korrigerede kraftigt i andet kvartal med solide rentestigninger til følge.

Dette satte de relativt dyrt prissatte defensive aktier under pres, idet disse over en længere periode har opnået obligationslignende status hos investorerne i kraft af høje udbytter og aktietilbagekøbsprogrammer.

På det danske aktiemarked blev forsikringsaktierne negativt berørt, ligesom defensive aktier som Coloplast A/S og TDC klarede sig markant dårligere end markedet. A. P. Møller-Mærsk oplevede negative tendenser på de vigtige shipping-, drilling- og olie-markeder, og havde kun et beskedent afkast i 1. halvår. På positivlisten indfandt cykliske aktier som Rockwool, Vestas og Pandora sig med stigninger på over 40 pct. Også NovoNordisk fulgte op på de seneste års flotte afkast med et afkast på over 40 pct. De to biotekaktier Genmab og Bavarian Nordic var ligeledes leveringsdygtige i høje afkast på omkring 60 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 3,36 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Afdelingen havde i 1. halvår positive bidrag fra samtlige sektorer, med udtagelse af materialerelaterede aktier, hvor overvægten i Auriga (som afventede den endelige godkendelse af overtagelsen og dermed udlodning af dividende) bidrog negativt. På selskabsniveau var overvægt i særligt Per Aarsleff, Bavarian Nordic, Pandora, DFDS samt undervægt i Coloplast, TDC og H. Lundbeck medvirkende til et positivt afkastbidrag i forhold til afdelingens benchmark.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: December 1983
Risikoindeks (1-7): 6
Benchmark: OMX Copenhagen Cap GI
Fondskode: DK0010252873
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

BRANCHEFORDELING

Sundhedspleje	26,2%
Industri	24,9%
Finans	21,2%
Forbrugsgoder	7,9%
Konsumentvarer	6,5%
Øvrige inkl. likvide	13,3%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,12
Standardafvigelse	14,93
Tracking error	2,00
Information Ratio	0,68
Sharpe Ratio (benchm.)	1,08
Standardafvigelse (benchm.)	14,24
Active share	26,09

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Danmark

Afdelingen har en overvægt af industriselskaber og forbrugsrelaterede selskaber i forhold til benchmark. Derfor kan risikoen i porteføljen, ud over de selskabsspecifikke risici, knyttes til sektorens cykliske karakter. Omvendt har afdelingen en undervægt i den cykliske transportsektor. Undervægten i telekommunikationsrelaterede aktier repræsenterer ligeledes en vis risiko, såfremt markedsstemningen bevæger sig mod defensive sektorer.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer for andet halvår af 2015 moderat positive aktiemarkeder understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne og dermed stigende kursudsving.

Efter nogle år med meget høj indtjeningsvækst i de danske børsnoterede selskaber venter vi fortsat indtjeningsvækst i 2015 og 2016 om end på et lidt lavere niveau. Vurderet på indtjeningsmultipler er det danske aktiemarked relativt højt prissat, men givet de relativt høje vækstforventninger fremstår prissætningen rimelig. I den nuværende situation - med noget forøget risiko - følger afdelingen en balanceret strategi med udvalgte overvægte indenfor både cykliske og defensive sektorer. Porteføljen er overvægtet i industri- og forbrugssektoren. De største overvægte på aktieniveau er Pandora, DFDS, ISS, og Nordea. Porteføljens største undervægte er A. P. Møller-Mærsk, TDC, Københavns Lufthavne, H. Lundbeck og Coloplast.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

Danmark

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	119.237	29.661
Kursgevinster og tab	446.527	352.660
Administrationsomkostninger	-15.801	-12.499
Resultat før skat	549.963	369.822
Rente- og udbytteskat	-922	1
Halvårets nettoresultat	549.041	369.823

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	114.957	68.014
Kapitalandele	2.412.244	2.167.677
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	187
Andre aktiver	11	0
Aktiver i alt	2.527.211	2.235.878

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	2.509.826	2.234.400
Mellemværende vedr. handelsafvikling	14.629	0
Anden gæld	2.757	1.478
Passiver i alt	2.527.211	2.235.878

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	2.234.400	1.875.020
Udlodning fra sidste år	-277.937	-211.326
Emissioner i perioden	44.197	72.398
Indløsninger i perioden	-40.030	-55.362
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	155	318
Periodens resultat	549.041	369.823
Medlemmernes formue ultimo	2.509.826	2.050.871

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,1	97,0
Øvrige finansielle instrumenter	0,0	0,1
I alt finansielle instrumenter	96,1	97,0
Øvrige aktiver og passiver	3,9	3,0
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.509.826	2.050.871
Antal andele	9.541.283	8.963.889
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	263,05	228,79
Afkast i DKK [pct]*]	24,30	20,78
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	20,94	17,28
Administrationsomk. [pct]*]	0,63	0,62
ÅOP	1,45	1,57

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

Danmark – Akkumulerende

Investerer i danske aktier samt øvrige aktier noteret på Nasdaq OMX Copenhagen A/S. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i danske aktier samt øvrige aktier noteret på Nasdaq OMX Copenhagen A S, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på danske aktier. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til enkeltlande, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 1. halvår 2015 et afkast på 23,83 pct., mens benchmark steg 20,94 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og hos konkurrenter og har mere end indfriet vores forventninger om et moderat positivt afkast.

Markedet

Aktiemarkedene, herunder det danske, indledte 2015 med kraftige stigninger da Den Europæiske Centralbank i midten af januar vedtog kvantitative lempelser i pengepolitikken til og med september 2016. I takt med tiltagende geopolitisk usikkerhed, ikke mindst foranlediget af den fortsatte uro i

den græske økonomi, mistede aktiemarkedet momentum i andet kvartal, og det danske aktiemarked var stort set fladt. De lange renter bundede denne gang i første kvartal - og korrigerede kraftigt i andet kvartal med solide rentestigninger til følge. Dette satte de relativt dyrt prissatte defensive aktier under pres, idet disse over en længere periode har opnået obligationslignende status hos investorerne i kraft af høje udbytter og aktietilbagekøbsprogrammer.

På det danske aktiemarked blev forsikringsaktierne negativt berørt, ligesom defensive aktier som Coloplast A S og TDC klarede sig markant dårligere end markedet. A. P. Møller-Mærsk oplevede negative tendenser på de vigtige shipping-, drilling- og olie-markeder, og havde kun et beskedent afkast i 1. halvår. På positivlisten indfandt cykliske aktier som Rockwool, Vestas og Pandora sig med stigninger på over 40 pct. Også NovoNordisk fulgte op på de seneste års flotte afkast med et afkast på over 40 pct. De to biotekaktier Genmab og Bavarian Nordic var ligeledes leveringsdygtige i høje afkast på omkring 60 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 2,89 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Afdelingen havde i 1. halvår positive bidrag fra samtlige sektorer, med udtagelse af materialerelaterede aktier, hvor overvægten i Auriga (som afventede den endelige godkendelse af overtagelsen og dermed udlodning af dividende) bidrog negativt. På selskabsniveau var overvægt i særligt Per Aarsleff, Bavarian Nordic, Pandora, DFDS samt undervægt i Coloplast, TDC og H. Lundbeck medvirkende til et positivt afkastbidrag i forhold til afdelingens benchmark.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: November 2002
Risikoindeksator [1-7]: 6
Benchmark: OMX Copenhagen Cap GI
Fondskode: DK0016208515
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

BRANCHEFORDELING

Sundhedspleje	26,3%
Industri	25,1%
Finans	21,3%
Forbrugsgoder	7,9%
Konsumentvarer	6,5%
Øvrige inkl. likvide	12,9%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,11
Standardafvigelse	14,96
Tracking error	1,97
Information Ratio	0,61
Sharpe Ratio (benchm.)	1,08
Standardafvigelse (benchm.)	14,24
Active share	26,78

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Danmark – Akkumulerende

Afdelingen har en overvægt af industriselskaber og forbrugsrelaterede selskaber i forhold til benchmark. Derfor kan risikoen i porteføljen, ud over de selskabsspecifikke risici, knyttes til sektorens cykliske karakter. Omvendt har afdelingen en undervægt i den cykliske transportsektor. Undervægten i telekommunikationsrelaterede aktier repræsenterer ligeledes en vis risiko, såfremt markedsstemningen bevæger sig mod defensive sektorer.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer for andet halvår af 2015 moderat positive aktiemarkeder understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne og dermed stigende kursudsving.

Efter nogle år med meget høj indtjeningsvækst i de danske børsnoterede selskaber venter vi fortsat indtjeningsvækst i 2015 og 2016 om end på et lidt lavere niveau. Vurderet på indtjeningsmultipler er det danske aktiemarked relativt højt prissat, men givet de relativt høje vækstforventninger fremstår prissætningen rimelig. I den nuværende situation - med noget forøget risiko - følger afdelingen en balanceret strategi med udvalgte overvægte indenfor både cykliske og defensive sektorer. Porteføljen er overvægtet i industri- og forbrugssektoren. De største overvægte på aktieniveau er Pandora, DFDS, ISS, og Nordea. Porteføljens største undervægte er A. P. Møller-Mærsk, TDC, Københavns Lufthavne, H. Lundbeck og Coloplast.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteudviklingen.

Danmark – Akkumulerende

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	142.791	36.003
Kursgevinster og tab	511.497	440.913
Administrationsomkostninger	-18.896	-15.370
Resultat før skat	635.392	461.546
Rente- og udbytteskat	-20.251	-5.212
Halvårets nettoresultat	615.141	456.334

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	132.932	63.164
Kapitalandele	3.028.026	2.569.533
Andre aktiver	19	158
Aktiver i alt	3.160.977	2.632.855

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	3.147.968	2.631.303
Mellemværende vedr. handelsafvikling	9.729	0
Anden gæld	3.280	1.552
Passiver i alt	3.160.977	2.632.855

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	2.631.303	2.284.030
Emissioner i perioden	37.870	41.483
Indløsninger i perioden	-136.694	-122.292
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	348	413
Periodens resultat	615.141	456.334
Medlemmernes formue ultimo	3.147.968	2.659.968

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,2	97,6
I alt finansielle instrumenter	96,2	97,7
Øvrige aktiver og passiver	3,8	2,3
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	3.147.968	2.659.968
Antal andele	5.457.266	5.862.589
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi [DKK pr. andel]	576,84	453,72
Afkast i DKK [pct]*]	23,83	20,54
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	20,94	17,28
Administrationsomk. [pct]*]	0,63	0,62
ÅOP	1,44	1,57

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

Danmark Fokus

Investerer i udvalgte danske aktier samt øvrige aktier noteret på Nasdaq OMX Copenhagen A/S. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i danske aktier samt øvrige aktier noteret på Nasdaq OMX Copenhagen A S, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på danske aktier. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til enkeltlande, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 1. halvår 2015 et afkast på 27,67 pct., mens benchmark steg 20,94 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og har mere end indfriet vores forventninger om et moderat positivt afkast.

Markedet

Aktiemarkedene, herunder det danske, indledte 2015 med kraftige stigninger da Den Europæiske Centralbank i midten af januar vedtog kvantitative lempelser i pengepolitikken til og med september 2016. I takt med tiltagende geopolitisk usikkerhed, ikke mindst foranlediget af den fortsatte uro i

den græske økonomi, mistede aktiemarkedet momentum i andet kvartal, og det danske aktiemarked var stort set fladt. De lange renter bundede denne gang i første kvartal - og korrigerede kraftigt i andet kvartal med solide rentestigninger til følge. Dette satte de relativt dyrt prissatte defensive aktier under pres, idet disse over en længere periode har opnået obligationslignende status hos investorerne i kraft af høje udbytter og aktietilbagekøbsprogrammer.

På det danske aktiemarked blev forsikringsaktierne negativt berørt, ligesom defensive aktier som Coloplast A S og TDC klarede sig markant dårligere end markedet. A. P. Møller-Mærsk oplevede negative tendenser på de vigtige shipping-, drilling- og olie-markeder, og havde kun et beskedent afkast i 1. halvår. På positivlisten indfandt cykliske aktier som Rockwool, Vestas og Pandora sig med stigninger på over 40 pct. Også NovoNordisk fulgte op på de seneste års flotte afkast med et afkast på over 40 pct. De to biotekaktier Genmab og Bavarian Nordic var ligeledes leveringsdygtige i høje afkast på omkring 60 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 6,73 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Afdelingen havde i 1. halvår positive bidrag fra samtlige sektorer, med udtagelse af materialerelaterede aktier, hvor overvægten i Auriga (som afventede den endelige godkendelse af overtagelsen og dermed udlodning af dividende) bidrog negativt. På selskabsniveau var overvægt i særligt Per Aarsleff, Bavarian Nordic, Pandora, DFDS samt undervægt i Coloplast, TDC og H. Lundbeck medvirkende til et positivt afkastbidrag i forhold til afdelingens benchmark.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: December 1998
Risikoindeksator [1-7]: 6
Benchmark: OMX Copenhagen Cap GI
Fondskode: DK0060244325
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

BRANCHEFORDELING

Industri	28,2%
Sundhedspleje	25,9%
Finans	21,1%
Forbrugsgoder	8,7%
Konsumentvarer	7,0%
Øvrige inkl. likvide	9,1%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,14
Standardafvigelse	15,31
Tracking error	3,02
Information Ratio	0,69
Sharpe Ratio (benchm.)	1,08
Standardafvigelse (benchm.)	14,24
Active share	31,97

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Danmark Fokus

Afdelingen har en overvægt af industriselskaber og forbrug-srelaterede selskaber i forhold til benchmark. Derfor kan risikoen i porteføljen, ud over de selskabsspecifikke risici, knyttes til sektorens cykliske karakter. Omvendt har afdelingen en undervægt i den cykliske transportsektor. Undervægten i telekommunikationsrelaterede aktier repræsenterer ligeledes en vis risiko, såfremt markedsstemningen bevæger sig mod defensive sektorer.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer for andet halvår af 2015 moderat positive aktiemarkeder understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne og dermed stigende kursudsving.

Efter nogle år med meget høj indtjeningsvækst i de danske børsnoterede selskaber venter vi fortsat indtjeningsvækst i 2015 og 2016 om end på et lidt lavere niveau. Vurderet på indtjeningsmultipler er det danske aktiemarked relativt højt prissat, men givet de relativt høje vækstforventninger fremstår prissætningen rimelig. I den nuværende situation - med noget forøget risiko - følger afdelingen en balanceret strategi med udvalgte overvægte indenfor både cykliske og defensive sektorer. Porteføljen er overvægtet i industri- og forbrugssektoren. De største overvægte på aktieniveau er Pandora, DFDS, ISS, og Nordea. Porteføljens største undervægte er A. P. Møller-Mærsk, TDC, Københavns Lufthavne, H. Lundbeck og Coloplast.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

Danmark Fokus

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	93.657	22.065
Kursgevinster og tab	641.405	329.925
Administrationsomkostninger	-24.012	-13.497
Resultat før skat	711.050	338.494
Rente- og udbytteskat	-1.142	-254
Halvårets nettoresultat	709.909	338.239

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	47.856	91.782
Kapitalandele	3.329.295	2.460.939
Mellemværende vedr. handelsafvikling	448	1.857
Andre aktiver	15	0
Aktiver i alt	3.377.614	2.554.578

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	3.365.824	2.552.636
Mellemværende vedr. handelsafvikling	7.452	0
Anden gæld	4.338	1.942
Passiver i alt	3.377.614	2.554.578

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	2.552.636	1.209.578
Udlodning fra sidste år	-181.437	-89.942
Emissioner i perioden	404.591	794.875
Indløsninger i perioden	-120.778	-9.642
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	902	1.924
Periodens resultat	709.909	338.239
Medlemmernes formue ultimo	3.365.824	2.245.034

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,9	96,4
I alt finansielle instrumenter	98,9	96,4
Øvrige aktiver og passiver	1,1	3,6
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	3.365.824	2.245.034
Antal andele	8.913.236	7.330.094
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	377,62	306,28
Afkast i DKK (pct)*]	27,67	23,15
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	20,94	17,28
Administrationsomk. (pct)*]	0,78	0,78
ÅOP	1,74	1,91

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

Danmark Indeks

Investorerer indeksbaseret i danske aktier samt øvrige aktier, noteret på Nasdaq OMX Copenhagen A/S.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i danske aktier samt øvrige aktier noteret på Nasdaq OMX Copenhagen A S, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på danske aktier. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til enkeltlande, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet og modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår af 2015 et afkast på 20,44 pct., mens benchmark steg 20,94 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og har mere end indfriet vores forventninger om et moderat positivt afkast.

Markedet

Aktiemarkederne, herunder det danske, indledte 2015 med kraftige stigninger da Den Europæiske Centralbank i midten af januar vedtog kvantitative lempelser i pengepolitikken til og med september 2016. I takt med tiltagende geopolitisk usikkerhed, ikke mindst foranlediget af den fortsatte uro i den græske økonomi, mistede aktiemarkedet momentum i

andet kvartal, og det danske aktiemarked var stort set fladt. De lange renter bundede denne gang i første kvartal - og korrigerede kraftigt i andet kvartal med solide rentestigninger til følge. Dette satte de relativt dyrt prissatte defensive aktier under pres, idet disse over en længere periode har opnået obligationslignende status hos investorerne i kraft af høje udbytter og aktietilbagekøbsprogrammer.

På det danske aktiemarked blev forsikringsaktierne negativt berørt, ligesom defensive aktier som Coloplast A S og TDC klarede sig markant dårligere end markedet. A. P. Møller-Mærsk oplevede negative tendenser på de vigtige shipping-, drilling- og olie-markeder, og havde kun et beskedent afkast i 1. halvår. På positivlisten indfandt cykliske aktier som Rockwool, Vestas og Pandora sig med stigninger på over 40 pct. Også NovoNordisk fulgte op på de seneste års flotte afkast med et afkast på over 40 pct. De to biotekaktier Genmab og Bavarian Nordic var ligeledes leveringsdygtige i høje afkast på omkring 60 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,50 procentpoint lavere end ændringen i benchmark, og der var således en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udviklingen i benchmark.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

Prisfastsættelsen af de europæiske aktiemarkeder er steget pænt i såvel de senere år som i indeværende halvår. Det europæiske aktiemarked er attraktivt prisfastsat relativt til øvrige aktiemarkeder baseret på en forudsætning om en positiv indtjeningsudvikling. Reduceres eller udebliver den

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Oktober 1985
Risikoindeks [1-7]: 6
Benchmark: OMX Copenhagen Cap GI
Fondskode: DK0010266238
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

BRANCHEFORDELING

Industri	27,5%
Sundhedspleje	25,8%
Finans	22,7%
Materialer	8,0%
Forbrugsgoder	6,3%
Øvrige inkl. likvide	9,7%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,06
Standardafvigelse	14,17
Tracking error	0,46
Information Ratio	-1,06
Sharpe Ratio (benchm.)	1,08
Standardafvigelse (benchm.)	14,24
Active share	2,07

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Danmark Indeks

forventede indtjeningsudvikling, eksempelvis som følge af en negativ økonomisk eller geopolitisk udvikling, forøges usikkerheden.

Den fastlåste situation mellem Europa og den græske regering i forhandlingerne om økonomisk og finansiel støtte til den græske økonomi er en usikkerhedsfaktor for markederne. Den finansielle sektors kapitalisering er væsentligt forbedret, og den økonomiske betydning af græsk økonomi i et europæisk perspektiv er begrænset. Men situationen vil på kort sigt øge usikkerheden på de finansielle markeder og få en afsmittende effekt på de sydeuropæiske rente- og aktiemarkeder. Den Europæiske Centralbank har modsat tilkendegivet, at man har alle forhåndenværende værktøjer parat og er villig til at anvende disse, såfremt der måtte være behov for det.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer for andet halvår af 2015 moderat positive aktiemarkeder understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling.

Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne og dermed stigende kursudsving.

Efter nogle år med meget høj indtjeningsvækst i de danske børsnoterede selskaber venter vi fortsat indtjeningsvækst i 2015 og 2016 om end på et lidt lavere niveau. Vurderet på indtjeningsmultipler er det danske aktiemarked relativt højt prisfastsat, men givet de relativt høje vækstforventninger fremstår prissætningen rimelig.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger det valgte benchmark. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

Danmark Indeks

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	24.926	10.928
Kursgevinster og tab	123.093	97.395
Administrationsomkostninger	-2.228	-1.975
Resultat før skat	145.792	106.348
Rente- og udbytteskat	-184	-63
Halvårets nettoresultat	145.607	106.285

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	164	4.017
Kapitalandele	775.884	687.643
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	392
Andre aktiver	3	42
Aktiver i alt	776.051	692.095

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	773.136	691.888
Mellemværende vedr. handelsafvikling	2.537	0
Anden gæld	378	208
Passiver i alt	776.051	692.095

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	691.888	673.631
Udlodning fra sidste år	-78.670	-57.908
Emissioner i perioden	34.636	13.715
Indløsninger i perioden	-20.422	-30.404
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	98	100
Periodens resultat	145.607	106.285
Medlemmernes formue ultimo	773.136	705.418

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	100,3	99,3
Øvrige finansielle instrumenter	0,1	0,1
I alt finansielle instrumenter	100,4	99,4
Øvrige aktiver og passiver	-0,4	0,6
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	773.136	705.418
Antal andele	3.642.544	3.640.888
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	212,25	193,75
Afkast i DKK [pct]*]	20,44	16,58
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	20,94	17,28
Administrationsomk. [pct]*]	0,28	0,28
ÅOP	0,67	0,83

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

Danmark Indeks Small Cap

Investerer indeksbaseret i danske small cap-aktier samt øvrige small cap-aktier, noteret på Nasdaq OMX Copenhagen A/S.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer fortrinsvis i mindre og mellemstore danske aktier. Afdelingen omfatter investering i aktier, som på købstidspunktet indgår i KFMX-aktieindeks eller i aktier, som NASDAQ OMX Copenhagen A/S har offentliggjort, vil komme til at indgå i indekset. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til kursudviklingen på danske small cap-aktier. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til enkeltlande, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, risici tilknyttet investeringsstilen samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 1. halvår 2015 et afkast på 22,38 pct., mens benchmark steg 22,58 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og har mere end indfriet vores forventninger om et moderat positivt afkast.

Markedet

Aktiemarkederne, herunder det danske, indledte 2015 med kraftige stigninger da Den Europæiske Centralbank i midten af januar vedtog kvantitative lempelser i pengepolitikken til og med september 2016. I takt med tiltagende geopolitisk usikkerhed, ikke mindst foranlediget af den fortsatte uro i den græske økonomi, mistede aktiemarkedet momentum i andet kvartal, og det danske aktiemarked var stort set fladt. De lange renter bundede denne gang i første kvartal - og korrigerede kraftigt i andet kvartal med solide rentestigninger til følge. Dette satte de relativt dyrt prissatte defensive aktier under pres, idet disse over en længere periode har opnået obligationslignende status hos investorerne i kraft af høje udbytter og aktietilbagekøbsprogrammer. De danske small cap-aktier i KFMX-indekset gav et afkast på 22,58 pct., hvilket var lidt bedre end OMXC-indekset, der steg 20,94 pct. i 2015.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,20 procentpoint lavere end ændringen i benchmark, og der var således en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udvikling i benchmark.

På selskabsniveau var de højeste bidragydere til årets afkast ChemoMetec, Exiqon, Per Aarsleff A/S, BoConcept og SimCorp. De laveste bidragydere til årets afkast var Dalhoff Larsen & Horneman A/S, Stylepit og Veloxis Pharmaceuticals A/S. På sektorniveau var de højeste bidragydere it og industri, mens de laveste var stabilt forbrug og finans.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Maj 1999
Risikoindikator [1-7]: 5
Benchmark: NASDAQ OMC Copenhagen Kfmx Index
Fondskode: DK0060244242
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

BRANCHEFORDELING

Finans	28,7%
Industri	26,5%
Sundhedspleje	23,2%
Forbrugsgoder	6,5%
Konsumtvarer	6,0%
Øvrige inkl. likvide	9,1%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,75
Standardafvigelse	14,10
Tracking error	4,20
Information Ratio	-0,49
Sharpe Ratio (benchm.)	0,99
Standardafvigelse (benchm.)	12,73
Active share	4,05

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Danmark Indeks Small Cap

Prisfastsættelsen af de europæiske aktiemarkeder er steget pænt i såvel de senere år som i indeværende halvår. Det europæiske aktiemarked er attraktivt prisfastsat relativt til øvrige aktiemarkeder baseret på en forudsætning om en positiv indtjeningsudvikling. Reduceres eller udebliver den forventede indtjeningsudvikling, eksempelvis som følge af en negativ økonomisk eller geopolitisk udvikling, forøges usikkerheden.

Den fastlåste situation mellem Europa og den græske regering i forhandlingerne om økonomisk og finansiel støtte til den græske økonomi er en usikkerhedsfaktor for markederne. Den finansielle sektors kapitalisering er væsentligt forbedret, og den økonomiske betydning af græsk økonomi i et europæisk perspektiv er begrænset. Men situationen vil på kort sigt øge usikkerheden på de finansielle markeder og få en afsmittende effekt på de sydeuropæiske rente- og aktiemarkeder. Den Europæiske Centralbank har modsat tilkendegivet, at man har alle forhåndenværende værktøjer parat og er villig til at anvende disse, såfremt der måtte være behov for det.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer for andet halvår af 2015 moderat positive aktiemarkeder understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne og dermed stigende kursudsving.

Efter nogle år med meget høj indtjeningsvækst i de danske børsnoterede selskaber venter vi fortsat indtjeningsvækst i 2015 og 2016 om end på et lidt lavere niveau. Vurderet på indtjeningsmultipler er det danske aktiemarked relativt højt prisfastsat, men givet de relativt høje vækstforventninger fremstår prissætningen rimelig.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger det valgte benchmark. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

Danmark Indeks Small Cap

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	5.267	1.343
Kursgevinster og tab	23.697	7.643
Administrationsomkostninger	-447	-308
Resultat før skat	28.517	8.677
Rente- og udbytteskat	-29	-26
Halvårets nettoresultat	28.489	8.651

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	4.205	1.609
Kapitalandele	156.617	127.321
Mellemværende vedr. handelsafvikling	191	533
Andre aktiver	1	0
Aktiver i alt	161.013	129.463
PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	160.922	129.419
Anden gæld	91	44
Passiver i alt	161.013	129.463

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	129.419	77.267
Emissioner i perioden	8.783	37.059
Indløsninger i perioden	-5.826	-1.453
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	58	175
Periodens resultat	28.489	8.651
Medlemmernes formue ultimo	160.922	121.699

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,3	98,4
I alt finansielle instrumenter	97,3	98,4
Øvrige aktiver og passiver	2,7	1,6
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	160.922	121.699
Antal andele	953.937	845.031
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi [DKK pr. andel]	168,69	144,02
Afkast i DKK [pct]*]	22,38	9,69
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	22,58	11,08
Administrationsomk. [pct]*]	0,28	0,28
ÅOP	0,80	0,94

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

Dannebrog Mellemlange Obligationer

Investerer i obligationer udstedt i danske kroner eller euro med en gennemsnitlig varighed som mellemlange obligationer. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner eller euro (minimum 90 pct. af afdelingens formue skal være danske obligationer), har afdelingen primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente. Afdelingen afdækker eventuel valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, enkeltlanderisiko, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 2 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et negativt afkast på 1,28 pct., mens benchmark faldt 1,00 pct. Afdelingens afkast var tilfredsstillende. Afdelingen har ikke indfriet vores forventninger om positivt afkast, grundet stigende renter og højere rentespænd.

Markedet

Det var et meget begivenhedsrigt halvår på det danske obligationsmarked. Året startede med, at Den Europæiske Centralbank annoncerede et meget stort opkøbsprogram af obligationer med det formål at bekæmpe deflation, presse renteniveauet ned og hermed kickstarte den europæiske vækst. Dette medførte valutauro og en styrkelse af den danske krone, hvorefter Nationalbanken i fire omgange sænkede indskudsbevisrenten til rekordlave -0,75 pct. Disse tiltag bevirkede, at renterne i første kvartal faldt kraftigt. Rentefaldet blev dog hurtigt afløst af rentestigninger, drevet af positive vækstforventninger i USA og Europa, og ikke mindst forventninger om en aflivning af deflationsfrygten.

Renten på den toneangivende 10-årige statsobligation med udløb i 2025 endte således halvåret med en stigning på 0,18 procentpoint til 0,97 pct., efter at den i midten af februar ramte et historisk lavpunkt tæt på 0 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,28 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Rentestigningen henover halvåret medførte negative afkast på de fleste obligationer i beholdningen. Afdelingens bedste investering blev de helt korte obligationer med op til 3 års restløbetid og variabelt forrentede obligationer med afkast mellem 0 og 0,5 pct. I den modsatte retning trak beholdningen af specielt konverterbare realkreditobligationer. Disse obligationer blev først ramt af store ekstraordinære udtrækninger, som følge af en historisk kraftig konverteringsbølge i forbindelse med det lave renteniveau i starten af året, og senere en udvidelse af renteforskellen til statsobligationer. Gennem halvåret havde afdelingen en overvægt af realkreditobligationer og tilsvarende undervægt af statsobligationer. Dette bidrog negativt til merafkastet, da realkreditobligationer, mod forventning, i gennemsnit klarede sig dårligere.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: April 1986
Risikoindikator [1-7]: 2
Benchmark: Danske Capitals danske obligationsindeks for bruttobeskattede investorer; varighed på 4 år
Fondskode: DK0010078070
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	16,8%
1-3 år	15,4%
3-5 år	21,6%
5-10 år	29,9%
Over 10 år	9,9%
Øvrige inkl. likvide	6,4%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,14
Standardafvigelse	2,41
Tracking error	1,06
Information Ratio	0,14
Sharpe Ratio (benchm.)	0,83
Standardafvigelse (benchm.)	3,11

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Dannebrog Mellemlange Obligationer

Afdelingen havde i starten af året en renterisiko i underkanten af benchmark. I takt med at renterne steg kraftigt i andet kvartal blev varigheden øget til en anelse over benchmark, primært fordi en del af de konverterbare realkreditobligationer automatisk fik forøget renterisikoen som følge af stignende rente og dermed lavere konverteringssandsynlighed.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den overordnede udvikling i renteniveauet er en af de største risici for obligationsmarkederne i resten af 2015. Verdens centralbanker holder stadig de styrende renter på et ekstremt lavt niveau som konsekvens af både lav inflation og lav vækst. Der er dog tegn på, at den amerikanske centralbank nærmer sig enden på en lang periode med ekstremt lave renter. Den Europæiske Centralbank har modsat signaleret, at man tidligst omkring 2017 vil ændre på den meget lempelige pengepolitik. En hurtigere bedring af de økonomiske udsigter vil dog kunne påvirke renterne i opadgående retning og derved påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en tilbagegang i økonomien igen presse renterne ned og derved påvirke afkastet i positiv retning.

Danske realkreditobligationer var igen gennem første halvår 2015 afdelingens største investeringsområde. Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren, vil derfor også have betydning for investorerens afkast. Andre risici inkluderer udviklingen i inflationen samt den generelle økonomiske udvikling i Danmark og Europa.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at de korte obligationsrenter generelt vil blive liggende på et lavt niveau i resten af 2015. Vi forventer dog, at Nationalbanken hen imod slutningen af året eller i starten af 2016 vil begynde at hæve indskudsbevisrenten i takt med, at det opadgående pres på kronen aftager. Vi forventer også, at renten på de længere obligationsrenter vil blive mødt med et svagt opadgående pres som følge af en bedring af de økonomiske vilkår i Europa.

Vi ser fortsat positivt på danske realkreditobligationer, specielt efter svækkelsen i første halvår. Vi vil derfor opretholde en stor andel af porteføljen i specielt konverterbare realkreditobligationer, da renteforskellen mellem statsobligationer og konverterbare realkreditobligationer er historisk høj.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Dannebrog Mellemlange Obligationer

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	99.675	143.430
Kursgevinster og tab	-174.056	274.510
Administrationsomkostninger	-25.384	-31.398
Halvårets nettoresultat	-99.766	386.543

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	23.138	9.832
Obligationer	8.458.697	9.754.667
Afledte finansielle instrumenter	0	2.662
Andre aktiver	69.485	62.035
Aktiver i alt	8.551.320	9.829.196

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	8.531.654	9.746.252
Mellemværende vedr. handelsafvikling	15.718	80.151
Anden gæld	3.948	2.793
Passiver i alt	8.551.320	9.829.196

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	9.746.252	12.436.191
Udlodning fra sidste år	-282.524	-212.438
Emissioner i perioden	7.470	3.870
Indløsninger i perioden	-840.555	-2.021.636
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	777	2.014
Periodens resultat	-99.766	386.543
Medlemmernes formue ultimo	8.531.654	10.594.544

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,1	100,1
I alt finansielle instrumenter	99,1	100,1
Øvrige aktiver og passiver	0,9	-0,1
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	8.531.654	10.594.544
Antal andele	87.810.872	106.015.945
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi [DKK pr. andel]	97,16	99,93
Afkast i DKK [pct]*]	-1,28	3,42
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	-1,00	3,36
Acontoudlodning	1,00	1,00
Administrationsomk. [pct]*]	0,28	0,27
ÅOP	0,58	0,72

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

Danske Indeksobligationer

Investerer i danske indeksobligationer. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i danske indeksobligationer, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i renten på danske indeksobligationer. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, enkeltlanderrisiko, renterisiko, kreditrisiko samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 3 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 3,64 pct., mens benchmark steg 3,55 pct. Det opnåede afkast er således tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og benchmark. Ved årets start var vores forventning, at afkastet på danske indeksobligationer ville blive højere end afkastet på sammenlignelige almindelige obligationer. Den forventning blev indfriet.

Markedet

I første halvår 2015 nød de danske indeksobligationer godt af den spirende vækst i Europa. Den Europæiske Centralbanks (ECB) meget lempelige pengepolitik medvirkede til at fjerne den frygt for deflation, som havde været fremherskende i 2014. Markedets inflationsforventninger blev opjusteret

samtidig med, at den faktiske inflation tiltog. Begge begivenheder bidrog positivt til afkastene på indeksobligationer. En rentestigning på almindelige obligationer lagde dog en vis dæmper på afkastene.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,09 procentpoint højere end stigningen i benchmark. Afdelingens lavere andel, end andelen i markedet af den 10-årige danske statsindeksobligation, var en medvirkende årsag til, at afdelingens afkast blev lidt højere end markedsafkastet. Beholdningen af korte jordbrugsindeksobligationer med udløb i 2019 og 2021 trak derimod afkastet lidt ned i første halvår 2015, idet korte indeksobligationer typisk gav lavere afkast end lange indeksobligationer.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Afdelingen investerer udelukkende i danske indeksobligationer. Den største risiko er derfor, at råvarepriserne falder kraftigt, hvilket vil trække den faktiske inflation i Danmark ned. Den anden væsentlige risiko er, at realrenterne stiger betydeligt. Det vil medføre kurstab på indeksobligationerne. Dette kan ske, såfremt den europæiske gældskrise bliver fuldstændig løst, samt at væksten overrasker positivt. I det miljø vil alle renter stige.

Afdelingens obligationer er primært udstedt af danske realkreditinstitutter. Danske realkreditobligationer anses for at have en meget lav kreditrisiko. Faldende huspriser og øgede tab på lån i realkreditinstitutterne kan eventuelt mindske investorernes tillid til realkreditobligationer generelt - herunder danske realkredit-indeksobligationer.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at ECB vil fortsætte den lempelige pengepolitik ved bl.a. at foretage opkøb af obligationer i andet halvår 2015. Det vil have en positiv effekt på investorernes inflationsforventninger og dermed på afdelingens afkast. Vi vurderer, at inflationen vil tiltage i andet halvår 2015.

Afdelingen vil følge en investeringsstrategi, hvor andelen af lange indeksobligationer vil blive mindsket.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: November 1996
Risikoindeks (1-7): 3
Benchmark: Nykredit IL-indeks (MTG)
Fondskode: DK0015942650
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

1-3 år	4,4%
3-5 år	31,4%
5-10 år	62,2%
Øvrige inkl. likvide	2,0%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,96
Standardafvigelse	4,20
Tracking error	1,20
Information Ratio	-0,50
Sharpe Ratio (benchm.)	1,09
Standardafvigelse (benchm.)	4,26

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Danske Indeksobligationer

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Danske Indeksobligationer

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	1.427	2.143
Kursgevinster og tab	6.053	2.201
Administrationsomkostninger	-491	-641
Halvårets nettoresultat	6.989	3.703

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	553	107
Obligationer	158.956	177.809
Andre aktiver	1.219	1.539
Aktiver i alt	160.729	179.455
PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	160.654	179.403
Anden gæld	75	52
Passiver i alt	160.729	179.455

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	179.403	259.905
Udlodning fra sidste år	-22.611	-25.452
Emissioner i perioden	0	604
Indløsninger i perioden	-3.135	-38.723
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	8	96
Periodens resultat	6.989	3.703
Medlemmernes formue ultimo	160.654	200.133

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,9	99,1
I alt finansielle instrumenter	98,9	99,1
Øvrige aktiver og passiver	1,1	0,9
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	160.654	200.133
Antal andele	1.551.204	1.819.204
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	103,57	110,01
Afkast i DKK (pct)*]	3,64	1,69
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	3,55	
Administrationsomk. (pct)*]	0,28	0,28
ÅOP	0,60	0,59

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

Danske Korte Obligationer

Investerer i obligationer udstedt i danske kroner eller euro med en gennemsnitlig varighed som korte obligationer. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner eller euro (minimum 90 pct. af afdelingens formue skal være danske obligationer), har afdelingen primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente. Afdelingen afdækker eventuel valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, enkeltlandrisiko, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekset er afdelingen placeret i kategori 2 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et negativt afkast på 0,66 pct., mens benchmark faldt 0,46 pct. Afdelingens afkast var mindre tilfredsstillende. Afdelingen har ikke indfriet vores forventninger om positive afkast grundet stigende renter og højere rentespænd.

Markedet

Det var et meget begivenhedsrigt halvår på det danske obligationsmarked. Året startede med, at Den Europæiske

Centralbank annoncerede et meget stort opkøbsprogram af obligationer med det formål at bekæmpe deflation, presse renteniveauet ned og hermed kickstarte den europæiske vækst. Dette medførte valutauro og en styrkelse af den danske krone, hvorefter Nationalbanken i fire omgange sænkede indskudsbevisrenten til rekordlave -0,75 pct. Disse tiltag bevirkede, at renterne i første kvartal faldt kraftigt. Rentefaldet blev dog hurtigt afløst af rentestigninger, drevet af positive vækstforventninger i USA og Europa, og ikke mindst forventninger om en aflivning af deflationsfrygten.

Renten på den toneangivende 10-årige statsobligation med udløb i 2025 endte således halvåret med en stigning på 0,18 procentpoint til 0,97 pct., efter at den i midten af februar ramte et historisk lavpunkt tæt på 0 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,20 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Rentestigningen henover halvåret medførte negative afkast på de fleste obligationer i beholdningen. Afdelingens bedste investering blev de helt korte obligationer med op til 3 års restløbetid og variabelt forrentede obligationer med afkast mellem 0 og 0,5 pct. I den modsatte retning trak beholdningen af specielt konverterbare realkreditobligationer. Disse obligationer blev først ramt af store ekstraordinære udtrækninger som følge af en historisk kraftig konverteringsbølge i forbindelse med det lave renteniveau i starten af året og senere en udvidelse af renteforskellen til statsobligationer.

Gennem halvåret havde afdelingen en overvægt af realkreditobligationer og tilsvarende undervægt af statsobligationer. Dette bidrog negativt til merafkastet, da realkreditobligationer, mod forventning, i gennemsnit klarede sig dårligere.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den overordnede udvikling i renteniveauet er en af de største risici for obligationsmarkederne i resten af 2015. Verdens centralbanker holder stadig de styrende renter på et ekstremt lavt niveau som konsekvens af både lav inflation og lav vækst. Der er dog tegn på, at den amerikanske centralbank nærmer sig enden på en lang periode med ekstremt lave ren-

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: December 2004
Risikoindeks (1-7): 2
Benchmark: Danske Capitals danske obligationsindeks for bruttobeskattede investorer; varighed på 2 år
Fondskode: DK0016290422
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	35,0%
1-3 år	15,9%
3-5 år	21,3%
5-10 år	20,2%
Øvrige inkl. likvide	7,6%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,46
Standardafvigelse	1,01
Tracking error	0,88
Information Ratio	0,17
Sharpe Ratio (benchm.)	0,89
Standardafvigelse (benchm.)	1,49

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Danske Korte Obligationer

ter. Den Europæiske Centralbank har modsat signaleret, at man tidligst omkring 2017 vil ændre på den meget lempelige pengepolitik. En hurtigere bedring af de økonomiske udsigter vil dog kunne påvirke renterne i opadgående retning og derved påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en tilbagegang i økonomien igen presse renterne ned og derved påvirke afkastet i positiv retning.

Danske realkreditobligationer var igen gennem første halvår 2015 afdelingens største investeringsområde. Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren, vil derfor også have betydning for investorerens afkast. Andre risici inkluderer udviklingen i inflationen samt den generelle økonomiske udvikling i Danmark og Europa.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at de korte obligationsrenter generelt vil blive liggende på et lavt niveau i resten af 2015. Vi forventer dog, at Nationalbanken hen imod slutningen af året eller i starten af 2016 vil begynde at hæve indskudsbevisrenten i takt med, at det opadgående pres på kronen aftager. Vi forventer også, at renten på de længere obligationsrenter vil blive mødt med et svagt opadgående pres som følge af en bedring af de økonomiske vilkår i Europa.

Vi ser fortsat positivt på danske realkreditobligationer, specielt efter svækkelsen i første halvår. Vi vil derfor opretholde en stor andel af porteføljen i specielt konverterbare realkreditobligationer, da renteforskellen mellem statsobligationer og konverterbare realkreditobligationer er historisk høj.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Danske Korte Obligationer

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	34.051	43.330
Kursgevinster og tab	-50.014	28.537
Administrationsomkostninger	-4.769	-8.040
Halvårets nettoresultat	-20.732	63.827

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	11.283	679
Obligationer	3.250.578	3.400.249
Afledte finansielle instrumenter	0	234
Andre aktiver	24.084	20.284
Aktiver i alt	3.285.945	3.421.446

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	3.170.308	3.419.509
Afledte finansielle instrumenter	0	43
Mellemværende vedr. handelsafvikling	115.116	1.225
Anden gæld	522	669
Passiver i alt	3.285.945	3.421.446

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	3.419.509	4.457.013
Udlodning fra sidste år	-63.996	-76.719
Emissioner i perioden	81.580	92.574
Indløsninger i perioden	-246.376	-460.168
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	323	479
Periodens resultat	-20.732	63.827
Medlemmernes formue ultimo	3.170.308	4.077.006

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	102,5	99,4
I alt finansielle instrumenter	102,5	99,4
Øvrige aktiver og passiver	-2,5	0,6
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	3.170.308	4.077.006
Antal andele	31.821.931	40.001.981
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	99,63	101,92
Afkast i DKK [pct]*]	-0,66	1,52
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	-0,46	1,57
Administrationsomk. [pct]*]	0,15	0,19
ÅOP	0,23	0,51

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

Danske Lange Obligationer

Investerer i obligationer udstedt i danske kroner eller euro med en gennemsnitlig varighed som lange obligationer. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner eller euro (minimum 90 pct. af afdelingens formue skal være danske obligationer), har afdelingen primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente. Afdelingen afdækker eventuel valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, enkeltlanderisiko, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 3 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et negativt afkast på 1,63 pct., mens benchmark faldt 1,21 pct. Afdelingens afkast var mindre tilfredsstillende. Afdelingen har ikke indfriet vores forventninger om positive afkast grundet stigende renter og højere rentespænd.

Markedet

Det var et meget begivenhedsrigt halvår på det danske obligationsmarked. Året startede med, at Den Europæiske

Centralbank annoncerede et meget stort opkøbsprogram af obligationer med det formål at bekæmpe deflation, presse renteniveauet ned og hermed kickstarte den europæiske vækst. Dette medførte valutauro og en styrkelse af den danske krone, hvorefter Nationalbanken i fire omgange sænkede indskudsbevisrenten til rekordlave -0,75 pct. Disse tiltag bevirkede, at renterne i første kvartal faldt kraftigt. Rentefaldet blev dog hurtigt afløst af rentestigninger, drevet af positive vækstforventninger i USA og Europa, og ikke mindst forventninger om en aflivning af deflationsfrygten.

Renten på den toneangivende 10-årige statsobligation med udløb i 2025 endte således halvåret med en stigning på 0,18 procentpoint til 0,97 pct., efter at den i midten af februar ramte et historisk lavpunkt tæt på 0 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,42 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Rentestigningen henover halvåret medførte negative afkast på de fleste obligationer i beholdningen. Afdelingens bedste investering blev de helt korte obligationer med op til 3 års restløbetid og variabelt forrentede obligationer med afkast mellem 0 og 0,5 pct. I den modsatte retning trak beholdningen af specielt konverterbare realkreditobligationer. Disse obligationer blev først ramt af store ekstraordinære udtrækninger som følge af en historisk kraftig konverteringsbølge i forbindelse med det lave renteniveau i starten af året og senere en udvidelse af renteforskellen til statsobligationer.

Gennem halvåret havde afdelingen en overvægt af realkreditobligationer og tilsvarende undervægt af statsobligationer. Dette bidrog negativt til merafkastet, da realkreditobligationer, mod forventning, i gennemsnit klarede sig dårligere. Afdelingen havde i starten af året en renterisiko i underkanten af benchmark. I takt med at renterne steg kraftigt i andet kvartal, blev varigheden øget til en anelse over benchmark, primært fordi en del af de konverterbare realkreditobligationer automatisk fik forøget renterisikoen som følge af stigende rente og dermed lavere konverteringssandsynlighed.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juli 2001
Risikoindikator [1-7]: 3
Benchmark: Danske Capitals danske obligationsindeks for bruttobeskattede investorer; varighed på 6 år
Fondskode: DK0016105380
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	1,1%
1-3 år	25,9%
3-5 år	16,3%
5-10 år	38,5%
Over 10 år	15,2%
Øvrige inkl. likvide	3,0%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,00
Standardafvigelse	4,01
Tracking error	1,47
Information Ratio	0,24
Sharpe Ratio (benchm.)	0,77
Standardafvigelse (benchm.)	4,72

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Danske Lange Obligationer

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den overordnede udvikling i renteniveauet er en af de største risici for obligationsmarkederne i resten af 2015. Verdens centralbanker holder stadig de styrende renter på et ekstremt lavt niveau som konsekvens af både lav inflation og lav vækst. Der er dog tegn på, at den amerikanske centralbank nærmer sig enden på en lang periode med ekstremt lave renter. Den Europæiske Centralbank har modsat signaleret, at man tidligst omkring 2017 vil ændre på den meget lempelige pengepolitik. En hurtigere bedring af de økonomiske udsigter vil dog kunne påvirke renterne i opadgående retning og derved påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en tilbagegang i økonomien igen presse renterne ned og derved påvirke afkastet i positiv retning.

Danske realkreditobligationer var igen gennem første halvår 2015 afdelingens største investeringsområde. Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren, vil derfor også have betydning for investorerens afkast. Andre risici inkluderer udviklingen i inflationen samt den generelle økonomiske udvikling i Danmark og Europa.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at de korte obligationsrenter generelt vil blive liggende på et lavt niveau i resten af 2015. Vi forventer dog, at Nationalbanken hen imod slutningen af året eller i starten af 2016 vil begynde at hæve indskudsbevisrenten i takt med, at det opadgående pres på kronen aftager. Vi forventer også, at renten på de længere obligationsrenter vil blive mødt med et svagt opadgående pres som følge af en bedring af de økonomiske vilkår i Europa.

Vi ser fortsat positivt på danske realkreditobligationer, specielt efter svækkelsen i første halvår. Vi vil derfor opretholde en stor andel af porteføljen i specielt konverterbare realkreditobligationer, da renteforskellen mellem statsobligationer og konverterbare realkreditobligationer er historisk høj.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Danske Lange Obligationer

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	44.675	61.193
Kursgevinster og tab	-89.603	157.693
Administrationsomkostninger	-11.096	-12.555
Halvårets nettoresultat	-56.024	206.331

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	574	6.940
Obligationer	3.860.297	4.257.793
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	105.368
Afledte finansielle instrumenter	0	365
Andre aktiver	20.033	31.779
Aktiver i alt	3.880.903	4.402.247

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	3.776.245	4.240.145
Afledte finansielle instrumenter	8.649	123
Mellemværende vedr. handelsafvikling	94.292	160.786
Anden gæld	1.717	1.192
Passiver i alt	3.880.903	4.402.247

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	4.240.145	4.822.248
Udlodning fra sidste år	-197.154	-203.465
Emissioner i perioden	66.788	26.957
Indløsninger i perioden	-277.866	-454.263
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	357	481
Periodens resultat	-56.024	206.331
Medlemmernes formue ultimo	3.776.245	4.398.290

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	102,2	100,4
Øvrige finansielle instrumenter	-0,2	0,0
I alt finansielle instrumenter	102,0	100,4
Øvrige aktiver og passiver	-2,0	-0,4
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	3.776.245	4.398.290
Antal andele	36.285.247	40.633.901
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	104,07	108,24
Afkast i DKK [pct]*]	-1,63	4,60
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	-1,21	4,63
Acontoudlodning	1,10	1,30
Administrationsomk. [pct]*]	0,28	0,27
ÅOP	0,63	0,72

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

Euro High Yield–Obligationer

Investerer i udenlandske high yield-virksomhedsobligationer primært udstedt i EUR. Hovedparten af afdelingens investeringer afdækkes mod danske kroner. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer i udenlandske high yield-virksomhedsobligationer, konvertible obligationer samt contingency obligationer dvs. obligationer med lav kreditkvalitet, primært udstedt i euro. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield-virksomhedsobligationer. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et samlet afkast på 1,59 pct., mens benchmark i samme periode steg 0,95 pct. Afdelingens afkast var tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Afdelingen har i første halvår indfriet vores forventninger om positive afkast, herunder vores forventning om en moderat indsnævring af spændene og deraf følgende afkast over kuponrenten.

Markedet

De europæiske high yield-rentespænd kørte i første halvår 2015 ud med 13 procentpoint. Efter en yderst god start på året gik jagten på afkast lidt ned i tempo. Den tilspidsede situation i Grækenland gjorde investorerne mindre risikovillige og medførte, at udviklingen i spændene vendte. Mængden af nyudstedelser var stor i begyndelsen af året, men aftog derefter lidt.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingen afkast var 0,64 procentpoint højere end benchmark. Det positive bidrag skyldtes hovedsageligt en overvægt på papirniveau af efterstillede bank- og forsikringsobligationer, ikke-cyklisk forbrug (fødevarereselskaber) og detailhandel. Afdelingens lidt kortere varighed i forhold til benchmark gav et mindre positivt bidrag til merafkastet.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den største risiko for afkastet på højtforrentede europæiske obligationer er, hvis investorerne bliver mindre risikovillige. Det ville efter vores vurdering kunne udløses af fortsat geopolitisk usikkerhed. Tegn på en svagere europæisk økonomi og stigende misligholdelsesrater ville også trække ned, men denne risiko, mener vi ikke, er særlig høj på kort til mellem-lang sigt.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi har fortsat tiltro til europæiske high yield-obligationer generelt. Lave misligholdelsesrater kombineret med positiv økonomisk vækst, relativt stærke balancer og adgang til likviditet bør understøtte et godt afkast, selvom markederne formentlig vil være præget af nogen volatilitet. Vi vurderer fortsat, at der er relativt begrænset risikojusteret værdi i lavtforrentede langfristede obligationer og i det lavest-ratede segment.

Vi ser mere positivt på individuelle papirer og efterstillede gældsinstrumenter med kortere løbetid, hvor vi ser et mere attraktivt afkast/risikoforhold. Der er udsigt til mange nye udstedelser på det primære marked for europæiske high yield-obligationer. Vi har reduceret vores overvægt af efter-

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: September 2013
Risikoindeksator [1-7]: 4
Benchmark: Barclays Capital Euro High Yield Index, 3% issuer capped, hedged til DKK
Fondskode: DK0060486843
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	13,9%
1-3 år	22,3%
3-5 år	36,2%
5-10 år	23,7%
Øvrige inkl. likvide	3,9%

Euro High Yield–Obligationer

stillede forsikrings- og bankobligationer en smule efter pæne afkast, og vi lægger fortsat vægt på individuelt papirvalg på dette område.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end udviklingen i de forskellige obligationsmarkeder - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Euro High Yield–Obligationer

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	27.167	15.164
Kursgevinster og tab	-29.102	16.636
Administrationsomkostninger	-6.451	-3.066
Halvårets nettoresultat	-8.386	28.735

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	57.980	28.056
Obligationer	1.441.739	399.170
Afledte finansielle instrumenter	212	104
Andre aktiver	25.991	8.726
Aktiver i alt	1.525.922	436.056

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	1.523.986	434.690
Afledte finansielle instrumenter	250	1.129
Mellemværende vedr. handelsafvikling	313	0
Anden gæld	1.373	236
Passiver i alt	1.525.922	436.056

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	434.690	591.156
Udlodning fra sidste år	-101.202	-4.909
Emissioner i perioden	1.589.326	261.078
Indløsninger i perioden	-395.905	-472.903
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	5.464	2.233
Periodens resultat	-8.386	28.735
Medlemmernes formue ultimo	1.523.986	405.390

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	94,6	91,8
Øvrige finansielle instrumenter	0,0	-0,2
I alt finansielle instrumenter	94,6	91,6
Øvrige aktiver og passiver	5,4	8,4
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.523.986	405.390
Antal andele	15.139.555	3.729.717
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	100,66	108,69
Afkast i DKK (pct)*]	1,59	5,67
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	0,95	5,04
Administrationsomk. (pct)*]	0,55	0,54
ÅOP	1,28	1,33

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

Euro High Yield–Obligationer – Akkumulerende KL

Investerer i udenlandske high yield-virksomhedsobligationer primært udstedt i EUR. Valutarisikoen er begrænset, da andelsklasserne valutaafdækkes mod deres udstedelsesvaluta. Afdelingen er aktivt styret .

Afdelingen udbydes i tre andelsklasser:

- Euro High Yield-Obligasjon, klasse NOK h
- Euro High Yield-Obligationer, klass SEK h
- Euro High Yield-Obligationer - Akkumulerende, klasse DKK h

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på de følgende sider.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider.

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

Euro High Yield–Obligationer – Akkumulerende KL

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	110.246	98.926
Kursgevinster og tab	-1.073	98.233
Administrationsomkostninger	-24.395	-20.203
Halvårets nettoresultat	84.779	176.956

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	148.297	140.267
Obligationer	4.545.038	3.596.236
Mellemværende vedr. handelsafvikling	2.246	24.075
Afledte finansielle instrumenter	20.939	3.376
Andre aktiver	85.208	81.308
Aktiver i alt	4.801.728	3.845.261

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	4.787.421	3.803.710
Afledte finansielle instrumenter	9.913	39.507
Anden gæld	4.394	2.043
Passiver i alt	4.801.728	3.845.261

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	3.803.710	4.153.248
Emissioner i perioden	1.121.863	596.056
Indløsninger i perioden	-229.026	-1.293.877
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	6.095	10.399
Periodens resultat	84.779	176.956
Medlemmernes formue ultimo	4.787.421	3.642.783

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	94,9	94,5
Øvrige finansielle instrumenter	0,2	-0,9
I alt finansielle instrumenter	95,2	93,6
Øvrige aktiver og passiver	4,8	6,4
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	4.787.421	3.642.783

*) Afdelingen er opdelt i andelsklasser, hvorfor en række af nøgletallene herefter vises under de enkelte klasser.

Euro High Yield Obligasjon, klasse NOK h

Andelsklasse under Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

Investerer primært i udenlandske high yield-virksomhedsobligationer. Hovedparten af afdelingens investeringer afdækkes mod NOK. Afdelingen er aktivt styret.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i udenlandske high yield-virksomhedsobligationer, konvertible obligationer samt contingency obligationer d.v.s. obligationer med lav kreditkvalitet, primært udstedt i euro. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield-virksomhedsobligationer.

Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et samlet afkast på 2,63 pct. målt i NOK efter omkostninger, mens benchmark i samme periode steg 1,92 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Andelsklassen har i første halvår indfriet vores

forventninger om positive afkast, herunder vores forventning om en moderat indsnævring af spændene og deraf følgende afkast over kuponrenten.

Markedet

De europæiske high yield-rentespænd kørte i første halvår 2015 ud med 13 procentpoint. Efter en yderst god start på året gik jagten på afkast lidt ned i tempo. Den tilspidsede situation i Grækenland gjorde investorerne mindre risikovillige og medførte, at udviklingen i spændene vendte. Mængden af nyudstedelser var stor i begyndelsen af året, men aftog derefter lidt.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,71 procentpoint højere end benchmark.

Det positive bidrag skyldtes hovedsageligt en overvægt på papirniveau af efterstillede bank- og forsikringsobligationer, ikke-cyklisk forbrug (fødevarereselskaber) og detailhandel. Andelsklassens lidt kortere varighed i forhold til benchmark gav et mindre, positivt bidrag til merafkastet.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den største risiko for afkastet på højtforrentede europæiske obligationer er, hvis investorerne bliver mindre risikovillige. Det ville efter vores vurdering kunne udløses af fortsat geopolitisk usikkerhed. Tegn på en svagere europæisk økonomi og stigende misligholdelsesrater ville også trække ned, men denne risiko, mener vi ikke, er særlig høj på kort til mellem-lang sigt.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi har fortsat tiltro til europæiske high yield-obligationer generelt. Lave misligholdelsesrater kombineret med positiv økonomisk vækst, relativt stærke balancer og adgang til likviditet bør understøtte et godt afkast, selvom markederne formentlig vil være præget af nogen volatilitet. Vi vurderer fortsat, at der er relativt begrænset risikojusteret værdi i lavtforrentede langfristede obligationer og i det lavest-ratede segment.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: November 2013
Risikoindeksator [1-7]: 4
Benchmark: Barclays Capital Euro High Yield Index, 3% issuer capped, hedget til NOK
Fondskode: DK0060517159
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	15,0%
1-3 år	23,5%
3-5 år	37,4%
5-10 år	20,1%
Øvrige inkl. likvide	4,0%

Euro High Yield Obligasjon, klasse NOK h

Andelsklasse under Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

Vi ser mere positivt på individuelle papirer og efterstillede gældsinstrumenter med kortere løbetid, hvor vi ser et mere attraktivt afkast/risikoforhold. Der er udsigt til mange nye udstedelser på det primære marked for europæiske high yield-obligationer. Vi har reduceret vores overvægt af efterstillede forsikrings- og bankobligationer en smule efter pæne afkast, og vi lægger fortsat vægt på individuelt papirvalg på dette område.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at Andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Euro High Yield Obligasjon, klasse NOK h

Andelsklasse under Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	2.903	7.680
Klassespecifikke transaktioner:		
Kursgevinster og tab på terminsforretninger	8.459	622
Administrationsomkostninger	-2.073	-806
Klassens resultat	9.289	7.496

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	218.554	79.268
Emissioner i perioden	195.650	100.061
Indløsninger i perioden	-47	-30.079
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	884	775
Periodens resultat	9.289	7.496
Medlemmernes formue ultimo	424.330	157.521

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	424.330	157.521
Antal andele	4.465.885	1.633.021
Stykstørrelse i NOK	100	100
Indre værdi (NOK pr. andel)	111,65	108,70
Afkast i NOK (pct)*]	2,63	6,55
Benchmarkafkast i NOK (pct)*]	1,92	5,89
Administrationsomk. (pct)*]	0,57	0,57

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

Euro High Yield-Obligationer, klass SEK h

Andelsklasse under Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

Investerer primært i udenlandske high yield-virksomhedsobligationer. Hovedparten af afdelingens investeringer afdækkes mod SEK. Afdelingen er aktivt styret.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i udenlandske high yield-virksomhedsobligationer, konvertible obligationer samt contingency obligationer d.v.s. obligationer med lav kreditkvalitet, primært udstedt i euro. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield-virksomhedsobligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et samlet afkast på 1,93 pct. målt i SEK, mens benchmark i samme periode steg 1,31 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Andelsklassen har i første halvår indfriet vores forventninger om

positive afkast, herunder vores forventning om en moderat indsnævring af spændene og deraf følgende afkast over kuponrenten.

Markedet

De europæiske high yield-rentespænd kørte i første halvår 2015 ud med 13 procentpoint. Efter en yderst god start på året gik jagten på afkast lidt ned i tempo. Den tilspidsede situation i Grækenland gjorde investorerne mindre risikovillige og medførte, at udviklingen i spændene vendte. Mængden af nyudstedelser var stor i begyndelsen af året, men aftog derefter lidt.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,62 procentpoint højere end benchmark. Det positive bidrag skyldtes hovedsageligt en overvægt på papirniveau af efterstillede bank- og forsikringsobligationer, ikke-cyklisk forbrug (fødevarereselskaber) og detailhandel. Andelsklassens lidt kortere varighed i forhold til benchmark gav et mindre positivt bidrag til merafkastet.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den største risiko for afkastet på højtforrentede europæiske obligationer er, hvis investorerne bliver mindre risikovillige. Det ville efter vores vurdering kunne udløses af fortsat geopolitisk usikkerhed. Tegn på en svagere europæisk økonomi og stigende misligholdelsesrater ville også trække ned, men denne risiko, mener vi ikke, er særlig høj på kort til mellem-lang sigt.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi har fortsat tiltro til europæiske high yield-obligationer generelt. Lave misligholdelsesrater kombineret med positiv økonomisk vækst, relativt stærke balancer og adgang til likviditet bør understøtte et godt afkast, selvom markederne formentlig vil være præget af nogen volatilitet. Vi vurderer fortsat, at der er relativt begrænset risikojusteret værdi i lavtforrentede langfristede obligationer og i det lavest-ratede segment.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Februar 2013
Risikoindikator [1-7]: 4
Benchmark: Barclays Capital Euro High Yield Index, 3% issuer capped, hedget til SEK
Fondskode: DK0060486256
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	15,0%
1-3 år	23,5%
3-5 år	37,3%
5-10 år	20,0%
Øvrige inkl. likvide	4,2%

Euro High Yield-Obligationer, klass SEK h

Andelsklasse under Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL



Vi ser mere positivt på individuelle papirer og efterstillede gældsinstrumenter med kortere løbetid, hvor vi ser et mere attraktivt afkast/risikoforhold. Der er udsigt til mange nye udstedelser på det primære marked for europæiske high yield-obligationer. Vi har reduceret vores overvægt af efterstillede forsikrings- og bankobligationer en smule efter pæne afkast, og vi lægger fortsat vægt på individuelt papirvalg på dette område.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at Andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteudviklingen.

Euro High Yield-Obligationer, klass SEK h

Andelsklasse under Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	4.617	25.986
Klassespecifikke transaktioner:		
Kursgevinster og tab på terminsforretninger	37.811	-14.913
Administrationsomkostninger	-5.834	-2.848
Klassens resultat	36.594	8.225

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	848.643	439.512
Emissioner i perioden	454.723	301.015
Indløsninger i perioden	-171.170	-167.620
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	2.840	2.460
Periodens resultat	36.594	8.225
Medlemmernes formue ultimo	1.171.631	583.592

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.171.631	583.592
Antal andele	12.301.202	6.147.891
Stykstørrelse i SEK	100	100
Indre værdi (SEK pr. andel)	118,04	116,54
Afkast i SEK [pct]*]	1,93	5,88
Benchmarkafkast i SEK [pct]*]	1,31	5,53
Administrationsomk. [pct]*]	0,57	0,57

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

Euro High Yield-Obligationer – Akk., klasse DKK h

Andelsklasse under Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

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

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i udenlandske high yield-virksomhedsobligationer, konvertible obligationer samt contingency obligationer d.v.s. obligationer med lav kreditkvalitet, primært udstedt i euro. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield-virksomhedsobligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et samlet afkast på 1,72 pct., mens benchmark i samme periode steg 0,95 pct. Andelsklassens afkast var tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Andelsklassen har i første halvår indfriet vores forventninger om positive afkast, herunder vores forventning om en moderat indsnævring af spændene og deraf følgende afkast over kuponrenten.

Markedet

De europæiske high yield-rentespænd kørte i første halvår 2015 ud med 13bp. Efter en yderst god start på året gik jagten på afkast lidt ned i tempo. Den tilspidsede situation i Grækenland gjorde investorerne mindre risikovillige og medførte, at udviklingen i spændene vendte. Mængden af nyudstedelser var stor i begyndelsen af året, men aftog derefter lidt.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,77 procentpoint højere end benchmark.

Det positive bidrag skyldtes hovedsageligt en overvægt på papirniveau af efterstillede bank- og forsikringsobligationer, ikke-cyklisk forbrug (fødevarereselskaber) og detailhandel. Andelsklassens lidt kortere varighed i forhold til benchmark gav et mindre positivt bidrag til merafkastet.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den største risiko for afkastet på højtforrentede europæiske obligationer er, hvis investorerne bliver mindre risikovillige. Det ville efter vores vurdering kunne udløses af fortsat geopolitisk usikkerhed. Tegn på en svagere europæisk økonomi og stigende misligholdelsesrater ville også trække ned, men denne risiko, mener vi ikke, er særlig høj på kort til mellem-lang sigt.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi har fortsat tiltro til europæiske high yield-obligationer generelt. Lave misligholdelsesrater kombineret med positiv økonomisk vækst, relativt stærke balancer og adgang til likviditet bør understøtte et godt afkast, selvom markederne formentlig vil være præget af nogen volatilitet. Vi vurderer fortsat, at der er relativt begrænset risikojusteret værdi i lavtforrentede langfristede obligationer og i det lavest-ratede segment.

Vi ser mere positivt på individuelle papirer og efterstillede gældsinstrumenter med kortere løbetid, hvor vi ser et mere attraktivt afkast/risikoforhold. Der er udsigt til mange nye udstedelser på det primære marked for europæiske high

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: August 2011
Risikoindeksator [1-7]: 4
Benchmark: Barclays Capital Euro High Yield Index, 3% issuer capped, hedget til DKK
Fondskode: DK0060497378
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	15,2%
1-3 år	23,8%
3-5 år	37,8%
5-10 år	20,3%
Øvrige inkl. likvide	2,9%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,56
Standardafvigelse	6,99
Tracking error	1,59
Information Ratio	0,55
Sharpe Ratio (benchm.)	1,32
Standardafvigelse (benchm.)	7,60

Måleperiode: Aug. 2011 til jun. 2015

Euro High Yield-Obligationer – Akk., klasse DKK h

Andelsklasse under Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL



yield-obligationer. Vi har reduceret vores overvægt af efterstillede forsikrings- og bankobligationer en smule efter pæne afkast, og vi lægger fortsat vægt på individuelt papirvalg på dette område.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at Andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Euro High Yield-Obligationer – Akk., klasse DKK h

Andelsklasse under Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	55.384	177.426
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-16.489	-16.192
Klassens resultat	38.895	161.235

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	2.736.513	3.634.468
Emissioner i perioden	471.489	194.981
Indløsninger i perioden	-57.809	-1.096.178
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	2.371	7.164
Periodens resultat	38.895	161.235
Medlemmernes formue ultimo	3.191.460	2.901.670

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	3.191.460	2.901.670
Antal andele	27.572.548	25.316.348
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	115,75	114,62
Afkast i DKK (pct)*]	1,72	5,81
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	0,95	5,04
Administrationsomk. (pct)*]	0,55	0,55
ÅOP	1,28	1,34

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

Euro Investment Grade-Obligationer

Investerer primært i kreditobligationer denomineret i euro, herudover op til 25 pct. af formuen i obligationer udstedt i USD, CAD, JPY, GBP, CHF, DKK, SEK, NOK eller ISK. Hovedparten af afdelingens investeringer afdækkes mod danske kroner. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investe-ringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer primært i virksomheds- og kreditobligationer udstedt i euro. Herudover kan afdelingen investere op til 25 pct. af formuen i obligationer denomineret i USD, CAD, JPY, DKK, GBP, CHF, SEK, NOK eller ISK. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for virksomheds- og kreditobligationer. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 3 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår af 2015 et negativt afkast på 1,56 pct., mens benchmark faldt med 1,88 pct. Afdelingens afkast var tilfredsstillende i forhold til benchmark og kon-

kurrenter. Afdelingen har ikke indfriet vores forventninger om positive afkast, grundet stigende renter og højere rentespænd.

Markedet

I de første to måneder kørte kreditspændene ind med 0,14 procentpoint, blot for at køre ud med 0,48 procentpoint i de efterfølgende fire måneder. Dette var primært afledt af Den Europæiske Centralbanks (ECB) forventede, og senere udmeldte, opkøbsprogram. Indsnævringen af kreditspænd var afledt af en positiv markedsstemning som følge af ECB's opkøbsprogram. Udvidelsen var afledt af, at Grækenland ikke kunne blive enige med EU om en hjælpepakke og samtidig stod overfor store betalinger på deres lån, som de ikke var i stand til at dække. Det fik den generelle risikoaversion i markedet til at falde.

Kreditmarkedet var i andet kvartal også præget af de markante bevægelser i rentemarkedet og ikke mindst drevet af intense forhandlinger mellem den græske regering og euro-landene om en ny gældsaftale for den store græske statsgæld. De økonomiske nøgletal for Europa pegede på en fortsat stigning i væksten og i inflationen, og det gav anledning til en voldsom stigning i de underliggende statsrenter, ikke mindst de spanske og de italienske statsrenter.

De sidste dage inden kvartalets afslutning afbrød den græske premierminister meget overraskende forhandlingerne med de europæiske kreditorer med henblik på at sende kreditorernes forslag til folkeafstemning. Markedet reagerede med stigende risikoaversion og sendte kreditspændene ud og renterne ned dog under en meget lav handelsaktivitet. Den største reaktion kunne noteres i kreditspændene på de sydeuropæiske stats- og virksomhedsobligationer.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,32 procentpoint bedre end faldet i benchmark. Den største bidragsyder til afkastet kom fra papirvalget, ligesom sektorallokeringen også bidrog positivt. På den negative side trak bidraget fra risikoovervægten ned på det relative afkast. Indenfor papirvalget kom de største enkeltbidrag fra franske Groupama samt belgiske Ageas

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: April 1999
Risikoindeksator [1-7]: 3
Benchmark: Barclays Capital Euro-Aggregate 500MM Corp A-BBB. Indekset er hedget til DKK
Fondskode: DK0060448751
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	7,8%
1-3 år	19,6%
3-5 år	20,9%
5-10 år	46,4%
Over 10 år	1,4%
Øvrige inkl. likvide	3,9%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,10
Standardafvigelse	4,50
Tracking error	0,88
Information Ratio	0,89
Sharpe Ratio (benchm.)	1,02
Standardafvigelse (benchm.)	4,09
Active share	87,58

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Euro Investment Grade-Obligationer

som begge er forsikringsselskaber. De største bidragsydere til merafkastet på sektorniveau var forsikring, banker samt forsyningselskaber.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Vi forventer, at vi står overfor en periode med meget stor usikkerhed og potentielt store udsving i markedet, da likviditeten er forringet, da mange investorer holder sig afventende på sidelinjen. På kort sigt er der risiko for, at kreditspændene bliver udvidet yderligere, indtil der er mere klarhed om Grækenlands fremtid, og samtidig er risikoen for en græsk exit fra euroen steget. Såfremt det ender med en græsk exit fra euroen er der risiko for, at det spreder sig til de andre syd-europæiske lande, selvom ECB har vist vilje til at understøtte markederne i disse lande. Endelig kan der opstå fornyet uro som følge af, at der er valg i flere europæiske lande. En fortsat stigning i renterne vil også smitte af på kreditmarkedet og give meget lave eller negative afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi vurderer, at der er basis for et positivt, om end beskedent afkast på det europæiske marked for investment grade virksomhedsobligationer i den resterende del af 2015. Dette beror på vores forventning om uændret kreditspænd og en svag stigning i de underliggende statsrenter.

På den makroøkonomiske side havde den globale økonomi et stærkt kvartal med høj europæisk vækst og en klar forbedring i USA. I Europa blev de europæiske virksomheders indtjening hjulpet af den lave euro og oliepris, og det gav grobund for en højere europæisk vækst og en forbedret konkurrenceevne på eksportmarkederne.

Virksomhedernes kreditkvalitet er styrket som følge af de positive vækstudsigter, og vi har endnu ikke set en tydelig tendens til, at virksomhederne øgede deres gældsandel eller foretog aktietilbagekøb eller andre aktionærvenlige tiltag i større stil på bekostning af stigende gældsandel.

Den markante stigning i de underliggende statsrenter og stigende risikoaversion gav anledning til et kraftigt fald i udstedelsesaktiviteten på nye obligationslån. På efterspørgsels-siden faldt investorernes appetit efter nye investeringer som følge af markedsusikkerheden og illikviditeten og som følge af de stigende renter, som gav anledning til negative afkast.

Vi vurderer, at de højere underliggende lange statsrenter nu er mere i tråd med de europæiske vækstudsigter og forventer ikke, at de igen skal ned på de meget lave niveauer, vi så i april. Når uroen igen har lagt sig, forventer vi, at de højere renter vil give anledning til, at investorerne i stigende grad finder investment grade kreditmarkedet attraktivt og igen vil øge efterspørgslen efter virksomhedsobligationer. Men vi forventer også, at der vil være pres på nyudstedelserne, når markedet igen er parat, og det vil ligge en bund under potentialet for indsnævring af kreditspændene. Vi vurderer samlet set, at kreditspændene vil forblive omkring det nuværende niveau, men at udsvingene vil blive større i den kommende periode.

Vi nedbragte afdelingens risiko yderligere i løbet af første halvår, men porteføljen har fortsat en højere risiko end benchmarket i kraft af en relativt højere andel af højtforrentede efterstillede obligationer inden for både finansielle og ikke-finansielle virksomheder. Vi er komfortable med afdelingens højere risiko i forhold til benchmarket, der er nøje udvalgt ud fra en dybdegående analyse af de enkelte obligationer.

Vi forventer, at afdelingens højere risiko, valget af de enkelte virksomhedsobligationer og en generel forsigtighed for at undgå »falling-angels« vil drive afdelingens potentiale for merafkast i den resterende del af 2015.

Selvom afdelingen ligger med en risikoovervægt, og der er visse usikkerhedsmomenter, er vi komfortable med de enkeltobligationer, der er investeret i, hvorfor vi på den korte bane næppe ændrer markant i afdelingens sammensætning.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end udviklingen i de forskellige obligationsmarkeder – blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Euro Investment Grade-Obligationer

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	80.765	107.688
Kursgevinster og tab	-135.309	199.442
Administrationsomkostninger	-19.089	-21.355
Halvårets nettoresultat	-73.634	285.776

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	188.445	245.863
Obligationer	4.660.400	4.975.491
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	36
Afledte finansielle instrumenter	437	2.493
Andre aktiver	64.363	87.379
Aktiver i alt	4.913.646	5.311.262

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	4.906.242	5.304.100
Afledte finansielle instrumenter	4.408	5.131
Anden gæld	2.996	2.031
Passiver i alt	4.913.646	5.311.262

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	5.304.100	5.723.751
Udlodning fra sidste år	-372.339	-288.060
Emissioner i perioden	123.061	140.540
Indløsninger i perioden	-75.217	-194.863
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	271	587
Periodens resultat	-73.634	285.776
Medlemmernes formue ultimo	4.906.242	5.667.730

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	95,0	93,8
Øvrige finansielle instrumenter	-0,1	0,0
I alt finansielle instrumenter	94,9	93,8
Øvrige aktiver og passiver	5,1	6,2
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	4.906.242	5.667.730
Antal andele	44.376.659	48.402.275
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	110,56	117,10
Afkast i DKK (pct)*]	-1,56	5,12
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	-1,88	4,70
Administrationsomk. (pct)*]	0,37	0,37
ÅOP	0,90	0,94

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

Europa

Investerer bredt i europæiske aktier. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investo- rernes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halv- årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investe- ringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risiko- styring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår ne- denfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemme- hørende i eller som handles på markedspladser i lande, der grænser op til Europa. Afdelingen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på euro- pæiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, mod- partsrisiko og valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risi- koforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i halvårs- rapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 16,12 pct., mens benchmark steg 12,96 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter og har mere end indfriet vores forventninger

om positive men beherskede afkast på grund af positive øko- nomiske nøgletal, men renteuero og usikkerheden om Græ- kenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Markedet

De europæiske aktiemarkeder gav et afkast på 12,96 pct. i første halvår 2015. Kursudviklingen var særdeles stærk i de første måneder af året drevet af Den Europæiske Central- banks beslutning om at påbegynde kvantitative lempelser og dermed stimulere den økonomiske vækst ved en særde- les lempelig pengepolitik. Renterne faldt dramatisk, og den 10-årige tyske statsobligation kunne notere historisk lave niveauer på 0,05 pct. for derefter overraskende at stige til 0,76 pct. Den amerikanske vækst skuffede i første halvår og var blandt andet påvirket af ekstraordinære vejrforhold, men også af en marginalt svagere udvikling på eksportmarkeder- ne. Indtjeningsudviklingen for de europæiske markeder var positiv med en moderat indtjeningsvækst, hvor effekten af de økonomiske vækststimuli og en forbedret konkurrenceevne for de europæiske eksportvirksomheder endnu ikke er slået igennem. Aktiemarkederne blev i slutningen af perioden ne- gativt påvirket af usikkerheden omkring Europa og Græken- lands forhandlinger om gældspakken samt folkeafstemning herom d. 5. juli 2015.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 3,16 procentpoint højere end æn- dringen i benchmark. Det positive bidrag var især skabt ved aktievalget i finanssektoren, hvor især selskaber som ING og UBS skilte sig ud, idet de steg med mere end 35 pct. Healt- hcare og energi var også betydelige bidragydere, hvor særligt biotekselskabet Genmab steg med mere end 55 pct. De to specialpharma-aktier Shire og Novo var ligeledes gode bi- dragydere. I energi var fravalget af integrerede energiselska- ber over for tilvalgene af Lundin Petroleum og olieservicesel- skabet Petrofac også store bidragydere til resultatskabelsen. På den negative side var det råvareselskaberne Glencore og Antofagasta, som trak resultatskabelsen ned. Disse selska- ber skal til dels ses som en modvægt til fravalget af integre- rede energiselskaber.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret	
Udbyttebetalende	
Introduceret: Juni 1989	
Risikoindeksator (1-7): 6	
Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter	
Fondskode: DK0010252956	
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S	

BRANCHEFORDELING

Finans	28,4%
Sundhedspleje	14,0%
Konsumtvarer	12,3%
Forbrugsgoder	11,8%
Industri	10,7%
Øvrige inkl. likvide	22,8%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,99
Standardafvigelse	11,85
Tracking error	2,95
Information Ratio	0,28
Sharpe Ratio (benchm.)	0,93
Standardafvigelse (benchm.)	11,74
Active share	75,15

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Europa

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

Prisfastsættelsen af de europæiske aktiemarkeder er steget pænt i såvel de senere år som i indeværende halvår. Det europæiske aktiemarked er attraktivt prisfastsat relativt til øvrige aktiemarkeder baseret på en forudsætning om en positiv indtjeningsudvikling. Reduceres eller udebliver den forventede indtjeningsudvikling, eksempelvis som følge af en negativ økonomisk eller geopolitisk udvikling, forøges usikkerheden.

Den fastlåste situation mellem Europa og den græske regering i forhandlingerne om økonomisk og finansiel støtte til den græske økonomi er en usikkerhedsfaktor for markederne. Den finansielle sektors kapitalisering er væsentligt forbedret, og den økonomiske betydning af græsk økonomi i et europæisk perspektiv er begrænset. Men situationen vil på kort sigt øge usikkerheden på de finansielle markeder og få en afsmittende effekt på de sydeuropæiske rente- og aktiemarkeder. Den Europæiske Centralbank har modsat tilkendegivet, at man har alle forhåndenværende værktøjer parat og er villig til at anvende disse, såfremt der måtte være behov for det.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer moderat positive aktiemarkeder i resten af 2015 understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne.

Afdelingens største overvægt ved udgangen af første halvår 2015 er forsikringsselskaber, hvor hovedvægten ligger på en stærk forsikringsteknisk drift, it- og Materialeselskaber, hvor forretningsmodellen giver grobund for fortsat indtjeningsvækst. Herudover har vi fokus på selskaber, der generelt på tværs af sektorer indeholder et vist potentiale og vilje til interne forbedringer. Integrerede energiselskaber, hvor den gældende dividendepolitik opretholdes ved gældsoptagelse og eller underinvesteringer vurderes som værende en væsentlig risikokoncentration i porteføljen. Dertil kommer selskaber, der er underlagt lave konkurrencebarrierer og eller skiftende regulatoriske regimer, som på lang sigt begrænser selskabets strategiske manøvrerum og evne til at differentiere og prissætte sine produkter attraktivt. Eksempler herpå findes i forsynings- og telekommunikationsindustrierne.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteudviklingen.

Europa

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	39.914	21.309
Kursgevinster og tab	236.915	24.136
Administrationsomkostninger	-11.935	-6.353
Resultat før skat	264.894	39.092
Rente- og udbytteskat	-2.264	-676
Halvårets nettoresultat	262.630	38.416

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	29.048	35.173
Kapitalandele	1.603.440	1.560.448
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	775
Andre aktiver	7.379	4.091
Aktiver i alt	1.639.868	1.600.486

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	1.634.242	1.599.382
Mellemværende vedr. handelsafvikling	3.723	0
Anden gæld	1.903	1.104
Passiver i alt	1.639.868	1.600.486

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	1.599.382	888.446
Emissioner i perioden	70.390	177.940
Indløsninger i perioden	-299.155	-114.259
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	994	861
Periodens resultat	262.630	38.416
Medlemmernes formue ultimo	1.634.242	991.404

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,1	97,6
I alt finansielle instrumenter	98,1	97,6
Øvrige aktiver og passiver	1,9	2,4
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.634.242	991.404
Antal andele	10.953.754	7.822.816
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	149,19	126,73
Afkast i DKK [pct]*]	16,12	4,24
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	12,96	6,08
Administrationsomk. [pct]*]	0,70	0,70
ÅOP	1,62	1,71

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

Europa Fokus

Investorerer fokuseret i europæiske aktier. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer i aktier, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i eller som handles på markedspladser i lande, der grænser op til Europa. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko primært i forhold til udviklingen på europæiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 1. halvår et afkast på 15,63 pct., mens benchmark steg 12,96 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter og har mere end indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af positive økonomiske

nøgletal, men renteuro og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af andet kvartal 2015.

Markedet

De europæiske aktiemarkeder gav et afkast på 12,96 pct. i første halvår 2015. Kursudviklingen var særdeles stærk i de første måneder af året drevet af Den Europæiske Centralbanks beslutning om at påbegynde kvantitative lempelser og dermed stimulere den økonomiske vækst ved en særdeles lempelig pengepolitik. Renterne faldt dramatisk, og den 10-årige tyske statsobligation kunne notere historisk lave niveauer på 0,05 pct. for derefter overraskende at stige til 0,76 pct. Den amerikanske vækst skuffede i første halvår og var blandt andet påvirket af ekstraordinære vejforhold, men også af en marginalt svagere udvikling på eksportmarkederne. Indtjeningsudviklingen for de europæiske markeder var positiv med en moderat indtjeningsvækst, hvor effekten af de økonomiske vækststimuli og en forbedret konkurrenceevne for de europæiske eksportvirksomheder endnu ikke er slået igennem. Aktiemarkederne blev i slutningen af perioden negativt påvirket af usikkerheden omkring Europa og Grækenlands forhandlinger om gældspakken samt folkeafstemning herom d. 5. juli 2015.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 2,67 procentpoint bedre end ændringen i benchmark. Generelt har bidragene til merafkastet i forhold til benchmark været bredt forankret i porteføljen, ligesom de negative bidrag har været begrænsede. Største positive bidrag kom fra Pirelli, der steg 37,7 pct. bl.a. som følge af et opkøbstilbud på selskabet. Herudover har de største bidrag været Novo Nordisk og franske BIC, der steg hhv. 41,6 pct. og 32,2 pct. Omvendt har Hugo Boss og Iliad bidraget negativt til performance, idet begge aktier har været stort set flade i første halvår. I Hugo Boss går udviklingen med at konvertere til egne butikker langsommere end ventet, ligesom omkostningerne hertil er højere, hvilket har påvirket resultatet negativt.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juli 1998
Risikoindeksator [1-7]: 6
Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010245901
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

BRANCHEFORDELING

Industri	19,5%
Forbrugsgoder	18,0%
Sundhedspleje	17,7%
Finans	13,8%
Konsumentvarer	10,9%
Øvrige inkl. likvide	20,1%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,79
Standardafvigelse	13,70
Tracking error	5,66
Information Ratio	-0,03
Sharpe Ratio (benchm.)	0,90
Standardafvigelse (benchm.)	12,13
Active share	92,00

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Europa Fokus

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

Afdelingens største overvægt ved udgangen af 1. halvår er selskaber med en robust forretningsmodel, der typisk opererer inden for niches, der giver dem mulighed for at skabe et højt afkast på kapitalen. Vi er fortsat undervægtet i sydeuropæiske finansaktier samt i forsynings- og olieselskaber, idet selskaberne ikke opfylder vores investeringskriterier. Til trods for fravalg af disse sektorer og områder er det dog vores vurdering, at fejlagtige tilvalg udgør en større risiko end de bevidste fravalg.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer moderat positive aktiemarkeder i resten af 2015 understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne.

Afdelingens største overvægt ved udgangen af første halvår er aktier inden for special pharma, industriel service og forbrugsgoder, herunder specielt relateret til autobranschen i form af Pirelli og Continental. Generelt er det vores vurdering, at vi har en portefølje bestående af kvalitetselskaber med globalt fokus, rimelig prisfastsættelse og stærke balancer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

Europa Fokus

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	12.031	16.320
Kursgevinster og tab	86.981	-1.968
Administrationsomkostninger	-5.243	-6.870
Resultat før skat	93.769	7.482
Rente- og udbytteskat	-775	-450
Halvårets nettoresultat	92.994	7.032

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	22.431	20.120
Kapitalandele	594.478	572.398
Mellemværende vedr. handelsafvikling	9.071	0
Andre aktiver	4.148	4.105
Aktiver i alt	630.128	596.622

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	628.346	596.181
Mellemværende vedr. handelsafvikling	935	0
Anden gæld	847	441
Passiver i alt	630.128	596.622

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	596.181	819.283
Emissioner i perioden	7.350	93.761
Indløsninger i perioden	-68.369	-44.697
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	190	451
Periodens resultat	92.994	7.032
Medlemmernes formue ultimo	628.346	875.829

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	94,6	96,0
I alt finansielle instrumenter	94,6	96,0
Øvrige aktiver og passiver	5,4	4,0
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	628.346	875.829
Antal andele	4.971.752	7.771.816
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	126,38	112,69
Afkast i DKK [pct]*]	15,63	0,96
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	12,96	6,08
Administrationsomk. [pct]*]	0,80	0,81
ÅOP	1,81	1,91

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

Europa Fokus – Akkumulerende KL

Investorerer fokuseret i europæiske aktier. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer i aktier, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i eller som handles på markedspladser i lande, der grænser op til Europa. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko primært i forhold til udviklingen på europæiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 1. halvår et afkast på 15,74 pct., mens benchmark steg 12,96 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter og har mere end indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af positive økonomiske

nøgletal, men renteuero og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af andet kvartal 2015.

Markedet

De europæiske aktiemarkeder gav et afkast på 12,96 pct. i første halvår 2015. Kursudviklingen var særdeles stærk i de første måneder af året drevet af Den Europæiske Centralbanks beslutning om at påbegynde kvantitative lempelser og dermed stimulere den økonomiske vækst ved en særdeles lempelig pengepolitik. Renterne faldt dramatisk, og den 10-årige tyske statsobligation kunne notere historisk lave niveauer på 0,05 pct. for derefter overraskende at stige til 0,76 pct. Den amerikanske vækst skuffede i første halvår og var blandt andet påvirket af ekstraordinære vejforhold, men også af en marginalt svagere udvikling på eksportmarkederne. Indtjeningsudviklingen for de europæiske markeder var positiv med en moderat indtjeningsvækst, hvor effekten af de økonomiske vækststimuli og en forbedret konkurrenceevne for de europæiske eksportvirksomheder endnu ikke er slået igennem. Aktiemarkederne blev i slutningen af perioden negativt påvirket af usikkerheden omkring Europa og Grækenlands forhandlinger om gældspakken samt folkeafstemning herom d. 5. juli 2015.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 2,78 procentpoint bedre end ændringen i benchmark. Generelt har bidragene til merafkastet i forhold til benchmark været bredt forankret i porteføljen, ligesom de negative bidrag har været begrænsede. Største positive bidrag kom fra Pirelli, der steg 37,7 pct. bl.a. som følge af et opkøbstilbud på selskabet. Herudover har de største bidrag været Novo Nordisk og franske BIC, der steg hhv. 41,6 pct. og 32,2 pct. Omvendt har Hugo Boss og Iliad bidraget negativt til performance, idet begge aktier har været stort set flade i første halvår. I Hugo Boss går udviklingen med at konvertere til egne butikker langsommere end ventet, ligesom omkostningerne hertil er højere, hvilket har påvirket resultatet negativt.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Juni 2010
Risikoindikator [1-7]: 6
Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060229011
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

BRANCHEFORDELING

Industri	19,3%
Forbrugsgoder	17,8%
Sundhedspleje	17,5%
Finans	13,7%
Konsumentvarer	10,7%
Øvrige inkl. likvide	21,0%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,83
Standardafvigelse	13,46
Tracking error	5,88
Information Ratio	0,02
Sharpe Ratio (benchm.)	0,93
Standardafvigelse (benchm.)	11,74
Active share	92,03

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Europa Fokus – Akkumulerende KL

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

Afdelingens største overvægt ved udgangen af 1. halvår er selskaber med en robust forretningsmodel, der typisk opererer inden for niches, der giver dem mulighed for at skabe et højt afkast på kapitalen. Vi er fortsat undervægtet i sydeuropæiske finansaktier samt i forsynings- og olieselskaber, idet selskaberne ikke opfylder vores investeringskriterier. Til trods for fravalg af disse sektorer og områder er det dog vores vurdering, at fejlagtige tilvalg udgør en større risiko end de bevidste fravalg.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer moderat positive aktiemarkeder i resten af 2015 understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne.

Afdelingens største overvægt ved udgangen af første halvår er aktier inden for special pharma, industriel service og forbrugsgoder, herunder specielt relateret til autobranschen i form af Pirelli og Continental. Generelt er det vores vurdering, at vi har en portefølje bestående af kvalitetselskaber med globalt fokus, rimelig prisfastsættelse og stærke balancer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

Europa Fokus – Akkumulerende KL

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	21.221	27.251
Kursgevinster og tab	148.096	-2.393
Administrationsomkostninger	-9.223	-11.518
Resultat før skat	160.095	13.341
Rente- og udbytteskat	-1.640	-2.546
Halvårets nettoresultat	158.454	10.794

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	52.775	33.506
Kapitalandele	1.091.065	987.144
Mellemværende vedr. handelsafvikling	16.652	312
Andre aktiver	6.202	5.066
Aktiver i alt	1.166.693	1.026.028

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	1.163.405	1.025.262
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.734	0
Anden gæld	1.554	767
Passiver i alt	1.166.693	1.026.028

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	1.025.262	1.445.159
Emissioner i perioden	20.444	33.846
Indløsninger i perioden	-40.931	-23.788
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	175	179
Periodens resultat	158.454	10.794
Medlemmernes formue ultimo	1.163.405	1.466.191

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	93,8	96,3
I alt finansielle instrumenter	93,8	96,3
Øvrige aktiver og passiver	6,2	3,7
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.163.405	1.466.191
Antal andele	6.537.639	9.250.638
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	177,95	158,50
Afkast i DKK [pct]*]	15,74	0,76
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	12,96	6,08
Administrationsomk. [pct]*]	0,80	0,79
ÅOP	1,83	1,92

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

Europa Højt Udbytte

Investorerer i europæiske aktier med forventet høj udbytteevne. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i eller som handles på markedspladser i lande, der grænser op til Europa. Afdelingen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på europæiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 1. halvår 2015 et afkast på 11,27 pct., mens benchmark steg 12,96 pct. Afdelingens afkast var

således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har mere end indfriet vores forventninger om et positivt men behersket afkast.

Markedet

De europæiske aktiemarkeder gav et afkast på 12,96 pct. i første halvår 2015. Kursudviklingen var særdeles stærk i de første måneder af året drevet af Den Europæiske Centralbanks beslutning om at påbegynde kvantitative lempelser og dermed stimulere den økonomiske vækst ved en særdeles lempelig pengepolitik. Renterne faldt dramatisk, og den 10-årige tyske statsobligation kunne notere historisk lave niveauer på 0,05 pct. for derefter overraskende at stige til 0,76 pct. Den amerikanske vækst skuffede i første halvår og var blandt andet påvirket af ekstraordinære vejrforhold, men også af en marginalt svagere udvikling på eksportmarkederne.

Indtjeningsudviklingen for de europæiske markeder var positiv med en moderat indtjeningsvækst, hvor effekten af de økonomiske vækststimuli og en forbedret konkurrenceevne for de europæiske eksportvirksomheder endnu ikke er slået igennem. Aktiemarkederne blev i slutningen af perioden negativt påvirket af usikkerheden omkring Europa og Grækenlands forhandlinger om gældspakken samt folkeafstemning herom d. 5. juli 2015.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 1,69 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Det skyldtes dels, at vores forsigtige sektorfordeling med overvægt inden for forsyning og undervægt inden for cyklisk forbrug var ugunstig i forhold til de forbedrede økonomiske udsigter for Europa, dels at vores aktieudvælgelse med fokus på høje udbytter inden for særligt energi, telekommunikation og sundhed bidrog negativt. I energi bød Royal Dutch Shell på konkurrenten BG Group med en præmie på 54 pct. ud fra et ønske om at styrke kvaliteten af selskabets aktiver. Royal Dutch Shell faldt på denne baggrund 9 pct. i første halvår og blev vores dårligste aktie. På samme tid bidrog vores undervægt i BG Group negativt. I telekommunikationssektoren var der fokus på konsolidering, hvilket vores selskaber ikke er så eksponeret imod. Og

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Oktober 2003
Risikoindeks (1-7): 6
Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0016253651
Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

BRANCHEFORDELING

Finans	29,8%
Konsumentvarer	14,8%
Sundhedspleje	11,1%
Forsyning	10,0%
Telekommunikation	9,9%
Øvrige inkl. likvide	24,4%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,95
Standardafvigelse	11,38
Tracking error	3,08
Information Ratio	-0,05
Sharpe Ratio (benchm.)	0,93
Standardafvigelse (benchm.)	11,74
Active share	78,53

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Europa Højt Udbytte

i sundhed var det de mest vækstorienterede selskaber med Novo Nordisk i spidsen, som trak sektorens afkast. Vi havde ikke aktier i Novo Nordisk, da udbyttensniveauet er for lavt for porteføljen. Derudover gav AstraZeneca, som vi har i porteføljen, nul i afkast efter en stærk udvikling i 2014. Inden for finans bidrog aktievalget derimod positivt, både inden for banker og forsikring. Blandt bankerne klarede både Nordea og DNB sig godt med stigninger på mere end 20 pct. Vi valgte i øvrigt at skifte engelske HSBC ud med den svenske bank SEB. I forsikring var det særligt engelske Direct Line Group, som klarede sig godt med en stigning på 31 pct. Efter gennemførelse af frasalget af selskabets italienske og tyske aktiviteter, kunne Direct Line Group udlodde 9 pct. af sin markedsværdi som ekstra udbytte ultimo halvåret. Franske AXA klarede sig også fint med en stigning på 21 pct., hvorved den kom op på samme prisfastsættelse som flere af de øvrige selskaber i sektoren. Endelig fik vi også et rigtig godt afkast fra dækproducenten Michelin, som på baggrund af gode salgstal og udsigten til prisstigninger steg 27 pct. Dette opvejede nogenlunde det negative bidrag fra undervægten inden for cyklisk forbrug.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

Herudover kan stigende skatter, direkte eller indirekte, eller ændret regulering for særligt energi-, forsynings- og teleselskaber påvirke afkastet i afdelingen negativt.

Afdelingen har fokus på aktier med et højt udbytte. Afdelingens største overvægte ved udgangen af første halvår 2015 er på sektorniveau forsikring, forsyning og telekommunikation, som er de sektorer, hvor vi finder flest selskaber med høje udbyttebetalinger. Modsat er vores største undervægte inden for forbrugsgoder, banker og teknologi, hvor meget få selskaber betaler høje udbytter. Afdelingens stil kan derfor have betydning for investorernes fremtidige afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer moderat positive aktiemarkeder i resten af 2015 understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valget af enkeltaktier, som forventes at kunne betale høje udbytter. Vi har en høj eksponering inden for forsyning og telekommunikation, som forventes at give stabilitet i porteføljen. Vi er derimod mere forsigtige inden for de cykliske sektorer, hvor vi primært fokuserer på industriselskaber med globale afsætningsmuligheder. Inden for finans har vi fokus på forsikringselskaber med solide driftsresultater og høje udbyttebetalinger. Til gengæld har vi en begrænset eksponering til banker, som i de fleste tilfælde ikke kan betale attraktive udbytter på grund af ny regulering og behov for konsolidering.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

Europa Højt Udbytte

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	86.941	77.680
Kursgevinster og tab	203.772	104.303
Administrationsomkostninger	-18.461	-17.210
Resultat før skat	272.252	164.772
Rente- og udbytteskat	-3.370	5.137
Halvårets nettoresultat	268.882	169.909

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	16.847	35.163
Kapitalandele	2.075.420	2.236.059
Andre aktiver	30.032	16.509
Aktiver i alt	2.122.299	2.287.731
PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	2.119.469	2.286.019
Anden gæld	2.830	1.712
Passiver i alt	2.122.299	2.287.731

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	2.286.019	2.046.153
Udlodning fra sidste år	-96.489	-39.120
Emissioner i perioden	119.731	74.459
Indløsninger i perioden	-460.266	-131.330
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.591	586
Periodens resultat	268.882	169.909
Medlemmernes formue ultimo	2.119.469	2.120.657

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,9	97,8
I alt finansielle instrumenter	97,9	97,8
Øvrige aktiver og passiver	2,1	2,2
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.119.469	2.120.657
Antal andele	12.224.030	13.171.801
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi [DKK pr. andel]	173,39	161,00
Afkast i DKK [pct]*]	11,27	8,57
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	12,96	6,08
Administrationsomk. [pct]*]	0,80	0,83
ÅOP	1,74	1,87

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

Europa Højt Udbytte – Akkumulerende KL

Investerer i europæiske aktier med forventet høj udbytteevne. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Afdelingen udbydes i to andelsklasser:

- Europa Højt Udbytte – Akkumulerende, klasse DKK
- Europe High Dividend, klasse NOK

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på de følgende sider.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider.

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

Europa Højt Udbytte – Akkumulerende KL

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	38.108	31.119
Kursgevinster og tab	52.296	41.916
Administrationsomkostninger	-7.667	-6.852
Resultat før skat	82.737	66.183
Rente- og udbytteskat	-1.569	1.947
Halvårets nettoresultat	81.168	68.130

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	5.249	16.261
Kapitalandele	987.089	763.310
Andre aktiver	13.149	6.466
Aktiver i alt	1.005.488	786.037

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	1.004.139	785.436
Anden gæld	1.349	601
Passiver i alt	1.005.488	786.037

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	785.436	834.831
Emissioner i perioden	168.789	0
Indløsninger i perioden	-31.850	-95.564
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	596	237
Periodens resultat	81.168	68.130
Medlemmernes formue ultimo	1.004.139	807.635

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,3	97,2
I alt finansielle instrumenter	98,3	97,2
Øvrige aktiver og passiver	1,7	2,8
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.004.139	807.635

*1) Afdelingen er opdelt i andelsklasser, hvorfor en række af nøgletallene herefter vises under de enkelte klasser.

Europa Højt Udbytte – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Europa Højt Udbytte – Akkumulerende KL

Investerer i europæiske aktier med forventet høj udbytteevne. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i eller som handles på markedspladser i lande, der grænser op til Europa. Andelsklassen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på europæiske aktier. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 1. halvår 2015 et afkast på 11,17 pct., mens benchmark steg 12,96 pct. Andelsklassens afkast var

således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har mere end indfriet vores forventninger om et positivt men behersket afkast.

Markedet

De europæiske aktiemarkeder gav et afkast på 12,96 pct. i første halvår 2015. Kursudviklingen var særdeles stærk i de første måneder af året drevet af Den Europæiske Centralbanks beslutning om at påbegynde kvantitative lempelser og dermed stimulere den økonomiske vækst ved en særdeles lempelig pengepolitik. Renterne faldt dramatisk, og den 10-årige tyske statsobligation kunne notere historisk lave niveauer på 0,05 pct. for derefter overraskende at stige til 0,76 pct. Den amerikanske vækst skuffede i første halvår og var blandt andet påvirket af ekstraordinære vejforhold, men også af en marginalt svagere udvikling på eksportmarkederne. Indtjeningsudviklingen for de europæiske markeder var positiv med en moderat indtjeningsvækst, hvor effekten af de økonomiske vækststimuli og en forbedret konkurrenceevne for de europæiske eksportvirksomheder endnu ikke er slået igennem. Aktiemarkederne blev i slutningen af perioden negativt påvirket af usikkerheden omkring Europa og Grækenlands forhandlinger om gældspakken samt folkeafstemning herom d. 5. juli 2015.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 1,79 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Det skyldtes dels, at vores forsigtige sektorfordeling med overvægt inden for forsyning og undervægt inden for cyklisk forbrug var ugunstig i forhold til de forbedrede økonomiske udsigter for Europa, dels at vores aktieudvælgelse med fokus på høje udbytter inden for særligt energi, telekommunikation og sundhed bidrog negativt. I energi bød Royal Dutch Shell på konkurrenten BG Group med en præmie på 54 pct. ud fra et ønske om at styrke kvaliteten af selskabets aktiver. Royal Dutch Shell faldt på denne baggrund 9 pct. i første halvår og blev vores dårligste aktie. På samme tid bidrog vores undervægt i BG Group negativt. I telekommunikationssektoren var der fokus på konsolidering, hvilket vores selskaber ikke er så eksponeret imod. Og

ANDELSKLASSENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Februar 2007
Risikoindeksator [1-7]: 6
Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060058618
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

BRANCHEFORDELING

Finans	29,9%
Konsumentvarer	14,9%
Sundhedspleje	11,2%
Forsyning	10,0%
Telekommunikation	9,9%
Øvrige inkl. likvide	24,1%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,87
Standardafvigelse	12,63
Tracking error	6,06
Information Ratio	-0,17
Sharpe Ratio (benchm.)	0,93
Standardafvigelse (benchm.)	11,74
Active share	78,53

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Europa Højt Udbytte – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Europa Højt Udbytte – Akkumulerende KL

i sundhed var det de mest vækstorienterede selskaber med Novo Nordisk i spidsen, som trak sektorens afkast. Vi havde ikke aktier i Novo Nordisk, da udbyttensiveauet er for lavt for porteføljen. Derudover gav AstraZeneca, som vi har i porteføljen, nul i afkast efter en stærk udvikling i 2014. Inden for finans bidrog aktievalget derimod positivt, både inden for banker og forsikring. Blandt banker klarede både Nordea og DNB sig godt med stigninger på mere end 20 pct. Vi valgte i øvrigt at skifte engelske HSBC ud med den svenske bank SEB. I forsikring var det særligt engelske Direct Line Group, som klarede sig godt med en stigning på 31 pct. Efter gennemførelse af frasalget af selskabets italienske og tyske aktiviteter, kunne Direct Line Group udlodde 9 pct. af sin markedsværdi som ekstra udbytte ultimo halvåret. Franske AXA klarede sig også fint med en stigning på 21 pct., hvorved den kom op på samme prisfastsættelse som flere af de øvrige selskaber i sektoren. Endelig fik vi også et rigtig godt afkast fra dækproducenten Michelin, som på baggrund af gode salgstal og udsigten til prisstigninger steg 27 pct. Dette opvejede nogenlunde det negative bidrag fra undervægten inden for cyklisk forbrug.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

Herudover kan stigende skatter, direkte eller indirekte, eller ændret regulering for særligt energi-, forsynings- og teleselskaber påvirke afkastet i andelsklassen negativt.

Andelsklassen har fokus på aktier med et højt udbytte. Andelsklassens største overvægte ved udgangen af første halvår 2015 er på sektorniveau forsikring, forsyning og telekommunikation, som er de sektorer, hvor vi finder flest sel-

skaber med høje udbyttebetalinger. Modsat er vores største undervægte inden for forbrugsgoder, banker og teknologi, hvor meget få selskaber betaler høje udbytter. Andelsklassens stil kan derfor have betydning for investorernes fremtidige afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer moderat positive aktiemarkeder i resten af 2015 understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valget af enkeltaktier, som forventes at kunne betale høje udbytter. Vi har en høj eksponering inden for forsyning og telekommunikation, som forventes at give stabilitet i porteføljen. Vi er derimod mere forsigtige inden for de cykliske sektorer, hvor vi primært fokuserer på industriselskaber med globale afsætningsmuligheder. Inden for finans har vi fokus på forsikringsselskaber med solide driftsresultater og høje udbyttebetalinger. Til gengæld har vi en begrænset eksponering til banker, som i de fleste tilfælde ikke kan betale attraktive udbytter på grund af ny regulering og behov for konsolidering.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

Europa Højt Udbytte – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Europa Højt Udbytte – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	89.016	74.658
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-7.565	-6.528
Klassens resultat	81.451	68.130

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	785.436	834.831
Emissioner i perioden	154.141	0
Indløsninger i perioden	-31.850	-95.564
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	593	237
Periodens resultat	81.451	68.130
Medlemmernes formue ultimo	989.771	807.635

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	989.771	807.635
Antal andele	7.329.357	6.703.470
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	135,04	120,48
Afkast i DKK (pct)*]	11,17	8,64
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	12,96	6,08
Administrationsomk. (pct)*]	0,80	0,83
ÅOP	1,74	1,88

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

Europe High Dividend, klasse NOK

Andelsklasse under Europa Højt Udbytte – Akkumulerende KL

Investorerer i europæiske aktier med forventet høj udbytteevne. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i eller som handles på markedspladser i lande, der grænser op til Europa. Andelsklassen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på europæiske aktier. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring"

Afkast og benchmark

Andelsklassen har siden starten den 11. marts 2015 givet et negativt afkast på 0,58 pct. målt i NOK, mens benchmark faldt 0,03 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var såle-

des mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har således ikke indfriet vores forventninger om et positivt men behersket afkast.

Markedet

Den amerikanske vækst skuffede i første halvår og var blandt andet påvirket af ekstraordinære vejrforhold, men også af en marginalt svagere udvikling på eksportmarkederne. Indtjeningsudviklingen for de europæiske markeder var positiv med en moderat indtjeningsvækst, hvor effekten af de økonomiske vækststimuli og en forbedret konkurrenceevne for de europæiske eksportvirksomheder endnu ikke er slået igennem. Aktiemarkederne blev i slutningen af perioden negativt påvirket af usikkerheden omkring Europa og Grækenlands forhandlinger om gældspakken samt folkeafstemning herom d. 5. juli 2015.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,55 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Det skyldtes alene vores aktieudvælgelse inden for særligt energi, sundhed og finans. I energi bød Royal Dutch Shell på konkurrenten BG Group med en præmie på 54 pct. ud fra et ønske om at styrke kvaliteten af selskabets aktiver. Royal Dutch Shell faldt på denne baggrund 9 pct. i perioden. Vi havde tilmed ikke BG Group i porteføljen. I sundhed var det de mest vækstorienterede selskaber med Novo Nordisk i spidsen, som trak sektorens afkast. Vi havde ikke aktier i Novo Nordisk, da udbytteneiveauet er for lavt for porteføljen. Derudover kom GlaxoSmithKline, som vi har i porteføljen, med et svagt regnskab og faldt 11 pct. Inden for finans drog vi fordel af vores overvægt, hvorimod aktievalget, særligt inden for banker, trak ned. Banksektoren klarede sig generelt godt, men det var drevet af banker af lav kvalitet og eller med lave udbyttebetalinger. I forsikring havde vi derimod et stærkt aktievalg, idet særligt engelske Direct Line Group klarede sig godt med en stigning på 7 pct.

Efter gennemførelse af frasalg af selskabets italienske og tyske aktiviteter kunne Direct Line Group udlodde 9 pct. af sin markedsværdi som ekstra udbytte ultimo halvåret. Franske AXA klarede sig også fint med en stigning på 3 pct., hvor-

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Marts 2015
Risikoindekator [1-7]: 5
Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter målt i NOK
Fondskode: DK0060586980
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

BRANCHEFORDELING

Finans	29,9%
Konsumentvarer	14,9%
Sundhedspøje	11,2%
Forsyning	10,0%
Telekommunikation	9,9%
Øvrige inkl. likvide	24,1%

NØGLETAL

Active share	78,53
--------------	-------

Europe High Dividend, klasse NOK

Andelsklasse under Europa Højt Udbytte – Akkumulerende KL

ved den kom op på samme prisfastsættelse som flere af de øvrige selskaber i sektoren. Endelig fik vi også et rigtig godt afkast fra dækproducenten Michelin, som på baggrund af gode salgstal og udsigten til prisstigninger steg 11 pct. Dette medvirkede til at gøre cyklisk forbrug til den bedst performerende sektor i perioden.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

Herudover kan stigende skatter, direkte eller indirekte, eller ændret regulering for særligt energi-, forsynings- og teleselskaber påvirke afkastet i andelsklassen negativt.

Andelsklassen har fokus på aktier med et højt udbytte.

Andelsklassens største overvægte ved udgangen af første halvår 2015 er på sektorniveau forsikring, forsyning og telekommunikation, som er de sektorer, hvor vi finder flest selskaber med høje udbyttebetalinger. Modsat er vores største undervægte inden for forbrugsgoder, banker og teknologi, hvor meget få selskaber betaler høje udbytter. Andelsklassens stil kan derfor have betydning for investorernes fremtidige afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer moderat positive aktiemarkeder i resten af 2015 understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valget af enkeltaktier, som forventes at kunne betale høje udbytter. Vi har en høj eksponering inden for forsyning og telekommunikation, som forventes at give stabilitet i porteføljen. Vi er derimod mere forsigtige inden for de cykliske sektorer, hvor vi primært fokuserer på industriselskaber med globale afsætningsmuligheder. Inden for finans har vi fokus på forsikringsselskaber med solide driftsresultater og høje udbyttebetalinger. Til gengæld har vi en begrænset eksponering til banker, som i de fleste tilfælde ikke kan betale attraktive udbytter på grund af ny regulering og behov for konsolidering.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

Europe High Dividend, klasse NOK

Andelsklasse under Europa Højt Udbytte - Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	11.3.-30.06.15
Andel af resultat af fællesporteføljen	-207
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	-76
Klassens resultat	-283

MEDLEMMERNES FORMUE	11.3.-30.06.15
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i perioden	14.647
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	3
Periodens resultat	-283
Medlemmernes formue ultimo	14.368

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015
Medlemmernes formue (t.DKK)	14.368
Antal andele	169.812
Stykstørrelse i NOK	100
Indre værdi [NOK pr. andel]	99,42
Afkast i NOK [pct]*]	-0,58
Benchmarkafkast i NOK [pct]*]	-0,03
Administrationsomk. [pct]*]	0,85

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

Europa Indeks

Investerer indeksbaseret i europæiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerne afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i eller som handles på markedspladser i lande, der grænser op til Europa. Afdelingen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på europæiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 1. halvår 2015 et afkast på 12,69 pct., mens benchmark steg 12,96 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og har mere end indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men rent-

euro og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Markedet

De europæiske aktiemarkeder gav et afkast på 12,96 pct. i første halvår 2015. Kursudviklingen var særdeles stærk i de første måneder af året drevet af Den Europæiske Centralbanks beslutning om at påbegynde kvantitative lempelser og dermed stimulere den økonomiske vækst ved en særdeles lempelig pengepolitik. Renterne faldt dramatisk, og den 10-årige tyske statsobligation kunne notere historisk lave niveauer på 0,05 pct. for derefter overraskende at stige til 0,76 pct. Den amerikanske vækst skuffede i første halvår og var blandt andet påvirket af ekstraordinære vejrforhold, men også af en marginalt svagere udvikling på eksportmarkederne. Indtjeningsudviklingen for de europæiske markeder var positiv med en moderat indtjeningsvækst, hvor effekten af de økonomiske vækststimuli og en forbedret konkurrenceevne for de europæiske eksportvirksomheder endnu ikke er slået igennem. Aktiemarkederne blev i slutningen af perioden negativt påvirket af usikkerheden omkring Europa og Grækenlands forhandlinger om gældspakken samt folkeafstemning herom d. 5. juli 2015.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,27 procentpoint lavere end ændringen i benchmark, og der var således en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udvikling i benchmark.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: September 1984
Risikoindeks [1-7]: 6
Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010266311
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

BRANCHEFORDELING

Finans	23,0%
Sundhedspleje	13,5%
Konsumentvarer	13,5%
Forbrugsgoder	11,6%
Industri	10,5%
Øvrige inkl. likvide	27,9%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,94
Standardafvigelse	11,55
Tracking error	0,54
Information Ratio	-0,14
Sharpe Ratio (benchm.)	0,93
Standardafvigelse (benchm.)	11,74
Active share	4,88

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Europa Indeks

Prisfastsættelsen af de europæiske aktiemarkeder er steget pænt i såvel de senere år som i indeværende halvår. Det europæiske aktiemarked er attraktivt prisfastsat relativt til øvrige aktiemarkeder baseret på en forudsætning om en positiv indtjeningsudvikling. Reduceres eller udebliver den forventede indtjeningsudvikling, eksempelvis som følge af en negativ økonomisk eller geopolitisk udvikling, forøges usikkerheden.

Den fastlåste situation mellem Europa og den græske regering i forhandlingerne om økonomisk og finansiel støtte til den græske økonomi er en usikkerhedsfaktor for markederne. Den finansielle sektors kapitalisering er væsentligt forbedret, og den økonomiske betydning af græsk økonomi i et europæisk perspektiv er begrænset. Men situationen vil på kort sigt øge usikkerheden på de finansielle markeder og få en afsmittende effekt på de sydeuropæiske rente- og aktiemarkeder. Den Europæiske Centralbank har modsat tilkendegivet, at man har alle forhåndenværende værktøjer parat og er villig til at anvende disse, såfremt der måtte være behov for det.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer moderat positive aktiemarkeder i resten af 2015 understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger det valgte benchmark. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

Europa Indeks

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	12.605	12.193
Kursgevinster og tab	37.464	10.740
Administrationsomkostninger	-1.448	-1.122
Resultat før skat	48.621	21.811
Rente- og udbytteskat	-640	10
Halvårets nettoresultat	47.980	21.821

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	3.346	3.476
Kapitalandele	499.457	371.406
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	716
Andre aktiver	4.094	2.852
Aktiver i alt	506.897	378.450
PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	506.662	378.342
Anden gæld	234	108
Passiver i alt	506.897	378.450

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	378.342	349.416
Emissioner i perioden	81.593	8.474
Indløsninger i perioden	-1.544	-20.878
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	290	81
Periodens resultat	47.980	21.821
Medlemmernes formue ultimo	506.662	358.915

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,4	98,2
Øvrige finansielle instrumenter	0,2	0,0
I alt finansielle instrumenter	98,6	98,2
Øvrige aktiver og passiver	1,4	1,8
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET

	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	506.662	358.915
Antal andele	5.095.122	4.080.705
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	99,44	87,95
Afkast i DKK [pct]*]	12,69	6,44
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	12,96	6,08
Administrationsomk. [pct]*]	0,30	0,32
ÅOP	0,71	0,86

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

Europa Indeks BNP

Investerer indeksbaseret i henhold til et BNP-vægtet indeks i europæiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. Afdelingen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på europæiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 1. halvår 2015 et afkast på 13,35 pct., mens benchmark steg 13,49 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og har mere end indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteuro og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Markedet

De europæiske aktiemarkeder gav et afkast på 12,96 pct. i første halvår 2015. Kursudviklingen var særdeles stærk i de første måneder af året drevet af Den Europæiske Centralbanks beslutning om at påbegynde kvantitative lempelser og dermed stimulere den økonomiske vækst ved en særdeles lempelig pengepolitik. Renterne faldt dramatisk, og den 10-årige tyske statsobligation kunne notere historisk lave niveauer på 0,05 pct. for derefter overraskende at stige til 0,76 pct. Den amerikanske vækst skuffede i første halvår og var blandt andet påvirket af ekstraordinære vejrforhold, men også af en marginalt svagere udvikling på eksportmarkederne. Indtjeningsudviklingen for de europæiske markeder var positiv med en moderat indtjeningsvækst, hvor effekten af de økonomiske vækststimuli og en forbedret konkurrenceevne for de europæiske eksportvirksomheder endnu ikke er slået igennem. Aktiemarkederne blev i slutningen af perioden negativt påvirket af usikkerheden omkring Europa og Grækenlands forhandlinger om gældspakken samt folkeafstemning herom d. 5. juli 2015.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,14 procentpoint lavere end ændringen i benchmark, og der var således en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udvikling i benchmark.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

Prisfastsættelsen af de europæiske aktiemarkeder er steget pænt i såvel de senere år som i indeværende halvår. Det europæiske aktiemarked er attraktivt prisfastsat relativt til øvrige aktiemarkeder baseret på en forudsætning om en positiv indtjeningsudvikling. Reduceres eller udebliver den

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret	
Udbyttebetalende	
Introduceret: Juni 1989	
Risikoindeks [1-7]: 6	
Benchmark: MSCI Europe BNP inkl. nettoudbytter	
Fondskode: DK0015737563	
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S	

BRANCHEFORDELING

Finans	25,0%
Forbrugsgoder	12,2%
Industri	11,2%
Konsumtvarer	10,5%
Sundhedspleje	9,3%
Øvrige inkl. likvide	31,8%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,77
Standardafvigelse	13,49
Tracking error	1,27
Information Ratio	0,54
Sharpe Ratio (benchm.)	0,71
Standardafvigelse (benchm.)	13,79
Active share	6,41

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Europa Indeks BNP

forventede indtjeningsudvikling, eksempelvis som følge af en negativ økonomisk eller geopolitisk udvikling, forøges usikkerheden.

Den fastlåste situation mellem Europa og den græske regering i forhandlingerne om økonomisk og finansiel støtte til den græske økonomi er en usikkerhedsfaktor for markederne. Den finansielle sektors kapitalisering er væsentligt forbedret, og den økonomiske betydning af græsk økonomi i et europæisk perspektiv er begrænset. Men situationen vil på kort sigt øge usikkerheden på de finansielle markeder og få en afsmittende effekt på de sydeuropæiske rente- og aktiemarkeder. Den Europæiske Centralbank har modsat tilkendegivet, at man har alle forhåndenværende værktøjer parat og er villig til at anvende disse, såfremt der måtte være behov for det.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer moderat positive aktiemarkeder i resten af 2015 understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger det valgte benchmark. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

Europa Indeks BNP

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	10.563	6.145
Kursgevinster og tab	39.894	9.642
Administrationsomkostninger	-1.295	-739
Resultat før skat	49.163	15.048
Rente- og udbytteskat	-703	676
Halvårets nettoresultat	48.460	15.724

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	3.931	3.293
Kapitalandele	417.293	433.971
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	89
Andre aktiver	2.402	1.554
Aktiver i alt	423.626	438.908
PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	423.409	438.732
Anden gæld	217	176
Passiver i alt	423.626	438.908

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	438.732	154.595
Emissioner i perioden	17.544	72.980
Indløsninger i perioden	-81.591	-6.198
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	264	51
Periodens resultat	48.460	15.724
Medlemmernes formue ultimo	423.409	237.151

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,5	98,9
Øvrige finansielle instrumenter	0,1	0,0
I alt finansielle instrumenter	98,6	98,9
Øvrige aktiver og passiver	1,4	1,1
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	423.409	237.151
Antal andele	1.163.679	724.444
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	363,85	327,36
Afkast i DKK [pct]*]	13,35	7,35
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	13,49	6,76
Administrationsomk. [pct]*]	0,30	0,37
ÅOP	0,71	0,89

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

Europa Small Cap

Investerer fokuseret i aktier i mindre og mellemstore europæiske selskaber. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier i mindre og mellemstore selskaber, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i eller som handles på markedspladser i lande, der grænser op til Europa. Afdelingen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på europæiske aktier i mindre og mellemstore selskaber. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, risici tilknyttet investeringsstilen, modpartsrisiko og valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et positivt afkast på 17,78 pct., mens benchmark steg 20,44 pct. Afdelingens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har mere end indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteuro og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Markedet

Det europæiske aktiemarked for små og mellemstore virksomheder gav i første halvår 2015 et positivt afkast på 20,44 pct. Dermed klarede de mindre aktier sig klart bedre end de store aktier, der steg 12,96 pct.

De europæiske aktiemarkeder gav et afkast på 12,96 pct. i første halvår 2015. Kursudviklingen var særdeles stærk i de første måneder af året drevet af Den Europæiske Centralbanks beslutning om at påbegynde kvantitative lempelser og dermed stimulere den økonomiske vækst ved en særdeles lempelig pengepolitik. Renterne faldt dramatisk, og den 10-årige tyske statsobligation kunne notere historisk lave niveauer på 0,05 pct. for derefter overraskende at stige til 0,76 pct. Den amerikanske vækst skuffede i første halvår og var blandt andet påvirket af ekstraordinære vejrforhold, men også af en marginalt svagere udvikling på eksportmarkederne. Indtjeningsudviklingen for de europæiske markeder var positiv med en moderat indtjeningsvækst, hvor effekten af de økonomiske vækststimuli og en forbedret konkurrenceevne for de europæiske eksportvirksomheder endnu ikke er slået igennem. Aktiemarkederne blev i slutningen af perioden negativt påvirket af usikkerheden omkring Europa og Grækenlands forhandlinger om gældspakken samt folkeafstemning herom d. 5. juli 2015.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 2,66 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Det ikke-tilfredsstillende relative afkast skyldes primært, at en række af vores aktier "kun" har leveret et positivt afkast på omkring 10 pct. Da vores benchmark er steget med 20,44 pct. har disse aktier bidraget negativt

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret	
Udbyttebetalende	
Introduceret: Maj 1999	
Risikoindeks (1-7): 6	
Benchmark: MSCI Europe Small Cap inkl. nettoudbytter	
Fondskode: DK0060046019	
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S	

BRANCHEFORDELING

Industri	28,5%
Forbrugsgoder	19,7%
Materialer	17,0%
Konsumtvarer	13,0%
Sundhedspleje	10,2%
Øvrige inkl. likvide	11,6%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,90
Standardafvigelse	14,99
Tracking error	5,18
Information Ratio	-0,40
Sharpe Ratio (benchm.)	1,14
Standardafvigelse (benchm.)	13,58
Active share	97,73

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Europa Small Cap

til den relative performance. Enkelte aktier har dog skuffet. Tyske Elring Klinger, der er underleverandør til bilindustrien, var blandt disse med et fald på 12 pct. målt i EUR, hvor vi overvejer vores position. På den positive side har tyske Sartorius, der producerer udstyr til pharma-industrien, og det hollandske industrikonglomerat THK, bidraget positivt.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

Afdelingen har fokus på kvalitetsselskaber, der har en stærk markedsposition, fleksibel forretningsmodel, en stærk balance og evne til at generere pengestrømme. Derfor vil afdelingen få modvind såfremt markedets risikopræmie falder, og selskaber af lav kvalitet efterspørges. Afdelingen er undervægtet i finanssektoren, hvor vi ikke har fundet mange interessante investeringer. En stærk udvikling i denne sektor vil derfor ramme afdelingen negativt.

Den største overvægt findes i industrisektoren, hvor selskabernes overordnede vækst delvist afhænger af udviklingen i den globale økonomi. En dårlig udvikling i industrisektoren vil derfor ramme afdelingens afkast negativt. Dog er eksponeringerne i sektoren vidt forgrenede både geografisk og med hensyn til typer af slutmarkeder.

Afdelingen fokuserer på små og mellemstore virksomheder, og det vil således påvirke afdelingens relative afkast negativt, hvis de største selskaber i resten af 2015 skulle klare sig bedre end disse.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer moderat positive aktiemarkeder i resten af 2015 understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne.

Vi forventer, at små og mellemstore aktier vil klare sig bedre end de store aktier i den resterende del af 2015, hvilket ofte har været tilfældet i et historisk perspektiv. Største overvægt er i industrisektoren, men dette er mere en følge af forventninger til de enkelte aktier, vi har investeret i, end det er baseret på overordnede forventninger til sektoren.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteudviklingen.

Europa Small Cap

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	48.046	48.461
Kursgevinster og tab	492.849	59.835
Administrationsomkostninger	-23.653	-25.069
Resultat før skat	517.241	83.228
Rente- og udbytteskat	-3.213	-4.520
Halvårets nettoresultat	514.028	78.708

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	41.791	42.479
Kapitalandele	2.572.916	2.938.913
Andre aktiver	10.250	7.757
Aktiver i alt	2.624.957	2.989.150

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	2.578.698	2.986.917
Mellemværende vedr. handelsafvikling	42.590	0
Anden gæld	3.670	2.233
Passiver i alt	2.624.957	2.989.150

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	2.986.917	3.089.203
Emissioner i perioden	21.168	92.137
Indløsninger i perioden	-946.243	-29.706
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	2.827	459
Periodens resultat	514.028	78.708
Medlemmernes formue ultimo	2.578.698	3.230.800


SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,8	98,4
I alt finansielle instrumenter	99,8	98,4
Øvrige aktiver og passiver	0,2	1,6
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.578.698	3.230.800
Antal andele	8.994.492	13.168.011
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi [DKK pr. andel]	286,70	245,35
Afkast i DKK [pct]*]	17,78	2,57
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	20,44	6,14
Administrationsomk. [pct]*]	0,80	0,79
ÅOP	1,85	1,94

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

Europa Small Cap – Akkumulerende KL



Investorerer fokuseret i aktier i mindre og mellemstore europæiske selskaber. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingen udbydes i en andelsklasse:

- Europa Small Cap, klasse NOK

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassens egne investeringer, findes på de følgende sider.

Ledelsesberetning og noter for klassen, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider.

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

Europa Small Cap – Akkumulerende KL

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	11.3.-30.06.15
Renter og udbytter	744
Kursgevinster og tab	-773
Administrationsomkostninger	-264
Resultat før skat	-294
Rente- og udbytteskat	-69
Halvårets nettoresultat	-363

BALANCE	30.06.15
AKTIVER	
Likvide midler	2.406
Kapitalandele	59.475
Andre aktiver	47
Aktiver i alt	61.928

PASSIVER	
Medlemmernes formue 1]	61.117
Mellemværende vedr. handelsafvikling	704
Anden gæld	107
Passiver i alt	61.928

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	11.3.-30.06.15
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i perioden	66.465
Indløsninger i perioden	-5.065
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	79
Periodens resultat	-363
Medlemmernes formue ultimo	61.117

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,3
I alt finansielle instrumenter	97,3
Øvrige aktiver og passiver	2,7
I alt	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015
Medlemmernes formue (t.DKK)	61.117

*] Afdelingen er opdelt i andelsklasser, hvorfor en række af nøgletallene herefter vises under de enkelte klasser.

Europe Small Cap, klasse NOK

Andelsklasse under Europa Small Cap - Akkumulerende KL

Investorerer fokuseret i aktier i mindre og mellemstore europæiske selskaber. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer fortrinsvis i aktier i mindre og mellemstore selskaber, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i eller som handles på markedspladser i lande, der grænser op til Europa. Andelsklassen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på europæiske aktier i mindre og mellemstore selskaber. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, risici tilknyttet investeringsstilen, modpartsrisiko og valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen startede 11. marts 2015. I perioden til og med 30. juni 2015 gav andelsklassen et afkast på 5,02 pct. Andelsklassens benchmark gav i samme periode et afkast på 4,82 pct. Andelsklassens afkast er tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteufo og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af andet kvartal 2015.

Markedet

Det europæiske aktiemarked for små og mellemstore virksomheder gav 4,82 pct. siden 11. marts.

De europæiske aktiemarkeder gav et afkast på 12,96 pct. i første halvår 2015. Kursudviklingen var særdeles stærk i de første måneder af året drevet af Den Europæiske Centralbanks beslutning om at påbegynde kvantitative lempelser og dermed stimulere den økonomiske vækst ved en særdeles lempelig pengepolitik. Renterne faldt dramatisk, og den 10-årige tyske statsobligation kunne notere historisk lave niveauer på 0,05 pct. for derefter overraskende at stige til 0,76 pct. Den amerikanske vækst skuffede i første halvår og var blandt andet påvirket af ekstraordinære vejrforhold, men også af en marginalt svagere udvikling på eksportmarkederne. Indtjeningsudviklingen for de europæiske markeder var positiv med en moderat indtjeningsvækst, hvor effekten af de økonomiske vækststimuli og en forbedret konkurrenceevne for de europæiske eksportvirksomheder endnu ikke er slået igennem. Aktiemarkederne blev i slutningen af perioden negativt påvirket af usikkerheden omkring Europa og Grækenlands forhandlinger om gældspakken samt folkeafstemning herom d. 5. juli 2015.

Siden andelsklassens start klarede de mindre aktier sig klart bedre end de store aktier.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Marts 2015
Risikoindekator [1-7]: 6
Benchmark: MSCI Europe Small Cap inkl. nettoudbytter målt i NOK
Fondskode: DK0060587285
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

BRANCHEFORDELING

Industri	27,7%
Forbrugsgoder	19,4%
Materialer	16,6%
Konsumentvarer	12,8%
Sundhedspleje	9,9%
Øvrige inkl. likvide	13,6%

NØGLETAL

Active share	96,97
--------------	-------

Europe Small Cap, klasse NOK

Andelsklasse under Europa Small Cap - Akkumulerende KL

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,20 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Det positive resultat kan især tilskrives andelsklassens investeringer i sundheds- samt it-sektoren. Tyske Sartorius, der producerer udstyr til pharma-industrien, opjusterede årets forventninger markant, hvilket sendte aktien kraftigt op. Teknologiselskabet Datalogic modtog en historisk stor ordre fra Royal Mail på leverancer af dets scanere, hvilket ligeledes sendte denne aktie markant i vejret.

Til trods for pæne bidrag fra CTS Eventi, Forbo og XXL bidrog diskretionært forbrugssektoren negativt. Det skyldtes bl.a. dårligt regnskab fra ElringKlinger, der er underleverandør til bilindustrien.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

Andelsklassen har fokus på kvalitetsselskaber, der har en stærk markedsposition, fleksibel forretningsmodel, en stærk balance og evne til at generere pengestrømme. Derfor vil afdelingen få modvind såfremt markedets risikopræmie falder, og selskaber af lav kvalitet efterspørges. Andelsklassen er undervægtet i finanssektoren, hvor vi ikke har fundet mange interessante investeringer. En stærk udvikling i denne sektor vil derfor ramme andelsklassen negativt.

Den største overvægt findes i industrisektoren, hvor selskabernes overordnede vækst delvist afhænger af udviklingen i den globale økonomi. En dårlig udvikling i industrisektoren vil derfor ramme andelsklassens afkast negativt. Dog er eksponeringerne i sektoren vidt forgrenede både geografisk og med hensyn til typer af slutmarkeder.

Andelsklassen fokuserer på små og mellemstore virksomheder, og det vil således påvirke andelsklassens relative afkast negativt, hvis de største selskaber i resten af 2015 skulle klare sig bedre end disse.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer moderat positive aktiemarkeder i resten af 2015 understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne.

Vi forventer, at små og mellemstore aktier vil klare sig bedre end de store aktier i den resterende del af 2015, hvilket ofte har været tilfældet i et historisk perspektiv. Største overvægt er i industrisektoren, men dette er mere en følge af forventninger til de enkelte aktier, vi har investeret i, end det er baseret på overordnede forventninger til sektoren.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

Europe Small Cap, klasse NOK

Andelsklasse under Europa Small Cap - Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	11.3.-30.06.15
Andel af resultat af fællesporteføljen	-98
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	-264
Klassens resultat	-363

MEDLEMMERNES FORMUE	11.3.-30.06.15
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i perioden	66.465
Indløsninger i perioden	-5.065
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	79
Periodens resultat	-363
Medlemmernes formue ultimo	61.117

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015
Medlemmernes formue (t.DKK)	61.117
Antal andele	683.874
Stykstørrelse i NOK	100
Indre værdi (NOK pr. andel)	105,02
Afkast i NOK [pct]*]	5,02
Benchmarkafkast i NOK [pct]*]	4,82
Administrationsomk. [pct]*]	0,85

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

Europa Valutasikret – Akkumulerende

Investerer bredt i europæiske aktier. Afdelingen er aktivt styret. Hovedparten af afdelingens investeringer vil være i eller afdækket mod DKK eller euro.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i eller som handles på markedspladser i lande, der grænser op til Europa. Afdelingen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på europæiske aktier. Afdelingen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på europæiske aktier. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold og modpartsrisiko. I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 9,49 pct., mens benchmark steg 6,79 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter og har indfriet vores forventninger om positivt afkast, men

renteuro og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af andet kvartal 2015.

Ændringen i afdelingens benchmark var 6,17 procentpoint lavere end stigningen i det benchmark, der ikke er valuta-sikret. Valutasikringen havde dermed en negativ effekt på afkastet

Markedet

De europæiske aktiemarkeder gav et afkast på 6,79 pct. i første halvår 2015 efter sikring af valutaen.

Kursudviklingen var særdeles stærk i de første måneder af året drevet af Den Europæiske Centralbanks beslutning om at påbegynde kvantitative lempelser og dermed stimulere den økonomiske vækst ved en særdeles lempelig pengepolitik. Renterne faldt dramatisk, og den 10-årige tyske statsobligation kunne notere historisk lave niveauer på 0,05 pct. for derefter overraskende at stige til 0,76 pct. Den amerikanske vækst skuffede i første halvår og var blandt andet påvirket af ekstraordinære vejrforhold, men også af en marginalt svage udvikling på eksportmarkederne. Indtjeningsudviklingen for de europæiske markeder var positiv med en moderat indtjeningsvækst, hvor effekten af de økonomiske vækststimuli og en forbedret konkurrenceevne for de europæiske eksportvirksomheder endnu ikke er slået igennem. Aktiemarkederne blev i slutningen af perioden negativt påvirket af usikkerheden omkring Europa og Grækenlands forhandlinger om gældspakken samt folkeafstemning herom d. 5. juli 2015.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 2,70 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Det positive bidrag var især skabt ved aktievalget i finanssektoren, hvor især selskaber som ING og UBS skilte sig positivt ud. Healthcare og energi var også betydelige bidragydere, hvor særligt biotekselskabet Genmab steg med mere end 55 pct. De to specialpharma-aktier Shire og Novo var ligeledes gode bidragydere. I energi var fravalget af integrerede energiselskaber over for tilvalget af Lundin Petroleum og olieserviceselskabet Petrofac også

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: December 2004
Risikoindeksator [1-7]: 6
Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter hedget til DKK
Fondskode: DK0016290265
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

BRANCHEFORDELING

Finans	28,8%
Sundhedspleje	14,2%
Konsumtvarer	12,4%
Forbrugsgoder	11,9%
Industri	10,8%
Øvrige inkl. likvide	21,9%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,81
Standardafvigelse	11,84
Tracking error	3,10
Information Ratio	0,21
Sharpe Ratio (benchm.)	0,75
Standardafvigelse (benchm.)	11,94
Active share	75,10

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Europa Valutasikret – Akkumulerende

store bidragydere til resultatskabelsen. På den negative side var råvareselskaberne Glencore og Antofagasta, som trak resultatskabelsen ned. Disse selskaber skal til dels ses som en modvægt til fravalget af integrerede energiselskaber.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

Prisfastsættelsen af de europæiske aktiemarkeder er steget pænt i såvel de senere år som i indeværende halvår. Det europæiske aktiemarked er attraktivt prisfastsat relativt til øvrige aktiemarkeder baseret på en forudsætning om en positiv indtjeningsudvikling. Reduceres eller udebliver den forventede indtjeningsudvikling, eksempelvis som følge af en negativ økonomisk eller geopolitisk udvikling, forøges usikkerheden.

Den fastlåste situation mellem Europa og den græske regering i forhandlingerne om økonomisk og finansiel støtte til den græske økonomi er en usikkerhedsfaktor for markederne. Den finansielle sektors kapitalisering er væsentligt forbedret, og den økonomiske betydning af græsk økonomi i et europæisk perspektiv er begrænset. Men situationen vil på kort sigt øge usikkerheden på de finansielle markeder og få en afsmittende effekt på de sydeuropæiske rente- og aktiemarkeder. Den Europæiske Centralbank har modsat tilkendegivet, at man har alle forhåndenværende værktøjer parat og er villig til at anvende disse, såfremt der måtte være behov for det.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer moderat positive aktiemarkeder i resten af 2015 understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne.

Afdelingens største overvægt ved udgangen af første halvår 2015 er forsikringsselskaber, hvor hovedvægten ligger på en stærk forsikringsteknisk drift, it- og Materialeselskaber, hvor forretningsmodellen giver grobund for fortsat indtjeningsvækst. Herudover har vi fokus på selskaber, der generelt på tværs af sektorer indeholder et vist potentiale og vilje til interne forbedringer. Integrerede energiselskaber, hvor den gældende dividendepolitik opretholdes ved gældsop-tagelse og/eller underinvesteringer vurderes som værende en væsentlig risikokoncentration i porteføljen. Dertil kommer selskaber, der er underlagt lave konkurrencebarrierer og/eller skiftende regulatoriske regimer, som på lang sigt begrænser selskabets strategiske manøvrerum og evne til at differentiere og prissætte sine produkter attraktivt. Eksempler herpå findes i forsynings- og telekommunikationsindustrierne.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteudviklingen.

Europa Valutasikret – Akkumulerende

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	12.771	11.578
Kursgevinster og tab	34.097	5.776
Administrationsomkostninger	-3.662	-3.538
Resultat før skat	43.207	13.816
Rente- og udbytteskat	-812	-307
Halvårets nettoresultat	42.395	13.509

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	8.194	9.065
Kapitalandele	488.398	488.609
Afledte finansielle instrumenter	327	40
Andre aktiver	3.642	2.450
Aktiver i alt	500.561	500.165

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	494.567	496.657
Afledte finansielle instrumenter	5.386	3.167
Anden gæld	607	341
Passiver i alt	500.561	500.165

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	496.657	529.524
Emissioner i perioden	57.462	14.723
Indløsninger i perioden	-102.404	-51.508
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	457	176
Periodens resultat	42.395	13.509
Medlemmernes formue ultimo	494.567	506.424

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,8	98,4
Øvrige finansielle instrumenter	-1,0	-0,6
I alt finansielle instrumenter	97,7	97,8
Øvrige aktiver og passiver	2,3	2,2
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	494.567	506.424
Antal andele	2.546.717	2.870.113
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	194,20	176,45
Afkast i DKK (pct)*]	9,49	2,76
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	6,79	4,69
Administrationsomk. (pct)*]	0,70	0,70
ÅOP	1,63	1,69

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

Europæiske Obligationer

Investorerer i obligationer udstedt i euro eller anden europæisk valuta. Der kan endvidere investeres op til 25 pct. af formuen i investment grade-obligationer denomineret i ikke-europæiske valutaer. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer bredt i forskellige typer europæiske obligationer. Endvidere kan op til 25 % af formuen investeres i obligationer med høj kreditkvalitet udstedt i ikke-europæiske valutaer. Afdelingen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den europæiske rente. Mindst 85 pct. af afdelingens formue skal være enten udstedt i euro eller valutaafdækket til euro eller DKK, og udsving i valutakurserne påvirker derfor kun i begrænset omfang afdelingens afkast. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici, modpartsrisiko og valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 3 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår af 2015 et negativt afkast på 1,46 pct., mens benchmark faldt med 1,04 pct. Afdelingens

afkast var mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har ikke indfriet vores forventninger om positive afkast, grundet stigende renter og højere rentespænd.

Markedet

Renterne steg som ventet, men mere markant og i et mere aggressivt tempo end vi havde forudset. Set over hele perioden steg den 10-årige tyske statsrente med 0,22 procentpoint, mens den italienske og spanske 10-årige statsrente steg med henholdsvis 0,44 og 0,69 procentpoint. Kreditspændene på virksomhedsobligationer steg med 0,34 procentpoint i perioden målt i forhold til de underliggende statsrenter.

Markedet var præget af ECB's massive opkøbsprogram af statsobligationer og covered bonds. Det fik renterne til at falde til et historisk lavt niveau frem til medio april. De økonomiske nøgletal for Europa pegede på en fortsat stigning i væksten og inflationen, hvilket gav anledning til en voldsom stigning i statsrenterne fra medio april og frem til halvårsskiftet. Forhandlingerne mellem den græske regering og eurolandene satte også sit præg på markedet, og situationen tilspidsede de sidste dage inden halvårsskiftet, da den græske premierminister meget overraskende afbrød forhandlingerne med de europæiske kreditorer med henblik på at sende kreditorernes forslag til afstemning.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,42 procentpoint lavere end benchmark. Afdelingen havde en højere risiko end benchmark, og det trak det relative afkast ned på afdelingen. Papirvalget gav derimod et stort positivt bidrag til afkastet, hvilket kom fra enkeltinvesteringer inden for virksomhedsobligationer. Papirvalget inden for statsobligationer var derimod negativt, da investeringerne i spanske og italienske statsobligationer trak afkastet ned. Afdelingen havde det meste af perioden en lavere rentefølsomhed end benchmark, hvilket bidrog positivt til det relative afkast på grund af rentestigningen.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Efter rentestigningen i første halvår mener vi, at de lange statsrenter er mere i tråd med de europæiske vækststudsigter.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Marts 1999
Risikoindeksator [1-7]: 3
Benchmark: Barclays Capital Euro Aggregate 500 MM Index
Fondskode: DK0016014079
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	5,4%
1-3 år	14,4%
3-5 år	15,7%
5-10 år	58,2%
Over 10 år	2,2%
Øvrige inkl. likvide	4,1%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,24
Standardafvigelse	3,73
Tracking error	0,96
Information Ratio	0,13
Sharpe Ratio (benchm.)	1,15
Standardafvigelse (benchm.)	3,88

Europæiske Obligationer

Da væksten er på vej op i gear i både Europa og USA, og usikkerheden på de finansielle markeder er høj, er der fortsat risiko for yderligere stigende renter, som vil ramme afdelingens afkast.

Selvom den græske økonomi har en relativt begrænset direkte eksponering til den europæiske realøkonomi, er der en risiko for en spredning af den græske gældskrise til de syd-europæiske lande. Dette vil øge investorernes risikoaversion yderligere og få en negativ effekt på afdelingens afkast, da afdelingen har en relativt stor overvægt af virksomhedsobligationer på bekostning af statsobligationer, som vil blive hårdere ramt. Afdelingen har samtidig en mindre overvægt i spanske og italienske statsobligationer, som også vil blive relativt hårdere ramt i dette scenarium.

Forventning til markedet og strategi

Vi forventer, at vi står overfor en periode med meget stor usikkerhed og ekstra store bevægelser i rente- og kreditmarkederne som følge af politisk usikkerhed i Europa og en forventning om, at den amerikanske centralbank (Fed) hæver renten.

På den makroøkonomiske side havde den globale økonomi et stærkt kvartal med høj europæisk vækst og en bedring i den amerikanske vækst. I Europa blev virksomhedernes indtjening hjulpet af den lave euro og oliepris samt ECB's lempelige politik med store månedlige opkøb af europæiske statsobligationer og covered bonds. Det styrkede alt andet lige virksomhedernes kreditkvalitet.

Vi vurderer, at de højere lange statsrenter nu er mere i tråd med de europæiske vækstudsigter og forventer ikke, at de igen skal ned på de meget lave niveauer, vi så i april. Når uroen har lagt sig, forventer vi, at de højere renter og kreditspænd vil give anledning til øget efterspørgsel efter virksomhedsobligationer. Men vi venter også et opadgående pres på ny-udstedelsesaktiviteten, når markedet er parat, og det vil ligge en bund under potentialet for indsnævring af kreditspændene.

Samlet set forventer vi, at både de lange statsrenter og kreditspænd vil forblive omkring det nuværende niveau, men at udsvingene vil blive større i den kommende periode. På den baggrund forventer vi, at virksomhedsobligationer i den resterende del af 2015 vil give et højere afkast end europæiske højtforrentede statsobligationer og fastholder afdelingens overvægt af virksomhedsobligationer på bekostning af statsobligationer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end udviklingen i de forskellige obligationsmarkeder - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Europæiske Obligationer

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	2.901	3.340
Kursgevinster og tab	-5.010	7.882
Administrationsomkostninger	-667	-686
Halvårets nettoresultat	-2.775	10.535

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	7.605	8.114
Obligationer	164.819	171.542
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	355
Afledte finansielle instrumenter	6	164
Andre aktiver	2.076	3.528
Aktiver i alt	174.506	183.702

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	173.524	183.537
Afledte finansielle instrumenter	880	94
Anden gæld	102	71
Passiver i alt	174.506	183.702

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	183.537	187.656
Udlodning fra sidste år	-11.584	-5.613
Emissioner i perioden	35.921	10.456
Indløsninger i perioden	-31.674	-12.863
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	99	52
Periodens resultat	-2.775	10.535
Medlemmernes formue ultimo	173.524	190.223

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	95,0	93,5
Øvrige finansielle instrumenter	-0,5	0,0
I alt finansielle instrumenter	94,5	93,5
Øvrige aktiver og passiver	5,5	6,5
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	173.524	190.223
Antal andele	1.594.125	1.689.849
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	108,85	112,57
Afkast i DKK (pct)*]	-1,46	5,69
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	-1,04	5,97
Administrationsomk. (pct)*]	0,36	0,36
ÅOP	0,87	0,92

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

Fjernøsten

Investerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller som har hovedaktiviteter i Fjernøsten ekskl. Japan. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i aktier, der handles på markedspladser i Fjernøsten Asien ekskl. Japan, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Fjernøsten Asien ekskl. Japan, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Fjernøsten Asien ekskl. Japan, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til fjernøstlige aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, nye markeder/emerging markets, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav et afkast på 10,02 pct. i første halvår af 2015, mens benchmark steg 14,74 pct. Afdelingens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har mere end indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast, men renteuo, situa-

tionen i det kinesiske marked og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Markedet

Markedsstemningen blev løftet af en række regionale rentesænkninger som reaktion på fortsat sløje økonomiske nøgletal, og den faldende inflation gav centralbankerne mulighed for løbende at lempe pengepolitikken. Mod slutningen af perioden blev gevinsterne reduceret af usikkerheden omkring Grækenland. Generelt førte Kina og Hongkong an i kursstigningerne som følge af forhåbninger om yderligere stimuli og udsigten til større indstrømning af kapital. Dette skete oven på en række tiltag, der skal forbedre investeringsrelationerne på tværs af grænsen mellem Hongkong og Kina. Aktierne tabte dog senere noget af pusten, efter myndighederne slog ned på marginhandel. Fremgangen på de øvrige markeder var mere moderat. I Indien blev markedet løftet af udsigten til yderligere reformer, men uoverensstemmelser vedrørende beskatning af udenlandske kapitalforvaltere begrænsede afkastene. Singapores bank- og ejendomssektorer var fortsat prægede af afmatning.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 4,72 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. På landniveau trak vores undervægt af Kina og overvægt af Singapore fra i afdelingens resultat. På aktieniveau var det primært Jardine Strategic, der trak ned. En af selskabernes kernevirkomheder, Astra International, havde det fortsat svært under de makroøkonomiske forhold i Indonesien og på grund af stigende konkurrence især i automobildivisionen. Vi er bevidste om udfordringerne på den korte bane, men Indonesien er fortsat interessant på langt sigt, og Astra er godt positioneret til at udnytte dette potentiale.

Derudover trak vores manglende eksponering mod det kinesiske internetselskab Tencent, grundet ledelsesmæssige forhold, ned i resultatet, og det samme gjorde sig gældende for vores nulvægtning af en række banker og forsikrings-selskaber. Vi er fortsat usikre på udviklingen i de finansielle institutioner på det kinesiske fastland, som følge af usikker-

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juli 1997
Risikoindeksator [1-7]: 5
Benchmark: MSCI AC Asia Ex Japan inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0015966758
Porteføljerådgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

LANDEFORDELING

Hongkong	24,6%
Singapore	21,1%
Indien	15,6%
Storbritannien	8,5%
Sydkorea	6,6%
Øvrige inkl. likvide	23,6%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,68
Standardafvigelse	11,97
Tracking error	4,92
Information Ratio	-0,11
Sharpe Ratio (benchm.)	0,65
Standardafvigelse (benchm.)	13,28
Active share	82,69

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Fjernøsten

hed om sektorens evne til at drive kommerciel virksomhed i et stærkt reguleret marked. Vi har i stedet indirekte eksponering til Kina via AIA, hvor fastlandet nu udgør ca. 13 pct. af den samlede værdi af selskabets nye aktiviteter.

Tabene blev i nogen grad opvejet af et positivt aktievalg i Thailand og Indonesien. Kursen på Siam Cements aktier steg oven på gode resultater drevet af gode marginer i kemidivisionen. Unilever Indonesia oplevede en fortsat bedring af marginerne som følge af lavere råvareomkostninger og prisstigninger trods en lavere volumenvækst.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Kina har fortsat store udfordringer. Hvis den økonomiske opbremsning bliver hårdere end ventet, kan det svække den globale tillid til markedet, og eksportorienterede lande som Korea, Taiwan og Singapore samt råvareproducerende lande som f.eks. Malaysia og Indonesien er mest sårbare i den forbindelse. Den kinesiske regering har heldigvis dybe lommer, som den fortsat kan anvende til at forhindre en hård landing, og et opsving i USA kan formentlig i nogen grad opveje svag økonomisk aktivitet i Kina. Afdelingen har en forholdsvis lav eksponering til Kina, da landet ikke rangerer højt, hvad angår god selskabsledelse. Alle kinesiske selskaber i vores portefølje har derfor en solid position inden for deres respektive brancher, og de har taget de første skridt mod at implementere internationale ledelsesprincipper. Afdelingen har tilsvarende en relativ lav vægtning af Korea, Taiwan, Malaysia og Indonesien. Omvendt har vi store positioner i Singapore, hvis selskaber vi foretrækker takket være deres forsvarlige ledelse og diversificerede og regionale tilgang.

Der er også fortsat politiske risici at tage hensyn til. I Indien er investorerne begyndt at stille spørgsmålstejn ved reformerne, som fortsat kan blive forpurrede af forskellige interessegrupper. En korrektion i de lokale aktier ville trække ned i det relative resultat på kort sigt, men vi fastholder vores store position i Indien, da markedet har nogle af de bedst ledede selskaber i Asien, som har været i stand til at opnå vækst trods de vanskelige politiske forhold.

Forventninger til markedet samt strategi

For andet halvår af 2015 forventer vi moderat positive aktiemarkeder. Da vi udvælger investeringer på aktieniveau, afhænger lande- og sektorallokeringen af, hvor vi finder kvalitetsselskaber med attraktive værdiansættelser. Vi fastholder vores høje eksponering mod forbrugerrettede selskaber som følge af optimismen omkring den indenlandske efterspørgsel i Asien. Dette omfatter finansielle virksomheder, som anses for at afspejle økonomisk vækst i regionen, hvor middelklassen vokser, og finansielle produkter fortsat ikke er så udbredte. Vi investerer også gerne i selskaber i materialesektoren i lyset af regionens potentiale for vækst i infrastrukturen. Omvendt har vi mindre eksponering mod it end benchmark, og dermed bør vi være beskyttet mod sektorens store udsving og evigt forandrende forretningsmodeller. De få investeringer vi har, herunder Samsung Electronics og TSMC, er førende inden for deres brancher. Vores manglende eksponering mod forsyningsselskaber skyldes usikkerheden forbundet med tilsynsmæssig regulering.

Selvom indtjeningsvæksten i virksomhederne i regionen formentlig forbliver i den lave ende, som følge af fortsat lav eksport og svag indenlandsk efterspørgsel, bør vores strategi om at investere i økonomisk sunde og veldrevne selskaber med bæredygtige forretningsmodeller sikre solide afkast på længere sigt.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, udviklingen i Kina, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

Fjernøsten

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	12.479	12.458
Kursgevinster og tab	75.100	56.754
Administrationsomkostninger	-5.721	-6.708
Resultat før skat	81.858	62.504
Rente- og udbytteskat	-624	-623
Halvårets nettoresultat	81.234	61.881

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	3.229	7.598
Kapitalandele	622.411	689.231
Mellemværende vedr. handelsafvikling	4.311	0
Andre aktiver	2.659	403
Aktiver i alt	632.609	697.232
PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	631.618	696.724
Mellemværende vedr. handelsafvikling	161	0
Anden gæld	830	508
Passiver i alt	632.609	697.232

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	696.724	1.114.770
Udlodning fra sidste år	-136.008	-102.752
Emissioner i perioden	24.512	2.535
Indløsninger i perioden	-35.087	-418.860
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	243	1.828
Periodens resultat	81.234	61.881
Medlemmernes formue ultimo	631.618	659.401

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,5	98,9
I alt finansielle instrumenter	98,5	98,9
Øvrige aktiver og passiver	1,5	1,1
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	631.618	659.401
Antal andele	4.954.137	5.240.995
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	127,49	125,82
Afkast i DKK (pct)*]	10,02	9,49
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	14,74	7,05
Administrationsomk. (pct)*]	0,80	0,79
ÅOP	1,88	1,91

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

Fjernøsten Indeks

Investorerer indeksbaseret i aktier på aktiemærkerne i Asien uden for Japan. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i aktier, der handles på markedspladser i Fjernøsten Asien ekskl. Japan, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Fjernøsten Asien ekskl. Japan, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Fjernøsten Asien ekskl. Japan, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til fjernøstlige aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, nye markeder/emerging markets, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekset er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 14,52 pct., mens benchmark steg 14,74 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og har mere end indfriet vores forventninger om positive, men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men

selskabsspecifikke forhold, renteufo og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Markedet

Markedsstemningen blev løftet af en række regionale rentesænkninger som reaktion på fortsat sløje økonomiske nøgletal, og den faldende inflation gav centralbankerne mulighed for løbende at lempe pengepolitikken. Mod slutningen af perioden blev gevinsterne reduceret af usikkerheden omkring Grækenland. Generelt førte Kina og Hongkong an i kursstigningerne som følge af forhåbninger om yderligere stimuli og udsigten til større indstrømning af kapital. Dette skete oven på en række tiltag, der skal forbedre investeringsrelationerne på tværs af grænsen mellem Hongkong og Kina. Aktierne tabte dog senere noget af pusten, efter myndighederne slog ned på marginhandel. Fremgangen på de øvrige markeder var mere moderat. I Indien blev markedet løftet af udsigten til yderligere reformer, men uoverensstemmelser vedrørende beskatning af udenlandske kapitalforvaltere begrænsede afkastene. Singapores bank- og ejendomssektorer var fortsat prægede af afmatning.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,22 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Der var således en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udviklingen i benchmark.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Kina har fortsat store udfordringer. Hvis den økonomiske opbremsning bliver hårdere end ventet, kan det svække den globale tillid til markedet, og eksportorienterede lande som Korea, Taiwan og Singapore samt råvareproducerende lande som f.eks. Malaysia og Indonesien er mest sårbare i den forbindelse. Den kinesiske regering har heldigvis dybe lommer, som den fortsat kan anvende til at forhindre en hård landing, og et opsving i USA kan formentlig i nogen grad opveje svag økonomisk aktivitet i Kina.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Oktober 1994
Risikoindeks [1-7]: 6
Benchmark: MSCI AC Asia ex Japan inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010207141
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

LANDEFORDELING

Kina	21,5%
Hongkong	20,8%
Syd Korea	16,7%
Taiwan	15,3%
Indien	8,3%
Øvrige inkl. likvide	17,4%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,61
Standardafvigelse	13,24
Tracking error	0,65
Information Ratio	-0,78
Sharpe Ratio (benchm.)	0,65
Standardafvigelse (benchm.)	13,28
Active share	17,31

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Fjernøsten Indeks

Der er også fortsat politiske risici at tage hensyn til. I Indien er investorerne begyndt at stille spørgsmålstegn ved reformerne, som fortsat kan blive forpurrede af forskellige interessegrupper. En korrektion i de lokale aktier vil trække ned i afdelingens afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

For andet halvår af 2015 forventer vi moderat positive aktiemarkeder understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk, asiatisk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation, markedsforhold i Kina og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne og dermed stigende kursudsving.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger det valgte benchmark. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

Fjernøsten Indeks

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	2.539	1.728
Kursgevinster og tab	16.372	5.377
Administrationsomkostninger	-425	-347
Resultat før skat	18.486	6.758
Rente- og udbytteskat	-201	-133
Halvårets nettoresultat	18.285	6.624

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	2.533	721
Obligationer	17	0
Kapitalandele	140.296	124.238
Andre aktiver	932	41
Aktiver i alt	143.777	125.000

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	142.690	124.960
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.017	0
Anden gæld	70	40
Passiver i alt	143.777	125.000

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	124.960	123.719
Udlodning fra sidste år	-4.281	-5.952
Emissioner i perioden	4.733	1.441
Indløsninger i perioden	-1.032	-9.761
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	25	49
Periodens resultat	18.285	6.624
Medlemmernes formue ultimo	142.690	116.121

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,3	99,4
I alt finansielle instrumenter	98,3	99,4
Øvrige aktiver og passiver	1,7	0,6
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	142.690	116.121
Antal andele	1.000.702	1.010.515
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	142,59	114,91
Afkast i DKK (pct)*]	14,52	6,39
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	14,74	7,05
Administrationsomk. (pct)*]	0,30	0,30
ÅOP	0,78	0,91

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

Fonde

Investerer i rentebærende obligationer udstedt i danske kroner, som opfylder reglerne for anbringelse af ikke erhvervsdrivende fondes midler. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 2 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et negativt afkast på 1,35 pct. Afdelingen har intet benchmark, men det opnåede afkast var mindre tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen for mellemlange danske obligationer, som faldt 0,70 pct. i samme periode.

Markedet

Det var et meget begivenhedsrigt halvår på det danske obligationsmarked. Året startede med, at Den Europæiske Centralbank annoncerede et meget stort opkøbsprogram af obligationer med det formål at bekæmpe deflation, presse renteniveauet ned og hermed kickstarte den europæiske vækst. Dette medførte valutauro og en styrkelse af den danske krone, hvorefter Nationalbanken i fire omgange sænkede indskudsbevisrenten til rekordlave -0,75 pct. Disse tiltag bevirkede, at renterne i første kvartal faldt kraftigt. Rentefaldet

blev dog hurtig afløst af rentestigninger, drevet af positive vækstforventninger i USA og Europa, og ikke mindst forventninger om en aflivning af deflationsfrygten.

Renten på den toneangivende 10-årige statsobligation med udløb i 2025 endte således halvåret med en stigning på 0,18 procentpoint til 0,97 pct., efter at den i midten af februar ramte et historisk lavpunkt tæt på 0 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,65 procentpoint lavere end markedsudviklingen for mellemlange danske obligationer. Rentestigningen henover halvåret medførte negative afkast på de fleste obligationer i beholdningen. Afdelingens bedste investering var de variabelt forrentede obligationer med afkast mellem 0 og 0,5 pct. I den modsatte retning trak beholdningen af specielt konverterbare realkreditobligationer. Disse obligationer blev først ramt af store ekstraordinære udtrækninger som følge af en historisk kraftig konverteringsbølge i forbindelse med det lave renteniveau i starten af året og senere en udvidelse af renteforskellen til statsobligationer. Gennem halvåret havde afdelingen en høj andel af realkreditobligationer. Dette bidrog til, at afdelingen ikke kunne følge udviklingen i mellemlange danske obligationer.

Afdelingen havde i starten af året en renterisiko, som var lavere end mellemlange danske obligationer. I takt med at renterne steg kraftigt i andet kvartal, blev varigheden øget til at være højere end mellemlange danske obligationer, da de konverterbare realkreditobligationer automatisk fik forøget renterisikoen som følge af stigende rente og dermed lavere konverteringssandsynlighed.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den overordnede udvikling i renteniveauet er en af de største risici for obligationsmarkederne i resten af 2015. Verdens centralbanker holder stadig de styrende renter på et ekstremt lavt niveau som konsekvens af både lav inflation og lav vækst. Der er dog tegn på, at den amerikanske centralbank nærmer sig enden på en lang periode med ekstremt lave ren-

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: April 1998
Risikoindekator [1-7]: 2
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0015989610
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	26,2%
1-3 år	22,7%
3-5 år	8,2%
5-10 år	29,8%
Over 10 år	5,0%
Øvrige inkl. likvide	8,1%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,20
Standardafvigelse	1,47

Fonde

ter. Den Europæiske Centralbank har modsat signaleret, at man tidligst omkring 2017 vil ændre på den meget lempelige pengepolitik. En hurtigere bedring af de økonomiske udsigter vil dog kunne påvirke renterne i opadgående retning og derved påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en tilbagegang i økonomien igen presse renterne ned og derved påvirke afkastet i positiv retning.

Danske realkreditobligationer var igen gennem første halvår 2015 afdelingens største investeringsområde. Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren, vil derfor også have betydning for investorerens afkast. Andre risici inkluderer udviklingen i inflationen samt den generelle økonomiske udvikling i Danmark og Europa.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at de korte obligationsrenter generelt vil blive liggende på et lavt niveau i resten af 2015. Vi forventer dog, at Nationalbanken hen imod slutningen af året eller i starten af 2016 vil begynde at hæve indskudsbevisrenten i takt med, at det opadgående pres på kronen aftager. Vi forventer også, at renten på de længere obligationsrenter vil blive mødt med et svagt opadgående pres som følge af en bedring af de økonomiske vilkår i Europa.

Vi ser fortsat positivt på konverterbare realkreditobligationer, specielt efter svækkelsen i første halvår. Vi vil derfor opretholde en stor andel af dem i porteføljen, da renteforskellen mellem statsobligationer og konverterbare realkreditobligationer er høj.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end mellemlange danske obligationer - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Fonde

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	30.161	38.670
Kursgevinster og tab	-54.154	39.704
Administrationsomkostninger	-6.305	-7.148
Halvårets nettoresultat	-30.298	71.226

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	9.149	1.482
Obligationer	2.349.833	2.636.921
Andre aktiver	15.908	17.224
Aktiver i alt	2.374.889	2.655.627
PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	2.196.691	2.430.777
Mellemværende vedr. handelsafvikling	177.205	224.163
Anden gæld	993	687
Passiver i alt	2.374.889	2.655.627

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	2.430.777	2.663.217
Udlodning fra sidste år	-34.473	-37.953
Emissioner i perioden	1.079	12.528
Indløsninger i perioden	-170.563	-201.013
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	169	211
Periodens resultat	-30.298	71.226
Medlemmernes formue ultimo	2.196.691	2.508.217

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	107,0	108,5
I alt finansielle instrumenter	107,0	108,5
Øvrige aktiver og passiver	-7,0	-8,5
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.196.691	2.508.217
Antal andele	24.017.255	26.330.676
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi [DKK pr. andel]	91,46	95,26
Afkast i DKK [pct]*]	-1,35	2,77
Acontoudlodning	0,95	1,10
Administrationsomk. [pct]*]	0,28	0,27
ÅOP	0,58	0,72

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

Global Højt Udbytte

Investorerer globalt i aktier med forventet høj udbytteevne. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer globalt i aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder emerging markets, modpartsrisiko samt valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 1. halvår 2015 et afkast på 7,07 pct., mens benchmark steg 8,11 pct. Afdelingens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har indfriet vores forventninger om et positivt men behersket afkast.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 11,70 pct. i første halvår 2015. Amerikanske aktier har i første halvår leveret et afkast næsten på linje med markedet - primært drevet af en stærk dollar. Det amerikanske aktiemarked havde for

første gang i adskillige år en svag udvikling drevet af en høj prisfastsættelse og mindre positive forventninger til indtjeningsudviklingen. Det modsatte gjorde sig gældende for Europa, der gjorde det en smule bedre end det globale marked understøttet af stigende økonomisk aktivitet, stigende konkurrenceevne for eksporterhvervene og en attraktiv prisfastsættelse i forhold til andre aktiemarkeder. Japan leverede det højeste afkast af de tre regioner. Den japanske regering ledet af Shinzo Abe har fortsat understøttelsen af den økonomiske aktivitet kombineret med relevante strukturreformer. De nye markeder gav et afkast på linje med det globale aktiemarked, men oplevede en svagt skuffende indtjeningsudvikling på tværs af regioner.

Aktier med højt udbytte har i perioden givet et afkast, der er lidt mindre end det generelle aktiemarked.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 1,04 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Det skyldtes dels, at vores overvægtede inden for forsyning og finans var ugunstige, dels at vores aktieudvælgelse med fokus på høje udbytter inden for særligt energi, telekommunikation og sundhed bidrog negativt. I energi bød Royal Dutch Shell på konkurrenten BG Group med en præmie på 54 pct. ud fra et ønske om at styrke kvaliteten af selskabets aktiver. Royal Dutch Shell faldt på denne baggrund 9 pct. i første halvår. På samme tid bidrog vores undervægt i BG Group negativt. Canadiske Husky Energy klarede sig også skidt med et fald på 11 pct., men det negative bidrag herfra blev udlignet af vores undervægt i amerikanske Chevron, som ligeledes klarede sig dårligt. Vores øvrige canadiske aktier havde også en svag kursudvikling på baggrund udviklingen i olie- og gasindustrien. I telekommunikationssektoren var der fokus på konsolidering i Europa, hvilket vores selskaber ikke er så eksponeret imod. I sundhed var det de mest vækstorienterede selskaber med Novo Nordisk i spidsen, som trak sektorens afkast. Vi havde ikke aktier i Novo Nordisk, da udbytteneiveauet er for lavt for porteføljen. Derudover gav AstraZeneca, som vi har i porteføljen, nul i afkast efter en stærk udvikling i 2014. Samtidigt var porteføljens bedste aktie, Eli Lilly, dog også at finde inden for sundhed. Eli Lilly steg 33 pct. i første halvår, idet selskabets pipeline ser

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: November 2014
Risikoindeks (1-7): 5
Benchmark: MSCI World High Dividend Index inklusive nettoudbytter
Fondskode: DK0060577484
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

LANDEFORDELING

USA	37,4%
Schweiz	12,6%
Storbritannien	11,2%
Canada	7,8%
Tyskland	7,0%
Øvrige inkl. likvide	24,0%

NØGLETAL

Active share	67,02
--------------	-------

Global Højt Udbytte

mere lovende ud. Inden for finans bidrog aktievalget derimod positivt, særligt inden for forsikring. Engelske Direct Line Group klarede sig bedst med en stigning på 31 pct. Efter gennemførelse af frasalget af selskabets italienske og tyske aktiviteter, kunne Direct Line Group udlodde 9 pct. af sin markedsværdi som ekstra udbytte ultimo halvåret. Franske AXA klarede sig også fint med en stigning på 21 pct., hvorved den kom op på samme prisfastsættelse som flere af de øvrige selskaber i sektoren. Endelig fik vi også et rigtig godt afkast fra dækproducenten Michelin, som på baggrund af gode salgstal og udsigten til prisstigninger steg 27 pct. Også andre af vores cykliske aktier fra Europa bidrog positivt, heriblandt SKF, som steg 20 pct. og BASF som steg 16 pct.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

Herudover kan stigende skatter, direkte eller indirekte, eller ændret regulering for særligt energi-, forsynings- og teleselskaber påvirke afkastet i afdelingen negativt.

Afdelingen har fokus på aktier med et højt udbytte. Afdelingens største overvægte på sektorniveau er ved udgangen af 1. halvår 2015 forsikring og sundhed, som er de sektorer, hvor vi finder flest selskaber med høje udbyttebetalinger og lav risiko. Modsat er vores største undervægte inden for sektorerne energi og materialer og industri, hvor fremtidsudsigterne er relativt dårlige.

Forventninger til markedet samt strategi

For andet halvår af 2015 forventer vi moderat positive aktiemarkeder understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne og dermed stigende kursudsving.

Afdelingen har en høj eksponering mod forsikringselskaber med solide driftsresultater og høje udbyttebetalinger. Afdelingen har også overvægt inden for sundhed, som forventes at give stabilitet i porteføljen. Vi er modsat mere forsigtige inden for de cykliske sektorer, hvor vi primært fokuserer på forbrugs- og industriselskaber med globale afsætningsmuligheder.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

Global Højt Udbytte

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	17.11.-31.12.14
Renter og udbytter	4.121	252
Kursgevinster og tab	4.842	1.387
Administrationsomkostninger	-1.126	-247
Resultat før skat	7.837	1.392
Rente- og udbytteskat	-370	-37
Halvårets nettoresultat	7.468	1.355

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	1.972	2.319
Kapitalandele	145.340	111.618
Andre aktiver	730	112
Aktiver i alt	148.042	114.049
PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	147.846	113.929
Anden gæld	196	120
Passiver i alt	148.042	114.049

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	17.11.-31.12.14
Medlemmernes formue primo	113.929	0
Emissioner i perioden	26.368	112.332
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	81	242
Periodens resultat	7.468	1.355
Medlemmernes formue ultimo	147.846	113.929

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,3	98,0
I alt finansielle instrumenter	98,3	98,0
Øvrige aktiver og passiver	1,7	2,0
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	17.11.-31.12.14
Medlemmernes formue (t.DKK)	147.846	113.929
Antal andele	1.360.512	1.122.512
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	108,67	101,49
Afkast i DKK (pct)*]	7,07	1,49
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	8,11	1,00
Administrationsomk. (pct)*]	0,80	1,62
ÅOP	1,75	1,91

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

Global Indeks

Investorerer indeksbaseret globalt i børsnoterede aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer globalt i aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, modpartsrisiko samt valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 11,29 pct., mens benchmark steg 11,66 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og har mere end indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteuro og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af andet kvartal 2015.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 11,70 pct. i første halvår 2015. Amerikanske aktier har i første halvår leveret et afkast næsten på linje med markedet - primært drevet af en stærk dollar. Det amerikanske aktiemarked havde for første gang i adskillige år en svag udvikling drevet af en høj prisfastsættelse og mindre positive forventninger til indtjeningsudviklingen. Det modsatte gjorde sig gældende for Europa, der gjorde det en smule bedre end det globale marked understøttet af stigende økonomisk aktivitet, stigende konkurrenceevne for eksporterhvervene og en attraktiv prisfastsættelse i forhold til andre aktiemarkeder. Japan leverede det højeste afkast af de tre regioner. Den japanske regering ledet af Shinzo Abe har fortsat understøttelsen af den økonomiske aktivitet kombineret med relevante strukturreformer. De nye markeder gav et afkast på linje med det globale aktiemarked, men oplevede en svagt skuffende indtjeningsudvikling på tværs af regioner.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,37 procentpoint lavere end ændringen i benchmark, og der var således en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udvikling i benchmark.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

Prisfastsættelsen af de amerikanske og europæiske aktiemarkeder er steget pænt de senere år. Det europæiske aktiemarked er attraktivt prisfastsat set i forhold til de øvrige aktiemarkeder baseret på en forudsætning om en positiv indtjeningsudvikling. Reduceres eller udebliver den forventede indtjeningsudvikling, eksempelvis som følge af en negativ økonomisk eller geopolitisk udvikling, forøges usikkerheden.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Marts 2000
Risikoindikator [1-7]: 5
Benchmark: MSCI World inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010263052
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

LANDEFORDELING

USA	55,9%
Japan	8,8%
Storbritannien	7,0%
Schweiz	4,0%
Frankrig	3,6%
Øvrige inkl. likvide	20,7%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,30
Standardafvigelse	9,74
Tracking error	0,37
Information Ratio	-1,34
Sharpe Ratio (benchm.)	1,36
Standardafvigelse (benchm.)	9,69
Active share	5,62

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Global Indeks

Den fastlåste situation mellem Europa og den græske regering i forhandlingerne om økonomisk og finansiel støtte til den græske økonomi er en usikkerhedsfaktor for markederne. Den finansielle sektors kapitalisering er væsentligt forbedret, og den økonomiske betydning af græsk økonomi i et europæisk perspektiv er begrænset. Situationen vil dog på kort sigt øge usikkerheden på de finansielle markeder og få en afsmittende effekt på de sydeuropæiske rente- og aktiemarkeder. Den Europæiske Centralbank har på den anden side tilkendegivet, at man har alle forhåndenværende værktøjer parat og er villig til at anvende disse, såfremt der måtte være behov for det.

Forventninger til markedet samt strategi

For andet halvår af 2015 forventer vi moderat positive aktiemarkeder understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne og dermed stigende kursudsving.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger det valgte benchmark. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

Global Indeks

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	38.338	30.779
Kursgevinster og tab	261.627	86.903
Administrationsomkostninger	-7.798	-4.964
Resultat før skat	292.167	112.718
Rente- og udbytteskat	-3.531	-1.968
Halvårets nettoresultat	288.636	110.750

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	16.667	6.997
Kapitalandele	2.779.222	2.645.217
Andre aktiver	7.163	5.424
Aktiver i alt	2.803.052	2.657.638

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	2.794.471	2.656.781
Mellemværende vedr. handelsafvikling	7.210	0
Anden gæld	1.371	858
Passiver i alt	2.803.052	2.657.638

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	2.656.781	1.604.155
Emissioner i perioden	646.964	226.162
Indløsninger i perioden	-799.767	-117.264
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.857	815
Periodens resultat	288.636	110.750
Medlemmernes formue ultimo	2.794.471	1.824.617

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,4	99,6
I alt finansielle instrumenter	99,5	99,6
Øvrige aktiver og passiver	0,5	0,4
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.794.471	1.824.617
Antal andele	26.007.943	21.072.631
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi [DKK pr. andel]	107,45	86,59
Afkast i DKK [pct]*]	11,29	6,72
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	11,66	6,79
Administrationsomk. [pct]*]	0,30	0,31
ÅOP	0,69	0,84

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

Global Indeks 2

Investerer indeksbaseret globalt i børsnoterede aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer globalt i aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, modpartsrisiko samt valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 11,26 pct., mens benchmark steg 11,66 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og har mere end indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteuuro og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 11,70 pct. i første halvår 2015. Amerikanske aktier har i første halvår leveret et afkast næsten på linje med markedet - primært drevet af en stærk dollar. Det amerikanske aktiemarked havde for første gang i adskillige år en svag udvikling drevet af en høj prisfastsættelse og mindre positive forventninger til indtjeningsudviklingen. Det modsatte gjorde sig gældende for Europa, der gjorde det en smule bedre end det globale marked understøttet af stigende økonomisk aktivitet, stigende konkurrenceevne for eksporterhvervene og en attraktiv prisfastsættelse i forhold til andre aktiemarkeder. Japan leverede det højeste afkast af de tre regioner. Den japanske regering ledet af Shinzo Abe har fortsat understøttelsen af den økonomiske aktivitet kombineret med relevante strukturreformer. De nye markeder gav et afkast på linje med det globale aktiemarked, men oplevede en svagt skuffende indtjeningsudvikling på tværs af regioner.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,40 procentpoint lavere end ændringen i benchmark, og der var således en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udvikling i benchmark.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

Prisfastsættelsen af de amerikanske og europæiske aktiemarkeder er steget pænt de senere år. Det europæiske aktiemarked er attraktivt prisfastsat set i forhold til de øvrige aktiemarkeder baseret på en forudsætning om en positiv indtjeningsudvikling. Reduceres eller udebliver den forventede indtjeningsudvikling, eksempelvis som følge af en negativ økonomisk eller geopolitisk udvikling, forøges usikkerheden.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Marts 1984
Risikoindeks (1-7): 5
Benchmark: MSCI World inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010266584
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

LANDEFORDELING

USA	56,2%
Japan	8,7%
Storbritannien	7,0%
Schweiz	4,0%
Frankrig	3,5%
Øvrige inkl. likvide	20,6%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,51
Standardafvigelse	8,93
Tracking error	0,33
Information Ratio	-0,77
Sharpe Ratio (benchm.)	1,54
Standardafvigelse (benchm.)	8,94
Active share	20,96

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Global Indeks 2

Den fastlåste situation mellem Europa og den græske regering i forhandlingerne om økonomisk og finansiel støtte til den græske økonomi er en usikkerhedsfaktor for markederne. Den finansielle sektors kapitalisering er væsentligt forbedret, og den økonomiske betydning af græsk økonomi i et europæisk perspektiv er begrænset. Situationen vil dog på kort sigt øge usikkerheden på de finansielle markeder og få en afsmittende effekt på de sydeuropæiske rente- og aktiemarkeder. Den Europæiske Centralbank har på den anden side tilkendegivet, at man har alle forhåndenværende værktøjer parat og er villig til at anvende disse, såfremt der måtte være behov for det.

Forventninger til markedet samt strategi

For andet halvår af 2015 forventer vi moderat positive aktiemarkeder understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne og dermed stigende kursudsving.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger det valgte benchmark. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

Global Indeks 2

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	8.586	7.951
Kursgevinster og tab	50.617	19.765
Administrationsomkostninger	-1.664	-1.260
Resultat før skat	57.540	26.456
Rente- og udbytteskat	-788	-456
Halvårets nettoresultat	56.751	26.000

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	4.426	382
Kapitalandele	545.821	470.310
Andre aktiver	1.705	1.274
Aktiver i alt	551.951	471.966

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	550.081	471.813
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.595	0
Anden gæld	275	153
Passiver i alt	551.951	471.966

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	471.813	418.258
Udlodning fra sidste år	-18.886	-972
Emissioner i perioden	50.748	3.075
Indløsninger i perioden	-10.480	-26.131
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	135	62
Periodens resultat	56.751	26.000
Medlemmernes formue ultimo	550.081	420.292

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,2	99,7
I alt finansielle instrumenter	99,2	99,7
Øvrige aktiver og passiver	0,8	0,3
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	550.081	420.292
Antal andele	5.233.975	4.812.626
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	105,10	87,33
Afkast i DKK (pct)*]	11,26	6,59
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	11,66	6,79
Administrationsomk. (pct)*]	0,30	0,31
ÅOP	0,68	0,84

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

Global Indeks Valutasikret – Akkumulerende KL

Investorerer indeksbaseret globalt i børsnoterede aktier. Hovedparten af afdelingens investeringer vil være i eller afdækket mod danske kroner eller euro.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer globalt i aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 3,18 pct., mens benchmark steg 3,46 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og har mere end indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteuro og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Ændringen i afdelingens benchmark var 8,20 procentpoint lavere end stigningen i det benchmark, der ikke er valuta-sikret. Valutasikringen havde dermed en negativ effekt på afkastet

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et valutasikret afkast på 3,46 pct. i første halvår 2015. Det amerikanske aktiemarked havde for første gang i adskillige år en svag udvikling drevet af en høj prisfastsættelse og mindre positive forventninger til indtjeningsudviklingen. Det modsatte gjorde sig gældende for Europa, der gjorde det bedre end det globale marked understøttet af stigende økonomisk aktivitet, stigende konkurrenceevne for eksporterhvervene og en attraktiv prisfastsættelse i forhold til andre aktiemarkeder. Japan leverede det højeste afkast af de tre regioner. Den japanske regering ledet af Shinzo Abe har fortsat understøttelsen af den økonomiske aktivitet kombineret med relevante strukturreformer. De nye markeder fik et positivt afkast, men oplevede en svagt skuffende indtjeningsudvikling på tværs af regioner.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,28 procentpoint lavere end ændringen i benchmark, og der var således en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udvikling i benchmark.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

Prisfastsættelsen af de amerikanske og europæiske aktiemarkeder er steget pænt de senere år. Det europæiske

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: September 2003
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: MSCI World incl. nettoudbytter hedget til DKK
Fondskode: DK0016248222
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

LANDEFORDELING

USA	57,1%
Japan	8,9%
Storbritannien	6,4%
Schweiz	4,2%
Canada	4,0%
Øvrige inkl. likvide	19,4%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,07
Standardafvigelse	10,62
Tracking error	0,96
Information Ratio	-0,17
Sharpe Ratio (benchm.)	1,06
Standardafvigelse (benchm.)	10,90
Active share	30,78

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Global Indeks Valutasikret – Akkumulerende KL

aktiemarked er attraktivt prisfastsat set i forhold til de øvrige aktiemarkeder baseret på en forudsætning om en positiv indtjeningsudvikling. Reduceres eller udebliver den forventede indtjeningsudvikling, eksempelvis som følge af en negativ økonomisk eller geopolitisk udvikling, forøges usikkerheden.

Den fastlåste situation mellem Europa og den græske regering i forhandlingerne om økonomisk og finansiel støtte til den græske økonomi er en usikkerhedsfaktor for markederne. Den finansielle sektors kapitalisering er væsentligt forbedret, og den økonomiske betydning af græsk økonomi i et europæisk perspektiv er begrænset. Situationen vil dog på kort sigt øge usikkerheden på de finansielle markeder og få en afsmittende effekt på de sydeuropæiske rente- og aktiemarkeder. Den Europæiske Centralbank har på den anden side tilkendegivet, at man har alle forhåndenværende værktøjer parat og er villig til at anvende disse, såfremt der måtte være behov for det.

Forventninger til markedet samt strategi

For andet halvår af 2015 forventer vi moderat positive aktiemarkeder understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne og dermed stigende kursudsving.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger det valgte benchmark. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

Global Indeks Valutasikret – Akkumulerende KL

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	3.933	1.262
Kursgevinster og tab	4.212	2.445
Administrationsomkostninger	-737	-220
Resultat før skat	7.408	3.487
Rente- og udbytteskat	-370	103
Halvårets nettoresultat	7.038	3.591

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	841	660
Kapitalandele	252.976	214.346
Mellemværende vedr. handelsafvikling	64	0
Afledte finansielle instrumenter	83	28
Andre aktiver	668	481
Aktiver i alt	254.631	215.515

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	250.813	212.219
Afledte finansielle instrumenter	3.692	3.228
Anden gæld	126	69
Passiver i alt	254.631	215.515

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	212.219	61.873
Emissioner i perioden	44.396	3.359
Indløsninger i perioden	-12.978	0
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	139	9
Periodens resultat	7.038	3.591
Medlemmernes formue ultimo	250.813	68.831

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	100,9	101,0
Øvrige finansielle instrumenter	-1,4	-1,5
I alt finansielle instrumenter	99,4	99,5
Øvrige aktiver og passiver	0,6	0,5
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	250.813	68.831
Antal andele	1.236.581	363.023
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	202,83	189,61
Afkast i DKK [pct]*]	3,18	5,42
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	3,46	5,20
Administrationsomk. [pct]*]	0,30	0,34
ÅOP	0,70	0,87

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

Global Plus

Investerer globalt i aktier udvalgt ud fra specifikke forventninger til den enkelte akties afkast. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer globalt i aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder emerging markets, modpartsrisiko samt valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 14,35 pct., mens benchmark steg 11,70 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteuero og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 11,70 pct. i første halvår 2015. Amerikanske aktier har i første halvår leveret et afkast næsten på linje med markedet - primært drevet af en stærk dollar. Det amerikanske aktiemarked havde for første gang i adskillige år en svag udvikling drevet af en høj prisfastsættelse og mindre positive forventninger til indtjeningsudviklingen. Det modsatte gjorde sig gældende for Europa, der gjorde det en smule bedre end det globale marked understøttet af stigende økonomisk aktivitet, stigende konkurrenceevne for eksporterhvervene og en attraktiv prisfastsættelse i forhold til andre aktiemarkeder. Japan leverede det højeste afkast af de tre regioner. Den japanske regering ledet af Shinzo Abe har fortsat understøttelsen af den økonomiske aktivitet kombineret med relevante strukturreformer. De nye markeder gav et afkast på linje med det globale aktiemarked, men oplevede en svagt skuffende indtjeningsudvikling på tværs af regioner.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast i første halvår 2015 var 2,65 procentpoint højere end stigningen i det globale aktiemarked. Sektorfordelingen bidrog overordnet positivt til afdelingens relative afkast. Afdelingens begrænsede investeringer indenfor energisektoren og betydelige investeringer indenfor sektoren sundhed bidrog særdeles positivt. Modsat bidrog især vores begrænsede investeringer indenfor telekommunikationssektoren negativt til det relative afkast.

Aktieudvælgelsen bidrog overordnet positivt til afdelingens relative afkast. Det var især afdelingens investeringer i det amerikanske sundhedsforsikringsselskab UnitedHealth, samt det japanske forsikringsselskab Tokio Marine Holdings, der bidrog positivt.

Modsat bidrog afdelingens investeringer i den amerikanske industrivirksomhed Tyco International, samt Signet Jewelers, som producerer og sælger smykker, særdeles negativt til afdelingens relative afkast.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: September 2000
Risikoindeksator [1-7]: 5
Benchmark: MSCI AC World inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010270503
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

LANDEFORDELING

USA	35,5%
Japan	10,3%
Storbritannien	9,6%
Danmark	7,9%
Schweiz	7,6%
Øvrige inkl. likvide	29,1%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,34
Standardafvigelse	9,54
Tracking error	3,49
Information Ratio	0,02
Sharpe Ratio (benchm.)	1,41
Standardafvigelse (benchm.)	9,06
Active share	93,22

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Global Plus

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

Prisfastsættelsen af de amerikanske og europæiske aktiemarkeder er steget pænt de senere år. Det europæiske aktiemarked er attraktivt prisfastsat set i forhold til de øvrige aktiemarkeder baseret på en forudsætning om en positiv indtjeningsudvikling. Reduceres eller udebliver den forventede indtjeningsudvikling, eksempelvis som følge af en negativ økonomisk eller geopolitisk udvikling, forøges usikkerheden.

Den fastlåste situation mellem Europa og den græske regering i forhandlingerne om økonomisk og finansiel støtte til den græske økonomi er en usikkerhedsfaktor for markederne. Den finansielle sektors kapitalisering er væsentligt forbedret, og den økonomiske betydning af græsk økonomi i et europæisk perspektiv er begrænset. Situationen vil dog på kort sigt øge usikkerheden på de finansielle markeder og få en afsmittende effekt på de sydeuropæiske rente- og aktiemarkeder. Den Europæiske Centralbank har på den anden side tilkendegivet, at man har alle forhåndenværende værktøjer parat og er villig til at anvende disse, såfremt der måtte være behov for det.

Afdelingen har betydelige investeringer indenfor sektorerne sundhed og diskretionært forbrug. Afkastet på aktier i disse sektorer kan bl.a. være følsomme over for udviklingen i det offentlige forbrug og det private forbrug. Afdelingen har ligeledes begrænsede investeringer indenfor sektorerne energi og finans. Afkastet på aktier i disse sektorer kan bl.a. være følsomme over for udviklingen i olieprisen og ændringer i renteniveauet.

Forventninger til markedet samt strategi

For andet halvår af 2015 forventer vi moderat positive aktiemarkeder understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne og dermed stigende kursudsving.

Vi fastholder som udgangspunkt afdelingens nuværende balance med betydelige investeringer i sektorerne sundhed, diskretionært forbrug, materialer og stabilt forbrug, mens vi indtil videre aktivt har fravalgt investeringer indenfor forsyningssektoren.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteudviklingen.

Global Plus

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	1.497	1.037
Kursgevinster og tab	13.835	3.552
Administrationsomkostninger	-908	-564
Resultat før skat	14.423	4.025
Rente- og udbytteskat	-137	-76
Halvårets nettoresultat	14.286	3.949

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	5.965	2.635
Kapitalandele	112.394	97.645
Andre aktiver	433	388
Aktiver i alt	118.792	100.668

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	117.408	99.886
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.230	707
Anden gæld	155	75
Passiver i alt	118.792	100.668

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	99.886	71.715
Emissioner i perioden	3.226	8.741
Indløsninger i perioden	0	-4.726
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	10	40
Periodens resultat	14.286	3.949
Medlemmernes formue ultimo	117.408	79.718

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	95,7	97,8
I alt finansielle instrumenter	95,7	97,8
Øvrige aktiver og passiver	4,3	2,2
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	117.408	79.718
Antal andele	7.401.865	6.296.865
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi [DKK pr. andel]	15,86	12,66
Afkast i DKK [pct]*]	14,35	5,76
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	11,70	6,79
Administrationsomk. [pct]*]	0,80	0,80
ÅOP	1,82	1,94

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

Global StockPicking

Investorerer globalt i aktier udvalgt ud fra specifikke forventninger til den enkelte akties afkast. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer globalt i aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder emerging markets, modpartsrisiko samt valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 14,60 pct., mens benchmark steg 11,70 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteuero og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 11,70 pct. i første halvår 2015. Amerikanske aktier har i første halvår leveret et afkast næsten på linje med markedet - primært drevet af en stærk dollar. Det amerikanske aktiemarked havde for første gang i adskillige år en svag udvikling drevet af en høj prisfastsættelse og mindre positive forventninger til indtjeningsudviklingen. Det modsatte gjorde sig gældende for Europa, der gjorde det en smule bedre end det globale marked understøttet af stigende økonomisk aktivitet, stigende konkurrenceevne for eksporterhvervene og en attraktiv prisfastsættelse i forhold til andre aktiemarkeder. Japan leverede det højeste afkast af de tre regioner. Den japanske regering ledet af Shinzo Abe har fortsat understøttelsen af den økonomiske aktivitet kombineret med relevante strukturreformer. De nye markeder gav et afkast på linje med det globale aktiemarked, men oplevede en svagt skuffende indtjeningsudvikling på tværs af regioner.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast i første halvår 2015 var 2,90 procentpoint højere end stigningen i det globale aktiemarked. Sektorfordelingen bidrog overordnet positivt til afdelingens relative afkast. Afdelingens begrænsede investeringer indenfor energisektoren og betydelige investeringer indenfor sektoren sundhed bidrog særdeles positivt. Modsat bidrog især vores begrænsede investeringer indenfor telekommunikationssektoren negativt til det relative afkast.

Aktieudvælgelsen bidrog overordnet positivt til afdelingens relative afkast. Det var især afdelingens investeringer i det amerikanske sundhedsforsikringsselskab UnitedHealth, samt det japanske forsikringsselskab Tokio Marine Holdings, der bidrog positivt.

Modsat bidrog afdelingens investeringer i den amerikanske industrivirksomhed Tyco International, samt Signet Jewelers, som producerer og sælger smykker, særdeles negativt til afdelingens relative afkast.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Maj 2000
Risikoindikator [1-7]: 5
Benchmark: MSCI AC World inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010264530
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

LANDEFORDELING

USA	35,7%
Japan	10,3%
Storbritannien	9,6%
Danmark	7,7%
Schweiz	7,6%
Øvrige inkl. likvide	29,1%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,25
Standardafvigelse	9,32
Tracking error	3,57
Information Ratio	-0,29
Sharpe Ratio (benchm.)	1,40
Standardafvigelse (benchm.)	9,04
Active share	93,26

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Global StockPicking

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

Prisfastsættelsen af de amerikanske og europæiske aktiemarkeder er steget pænt de senere år. Det europæiske aktiemarked er attraktivt prisfastsat set i forhold til de øvrige aktiemarkeder baseret på en forudsætning om en positiv indtjeningsudvikling. Reduceres eller udebliver den forventede indtjeningsudvikling, eksempelvis som følge af en negativ økonomisk eller geopolitisk udvikling, forøges usikkerheden.

Den fastlåste situation mellem Europa og den græske regering i forhandlingerne om økonomisk og finansiel støtte til den græske økonomi er en usikkerhedsfaktor for markederne. Den finansielle sektors kapitalisering er væsentligt forbedret, og den økonomiske betydning af græsk økonomi i et europæisk perspektiv er begrænset. Situationen vil dog på kort sigt øge usikkerheden på de finansielle markeder og få en afsmittende effekt på de sydeuropæiske rente- og aktiemarkeder. Den Europæiske Centralbank har på den anden side tilkendegivet, at man har alle forhåndenværende værktøjer parat og er villig til at anvende disse, såfremt der måtte være behov for det.

Afdelingen har betydelige investeringer indenfor sektorerne sundhed og diskretionært forbrug. Afkastet på aktier i disse sektorer kan bl.a. være følsomme over for udviklingen i det offentlige forbrug og det private forbrug. Afdelingen har ligeledes begrænsede investeringer indenfor sektorerne energi og finans. Afkastet på aktier i disse sektorer kan bl.a. være følsomme over for udviklingen i olieprisen og ændringer i renteniveauet.

Forventninger til markedet samt strategi

For andet halvår af 2015 forventer vi moderat positive aktiemarkeder understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne og dermed stigende kursudsving.

Vi fastholder som udgangspunkt afdelingens nuværende balance med betydelige investeringer i sektorerne sundhed, diskretionært forbrug, materialer og stabilt forbrug, mens vi indtil videre aktivt har fravalgt investeringer indenfor forsyningssektoren.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteudviklingen.

Global StockPicking

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	40.464	32.300
Kursgevinster og tab	421.315	108.521
Administrationsomkostninger	-24.924	-17.622
Resultat før skat	436.855	123.200
Rente- og udbytteskat	-3.690	-2.412
Halvårets nettoresultat	433.165	120.788

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	149.579	121.574
Kapitalandele	2.978.093	2.760.668
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.203	1.208
Andre aktiver	8.644	5.947
Aktiver i alt	3.137.519	2.889.396

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	3.098.266	2.867.105
Mellemværende vedr. handelsafvikling	35.093	20.091
Anden gæld	4.160	2.199
Passiver i alt	3.137.519	2.889.396

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	2.867.105	2.162.751
Emissioner i perioden	256.129	280.404
Indløsninger i perioden	-459.883	-171.055
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.750	1.300
Periodens resultat	433.165	120.788
Medlemmernes formue ultimo	3.098.266	2.394.187

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,1	96,3
I alt finansielle instrumenter	96,1	96,3
Øvrige aktiver og passiver	3,9	3,7
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	3.098.266	2.394.187
Antal andele	29.681.174	28.792.918
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	104,38	83,15
Afkast i DKK [pct]*]	14,60	5,67
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	11,70	6,79
Administrationsomk. [pct]*]	0,80	0,80
ÅOP	1,75	1,92

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

Global StockPicking 2

Investorerer globalt i aktier udvalgt ud fra specifikke forventninger til den enkelte akties afkast. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer globalt i aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder emerging markets, modpartsrisiko samt valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 14,38 pct., mens benchmark steg 11,70 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteuero og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 11,70 pct. i første halvår 2015. Amerikanske aktier har i første halvår leveret et afkast næsten på linje med markedet - primært drevet af en stærk dollar. Det amerikanske aktiemarked havde for første gang i adskillige år en svag udvikling drevet af en høj prisfastsættelse og mindre positive forventninger til indtjeningsudviklingen. Det modsatte gjorde sig gældende for Europa, der gjorde det en smule bedre end det globale marked understøttet af stigende økonomisk aktivitet, stigende konkurrenceevne for eksporterhvervene og en attraktiv prisfastsættelse i forhold til andre aktiemarkeder. Japan leverede det højeste afkast af de tre regioner. Den japanske regering ledet af Shinzo Abe har fortsat understøttelsen af den økonomiske aktivitet kombineret med relevante strukturreformer. De nye markeder gav et afkast på linje med det globale aktiemarked, men oplevede en svagt skuffende indtjeningsudvikling på tværs af regioner.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast i første halvår 2015 var 2,68 procentpoint højere end stigningen i det globale aktiemarked. Sektorfordelingen bidrog overordnet positivt til afdelingens relative afkast. Afdelingens begrænsede investeringer indenfor energisektoren og betydelige investeringer indenfor sektoren sundhed bidrog særdeles positivt. Modsat bidrog især vores begrænsede investeringer indenfor telekommunikationssektoren negativt til det relative afkast.

Aktieudvælgelsen bidrog overordnet positivt til afdelingens relative afkast. Det var især afdelingens investeringer i det amerikanske sundhedsforsikringsselskab UnitedHealth, samt det japanske forsikringsselskab Tokio Marine Holdings, der bidrog positivt.

Modsat bidrog afdelingens investeringer i den amerikanske industrivirksomhed Tyco International, samt Signet Jewelers, som producerer og sælger smykker, særdeles negativt til afdelingens relative afkast.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Marts 1986
Risikoindeksator [1-7]: 5
Benchmark: MSCI AC World inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010253095
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

LANDEFORDELING

USA	36,4%
Japan	10,6%
Storbritannien	9,8%
Schweiz	7,8%
Tyskland	7,3%
Øvrige inkl. likvide	28,1%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,27
Standardafvigelse	9,47
Tracking error	3,51
Information Ratio	-0,18
Sharpe Ratio (benchm.)	1,40
Standardafvigelse (benchm.)	9,04
Active share	93,22

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Global StockPicking 2

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

Prisfastsættelsen af de amerikanske og europæiske aktiemarkeder er steget pænt de senere år. Det europæiske aktiemarked er attraktivt prisfastsat set i forhold til de øvrige aktiemarkeder baseret på en forudsætning om en positiv indtjeningsudvikling. Reduceres eller udebliver den forventede indtjeningsudvikling, eksempelvis som følge af en negativ økonomisk eller geopolitisk udvikling, forøges usikkerheden.

Den fastlåste situation mellem Europa og den græske regering i forhandlingerne om økonomisk og finansiel støtte til den græske økonomi er en usikkerhedsfaktor for markederne. Den finansielle sektors kapitalisering er væsentligt forbedret, og den økonomiske betydning af græsk økonomi i et europæisk perspektiv er begrænset. Situationen vil dog på kort sigt øge usikkerheden på de finansielle markeder og få en afsmittende effekt på de sydeuropæiske rente- og aktiemarkeder. Den Europæiske Centralbank har på den anden side tilkendegivet, at man har alle forhåndenværende værktøjer parat og er villig til at anvende disse, såfremt der måtte være behov for det.

Afdelingen har betydelige investeringer indenfor sektorerne sundhed og diskretionært forbrug. Afkastet på aktier i disse sektorer kan bl.a. være følsomme over for udviklingen i det offentlige forbrug og det private forbrug. Afdelingen har ligeledes begrænsede investeringer indenfor sektorerne energi og finans. Afkastet på aktier i disse sektorer kan bl.a. være følsomme over for udviklingen i olieprisen og ændringer i renteniveaue.

Forventninger til markedet samt strategi

For andet halvår af 2015 forventer vi moderat positive aktiemarkeder understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne og dermed stigende kursudsving.

Vi fastholder som udgangspunkt afdelingens nuværende balance med betydelige investeringer i sektorerne sundhed, diskretionært forbrug, materialer og stabilt forbrug, mens vi indtil videre aktivt har fravalgt investeringer indenfor forsyningssektoren.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteudviklingen.

Global StockPicking 2

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	12.033	11.498
Kursgevinster og tab	114.689	38.999
Administrationsomkostninger	-7.242	-6.183
Resultat før skat	119.480	44.314
Rente- og udbytteskat	-1.044	-941
Halvårets nettoresultat	118.436	43.374

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	26.246	24.600
Kapitalandele	879.203	797.476
Andre aktiver	3.887	3.157
Aktiver i alt	909.335	825.232

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	898.039	818.785
Mellemværende vedr. handelsafvikling	10.080	5.807
Anden gæld	1.216	641
Passiver i alt	909.335	825.232

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	818.785	798.600
Indløsninger i perioden	-39.280	-59.649
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	98	148
Periodens resultat	118.436	43.374
Medlemmernes formue ultimo	898.039	782.471

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,9	97,4
I alt finansielle instrumenter	97,9	97,4
Øvrige aktiver og passiver	2,1	2,6
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	898.039	782.471
Antal andele	5.773.489	6.308.260
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi [DKK pr. andel]	155,55	124,04
Afkast i DKK [pct]*]	14,38	5,78
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	11,70	6,79
Administrationsomk. [pct]*]	0,80	0,79
ÅOP	1,76	1,94

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

Global StockPicking – Akkumulerende KL

Investerer globalt i aktier udvalgt ud fra specifikke forventninger til den enkelte akties afkast. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingen udbydes i tre andelsklasser:

- Global StockPicking, klasse NOK
- Global Stockpicking, osuuslaji EUR
- Global Stockpicking – Akkumulerende, klasse DKK

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på de følgende sider.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider.

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

Global StockPicking – Akkumulerende KL

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	45.836	45.614
Kursgevinster og tab	459.731	156.015
Administrationsomkostninger	-27.872	-24.563
Resultat før skat	477.695	177.066
Rente- og udbytteskat	-4.464	-4.017
Halvårets nettoresultat	473.231	173.050

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	146.971	124.559
Kapitalandele	3.263.088	3.209.412
Andre aktiver	12.918	9.914
Aktiver i alt	3.422.977	3.343.885

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	3.378.483	3.317.861
Mellemværende vedr. handelsafvikling	40.013	23.501
Anden gæld	4.481	2.522
Passiver i alt	3.422.977	3.343.885

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	3.317.861	3.091.835
Emissioner i perioden	71.269	140.339
Indløsninger i perioden	-485.275	-266.187
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.395	1.037
Periodens resultat	473.231	173.050
Medlemmernes formue ultimo	3.378.483	3.140.074

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,6	96,7
I alt finansielle instrumenter	96,6	96,7
Øvrige aktiver og passiver	3,4	3,3
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	3.378.483	3.140.074

*) Afdelingen er opdelt i andelsklasser, hvorfor en række af nøgletallene herefter vises under de enkelte klasser.

Global StockPicking, Klasse NOK

Andelsklasse under Global StockPicking – Akkumulerende KL

Investerer globalt i aktier udvalgt ud fra specifikke forventninger til den enkelte akties afkast. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer globalt i aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder emerging markets, modpartsrisiko samt valuta. I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et afkast på 10,38 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 7,73 pct. i NOK. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteuuro og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 7,73 pct. målt i NOK, i første halvår 2015. Amerikanske aktier har i første halvår leveret et afkast næsten på linje med markedet - primært drevet af en stærk dollar. Det amerikanske aktiemarked havde for første gang i adskillige år en svag udvikling drevet af en høj prisfastsættelse og mindre positive forventninger til indtjeningsudviklingen. Det modsatte gjorde sig gældende for Europa, der gjorde det en smule bedre end det globale marked understøttet af stigende økonomisk aktivitet, stigende konkurrenceevne for eksporterhvervene og en attraktiv prisfastsættelse i forhold til andre aktiemarkeder. Japan leverede det højeste afkast af de tre regioner. Den japanske regering ledet af Shinzo Abe har fortsat understøttelsen af den økonomiske aktivitet kombineret med relevante strukturreformer. De nye markeder gav et afkast på linje med det globale aktiemarked, men oplevede en svagt skuffende indtjeningsudvikling på tværs af regioner.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast i 1. halvår 2015 var 2,65 procentpoint højere end stigningen i det globale aktiemarked. Sektorfordelingen bidrog overordnet positivt til andelsklassens relative afkast. Andelsklassens begrænsede investeringer indenfor energisektoren og betydelige investeringer indenfor sektoren sundhed bidrog særdeles positivt. Modsat bidrog især vores begrænsede investeringer indenfor telekommunikationssektoren negativt til det relative afkast.

Aktieudvælgelsen bidrog overordnet positivt til andelsklassens relative afkast. Det var især andelsklassens investeringer i det amerikanske sundhedsforsikringsselskab United-Health, samt det japanske forsikringsselskab Tokio Marine Holdings, der bidrog positivt.

Modsat bidrog andelsklassens investeringer i den amerikanske industrivirksomhed Tyco International, samt Signet Jewelers, som producerer og sælger smykker, særdeles negativt til andelsklassens relative afkast.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Juni 2014
Risikoindekator [1-7]: 5
Benchmark: MSCI AC World Net Total Return measured in NOK
Fondskode: DK0060564235
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

LANDEFORDELING

USA	35,8%
Japan	10,4%
Storbritannien	9,7%
Schweiz	7,7%
Danmark	7,2%
Øvrige inkl. likvide	29,2%

NØGLETAL

Active share	93,23
--------------	-------

Måleperiode: til jun. 2015

Global StockPicking, Klasse NOK

Andelsklasse under Global StockPicking – Akkumulerende KL

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

Prisfastsættelsen af de amerikanske og europæiske aktiemarkeder er steget pænt de senere år. Det europæiske aktiemarked er attraktivt prisfastsat set i forhold til de øvrige aktiemarkeder baseret på en forudsætning om en positiv indtjeningsudvikling. Reduceres eller udebliver den forventede indtjeningsudvikling, eksempelvis som følge af en negativ økonomisk eller geopolitisk udvikling, forøges usikkerheden.

Den fastlåste situation mellem Europa og den græske regering i forhandlingerne om økonomisk og finansiel støtte til den græske økonomi er en usikkerhedsfaktor for markederne. Den finansielle sektors kapitalisering er væsentligt forbedret, og den økonomiske betydning af græsk økonomi i et europæisk perspektiv er begrænset. Situationen vil dog på kort sigt øge usikkerheden på de finansielle markeder og få en afsmittende effekt på de sydeuropæiske rente- og aktiemarkeder. Den Europæiske Centralbank har på den anden side tilkendegivet, at man har alle forhåndenværende værktøjer parat og er villig til at anvende disse, såfremt der måtte være behov for det.

Andelsklassen har betydelige investeringer indenfor sektorerne sundhed og diskretionært forbrug. Afkastet på aktier i disse sektorer kan blandt andet være følsomme over for udviklingen i det offentlige forbrug og det private forbrug. Andelsklassen har ligeledes begrænsede investeringer indenfor sektorerne energi og finans. Afkastet på aktier i disse sektorer kan blandt andet være følsomme over for udviklingen i olieprisen og ændringer i renteniveauet.

Forventninger til markedet samt strategi

For andet halvår af 2015 forventer vi moderat positive aktiemarkeder understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne og dermed stigende kursudsving.

Vi fastholder som udgangspunkt andelsklassens nuværende balance med betydelige investeringer i sektorerne sundhed, diskretionært forbrug, materialer og stabilt forbrug, mens vi indtil videre aktivt har fravalgt investeringer indenfor forsyningssektoren.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

Global StockPicking, Klasse NOK

Andelsklasse under Global StockPicking – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	13.6.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	9.355	-437
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-638	-20
Klassens resultat	8.716	-457

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	13.6.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	64.235	0
Emissioner i perioden	27.127	30.293
Indløsninger i perioden	-14.820	0
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	126	50
Periodens resultat	8.716	-457
Medlemmernes formue ultimo	85.384	29.885

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	85.384	29.885
Antal andele	750.289	329.449
Stykstørrelse i NOK	100	100
Indre værdi (NOK pr. andel)	133,73	102,23
Afkast i NOK [pct]*]	10,38	2,23
Benchmarkafkast i NOK [pct]*]	7,73	3,43
Administrationsomk. [pct]*]	0,85	0,85

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

Global StockPicking, osuuslaji EUR

Andelsklasse under Global StockPicking – Akkumulerende KL

Investerer globalt i aktier udvalgt ud fra specifikke forventninger til den enkelte akties afkast. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer globalt i aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder emerging markets, modpartsrisiko samt valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et afkast på 14,09 pct. målt i EUR, mens benchmark steg 11,49 pct. målt i EUR. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteuoro og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 11,49 pct. målt i EUR i første halvår 2015. Amerikanske aktier har i første halvår leveret et afkast næsten på linje med markedet - primært drevet af en stærk dollar. Det amerikanske aktiemarked havde for første gang i adskillige år en svag udvikling drevet af en høj prisfastsættelse og mindre positive forventninger til indtjeningsudviklingen. Det modsatte gjorde sig gældende for Europa, der gjorde det en smule bedre end det globale marked understøttet af stigende økonomisk aktivitet, stigende konkurrenceevne for eksporterhvervene og en attraktiv prisfastsættelse i forhold til andre aktiemarkeder. Japan leverede det højeste afkast af de tre regioner. Den japanske regering ledet af Shinzo Abe har fortsat understøttelsen af den økonomiske aktivitet kombineret med relevante strukturreformer. De nye markeder gav et afkast på linje med det globale aktiemarked, men oplevede en svagt skuffende indtjeningsudvikling på tværs af regioner.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast i 1. halvår 2015 var 2,60 procentpoint højere end stigningen i det globale aktiemarked. Sektorfordelingen bidrog overordnet positivt til andelsklassens relative afkast. Andelsklassens begrænsede investeringer indenfor energisektoren og betydelige investeringer indenfor sektoren sundhed bidrog særdeles positivt. Modsat bidrog især vores begrænsede investeringer indenfor telekommunikationssektoren negativt til det relative afkast.

Aktieudvælgelsen bidrog overordnet positivt til andelsklassens relative afkast. Det var især andelsklassens investeringer i det amerikanske sundhedsforsikringsselskab United-Health, samt det japanske forsikringsselskab Tokio Marine Holdings, der bidrog positivt.

Modsat bidrog andelsklassens investeringer i den amerikanske industrivirksomhed Tyco International, samt Signet Jewelers, som producerer og sælger smykker, særdeles negativt til andelsklassens relative afkast.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: December 2012
Risikoindeksator [1-7]: 5
Benchmark: MSCI AC World index inkl. nettoudbytter målt i EUR
Fondskode: DK0060485449
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

LANDEFORDELING

USA	35,8%
Japan	10,4%
Storbritannien	9,7%
Schweiz	7,7%
Danmark	7,2%
Øvrige inkl. likvide	29,2%

NØGLETAL

Active share	93,23
--------------	-------

Måleperiode: til jun. 2015

Global StockPicking, osuuslaji EUR

Andelsklasse under Global StockPicking – Akkumulerende KL

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

Prisfastsættelsen af de amerikanske og europæiske aktiemarkeder er steget pænt de senere år. Det europæiske aktiemarked er attraktivt prisfastsat set i forhold til de øvrige aktiemarkeder baseret på en forudsætning om en positiv indtjeningsudvikling. Reduceres eller udebliver den forventede indtjeningsudvikling, eksempelvis som følge af en negativ økonomisk eller geopolitisk udvikling, forøges usikkerheden.

Den fastlåste situation mellem Europa og den græske regering i forhandlingerne om økonomisk og finansiel støtte til den græske økonomi er en usikkerhedsfaktor for markederne. Den finansielle sektors kapitalisering er væsentligt forbedret, og den økonomiske betydning af græsk økonomi i et europæisk perspektiv er begrænset. Situationen vil dog på kort sigt øge usikkerheden på de finansielle markeder og få en afsmittende effekt på de sydeuropæiske rente- og aktiemarkeder. Den Europæiske Centralbank har på den anden side tilkendegivet, at man har alle forhåndenværende værktøjer parat og er villig til at anvende disse, såfremt der måtte være behov for det.

Andelsklassen har betydelige investeringer indenfor sektorerne sundhed og diskretionært forbrug. Afkastet på aktier i disse sektorer kan blandt andet være følsomme over for udviklingen i det offentlige forbrug og det private forbrug. Andelsklassen har ligeledes begrænsede investeringer indenfor sektorerne energi og finans. Afkastet på aktier i disse sektorer kan blandt andet være følsomme over for udviklingen i olieprisen og ændringer i renteniveaet.

Forventninger til markedet samt strategi

For andet halvår af 2015 forventer vi moderat positive aktiemarkeder understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne og dermed stigende kursudsving.

Vi fastholder som udgangspunkt andelsklassens nuværende balance med betydelige investeringer i sektorerne sundhed, diskretionært forbrug, materialer og stabilt forbrug, mens vi indtil videre aktivt har fravalgt investeringer indenfor forsyningssektoren.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

Global StockPicking, osuuslaji EUR

Andelsklasse under Global StockPicking – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	5.519	1.920
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-380	-250
Klassens resultat	5.139	1.670

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	36.825	29.318
Emissioner i perioden	9.663	989
Indløsninger i perioden	-4.425	-555
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	42	5
Periodens resultat	5.139	1.670
Medlemmernes formue ultimo	47.243	31.426

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	47.243	31.426
Antal andele	423.212	352.246
Stykstørrelse i EUR	10	10
Indre værdi (EUR pr. andel)	14,96	11,97
Afkast i EUR (pct)*]	14,09	5,77
Benchmarkafkast i EUR (pct)*]	11,49	6,86
Administrationsomk. (pct)*]	0,85	0,84

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

Global StockPicking – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Global StockPicking – Akkumulerende KL

Investerer globalt i aktier udvalgt ud fra specifikke forventninger til den enkelte akties afkast. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer globalt i aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder emerging markets, modpartsrisiko samt valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et afkast på 14,31 pct., mens benchmark steg 11,70 pct. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter og har mere end indfriet vores forventninger om positive, men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteuro og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 11,70 pct. i første halvår 2015. Amerikanske aktier har i første halvår leveret et afkast næsten på linje med markedet - primært drevet af en stærk dollar. Det amerikanske aktiemarked havde for første gang i adskillige år en svag udvikling drevet af en høj prisfastsættelse og mindre positive forventninger til indtjeningsudviklingen. Det modsatte gjorde sig gældende for Europa, der gjorde det en smule bedre end det globale marked understøttet af stigende økonomisk aktivitet, stigende konkurrenceevne for eksporterhvervene og en attraktiv prisfastsættelse i forhold til andre aktiemarkeder. Japan leverede det højeste afkast af de tre regioner. Den japanske regering ledet af Shinzo Abe har fortsat understøttelsen af den økonomiske aktivitet kombineret med relevante strukturreformer. De nye markeder gav et afkast på linje med det globale aktiemarked, men oplevede en svagt skuffende indtjeningsudvikling på tværs af regioner.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast i første halvår 2015 var 2,61 procent point højere end stigningen i benchmark. Sektorfordelingen bidrog overordnet positivt til andelsklassens relative afkast. Andelsklassens begrænsede investeringer indenfor energisektoren og betydelige investeringer indenfor sektoren sundhed bidrog særdeles positivt. Modsat bidrog især vores begrænsede investeringer indenfor telekommunikationssektoren negativt til det relative afkast.

Aktieudvælgelsen bidrog overordnet positivt til andelsklassens relative afkast. Det var især andelsklassens investeringer i det amerikanske sundhedsforsikringsselskab United-Health, samt det japanske forsikringsselskab Tokio Marine Holdings, der bidrog positivt.

Modsat bidrog andelsklassens investeringer i den amerikanske industrivirksomhed Tyco International, samt Signet Jewelers, som producerer og sælger smykker, særdeles negativt til andelsklassens relative afkast.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Børsnoteret	
Akkumulerende	
Introduceret: November 2002	
Risikoindeksator [1-7]: 5	
Benchmark: MSCI AC World inkl. nettoudbytter	
Fondskode: DK0016208788	
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S	

LANDEFORDELING

USA	35,8%
Japan	10,4%
Storbritannien	9,7%
Schweiz	7,7%
Danmark	7,2%
Øvrige inkl. likvide	29,2%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,27
Standardafvigelse	9,39
Tracking error	3,56
Information Ratio	-0,21
Sharpe Ratio (benchm.)	1,40
Standardafvigelse (benchm.)	9,04
Active share	93,23

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Global StockPicking – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Global StockPicking – Akkumulerende KL

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

Prisfastsættelsen af de amerikanske og europæiske aktiemarkeder er steget pænt de senere år. Det europæiske aktiemarked er attraktivt prisfastsat set i forhold til de øvrige aktiemarkeder baseret på en forudsætning om en positiv indtjeningsudvikling. Reduceres eller udebliver den forventede indtjeningsudvikling, eksempelvis som følge af en negativ økonomisk eller geopolitisk udvikling, forøges usikkerheden.

Den fastlåste situation mellem Europa og den græske regering i forhandlingerne om økonomisk og finansiel støtte til den græske økonomi er en usikkerhedsfaktor for markederne. Den finansielle sektors kapitalisering er væsentligt forbedret, og den økonomiske betydning af græsk økonomi i et europæisk perspektiv er begrænset. Situationen vil dog på kort sigt øge usikkerheden på de finansielle markeder og få en afsmittende effekt på de sydeuropæiske rente- og aktiemarkeder. Den Europæiske Centralbank har på den anden side tilkendegivet, at man har alle forhåndenværende værktøjer parat og er villig til at anvende disse, såfremt der måtte være behov for det.

Andelsklassen har betydelige investeringer indenfor sektorerne sundhed og diskretionært forbrug. Afkastet på aktier i disse sektorer kan blandt andet være følsomme over for udviklingen i det offentlige forbrug og det private forbrug. Andelsklassen har ligeledes begrænsede investeringer indenfor sektorerne energi og finans. Afkastet på aktier i disse sektorer kan blandt andet være følsomme over for udviklingen i olieprisen og ændringer i renteniveaet.

Forventninger til markedet samt strategi

For andet halvår af 2015 forventer vi moderat positive aktiemarkeder understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne og dermed stigende kursudsving.

Vi fastholder som udgangspunkt andelsklassens nuværende balance med betydelige investeringer i sektorerne sundhed, diskretionært forbrug, materialer og stabilt forbrug, mens vi indtil videre aktivt har fravalgt investeringer indenfor forsyningssektoren.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

Global StockPicking – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Global StockPicking – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	486.219	195.856
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-26.843	-24.019
Klassens resultat	459.377	171.837

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	3.216.802	3.062.517
Emissioner i perioden	34.479	109.057
Indløsninger i perioden	-466.029	-265.631
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.227	982
Periodens resultat	459.377	171.837
Medlemmernes formue ultimo	3.245.856	3.078.762

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	3.245.856	3.078.762
Antal andele	18.361.087	21.804.830
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	176,78	141,20
Afkast i DKK (pct)*]	14,31	5,75
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	11,70	6,79
Administrationsomk. (pct)*]	0,80	0,79
ÅOP	1,74	1,90

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

Globale High Yield-Obligationer

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

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investe-ringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer i udenlandske high yield-virksomhedsobligationer d.v.s. obligationer med lav kreditkvalitet. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield-virksomhedsobligationer globalt. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

I første halvår 2015 gav afdelingen et afkast på 1,37 pct., mens benchmark steg 1,93 pct. Afdelingens afkast var tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Afdelingen har i første halvår indfriet vores forventninger om positive afkast, herunder vores forventning om en moderat indsnævring af spændene og deraf følgende afkast over kuponrenten.

Markedet

Det globale high yield-marked gav positive, men svingende afkast i første halvår 2015. I starten af året var markedet præget af de fortsat faldende oliepriser oven på OPEC's beslutning fra november 2014 om ikke at skære ned i produktionen. Prisen på råolie faldt til USD 46,59 pr. tønde i januar. Da mange olieproducenter har udstedelser på det globale high yield-marked, kan prisen på råolie spille en vigtig rolle for afdelingens resultat. Kursen på mange olierelaterede obligationer var dog kommet så langt ned i december, at mange af dem steg i januar.

En anden væsentlig begivenhed i januar var Den Europæiske Centralbanks (ECB) beslutning om at lancere et program for kvantitative pengepolitiske lempelser. Da dette program i vid udstrækning var ventet, var det for investorerne mest et spørgsmål om, hvorvidt programmet ville være tilstrækkeligt. Markedsdeltagerne var tilfredse med omfanget af lempelserne, og renten på europæiske statspapirer med høj kvalitet faldt, herunder den 10-årige tyske statsobligation, som faldt til 0,075 pct. Vi havde ventet kraftig vækst i amerikansk økonomi og fornyet vækst i Europa, men indtil videre har væksten i USA været skuffende. Det har været positivt at se fornyet vækst i Europa, og bedre økonomiske udsigter har presset obligationsrenterne op til trods for de kvantitative lempelser. Ved udgangen af juni var usikkerheden koncentreret omkring tidspunktet for og omfanget af den amerikanske centralbanks [Fed] renteforhøjelser samt risikoen for en statsbankerot i Grækenland.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,56 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Positivt papirvalg inden for cyklisk og ikke-cyklisk forbrug bidrog positivt til afdelingens afkast, hvorimod undervægtningen af disse sektorer trak ned i resultatet. Der var også positive bidrag fra øvrig industri og kontantbeholdninger, som er integreret i risikoberegningerne og anvendt til at opveje mere risikobetonede investeringer. På den negative front var et negativt papirvalg inden for basisindustri og energi med til at udligne gode allokeringsbeslutninger i disse sektorer, da det viste sig fornuftigt at være undervægtet basisindustri og overvægtet energi.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Februar 2002
Risikoindikator [1-7]: 4
Benchmark: Barclays Capital Global HY Index excluding CMBS & EMG & Non senior financials (2% issuers capped) - hedged DKK
Fondskode: DK0060448918
Porteføljerådgiver: ING

VARIGHEDER

0-1 år	10,9%
1-3 år	20,5%
3-5 år	33,6%
5-10 år	28,1%
Over 10 år	0,4%
Øvrige inkl. likvide	6,5%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,93
Standardafvigelse	6,64
Tracking error	1,29
Information Ratio	-0,60
Sharpe Ratio (benchm.)	1,18
Standardafvigelse (benchm.)	5,89

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Globale High Yield-Obligationer

På udstederniveau var der størst bidrag fra olieselskaberne Northern Oil, Memorial Production, Crown Rock og Resolute, da alle disse selskaber oplevede efterspørgsel fra investorer, som søgte efter en god investeringscase oven på det kraftige prisfald på olie i andet halvår 2014. Guitar Center steg oven på et godt årsregnskab, som bekræftede effekten af ledelsens turnaround-strategi. Der var også et positivt bidrag fra vores overvægt af Hawk Acquisition. På den negative side kan nævnes Peabody Energy, som er en kulproducent i USA og Australien, der faldt på grund af lave priser på naturgas i USA og overudbud af stål i Kina. Overudbuddet af stål medførte også et lavere salg for Magnetation, en amerikansk producent af jernmalm, som også oplevede kursfald. Endvidere var der negative bidrag fra vores overvægt af NFR Energy og Sandridge Energy.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Vi vurderer, at den økonomiske vækst i USA og Europa kommer op på et niveau, der kan understøtte et godt afkast for udstedere af high yield-obligationer. Hvis væksten bremser op i en af de to regioner, kan det øge presset på udsteders grundlæggende forhold, som formentlig i nogen grad vil blive opvejet af faldende renter. I USA holder vi øje med den stærke USD's indvirkning på økonomien, da vi frygter, at en yderligere styrkelse af valutaen kan presse BNP-væksten ned under 2 pct. På den anden side er der tegn på, at væksten i USA er begyndt at skabe lønpres, hvilket vil kunne presse inflationen op over den amerikanske centralbanks (Fed) inflationsmål på 2 pct., og det kunne tvinge Fed til at hæve renten tidligere, end markedet forventer. Selvom vi mener, at Europa er rustet til, at Grækenland kan forlade euroen, ser vi det som en potentiel kilde til uro. Rentemarkederne i både USA og Europa er desuden blevet ramt af svage likviditetsforhold, nok primært som følge af begrænset likviditet. Vi tror, at en negativ markedsudvikling vil skabe større kursudsving end tidligere, og at denne potentielle volatilitet i afkastene kan overraske rentemarkedernes investorer.

Da vi forventer pæn økonomisk vækst og rimelige værdiansættelser, har vi positioneret afdelingen med større risiko end benchmark. Hvis den økonomiske vækst udebliver, eller hvis stemningen går imod den højere ende af risikoskalaen, risikerer afdelingen at klare sig dårligere end benchmark. Nogle af afdelingens mere risikobetonede positioner er inden for energi samt metal- og minedrift, og hvis råvarepriserne falder yderligere, kan der komme flere misligholdelser, end vi pt. forventer. Endvidere beror vores investeringstilgang på et godt papirvalg, og vi risikerer et lavere afkast end benchmark, hvis vores papirvalg viser svaghed i en given periode. Da afdelingen er overvægtet i B- og CCC-obligationer, vil afdelingen kunne klare sig dårligere end benchmark, hvis de mere rentefølsomme BB-obligationer giver større afkast som følge af ringe økonomiske forhold.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi mener, at high yield-obligationer fortsat har gode muligheder for at levere et pænt afkast i sammenligning med andre aktivklasser. Renten på statsobligationer er meget lav, og ofte lavere end den forventede inflation, så rentefølsomme aktivklasser som f.eks. statspapirer og investment grade-obligationer er sårbare over for fortsat økonomisk vækst. Aktierne synes at have indpriset et højt niveau af pengepolitiske lempelser, og da aktierne på mange børser handles til rekordhøje niveauer, synes de ikke at udgøre et attraktivt alternativ til kreditstrategierne, når man justerer for volatilitet.

Vi forventer, at high yield-markedet vil give et afkast i andet halvår 2015, som ligger på niveau med eller lige over kuponrenten. High yield opererer med en varighed på ca. fire år, hvilket reducerer virkningen af volatiliteten på lange amerikanske og tyske statspapirer. Spændene ligger tæt på det langsigtede gennemsnit, og vi tror, at misligholdelsesraten fortsat vil ligge under 2 pct. i andet halvår. Tidligere er spændene på high yield-obligationer kørt ind, når renten stiger, og det kunne godt ske igen. High yield-spændene havde på dette tidspunkt sidste år nået lavpunktet for indeværende konjunkturcyklus, og markedet er nu klar til at modstå volatilitet langt bedre end dengang. Vi havde ventet, at Fed og ECB's nulrentepolitik ville svække kvaliteten af obligationsudstedelserne, og vi oplever, at flere udstedere oplever vanskeligheder og ser i stigende grad med bekymring på misligholdelsesraten på lidt længere sigt. I lyset af den forringede likviditet har vi rettet fokus på forhold, som vi mener vil skabe balance mellem god likviditet, udsigter til stramninger og solide indtægter.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end udviklingen i de forskellige obligationsmarkeder - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Globale High Yield-Obligationer

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	289.036	301.093
Kursgevinster og tab	-179.158	125.382
Administrationsomkostninger	-51.188	-53.609
Resultat før skat	58.690	372.866
Rente- og udbytteskat	-5	0
Halvårets nettoresultat	58.685	372.866

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	648.336	596.644
Obligationer	8.790.981	6.576.630
Mellemværende vedr. handelsafvikling	76.267	1.067
Afledte finansielle instrumenter	19.551	10.156
Andre aktiver	156.683	126.682
Aktiver i alt	9.691.818	7.311.179

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	9.632.988	7.101.112
Afledte finansielle instrumenter	8.537	206.101
Mellemværende vedr. handelsafvikling	40.790	0
Anden gæld	9.503	3.966
Passiver i alt	9.691.818	7.311.179

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	7.101.112	8.955.882
Udlodning fra sidste år	0	-684.712
Emissioner i perioden	2.621.395	1.048.869
Indløsninger i perioden	-166.445	-718.425
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	18.241	4.738
Periodens resultat	58.685	372.866
Medlemmernes formue ultimo	9.632.988	8.979.218

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	66,8	67,5
§ 144a - nyemitterede	23,5	24,3
Øvrige finansielle instrumenter	1,1	-2,0
I alt finansielle instrumenter	91,4	89,9
Øvrige aktiver og passiver	8,6	10,1
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	9.632.988	8.979.218
Antal andele	102.190.727	92.443.038
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	94,26	97,13
Afkast i DKK (pct)*]	1,37	4,29
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	1,93	5,05
Administrationsomk. (pct)*]	0,60	0,59
ÅOP	1,44	1,49

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

Globale High Yield-Obligationer – Akk. KL

Investerer primært i udenlandske high-yield-virk-somhedsobligationer. Valutarisikoen er begrænset, da andelsklasserne valutaafdækkes mod deres udstedelsesvaluta. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i fire andelsklasser:

- Global High Yield Bonds – Accumulating, class EUR h
- Global High Yield Bonds, Osuuslaji EUR W h
- Global High Yield Obligasjon, klasse NOK h
- Globala High Yield-Obligationer, klass SEK h

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på de følgende sider.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider.

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	66.696	106.733
Kursgevinster og tab	-22.756	32.581
Administrationsomkostninger	-11.665	-19.358
Halvårets nettoresultat	32.276	119.956

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	138.237	131.458
Obligationer	1.996.673	1.575.687
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.926	0
Afledte finansielle instrumenter	9.842	10.853
Andre aktiver	36.066	31.883
Aktiver i alt	2.182.743	1.749.882

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	2.145.950	1.677.226
Afledte finansielle instrumenter	24.595	68.053
Mellemværende vedr. handelsafvikling	10.051	3.736
Anden gæld	2.148	866
Passiver i alt	2.182.743	1.749.882

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	1.677.226	3.135.649
Emissioner i perioden	513.373	512.729
Indløsninger i perioden	-80.795	-396.530
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	3.870	5.276
Periodens resultat	32.276	119.956
Medlemmernes formue ultimo	2.145.950	3.377.080

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	69,4	67,1
§ 144a - nyemitterede	22,7	25,9
Øvrige finansielle instrumenter	0,3	-2,5
I alt finansielle instrumenter	92,4	90,5
Øvrige aktiver og passiver	7,6	9,5
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.145.950	3.377.080

*) Afdelingen er opdelt i andelsklasser, hvorfor en række af nøgletallene herefter vises under de enkelte klasser.

Global High Yield Bonds, osuuslaji EUR Wh

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

Investerer primært i udenlandske high yield-virksomhedsobligationer. Hovedparten af afdelingens investeringer afdækkes mod euro. Afdelingen er aktivt styret.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i udenlandske high yield-virksomhedsobligationer d.v.s. obligationer med lav kreditkvalitet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield-virksomhedsobligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

I første halvår 2015 gav andelsklassen et afkast på 1,54 pct. målt i EUR, mens benchmark steg 2,28 pct. målt i EUR. Andelsklassens afkast var mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Andelsklassen har i første halvår indfriet vores forventninger om positive afkast, herunder vores forventning om en moderat indsnævring af spændene og deraf følgende afkast over kuponrenten.

Markedet

Det globale high yield-marked gav positive, men svingende afkast i første halvår 2015. I starten af året var markedet præget af de fortsat faldende oliepriser oven på OPEC's beslutning fra november 2014 om ikke at skære ned i produktionen. Prisen på råolie faldt til USD 46,59 pr. tønde i januar. Da mange olieproducenter har udstedelser på det globale high yield-marked, kan prisen på råolie spille en vigtig rolle for andelsklassens resultat. Kursen på mange olierelaterede obligationer var dog kommet så langt ned i december, at mange af dem steg i januar.

En anden væsentlig begivenhed i januar var Den Europæiske Centralbanks (ECB) beslutning om at lancere et program for kvantitative pengepolitiske lempelser. Da dette program i vid udstrækning var ventet, var det for investorerne mest et spørgsmål om, hvorvidt programmet ville være tilstrækkeligt. Markedsdeltagerne var dog tilfredse med omfanget af lempelserne, og renten på europæiske statspapirer med høj kvalitet faldt, herunder den 10-årige tyske statsobligation, som faldt til 0,075 pct. Vi havde ventet kraftig vækst i amerikansk økonomi og fornyet vækst i Europa, men indtil videre har væksten i USA været skuffende.

Det har været positivt at se fornyet vækst i Europa, og bedre økonomiske udsigter har presset obligationsrenterne op til trods for de kvantitative lempelser. Ved udgangen af juni var usikkerheden koncentreret omkring tidspunktet for og omfanget af den amerikanske centralbanks (Fed) renteforhøjelser samt risikoen for en statsbankerot i Grækenland.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,74 procentpoint lavere end ændringen i benchmark.

Positivt papirvalg inden for cyklisk og ikke-cyklisk forbrug bidrog positivt til andelsklassens afkast, hvorimod undervægtningen af disse sektorer trak ned i resultatet. Der var også positive bidrag fra øvrig industri og kontantbeholdninger, som er integreret i risikoberegningerne og anvendt til at opveje mere risikobetonede investeringer. Et negativt papirvalg inden for basisindustri og energi var dog med til at

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Maj 2014
Risikoindikator [1-7]: 4
Benchmark: Barclays Capital Global HY Index excluding CMBS & EMG & Non senior financials (2% issuers capped) - hedged EUR
Fondskode: DK0060549947
Porteføljerådgiver: ING

VARIGHEDER

0-1 år	9,9%
1-3 år	20,6%
3-5 år	35,0%
5-10 år	28,5%
Over 10 år	0,7%
Øvrige inkl. likvide	5,3%

Global High Yield Bonds, osuuslaji EUR Wh

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

udligne gode allokeringbeslutninger i disse sektorer, da det viste sig fornuftigt at være undervægtet i basisindustri og overvægtet i energi.

På udstederniveau var der størst bidrag fra olieselskaberne Northern Oil, Memorial Production, Crown Rock og Resolute, da alle disse selskaber oplevede efterspørgsel fra investorer, som søgte en god investeringscase oven på det kraftige prisfald på olie i andet halvår af 2014. Guitar Center steg oven på et godt årsregnskab, som bekræftede effekten af ledelsens turnaround-strategi.

Der var også et positivt bidrag fra vores overvægt af Hawk Acquisition. På den negative side kan nævnes Peabody Energy, som er en kulproducent i USA og Australien, der faldt på grund af lave priser på naturgas i USA og overudbud af stål i Kina. Overudbuddet af stål medførte også et lavere salg for Magnetation, en amerikansk producent af jernmalm, som også oplevede kursfald. Endvidere var der negative bidrag fra vores overvægt af NFR Energy og Sandridge Energy.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Vi vurderer, at den økonomiske vækst i USA og Europa kommer op på et niveau, der kan understøtte et godt afkast for udstedere af high yield-obligationer. Hvis væksten bremser op i en af de to regioner, kan det øge presset på udsteders grundlæggende forhold, som formentlig i nogen grad vil blive opvejet af faldende renter.

I USA holder vi øje med den stærke USD's indvirkning på økonomien, da vi frygter, at en yderligere styrkelse af valutaen kan presse BNP-væksten ned under 2 pct. På den anden side er der tegn på, at væksten i USA er begyndt at skabe lønpres, hvilket vil kunne presse inflationen op over den amerikanske centralbanks (Fed) inflationsmål på 2 pct., og det kunne tvinge Fed til at hæve renten tidligere, end markedet forventer. Selvom vi mener, at Europa er rustet til, at Grækenland kan forlade euroen, ser vi det som en potentiel kilde til uro. Rentemarkederne i både USA og Europa er desuden blevet ramt af svage likviditetsforhold, nok primært som følge af begrænset likviditet. Vi tror, at en negativ markedsudvikling vil skabe større kursudsving end tidligere, og at denne potentielle volatilitet i afkastene kan overraske rentemarkedernes investorer.

Da vi forventer pæn økonomisk vækst og rimelige værdiansættelser, har vi positioneret andelsklassen med større risiko end benchmark. Hvis den økonomiske vækst udebliver, eller hvis stemningen går imod den højere ende af risikoskalaen, risikerer andelsklassen at klare sig dårligere end benchmark. Nogle af andelsklassens mere risikobetonede positioner er inden for energi samt metal- og minedrift, og hvis råvarepriserne falder yderligere, kan der komme flere misligholdelser, end vi pt. forventer. Endvidere beror vores investeringstilgang på et godt papirvalg, og vi risikerer et

lavere afkast end benchmark, hvis vores papirvalg viser svaghed i en given periode. Da andelsklassen er overvægtet B- og CCC-obligationer, vil andelsklassen kunne klare sig dårligere end benchmark, hvis de mere rentefølsomme BB-obligationer giver større afkast som følge af ringe økonomiske forhold.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi mener, at high yield-obligationer fortsat har gode muligheder for at levere et pænt afkast i sammenligning med andre aktivklasser. Renten på statsobligationer er meget lav, og ofte lavere end den forventede inflation, så rentefølsomme aktivklasser som f.eks. statspapirer og investment grade-obligationer er sårbare over for fortsat økonomisk vækst. Aktierne synes at have indpriset et højt niveau af pengepolitiske lempelser, og da aktierne på mange børser handles til rekordhøje niveauer, synes de ikke at udgøre et attraktivt alternativ til kreditstrategierne, når man justerer for volatilitet.

Vi forventer, at high yield-markedet vil give et afkast i andet halvår 2015, som ligger på niveau med eller lige over kuponrenten. High yield opererer med en varighed på ca. fire år, hvilket reducerer virkningen af volatiliteten på lange amerikanske og tyske statspapirer. Spændene ligger tæt på det langsigtede gennemsnit, og vi tror, at misligholdelsesraten fortsat vil ligge under 2 pct. i andet halvår.

Tidligere er spændene på high yield-obligationer kørt ind, når renten stiger, og det kunne godt ske igen. High yield-spændene havde på dette tidspunkt sidste år nået lavpunktet for indværende konjunkturcyklus, og markedet er nu klar til at modstå volatilitet langt bedre end dengang. Vi havde ventet, at Fed og ECB's nulrentepolitik ville svække kvaliteten af obligationsudstedelserne, og vi oplever, at flere udstedere oplever vanskeligheder og ser i stigende grad med bekymring på misligholdelsesraten på lidt længere sigt. I lyset af den forringede likviditet har vi rettet fokus på forhold, som vi mener vil skabe balance mellem god likviditet, udsigter til stramninger og solide indtægter.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at Andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Global High Yield Bonds, osuuslaji EUR Wh

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	22.5.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	752	345
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-194	-44
Klassens resultat	557	300

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	22.5.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	32.277	0
Emissioner i perioden	0	33.582
Periodens resultat	557	300
Medlemmernes formue ultimo	32.834	33.883

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	32.834	33.883
Antal andele	450.000	450.000
Stykstørrelse i EUR	10	10
Indre værdi (EUR pr. andel)	9,78	10,10
Afkast i EUR (pct)*]	1,54	0,99
Benchmarkafkast i EUR (pct)*]	2,28	1,14
Administrationsomk. (pct)*]	0,60	0,60

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

Global High Yield Bonds – Accumulating, class EUR h

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

Investerer primært i udenlandske high yield-virksomhedsobligationer. Hovedparten af afdelingens investeringer afdækkes mod euro. Afdelingen er aktivt styret.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i udenlandske high yield-virksomhedsobligationer d.v.s. obligationer med lav kreditkvalitet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield-virksomhedsobligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

I første halvår 2015 gav andelsklassen et afkast på 1,53 pct. målt i EUR, mens benchmark steg 2,28 pct. målt i EUR. Andelsklassens afkast var mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Andelsklassen har i første halvår indfriet vores forventninger om positive afkast, herunder vores forventning om en moderat indsnævring af spændene og deraf følgende afkast over kuponrenten.

Markedet

Det globale high yield-marked gav positive, men svingende afkast i første halvår 2015. I starten af året var markedet præget af de fortsat faldende oliepriser oven på OPEC's beslutning fra november 2014 om ikke at skære ned i produktionen. Prisen på råolie faldt til USD 46,59 pr. tønde i januar. Da mange olieproducenter har udstedelser på det globale high yield-marked, kan prisen på råolie spille en vigtig rolle for andelsklassens resultat. Kursen på mange olierelaterede obligationer var dog kommet så langt ned i december, at mange af dem steg i januar. En anden væsentlig begivenhed i januar var Den Europæiske Centralbanks (ECB) beslutning om at lancere et program for kvantitative pengepolitiske lempelser. Da dette program i vid udstrækning var ventet, var det for investorerne mest et spørgsmål om, hvorvidt programmet ville være tilstrækkeligt. Markedsdeltagerne var dog tilfredse med omfanget af lempelserne, og renten på europæiske statspapirer med høj kvalitet faldt, herunder den 10-årige tyske statsobligation, som faldt til 0,075 pct. Vi havde ventet kraftig vækst i amerikansk økonomi og fornyet vækst i Europa, men indtil videre har væksten i USA været skuffende. Det har været positivt at se fornyet vækst i Europa, og bedre økonomiske udsigter har presset obligationsrenterne op til trods for de kvantitative lempelser. Ved udgangen af juni var usikkerheden koncentreret omkring tidspunktet for og omfanget af den amerikanske centralbanks (Fed) renteforhøjelser samt risikoen for en statsbankerot i Grækenland.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,75 procentpoint lavere end ændringen i benchmark.

Positivt papirvalg inden for cyklisk og ikke-cyklisk forbrug bidrog positivt til andelsklassens afkast, hvorimod undervægtningen af disse sektorer trak ned i resultatet. Der var også positive bidrag fra øvrig industri og kontantbeholdninger, som er integreret i risikoberegningerne og anvendt til at opveje mere risikobetonede investeringer. Et negativt papirvalg inden for basisindustri og energi var dog med til at udligne gode allokeringstilbud i disse sektorer, da det viste sig fornuftigt at være undervægtet i basisindustri og overvægtet i energi.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: August 2011
Risikoindikator [1-7]: 4
Benchmark: Barclays Capital Global HY Index excluding CMBS & EMG & Non senior financials (2% issuers capped) - hedged EUR
Fondskode: DK0060294692
Porteføljeraðgiver: ING

VARIGHEDER

0-1 år	9,9%
1-3 år	20,6%
3-5 år	35,0%
5-10 år	28,5%
Over 10 år	0,7%
Øvrige inkl. likvide	5,3%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,21
Standardafvigelse	6,02
Tracking error	1,33
Information Ratio	-0,70
Sharpe Ratio (benchm.)	1,52
Standardafvigelse (benchm.)	5,38

Måleperiode: Sep. 2011 til jun. 2015

Global High Yield Bonds – Accumulating, class EUR h

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

På udstederniveau var der størst bidrag fra olieselskaberne Northern Oil, Memorial Production, Crown Rock og Resolute, da alle disse selskaber oplevede efterspørgsel fra investorer, som søgte en god investeringscase oven på det kraftige prisfald på olie i andet halvår af 2014. Guitar Center steg oven på et godt årsregnskab, som bekræftede effekten af ledelsens turnaround-strategi. Der var også et positivt bidrag fra vores overvægt af Hawk Acquisition. På den negative side kan nævnes Peabody Energy, som er en kulproducent i USA og Australien, der faldt på grund af lave priser på naturgas i USA og overudbud af stål i Kina. Overudbuddet af stål medførte også et lavere salg for Magnetation, en amerikansk producent af jernmalm, som også oplevede kursfald. Endvidere var der negative bidrag fra vores overvægt af NFR Energy og Sandridge Energy.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Vi vurderer, at den økonomiske vækst i USA og Europa kommer op på et niveau, der kan understøtte et godt afkast for udstedere af high yield-obligationer. Hvis væksten bremser op i en af de to regioner, kan det øge presset på udsteders grundlæggende forhold, som formentlig i nogen grad vil blive opvejet af faldende renter. I USA holder vi øje med den stærke USD's indvirkning på økonomien, da vi frygter, at en yderligere styrkelse af valutaen kan presse BNP-væksten ned under 2 pct. På den anden side er der tegn på, at væksten i USA er begyndt at skabe lønpres, hvilket vil kunne presse inflationen op over den amerikanske centralbanks (Fed) inflationsmål på 2 pct., og det kunne tvinge Fed til at hæve renten tidligere, end markedet forventer. Selvom vi mener, at Europa er rustet til, at Grækenland kan forlade euroen, ser vi det som en potentiel kilde til uro. Rentemarkederne i både USA og Europa er desuden blevet ramt af svage likviditetsforhold, nok primært som følge af begrænset likviditet. Vi tror, at en negativ markedsudvikling vil skabe større kursudsving end tidligere, og at denne potentielle volatilitet i afkastene kan overraske rentemarkedernes investorer.

Da vi forventer pæn økonomisk vækst og rimelige værdiansættelser, har vi positioneret andelsklassen med større risiko end benchmark. Hvis den økonomiske vækst udebliver, eller hvis stemningen går imod den højere ende af risikoskalaen, risikerer andelsklassen at klare sig dårligere end benchmark. Nogle af andelsklassens mere risikobetonede positioner er inden for energi samt metal- og minedrift, og hvis råvarepriserne falder yderligere, kan der komme flere misligholdelser, end vi pt. forventer. Endvidere beror vores investeringstilgang på et godt papirvalg, og vi risikerer et

lavere afkast end benchmark, hvis vores papirvalg viser svaghed i en given periode. Da andelsklassen er overvægtet B- og CCC-obligationer, vil andelsklassen kunne klare sig dårligere end benchmark, hvis de mere rentefølsomme BB-obligationer giver større afkast som følge af ringe økonomiske forhold.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi mener, at high yield-obligationer fortsat har gode muligheder for at levere et pænt afkast i sammenligning med andre aktivklasser. Renten på statsobligationer er meget lav, og ofte lavere end den forventede inflation, så rentefølsomme aktivklasser som f.eks. statspapirer og investment grade-obligationer er sårbare over for fortsat økonomisk vækst. Aktierne synes at have indpriset et højt niveau af pengepolitiske lempelser, og da aktierne på mange børser handles til rekordhøje niveauer, synes de ikke at udgøre et attraktivt alternativ til kreditstrategierne, når man justerer for volatilitet.

Vi forventer, at high yield-markedet vil give et afkast i andet halvår 2015, som ligger på niveau med eller lige over kuponrenten. High yield opererer med en varighed på ca. fire år, hvilket reducerer virkningen af volatiliteten på lange amerikanske og tyske statspapirer. Spændene ligger tæt på det langsigtede gennemsnit, og vi tror, at misligholdelsesraten fortsat vil ligge under 2 pct. i andet halvår. Tidligere er spændene på high yield-obligationer kørt ind, når renten stiger, og det kunne godt ske igen. High yield-spændene havde på dette tidspunkt sidste år nået lavpunktet for indeværende konjunkturcyklus, og markedet er nu klar til at modstå volatilitet langt bedre end dengang. Vi havde ventet, at Fed og ECB's nulrentepolitik ville svække kvaliteten af obligationsudstedelserne, og vi oplever, at flere udstedere oplever vanskeligheder og ser i stigende grad med bekymring på misligholdelsesraten på lidt længere sigt. I lyset af den forringede likviditet har vi rettet fokus på forhold, som vi mener vil skabe balance mellem god likviditet, udsigter til stramninger og solide indtægter.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at Andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Global High Yield Bonds – Accumulating, class EUR h

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	26.296	117.912
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-7.345	-14.475
Klassens resultat	18.951	103.437

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	1.186.023	2.555.764
Emissioner i perioden	148.925	203.657
Indløsninger i perioden	-67.619	-329.260
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.154	3.276
Periodens resultat	18.951	103.437
Medlemmernes formue ultimo	1.287.435	2.536.875

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.287.435	2.536.875
Antal andele	13.493.010	25.772.122
Stykstørrelse i EUR	10	10
Indre værdi (EUR pr. andel)	12,79	13,20
Afkast i EUR (pct)*]	1,53	4,52
Benchmarkafkast i EUR (pct)*]	2,28	5,22
Administrationsomk. (pct)*]	0,60	0,59
ÅOP	1,39	1,50

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

Global High Yield Obligasjon, klasse NOK h

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

Investerer primært i udenlandske high yield-virksomhedsobligationer. Hovedparten af afdelingens investeringer afdækkes mod norske kroner. Afdelingen er aktivt styret.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i udenlandske high yield-virksomhedsobligationer d.v.s. obligationer med lav kreditkvalitet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield-virksomhedsobligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

I første halvår 2015 gav andelsklassen et afkast på 2,11 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 2,92 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Andelsklassen har i første halvår indfriet vores forventninger om positive afkast, herunder vores forventning om en moderat indsnævring af spændene og deraf følgende afkast over kuponrenten.

Markedet

Det globale high yield-marked gav positive, men svingende afkast i første halvår 2015. I starten af året var markedet præget af de fortsat faldende oliepriser oven på OPEC's beslutning fra november 2014 om ikke at skære ned i produktionen. Prisen på råolie faldt til USD 46,59 pr. tønde i januar. Da mange olieproducenter har udstedelser på det globale high yield-marked, kan prisen på råolie spille en vigtig rolle for andelsklassens resultat. Kursen på mange olierelaterede obligationer var dog kommet så langt ned i december, at mange af dem steg i januar.

En anden væsentlig begivenhed i januar var Den Europæiske Centralbanks (ECB) beslutning om at lancere et program for kvantitative pengepolitiske lempelser. Da dette program i vid udstrækning var ventet, var det for investorerne mest et spørgsmål om, hvorvidt programmet ville være tilstrækkeligt. Markedsdeltagerne var dog tilfredse med omfanget af lempelserne, og renten på europæiske statspapirer med høj kvalitet faldt, herunder den 10-årige tyske statsobligation, som faldt til 0,075 pct.

Vi havde ventet kraftig vækst i amerikansk økonomi og fornyet vækst i Europa, men indtil videre har væksten i USA været skuffende. Det har været positivt at se fornyet vækst i Europa, og bedre økonomiske udsigter har presset obligationsrenterne op til trods for de kvantitative lempelser. Ved udgangen af juni var usikkerheden koncentreret omkring tidspunktet for og omfanget af den amerikanske centralbanks (Fed) renteforhøjelser samt risikoen for en statsbankerot i Grækenland.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,81 procentpoint lavere end ændringen i benchmark.

Positivt papirvalg inden for cyklisk og ikke-cyklisk forbrug bidrog positivt til andelsklassens afkast, hvorimod undervægtningen af disse sektorer trak ned i resultatet. Der var også positive bidrag fra øvrig industri og kontantbeholdninger, som er integreret i risikoberegningerne og anvendt til at opveje mere risikobetonede investeringer. Et negativt

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: November 2013
Risikoindikator [1-7]: 4
Benchmark: Barclays Capital Global High Yield Index excl. CMBS, EMG & Non-senior financials (2% issuer capped) hedged against NOK.
Fondskode: DK0060517316
Porteføljerådgiver: ING

VARIGHEDER

0-1 år	9,8%
1-3 år	20,4%
3-5 år	34,6%
5-10 år	28,2%
Over 10 år	0,7%
Øvrige inkl. likvide	6,3%

Global High Yield Obligasjon, klasse NOK h

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

papirvalg inden for basisindustri og energi var dog med til at udligne gode allokeringstilbud i disse sektorer, da det viste sig fornuftigt at være undervægtet i basisindustri og overvægtet i energi.

På udstederniveau var der størst bidrag fra olieselskaberne Northern Oil, Memorial Production, Crown Rock og Resolute, da alle disse selskaber oplevede efterspørgsel fra investorer, som søgte en god investeringscase oven på det kraftige prisfald på olie i andet halvår af 2014. Guitar Center steg oven på et godt årsregnskab, som bekræftede effekten af ledelsens turnaround-strategi. Der var også et positivt bidrag fra vores overvægt af Hawk Acquisition. På den negative side kan nævnes Peabody Energy, som er en kulproducent i USA og Australien, der faldt på grund af lave priser på naturgas i USA og overbud af stål i Kina. Overbuddet af stål medførte også et lavere salg for Magnetation, en amerikansk producent af jernmalm, som også oplevede kursfald. Endvidere var der negative bidrag fra vores overvægt af NFR Energy og Sandridge Energy.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Vi vurderer, at den økonomiske vækst i USA og Europa kommer op på et niveau, der kan understøtte et godt afkast for udstedere af high yield-obligationer. Hvis væksten bremser op i en af de to regioner, kan det øge presset på udsteders grundlæggende forhold, som formentlig i nogen grad vil blive opvejet af faldende renter.

I USA holder vi øje med den stærke USD's indvirkning på økonomien, da vi frygter, at en yderligere styrkelse af valutaen kan presse BNP-væksten ned under 2 pct. På den anden side er der tegn på, at væksten i USA er begyndt at skabe lønpres, hvilket vil kunne presse inflationen op over den amerikanske centralbanks (Fed) inflationsmål på 2 pct., og det kunne tvinge Fed til at hæve renten tidligere, end markedet forventer. Selvom vi mener, at Europa er rustet til, at Grækenland kan forlade euroen, ser vi det som en potentiel kilde til uro. Rentemarkederne i både USA og Europa er desuden blevet ramt af svage likviditetsforhold, nok primært som følge af begrænset likviditet. Vi tror, at en negativ markedsudvikling vil skabe større kursudsving end tidligere, og at denne potentielle volatilitet i afkastene kan overraske rentemarkedernes investorer.

Da vi forventer pæn økonomisk vækst og rimelige værdiansættelser, har vi positioneret andelsklassen med større risiko end benchmark. Hvis den økonomiske vækst udebliver, eller hvis stemningen går imod den højere ende af risikokalaen, risikerer andelsklassen at klare sig dårligere end benchmark. Nogle af andelsklassens mere risikobetonede positioner er inden for energi samt metal- og minedrift, og

hvis råvarepriserne falder yderligere, kan der komme flere misligholdelser, end vi pt. forventer. Endvidere beror vores investeringstilgang på et godt papirvalg, og vi risikerer et lavere afkast end benchmark, hvis vores papirvalg viser svaghed i en given periode.

Da andelsklassen er overvægtet B- og CCC-obligationer, vil andelsklassen kunne klare sig dårligere end benchmark, hvis de mere rentefølsomme BB-obligationer giver større afkast som følge af ringe økonomiske forhold.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi mener, at high yield-obligationer fortsat har gode muligheder for at levere et pænt afkast i sammenligning med andre aktivklasser. Renten på statsobligationer er meget lav, og ofte lavere end den forventede inflation, så rentefølsomme aktivklasser som f.eks. statspapirer og investment grade-obligationer er sårbare over for fortsat økonomisk vækst. Aktierne synes at have indpriset et højt niveau af pengepolitiske lempelser, og da aktierne på mange børser handles til rekordhøje niveauer, synes de ikke at udgøre et attraktivt alternativ til kreditstrategierne, når man justerer for volatilitet.

Vi forventer, at high yield-markedet vil give et afkast i andet halvår 2015, som ligger på niveau med eller lige over kuponrenten. High yield opererer med en varighed på ca. fire år, hvilket reducerer virkningen af volatiliteten på lange amerikanske og tyske statspapirer. Spændene ligger tæt på det langsigtede gennemsnit, og vi tror, at misligholdelsesraten fortsat vil ligge under 2 pct. i andet halvår. Tidligere er spændene på high yield-obligationer kørt ind, når renten stiger, og det kunne godt ske igen. High yield-spændene havde på dette tidspunkt sidste år nået lavpunktet for indeværende konjunkturcyklus, og markedet er nu klar til at modstå volatilitet langt bedre end dengang. Vi havde ventet, at Fed og ECB's nulrentepolitik ville svække kvaliteten af obligatonsudstedelserne, og vi oplever, at flere udstedere oplever vanskeligheder og ser i stigende grad med bekymring på misligholdelsesraten på lidt længere sigt. I lyset af den forringede likviditet har vi rettet fokus på forhold, som vi mener vil skabe balance mellem god likviditet, udsigter til stramninger og solide indtægter.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at Andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Global High Yield Obligasjon, klasse NOK h

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	3.182	15.098
Klassespecifikke transaktioner:		
Kursgevinster og tab på terminsforretninger	528	-1.506
Administrationsomkostninger	-1.661	-1.848
Klassens resultat	2.049	11.743

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	144.204	170.057
Emissioner i perioden	217.613	183.983
Indløsninger i perioden	0	-48.162
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.424	1.281
Periodens resultat	2.049	11.743
Medlemmernes formue ultimo	365.289	318.902

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	365.289	318.902
Antal andele	4.103.771	3.368.251
Stykstørrelse i NOK	100	100
Indre værdi [NOK pr. andel]	104,60	106,70
Afkast i NOK [pct]*]	2,11	5,29
Benchmarkafkast i NOK [pct]*]	2,92	5,89
Administrationsomk. [pct]*]	0,62	0,62

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

Globala High Yield-obligationer, klass SEK h

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer – Akk. KL

Investerer primært i udenlandske high yield-virksomhedsobligationer. Hovedparten af afdelingens investeringer afdækkes mod svenske kroner. Afdelingen er aktivt styret.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i udenlandske high yield-virksomhedsobligationer d.v.s. obligationer med lav kreditkvalitet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield-virksomhedsobligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

I første halvår 2015 gav andelsklassen et afkast på 1,52 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 2,31 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Andelsklassen har i første halvår indfriet vores forventninger om positive afkast, herunder vores forventning om en moderat indsnævring af spændene og deraf følgende afkast over kuponrenten.

Markedet

Det globale high yield-marked gav positive, men svingende afkast i første halvår 2015. I starten af året var markedet præget af de fortsat faldende oliepriser oven på OPEC's beslutning fra november 2014 om ikke at skære ned i produktionen. Prisen på råolie faldt til USD 46,59 pr. tønde i januar. Da mange olieproducenter har udstedelser på det globale high yield-marked, kan prisen på råolie spille en vigtig rolle for andelsklassens resultat. Kursen på mange olierelaterede obligationer var dog kommet så langt ned i december, at mange af dem steg i januar.

En anden væsentlig begivenhed i januar var Den Europæiske Centralbanks (ECB) beslutning om at lancere et program for kvantitative pengepolitiske lempelser. Da dette program i vid udstrækning var ventet, var det for investorerne mest et spørgsmål om, hvorvidt programmet ville være tilstrækkeligt. Markedsdeltagerne var dog tilfredse med omfanget af lempelserne, og renten på europæiske statspapirer med høj kvalitet faldt, herunder den 10-årige tyske statsobligation, som faldt til 0,075 pct. Vi havde ventet kraftig vækst i amerikansk økonomi og fornyet vækst i Europa, men indtil videre har væksten i USA været skuffende. Det har været positivt at se fornyet vækst i Europa, og bedre økonomiske udsigter har presset obligationsrenterne op til trods for de kvantitative lempelser. Ved udgangen af juni var usikkerheden koncentreret omkring tidspunktet for og omfanget af den amerikanske centralbanks (Fed) renteforhøjelser samt risikoen for en statsbankerot i Grækenland.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,79 procentpoint lavere end ændringen i benchmark.

Positivt papirvalg inden for cyklisk og ikke-cyklisk forbrug bidrog positivt til andelsklassens afkast, hvorimod undervægtningen af disse sektorer trak ned i resultatet. Der var også positive bidrag fra øvrig industri og kontantbeholdninger, som er integreret i risikoberegningerne og anvendt til at opveje mere risikobetonede investeringer. Et negativt papirvalg inden for basisindustri og energi var dog med til at

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: December 2012

Risikoindekator [1-7]: 4

Benchmark: Barclays Capital Global High Yield Index excl. CMBS, EMG & Non-senior financials (2% issuer capped) hedged against SEK.

Fondskode: DK0060486173

Porteføljeraðgiver: ING

VARIGHEDER

0-1 år	9,7%
1-3 år	20,4%
3-5 år	34,5%
5-10 år	28,1%
Over 10 år	0,7%
Øvrige inkl. likvide	6,6%

Globala High Yield-obligationer, klass SEK h

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer – Akk. KL

udligne gode allokeringbeslutninger i disse sektorer, da det viste sig fornuftigt at være undervægtet i basisindustri og overvægtet i energi.

På udstederniveau var der størst bidrag fra olieselskaberne Northern Oil, Memorial Production, Crown Rock og Resolute, da alle disse selskaber oplevede efterspørgsel fra investorer, som søgte en god investeringscase oven på det kraftige prisfald på olie i andet halvår af 2014. Guitar Center steg oven på et godt årsregnskab, som bekræftede effekten af ledelsens turnaround-strategi. Der var også et positivt bidrag fra vores overvægt af Hawk Acquisition. På den negative side kan nævnes Peabody Energy, som er en kulproducent i USA og Australien, der faldt på grund af lave priser på naturgas i USA og overbud af stål i Kina. Overbudet af stål medførte også et lavere salg for Magnetation, en amerikansk producent af jernmalm, som også oplevede kursfald. Endvidere var der negative bidrag fra vores overvægt af NFR Energy og Sandridge Energy.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Vi vurderer, at den økonomiske vækst i USA og Europa kommer op på et niveau, der kan understøtte et godt afkast for udstedere af high yield-obligationer. Hvis væksten bremser op i en af de to regioner, kan det øge presset på udsteders grundlæggende forhold, som formentlig i nogen grad vil blive opvejet af faldende renter.

I USA holder vi øje med den stærke USD's indvirkning på økonomien, da vi frygter, at en yderligere styrkelse af valutaen kan presse BNP-væksten ned under 2 pct. På den anden side er der tegn på, at væksten i USA er begyndt at skabe lønpres, hvilket vil kunne presse inflationen op over den amerikanske centralbanks (Fed) inflationsmål på 2 pct., og det kunne tvinge Fed til at hæve renten tidligere, end markedet forventer. Selvom vi mener, at Europa er rustet til, at Grækenland kan forlade euroen, ser vi det som en potentiel kilde til uro. Rentemarkederne i både USA og Europa er desuden blevet ramt af svage likviditetsforhold, nok primært som følge af begrænset likviditet. Vi tror, at en negativ markedsudvikling vil skabe større kursudsving end tidligere, og at denne potentielle volatilitet i afkastene kan overraske rentemarkedernes investorer.

Da vi forventer pæn økonomisk vækst og rimelige værdiansættelser, har vi positioneret andelsklassen med større risiko end benchmark. Hvis den økonomiske vækst udebliver, eller hvis stemningen går imod den højere ende af risikokalaen, risikerer andelsklassen at klare sig dårligere end benchmark. Nogle af andelsklassens mere risikobetonede positioner er inden for energi samt metal- og minedrift, og hvis råvarepriserne falder yderligere, kan der komme flere misligholdelser, end vi pt. forventer.

Endvidere beror vores investeringstilgang på et godt papirvalg, og vi risikerer et lavere afkast end benchmark, hvis vores papirvalg viser svaghed i en given periode. Da andelsklassen er overvægtet B- og CCC-obligationer, vil andelsklassen kunne klare sig dårligere end benchmark, hvis de mere rentefølsomme BB-obligationer giver større afkast som følge af ringe økonomiske forhold.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi mener, at high yield-obligationer fortsat har gode muligheder for at levere et pænt afkast i sammenligning med andre aktivklasser. Renten på statsobligationer er meget lav, og ofte lavere end den forventede inflation, så rentefølsomme aktivklasser som f.eks. statspapirer og investment grade-obligationer er sårbare over for fortsat økonomisk vækst. Aktierne synes at have indpriset et højt niveau af pengepolitiske lempelser, og da aktierne på mange børser handles til rekordhøje niveauer, synes de ikke at udgøre et attraktivt alternativ til kreditstrategierne, når man justerer for volatilitet.

Vi forventer, at high yield-markedet vil give et afkast i andet halvår 2015, som ligger på niveau med eller lige over kuponrenten. High yield opererer med en varighed på ca. fire år, hvilket reducerer virkningen af volatiliteten på lange amerikanske og tyske statspapirer. Spændene ligger tæt på det langsigtede gennemsnit, og vi tror, at misligholdelsesraten fortsat vil ligge under 2 pct. i andet halvår. Tidligere er spændene på high yield-obligationer kørt ind, når renten stiger, og det kunne godt ske igen. High yield-spændene havde på dette tidspunkt sidste år nået lavpunktet for indeværende konjunkturcyklus, og markedet er nu klar til at modstå volatilitet langt bedre end dengang. Vi havde ventet, at Fed og ECB's nulrentepolitik ville svække kvaliteten af obligationsudstedelserne, og vi oplever, at flere udstedere oplever vanskeligheder og ser i stigende grad med bekymring på misligholdelsesraten på lidt længere sigt. I lyset af den forringede likviditet har vi rettet fokus på forhold, som vi mener vil skabe balance mellem god likviditet, udsigter til stramninger og solide indtægter.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at Andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Globala High Yield-obligationer, klass SEK h

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	6.712	20.485
Klassespecifikke transaktioner:		
Kursgevinster og tab på terminsforretninger	6.463	-13.293
Administrationsomkostninger	-2.457	-2.717
Klassens resultat	10.718	4.475

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	314.722	409.828
Emissioner i perioden	146.835	91.506
Indløsninger i perioden	-13.176	-19.108
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.292	719
Periodens resultat	10.718	4.475
Medlemmernes formue ultimo	460.391	487.421

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	460.391	487.421
Antal andele	5.223.917	5.299.733
Stykstørrelse i SEK	100	100
Indre værdi (SEK pr. andel)	109,22	112,86
Afkast i SEK [pct]*]	1,52	4,80
Benchmarkafkast i SEK [pct]*]	2,31	5,53
Administrationsomk. [pct]*]	0,62	0,62

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

Globale Lange Indeksobligationer

Globale indeksobligationer, hvor afkastet er knyttet til udviklingen i inflationsindeks indenfor OECD. Porteføljens beregnede varighed vil svare til varigheden for en lang indeksobligation. Hovedparten af afdelingens investeringer afdækkes mod danske kroner. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risiko-styring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i indeksobligationer primært udstedt af OECD-lande eller er garanteret af et eller flere OECD-lande, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for indeksobligationer globalt. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 3 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risiko styring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et negativt afkast på 0,66 pct., mens benchmark faldt 0,43 pct. Afkastet var tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og udviklingen i benchmark. Afdelingens afkast var lidt under vores forventning om et lavt men positivt afkast, men indfrie vores forventning om et lidt højere afkast end på sammenlignelige almindelige statsobligationer.

Markedet

Halvåret var præget af, at Den Europæiske Centralbank påbegyndte støtteopkøbet af statsobligationer for at få de langsigtede inflationsforventninger til at stige. Støtteopkøbet inkluderede også europæiske indeksobligationer. Det gav i første omgang meget lave realrenter, og inflationsforventningerne steg ikke, før olieprisen stabiliserede sig i februar måned. Henover foråret steg både nominelle og realrenter kraftigt som en modreaktion på de historisk meget lave renter, og da de økonomiske nøgletal samtidig blev bedre.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,23 procentpoint lavere end faldet i benchmark. Afdelingen havde et positivt bidrag til det relative afkast fra en overvægt i lange amerikanske indeksobligationer. Afdelingen havde et negativt bidrag til det relative afkast fra en undervægt af korte engelske indeksobligationer.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den største risiko ved markedsudviklingen i resten af 2015 er, at væksten accelererer kraftigt, mens inflationen forbliver lav. I det miljø vil alle renter stige, herunder også realrenterne på indeksobligationer.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at der igen vil falde ro omkring situationen i Grækenland, og at den amerikanske centralbanken (Fed) vil hæve renten i løbet af efteråret. Omvendt venter vi, at ECB vil fortsætte deres meget lempelige pengepolitik året ud, hvilket indbefatter fortsat opkøb af obligationer i markedet.

Vi vurderer, at europæisk inflation vil forblive lige over 0 pct. frem til årets sidste måneder, hvor den vil tiltage og ende året over 1 pct. I forhold til markedets meget moderate langsigtede inflationsforventninger vurderer vi, at der er plads til positive overraskelser. Vi forventer, at afkastet på globale indeksobligationer bliver højere end sammenlignelige almindelige statsobligationer i tråd med at inflationsforventningerne opjusteres.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juli 2009
Risikoindeksator [1-7]: 3
Benchmark: Barclays World Govt Inflation-Linked Bond Index All Maturities hedget til DKK
Fondskode: DK0060187771
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	8,2%
1-3 år	27,6%
3-5 år	25,0%
5-10 år	20,7%
Over 10 år	19,5%
Øvrige inkl. likvide	-1,0%

NØGLETLA

Sharpe Ratio	0,65
Standardafvigelse	5,07
Tracking error	0,48
Information Ratio	-0,54
Sharpe Ratio (benchm.)	0,72
Standardafvigelse (benchm.)	4,93

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Globale Lange Indeksobligationer

Den største usikkerhed for størrelsen af afkastet ligger i, hvornår den amerikanske centralbank (Fed) vælger at foretage deres første renteforhøjelse, som vil være den første siden finanskrisens start. Ved indgangen til halvåret har afdelingen en overvægt af lange amerikanske og engelske indeksobligationer mod en undervægt af indeksobligationer med kortere løbetider. Afdelingen har endvidere en overvægt af danske mod tyske indeksobligationer, og canadiske mod amerikanske indeksobligationer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst, og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland, vil påvirke renteutviklingen.

Globale Lange Indeksobligationer

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	6.470	12.022
Kursgevinster og tab	-10.368	95.740
Administrationsomkostninger	-3.958	-6.596
Halvårets nettoresultat	-7.856	101.165

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	8.097	11.480
Obligationer	1.098.071	1.242.310
Mellemværende vedr. handelsafvikling	5.281	0
Afledte finansielle instrumenter	1.300	464
Andre aktiver	4.635	4.910
Aktiver i alt	1.117.384	1.259.165

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	1.090.421	1.235.090
Afledte finansielle instrumenter	19.351	18.597
Mellemværende vedr. handelsafvikling	7.020	5.062
Anden gæld	591	417
Passiver i alt	1.117.384	1.259.165

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	1.235.090	2.177.697
Emissioner i perioden	94.765	73.316
Indløsninger i perioden	-232.103	-454.076
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	525	1.001
Periodens resultat	-7.856	101.165
Medlemmernes formue ultimo	1.090.421	1.899.104

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,8	98,2
Øvrige finansielle instrumenter	1,3	0,9
I alt finansielle instrumenter	99,0	99,1
Øvrige aktiver og passiver	1,0	0,9
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.090.421	1.899.104
Antal andele	10.789.514	19.361.163
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	101,06	98,09
Afkast i DKK (pct)*]	-0,66	5,11
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	-0,43	5,26
Administrationsomk. (pct)*]	0,32	0,32
ÅOP	0,79	0,83

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

Globale Lange Indeksobligationer – Akk. KL

Globale indeksobligationer, hvor afkastet er knyttet til udviklingen i inflationsindeks indenfor OECD. Porteføljens beregnede varighed vil svare til varigheden for en lang indeksobligation. Valutarisikoen er begrænset, da andelsklasserne valutaafdækkes mod deres udstedelsesvaluta. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i fire andelsklasser:

- Global Realrente Obligasjon, klasse NOK h
- Globala Realräntor, klass SEK h
- Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende, klasse DKK h
- Reallikorko Maailma, osuuslaji EUR h

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på de følgende sider.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider.

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

Globale Lange Indeksobligationer – Akk. KL

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	9.662	22.387
Kursgevinster og tab	-12.893	172.607
Administrationsomkostninger	-5.947	-12.379
Halvårets nettoresultat	-9.178	182.615

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	7.219	5.900
Obligationer	1.789.542	1.856.245
Mellemværende vedr. handelsafvikling	11.317	3
Afledte finansielle instrumenter	2.502	944
Andre aktiver	7.626	7.496
Aktiver i alt	1.818.205	1.870.589

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	1.784.518	1.841.626
Afledte finansielle instrumenter	29.874	28.341
Mellemværende vedr. handelsafvikling	2.867	0
Anden gæld	946	621
Passiver i alt	1.818.205	1.870.589

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	1.841.626	3.858.324
Emissioner i perioden	108.046	104.390
Indløsninger i perioden	-156.378	-459.551
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	401	1.117
Periodens resultat	-9.178	182.615
Medlemmernes formue ultimo	1.784.518	3.686.894

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,3	98,4
Øvrige finansielle instrumenter	1,4	0,9
I alt finansielle instrumenter	98,7	99,3
Øvrige aktiver og passiver	1,3	0,7
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.784.518	3.686.894

*) Afdelingen er opdelt i andelsklasser, hvorfor en række af nøgletallene herefter vises under de enkelte klasser.

Global Realrente Obligasjon, klasse NOK h

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Globale indeksobligationer, hvor afkastet er knyttet til udviklingen i inflationsindeks indenfor OECD. Hovedparten af afdelingens investeringer afdækkes mod norske kroner. Afdelingen er aktivt styret.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i indeksobligationer primært udstedt af OECD-lande eller er garanteret af et eller flere OECD-lande, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for indeksobligationer globalt. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et afkast på 0,31 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 0,54 pct. målt i NOK. Afkastet var tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og udviklingen i benchmark. Andelsklassens afkast var lidt under vores forventning om et lavt, men positivt afkast, men indfrie vores forventning om et lidt højere afkast end på sammenlignelige almindelige statsobligationer.

Markedet

Halvåret var præget af, at Den Europæiske Centralbank påbegyndte støtteopkøbet af statsobligationer for at få de langsigtede inflationsforventninger til at stige. Støtteopkøbet inkluderede også europæiske indeksobligationer. Det gav i første omgang meget lave realrenter, og inflationsforventningerne steg ikke, før olieprisen stabiliserede sig i februar måned. Henover foråret steg både nominelle og realrenter kraftigt som en modreaktion på de historisk meget lave renter, og da de økonomiske nøgletal samtidig blev bedre.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,23 procentpoint lavere end faldet i benchmark. Andelsklassen havde et positivt bidrag til det relative afkast fra overvægt i lange amerikanske indeksobligationer. Andelsklassen havde et negativt bidrag til det relative afkast fra undervægt af korte engelske indeksobligationer.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den største risiko ved markedsudviklingen i resten af 2015 er, at væksten accelererer kraftigt, mens inflationen forbliver lav. I det miljø vil alle renter stige, herunder også realrenterne på indeksobligationer.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at der igen vil falde ro omkring situationen i Grækenland, og at den amerikanske centralbanken (Fed) vil hæve renten i løbet af efteråret. Omvendt venter vi, at ECB vil fortsætte deres meget lempelige pengepolitik året ud, hvilket indbefatter fortsat opkøb af obligationer i markedet. Vi vurderer, at europæisk inflation vil forblive lige over 0 pct. frem til årets sidste måneder, hvor den vil tiltage og ende året over 1 pct. I forhold til markedets meget moderate langsigtede inflationsforventninger vurderer vi, at der er plads til positive overraskelser. Vi forventer, at afkastet på globale indeksobligationer bliver højere end sammenlignelige almindelige statsobligationer i tråd med at inflationsforventningerne opjusteres.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: November 2013

Risikoindeksator [1-7]: 4

Benchmark: Barclays World Govt Inflation Linked-Bond index All Maturities hedget til NOK

Fondskode: DK0060517589

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	8,7%
1-3 år	27,8%
3-5 år	24,9%
5-10 år	20,4%
Over 10 år	19,9%
Øvrige inkl. likvide	-1,7%

Global Realrente Obligasjon, klasse NOK h

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer - Akkumulerende KL

Den største usikkerhed for størrelsen af afkastet ligger i, hvornår den amerikanske centralbank (Fed) vælger at foretage deres første renteforhøjelse, som vil være den første siden finanskrisens start. Ved indgangen til halvåret har afdelingen en overvægt af lange amerikanske og engelske indeksobligationer mod en undervægt af indeksobligationer med kortere løbetider. Afdelingen har endvidere en overvægt af danske mod tyske indeksobligationer, og canadiske mod amerikanske indeksobligationer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Global Realrente Obligasjon, klasse NOK h

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer - Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	267	4.845
Klassespecifikke transaktioner:		
Kursgevinster og tab på terminsforretninger	331	141
Administrationsomkostninger	-48	-323
Klassens resultat	550	4.663

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	13.466	54.532
Emissioner i perioden	185	39.970
Indløsninger i perioden	-712	0
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1	100
Periodens resultat	550	4.663
Medlemmernes formue ultimo	13.490	99.265

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	13.490	99.265
Antal andele	144.077	1.076.452
Stykstørrelse i NOK	100	100
Indre værdi (NOK pr. andel)	110,02	103,92
Afkast i NOK (pct)*]	0,31	5,81
Benchmarkafkast i NOK (pct)*]	0,54	6,13
Administrationsomk. (pct)*]	0,35	0,35

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

Globala Realräntor, klass SEK h

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Globala indeksobligationer, hvor afkastet er knyttet til udviklingen i inflationsindeks indenfor OECD. Hovedparten af afdelingens investeringer afdækkes mod svenske kroner. Afdelingen er aktivt styret.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i indeksobligationer primært udstedt af OECD-lande eller er garanteret af et eller flere OECD-lande, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for indeksobligationer globalt. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et negativt afkast på 0,54 pct. målt i SEK, mens benchmark faldt 0,15 pct. målt i SEK. Afkastet var tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og udviklingen i benchmark. Andelsklassens afkast var lidt under vores forventning om et lavt, men positivt afkast, men indfrie vores forventning om et lidt højere afkast end på sammenlignelige almindelige statsobligationer.

Markedet

Halvåret var præget af, at Den Europæiske Centralbank påbegyndte støtteopkøbet af statsobligationer for at få de langsigtede inflationsforventninger til at stige. Støtteopkøbet inkluderede også europæiske indeksobligationer. Det gav i første omgang meget lave realrenter, og inflationsforventningerne steg ikke, før olieprisen stabiliserede sig i februar måned. Henover foråret steg både nominelle og realrenter kraftigt som en modreaktion på de historisk meget lave renter, og da de økonomiske nøgletal samtidig blev bedre.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,39 procentpoint lavere end faldet i benchmark. Andelsklassen havde et positivt bidrag til det relative afkast fra overvægt i lange amerikanske indeksobligationer. Andelsklassen havde et negativt bidrag til det relative afkast grundet undervægten af korte engelske indeksobligationer.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den største risiko ved markedsudviklingen i resten af 2015 er, at væksten accelererer kraftigt, mens inflationen forbliver lav. I det miljø vil alle renter stige, herunder også realrenterne på indeksobligationer.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at der igen vil falde ro omkring situationen i Grækenland, og at den amerikanske centralbanken (Fed) vil hæve renten i løbet af efteråret. Omvendt venter vi, at ECB vil fortsætte deres meget lempelige pengepolitik året ud, hvilket indbefatter fortsat opkøb af obligationer i markedet. Vi vurderer, at europæisk inflation vil forblive lige over 0 pct. frem til årets sidste måneder, hvor den vil tiltage og ende året over 1 pct. I forhold til markedets meget moderate langsigtede inflationsforventninger vurderer vi, at der er plads til positive overraskelser. Vi forventer, at afkastet på globale indeksobligationer bliver højere end sammenlignelige almindelige statsobligationer i tråd med at inflationsforventningerne justeres.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: August 2010
Risikoindeksator [1-7]: 4
Benchmark: Barclays World Govt Inflation Linked-Bond index All Maturities hedget til SEK
Fondskode: DK0060485605
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	8,6%
1-3 år	27,3%
3-5 år	24,5%
5-10 år	20,1%
Over 10 år	19,6%
Øvrige inkl. likvide	-0,1%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,71
Standardafvigelse	5,16
Tracking error	0,92
Information Ratio	-0,79
Sharpe Ratio (benchm.)	0,89
Standardafvigelse (benchm.)	4,93

Måleperiode: Sep. 2010 til jun. 2015

Globala Realräntor, klass SEK h

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL



Den største usikkerhed for størrelsen af afkastet ligger i, hvornår den amerikanske centralbank (Fed) vælger at foretage deres første renteforhøjelse, som vil være den første siden finanskrisens start. Ved indgangen til halvåret har afdelingen en overvægt af lange amerikanske og engelske indeksobligationer mod en undervægt af indeksobligationer med kortere løbetider. Afdelingen har endvidere en overvægt af danske mod tyske indeksobligationer, og canadiske mod amerikanske indeksobligationer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst, og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Globala Realräntor, klass SEK h

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	551	8.129
Klassespecifikke transaktioner:		
Kursgevinster og tab på terminsforretninger	1.338	-3.546
Administrationsomkostninger	-338	-679
Klassens resultat	1.551	3.905

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	84.732	202.922
Emissioner i perioden	26.143	16.362
Indløsninger i perioden	-5.013	-16.903
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	80	73
Periodens resultat	1.551	3.905
Medlemmernes formue ultimo	107.492	206.359

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	107.492	206.359
Antal andele	1.098.939	2.165.472
Stykstørrelse i SEK	100	100
Indre værdi (SEK pr. andel)	121,22	116,98
Afkast i SEK [pct]*]	-0,54	5,55
Benchmarkafkast i SEK [pct]*]	-0,15	5,76
Administrationsomk. [pct]*]	0,35	0,35

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

Globale Lange Indeksobligationer – Akk., klasse DKK h

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Globale indeksobligationer, hvor afkastet er knyttet til udviklingen i inflationsindeks indenfor OECD. Hovedparten af afdelingens investeringer afdækkes mod danske kroner. Afdelingen er aktivt styret.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i indeksobligationer primært udstedt af OECD-lande eller er garanteret af et eller flere OECD-lande, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for indeksobligationer globalt. Andelsklassen afdækker valutarisici, og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 3 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et negativt afkast på 0,68 pct., mens benchmark faldt 0,43 pct. Afkastet var tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og udviklingen i benchmark. Andelsklassens afkast var lidt under vores forventning om et lavt, men positivt afkast, men indfrie vores forventning om et lidt højere afkast end på sammenlignelige almindelige statsobligationer.

Markedet

Halvåret var præget af, at Den Europæiske Centralbank påbegyndte støtteopkøbet af statsobligationer for at få de langsigtede inflationsforventninger til at stige. Støtteopkøbet inkluderede også europæiske indeksobligationer. Det gav i første omgang meget lave realrenter, og inflationsforventningerne steg ikke, før olieprisen stabiliserede sig i februar måned. Henover foråret steg både nominelle og realrenter kraftigt som en modreaktion på de historisk meget lave renter, og da de økonomiske nøgletal samtidig blev bedre.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,25 procentpoint lavere end faldet i benchmark. Andelsklassen havde et positivt bidrag til det relative afkast fra overvægt i lange amerikanske indeksobligationer. Andelsklassen havde et negativt bidrag til det relative afkast fra undervægt af korte engelske indeksobligationer.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den største risiko ved markedsudviklingen i resten af 2015 er, at væksten accelererer kraftigt, mens inflationen forbliver lav. I det miljø vil alle renter stige, herunder også realrenterne på indeksobligationer.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at der igen vil falde ro omkring situationen i Grækenland, og at den amerikanske centralbanken (Fed) vil hæve renten i løbet af efteråret. Omvendt venter vi, at ECB vil fortsætte deres meget lempelige pengepolitik året ud, hvilket indbefatter fortsat opkøb af obligationer i markedet. Vi vurderer, at europæisk inflation vil forblive lige over 0 pct. frem til årets sidste måneder, hvor den vil tiltage og ende året over 1 pct. I forhold til markedets meget moderate langsigtede inflationsforventninger vurderer vi, at der er plads til positive overraskelser. Vi forventer, at afkastet på globale indeksobligationer bliver højere end sammenlignelige almindelige statsobligationer i tråd med at inflationsforventningerne opjusteres.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: November 2008
Risikoindikator [1-7]: 3
Benchmark: Barclays World Govt Inflation Linked-Bond index All Maturities hedget til DKK
Fondskode: DK0060140705
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	8,7%
1-3 år	27,6%
3-5 år	24,8%
5-10 år	20,3%
Over 10 år	19,8%
Øvrige inkl. likvide	-1,2%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,65
Standardafvigelse	5,11
Tracking error	0,54
Information Ratio	-0,37
Sharpe Ratio (benchm.)	0,72
Standardafvigelse (benchm.)	4,93

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Globale Lange Indeksobligationer – Akk., klasse DKK h

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Den største usikkerhed for størrelsen af afkastet ligger i, hvornår den amerikanske centralbank (Fed) vælger at foretage deres første renteforhøjelse, som vil være den første siden finanskrisens start. Ved indgangen til halvåret har afdelingen en overvægt af lange amerikanske og engelske indeksobligationer mod en undervægt af indeksobligationer med kortere løbetider. Afdelingen har endvidere en overvægt af danske mod tyske indeksobligationer, og canadiske mod amerikanske indeksobligationer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Globale Lange Indeksobligationer – Akk., klasse DKK h

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	-6.106	178.383
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-5.499	-10.661
Klassens resultat	-11.606	167.722

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	1.722.025	3.421.585
Emissioner i perioden	75.282	48.029
Indløsninger i perioden	-133.635	-277.352
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	270	614
Periodens resultat	-11.606	167.722
Medlemmernes formue ultimo	1.652.336	3.360.598

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.652.336	3.360.598
Antal andele	11.426.087	23.950.597
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	144,61	140,32
Afkast i DKK (pct)*]	-0,68	5,07
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	-0,43	5,26
Administrationsomk. (pct)*]	0,32	0,32
ÅOP	0,79	0,83

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

Reaalikorko Maaailma, osuuslaji EUR h

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Globale indeksobligationer, hvor afkastet er knyttet til udviklingen i inflationsindeks indenfor OECD. Hovedparten af afdelingens investeringer afdækkes mod euro. Afdelingen er aktivt styret.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i indeksobligationer primært udstedt af OECD-lande eller er garanteret af et eller flere OECD-lande, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for indeksobligationer globalt. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et negativt afkast på 0,36 pct. målt i EUR, mens benchmark faldt 0,08 pct. målt i EUR. Afkastet var tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og udviklingen i benchmark. Andelsklassens afkast var lidt under vores forventning om et lavt, men positivt afkast, men indfrie vores forventning om et lidt højere afkast end på sammenlignelige almindelige statsobligationer.

Markedet

Halvåret var præget af, at Den Europæiske Centralbank påbegyndte støtteopkøbet af statsobligationer for at få de langsigtede inflationsforventninger til at stige. Støtteopkøbet inkluderede også europæiske indeksobligationer. Det gav i første omgang meget lave realrenter, og inflationsforventningerne steg ikke, før olieprisen stabiliserede sig i februar måned. Henover foråret steg både nominelle og realrenter kraftigt som en modreaktion på de historisk meget lave renter, og da de økonomiske nøgletal samtidig blev bedre.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,28 procentpoint lavere end faldet i benchmark. Andelsklassen havde et positivt bidrag til det relative afkast fra en overvægt i lange amerikanske indeksobligationer. Andelsklassen havde et negativt bidrag til det relative afkast fra en undervægt af korte engelske indeksobligationer.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den største risiko ved markedsudviklingen i resten af 2015 er, at væksten accelererer kraftigt, mens inflationen forbliver lav. I det miljø vil alle renter stige, herunder også realrenterne på indeksobligationer.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at der igen vil falde ro omkring situationen i Grækenland, og at den amerikanske centralbanken (Fed) vil hæve renten i løbet af efteråret. Omvendt venter vi, at ECB vil fortsætte deres meget lempelige pengepolitik året ud, hvilket indbefatter fortsat opkøb af obligationer i markedet. Vi vurderer, at europæisk inflation vil forblive lige over 0 pct. frem til årets sidste måneder, hvor den vil tiltage og ende året over 1 pct. I forhold til markedets meget moderate langsigtede inflationsforventninger vurderer vi, at der er plads til positive overraskelser. Vi forventer, at afkastet på globale indeksobligationer bliver højere end sammenlignelige almindelige statsobligationer i tråd med at inflationsforventningerne opjusteres.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: August 2010
Risikoindeksator [1-7]: 4
Benchmark: Barclays World Govt Inflation Linked-Bond index All Maturities hedget til EUR
Fondskode: DK0060485282
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	8,7%
1-3 år	27,6%
3-5 år	24,8%
5-10 år	20,3%
Over 10 år	19,8%
Øvrige inkl. likvide	-1,2%

NØGLETLA

Sharpe Ratio	0,62
Standardafvigelse	5,13
Tracking error	0,70
Information Ratio	-0,38
Sharpe Ratio (benchm.)	0,70
Standardafvigelse (benchm.)	4,91

Måleperiode: Sep. 2010 til jun. 2015

Reaalikorko Maailma, osuuslaji EUR h

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL



Den største usikkerhed for størrelsen af afkastet ligger i, hvornår den amerikanske centralbank (Fed) vælger at foretage deres første renteforhøjelse, som vil være den første siden finanskrisens start. Ved indgangen til halvåret har afdelingen en overvægt af lange amerikanske og engelske indeksobligationer mod en undervægt af indeksobligationer med kortere løbetider. Afdelingen har endvidere en overvægt af danske mod tyske indeksobligationer, og canadiske mod amerikanske indeksobligationer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Reaalikorko Maailma, osuuslaji EUR h

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	299	6.404
Klassespecifikke transaktioner:		
Kursgevinster og tab på terminsforretninger	90	303
Administrationsomkostninger	-62	-382
Klassens resultat	327	6.324

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	21.404	179.285
Emissioner i perioden	6.437	29
Indløsninger i perioden	-17.017	-165.297
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	49	330
Periodens resultat	327	6.324
Medlemmernes formue ultimo	11.200	20.672

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	11.200	20.672
Antal andele	126.514	241.423
Stykstørrelse i EUR	10	10
Indre værdi (EUR pr. andel)	11,87	11,48
Afkast i EUR (pct)*]	-0,36	6,21
Benchmarkafkast i EUR (pct)*]	-0,08	5,43
Administrationsomk. (pct)*]	0,35	0,34

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

Globale Mellemlange Indeksobligationer

Globale indeksobligationer, hvor afkastet er knyttet til udviklingen i inflationsindeks indenfor OECD. Hovedparten af afdelingens investeringer afdækkes mod danske kroner. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i indeksobligationer primært udstedt af OECD-lande eller er garanteret af et eller flere OECD-lande, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for indeksobligationer globalt. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 3 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risiko styring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et negativt afkast på 0,22 pct., mens benchmark steg 0,12 pct. Afkastet var tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og udviklingen i benchmark. Afdelingens afkast var lidt under vores forventning om et lavt men positivt afkast, men det indfriede vores forventning om et lidt højere afkast end på sammenlignelige almindelige statsobligationer.

Markedet

Halvåret var præget af, at Den Europæiske Centralbank påbegyndte støtteopkøbet af statsobligationer for at få de langsigtede inflationsforventninger til at stige. Støtteopkøbet inkluderede også europæiske indeksobligationer. Det gav i første omgang meget lave realrenter, og inflationsforventningerne steg ikke, før olieprisen stabiliserede sig i februar måned. Henover foråret steg både nominelle og realrenter kraftigt som en modreaktion på de historisk meget lave renter, og da de økonomiske nøgletal samtidig blev bedre.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,34 procentpoint lavere end benchmark. Afdelingen havde et positivt bidrag til det relative afkast fra en overvægt i lange amerikanske indeksobligationer. Afdelingen havde et negativt bidrag til det relative afkast fra en undervægt af korte engelske indeksobligationer.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den største risiko ved markedsudviklingen i resten af 2015 er, at væksten accelererer kraftigt, mens inflationen forbliver lav. I det miljø vil alle renter stige, herunder også realrenterne på indeksobligationer.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at der igen vil falde ro omkring situationen i Grækenland, og at den amerikanske centralbanken (Fed) vil hæve renten i løbet af efteråret. Omvendt venter vi, at ECB vil fortsætte deres meget lempelige pengepolitik året ud, hvilket indbefatter fortsat opkøb af obligationer i markedet.

Vi vurderer, at europæisk inflation vil forblive lige over 0 pct. frem til årets sidste måneder, hvor den vil tiltage og ende året over 1 pct. I forhold til markedets meget moderate langsigtede inflationsforventninger vurderer vi, at der er plads til positive overraskelser. Vi forventer, at afkastet på globale indeksobligationer bliver højere end sammenlignelige almindelige statsobligationer i tråd med at inflationsforventningerne opjusteres.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juni 2014
Risikoindikator [1-7]: 3
Benchmark: Barclays World Govt Inflation-Linked Bond 1-10Y Hedged to DKK
Fondskode: DK0060550523
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	9,7%
1-3 år	46,3%
3-5 år	44,1%
Over 10 år	0,8%
Øvrige inkl. likvide	-0,9%

Globale Mellemlange Indeksobligationer

Den største usikkerhed for størrelsen af afkastet kommer fra, hvornår den amerikanske centralbank (Fed) vælger at foretage deres første renteforhøjelse, som vil være den første siden finanskrisens start. Ved indgangen til halvåret har afdelingen en overvægt af helt korte og lange amerikanske indeksobligationer mod en undervægt af indeksobligationer med mellemlange løbetider. Afdelingen har endvidere en overvægt af korte mod mellemlange europæiske indeksobligationer, og en overvægt af danske mod tyske indeksobligationer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, og for resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst, og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland, vil påvirke renteutviklingen.

Globale Mellemlange Indeksobligationer

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	11.6.-30.06.14
Renter og udbytter	6.134	144
Kursgevinster og tab	-6.055	2.997
Administrationsomkostninger	-4.321	-156
Halvårets nettoresultat	-4.242	2.985

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	7.637	3.730
Obligationer	1.509.129	1.257.957
Mellemværende vedr. handelsafvikling	3.018	0
Afledte finansielle instrumenter	96	59
Andre aktiver	5.645	4.904
Aktiver i alt	1.525.525	1.266.650

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	1.504.800	1.248.723
Afledte finansielle instrumenter	19.942	17.505
Anden gæld	783	421
Passiver i alt	1.525.525	1.266.650

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	11.6.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	1.248.723	0
Emissioner i perioden	266.097	436.084
Indløsninger i perioden	-6.209	0
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	430	846
Periodens resultat	-4.242	2.985
Medlemmernes formue ultimo	1.504.800	439.915

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,9	100,7
Øvrige finansielle instrumenter	0,1	-1,4
I alt finansielle instrumenter	99,0	99,3
Øvrige aktiver og passiver	1,0	0,7
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.504.800	439.915
Antal andele	15.153.260	4.357.862
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	99,31	100,95
Afkast i DKK [pct]*]	-0,22	0,95
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	0,12	0,81
Administrationsomk. [pct]*]	0,32	0,32
ÅOP	0,80	0,84

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

Globale Virksomhedsobligationer

Investerer i obligationer, primært virksomhedsobligationer. Hovedparten af afdelingens investeringer vil være i euro eller afdækkes mod danske kroner eller euro. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investe-ringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer i udenlandske obligationer med hovedvægten på virksomheds- og kreditobligationer. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteudviklingen for virksomheds- og kreditobligationer globalt. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekset er andelsklassen placeret i kategori 3 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår af 2015 et negativt afkast på 1,47 pct., mens benchmark faldt med 1,88 pct. Afdelingens afkast var tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter. Afdelingen har ikke indfriet vores forventninger om positive afkast, grundet stigende renter og højere rentespænd.

Markedet

I de første to måneder kørte kreditspændene ind med 0,14 procentpoint, blot for at køre ud med 0,48 procentpoint i de efterfølgende fire måneder. Dette var primært afledt af Den Europæiske Centralbanks (ECB) forventede, og senere udmeldte, opkøbsprogram. Indsnævringen af kreditspænd var afledt af en positiv markedsstemning som følge af ECB's opkøbsprogram. Udvidelsen var afledt af, at Grækenland ikke kunne blive enige med EU om en hjælpepakke og samtidig stod overfor store betalinger på deres lån, som de ikke var i stand til at dække. Det fik den generelle risikoaversion i markedet til at falde.

Kreditmarkedet var i andet kvartal også præget af de markante bevægelser i rentemarkedet og ikke mindst drevet af intense forhandlinger mellem den græske regering og euro-landene om en ny gælds aftale for den store græske statsgæld. De økonomiske nøgletal for Europa pegede på en fortsat stigning i væksten og i inflationen, og det gav anledning til en voldsom stigning i de underliggende statsrenter, ikke mindst de spanske og de italienske statsrenter.

De sidste dage inden kvartalets afslutning afbrød den græske premierminister meget overraskende forhandlingerne med de europæiske kreditorer med henblik på at sende kreditorernes forslag til folkeafstemning. Markedet reagerede med stigende risikoaversion og sendte kreditspændene ud og renterne ned dog under en meget lav handelsaktivitet. Den største reaktion kunne noteres i kreditspændene på de sydeuropæiske stats- og virksomhedsobligationer.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,41 procentpoint højere end faldet i benchmark. Den største bidragsyder til afkastet kom fra papirvalget, ligesom sektorallokeringen også bidrog positivt. På den negative side trak bidraget fra risikoovervægten ned på det relative afkast. Indenfor papirvalget kom de største enkeltbidrag fra det belgiske forsikrings selskab Ageas, samt det franske forsyningsselskab EDF. De største bidragsydere til merafkastet på sektorniveau var banker, forsikrings- samt forsyningsselskaber.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: December 2000
Risikoindeks (1-7): 3
Benchmark: Barclays Capital Euro-Aggregate 500MM Corp A-BBB. Indekset er hedget til DKK
Fondskode: DK0016075294
Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	9,9%
1-3 år	16,7%
3-5 år	24,1%
5-10 år	45,4%
Over 10 år	1,3%
Øvrige inkl. likvide	2,6%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,08
Standardafvigelse	4,77
Tracking error	1,21
Information Ratio	0,82
Sharpe Ratio (benchm.)	1,02
Standardafvigelse (benchm.)	4,09

Globale Virksomhedsobligationer

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Vi forventer, at vi står overfor en periode med meget stor usikkerhed og potentielt store udsving i markedet, da likviditeten er forringet, da mange investorer holder sig afventende på sidelinjen. På kort sigt er der risiko for, at kreditspændene bliver udvidet yderligere, indtil der er mere klarhed om Grækenlands fremtid, og samtidig er risikoen for en græsk exit fra euroen steget. Såfremt det ender med en græsk exit fra euroen er der risiko for, at det spredt sig til de andre syd-europæiske lande, selvom ECB har vist vilje til at understøtte markederne i disse lande. Endelig kan der opstå fornyet uro som følge af, at der er valg i flere europæiske lande. En fortsat stigning i renterne vil også smitte af på kreditmarkedet og give meget lave eller negative afkast.

Forventning til markedet samt strategi

Vi vurderer, at der er basis for et positivt, om end beskedent afkast på det europæiske marked for investment grade virksomhedsobligationer i den resterende del af 2015. Dette beror på vores forventning om uændret kreditspænd og en svag stigning i de underliggende statsrenter.

På den makroøkonomiske side havde den globale økonomi et stærkt kvartal med høj europæisk vækst og en klar forbedring i USA. I Europa blev de europæiske virksomheders indtjening hjulpet af den lave euro og oliepris, og det gav grobund for en højere europæisk vækst og en forbedret konkurrenceevne på eksportmarkederne.

Virksomhedernes kreditkvalitet er styrket som følge af de positive vækstudsigter, og vi har endnu ikke set en tydelig tendens til, at virksomhederne øgede deres gældsandel eller foretog aktietilbagekøb eller andre aktionærvenlige tiltag i større stil på bekostning af stigende gældsandel.

Den markante stigning i de underliggende statsrenter og stigende risikoaversion gav anledning til et kraftigt fald i udstedelsesaktiviteten på nye obligationslån. På efterspørgsels-siden faldt investorernes appetit efter nye investeringer som følge af markedsusikkerheden og illikviditeten og som følge af de stigende renter, som gav anledning til negative afkast.

Vi vurderer, at de højere underliggende lange statsrenter nu er mere i tråd med de europæiske vækstudsigter og forventer ikke, at de igen skal ned på de meget lave niveauer, vi så i april. Når uroen igen har lagt sig, forventer vi, at de højere renter vil give anledning til, at investorerne i stigende grad finder investment grade kreditmarkedet attraktivt og igen vil øge efterspørgslen efter virksomhedsobligationer. Men vi forventer også, at der vil være pres på nyudstedelserne, når markedet igen er parat, og det vil ligge en bund under potentialet for indsnævring af kreditspændene. Vi vurderer samlet set, at kreditspændene vil forblive omkring det nuværende niveau, men at udsvingene vil blive større i den kommende periode.

Vi nedbragte afdelingens risiko yderligere i løbet af første halvår, men porteføljen har fortsat en højere risiko end benchmarket i kraft af en relativt højere andel af højtforrentede efterstillede obligationer inden for både finansielle og ikke-finansielle virksomheder. Vi er komfortable med afdelingens højere risiko i forhold til benchmarket, der er nøje udvalgt ud fra en dybdegående analyse af de enkelte obligationer.

Vi forventer, at afdelingens højere risiko, valget af de enkelte virksomhedsobligationer og en generel forsigtighed for at undgå »falling-angels« vil drive afdelingens potentiale for merafkast i den resterende del af 2015.

Selvom afdelingen ligger med en risikoovervægt, og der er visse usikkerhedsmomenter, er vi komfortable med de enkeltobligationer, der er investeret i, hvorfor vi på den korte bane næppe ændrer markant i afdelingens sammensætning.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end udviklingen i de forskellige obligationsmarkeder - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Globale Virksomhedsobligationer

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	38.315	55.896
Kursgevinster og tab	-56.868	105.721
Administrationsomkostninger	-11.750	-14.435
Halvårets nettoresultat	-30.303	147.181

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	54.388	93.648
Obligationer	2.119.488	2.359.657
Afledte finansielle instrumenter	255	1.161
Andre aktiver	29.928	42.397
Aktiver i alt	2.204.059	2.496.862

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	2.195.114	2.492.470
Afledte finansielle instrumenter	1.845	3.178
Mellemværende vedr. handelsafvikling	5.294	0
Anden gæld	1.807	1.214
Passiver i alt	2.204.059	2.496.862

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	2.492.470	2.946.456
Udlodning fra sidste år	-205.307	-187.069
Emissioner i perioden	96.314	107.471
Indløsninger i perioden	-158.456	-231.991
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	395	501
Periodens resultat	-30.303	147.181
Medlemmernes formue ultimo	2.195.114	2.782.550

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,6	94,7
Øvrige finansielle instrumenter	-0,1	-0,1
I alt finansielle instrumenter	96,5	94,6
Øvrige aktiver og passiver	3,5	5,4
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.195.114	2.782.550
Antal andele	22.801.526	26.843.494
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	96,27	103,66
Afkast i DKK (pct)*]	-1,47	5,20
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	-1,88	4,70
Administrationsomk. (pct)*]	0,50	0,50
ÅOP	1,07	1,21

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

Horisont Pension 2020 – Akkumulerende KL

Investerer i svenske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra emerging markeds-lande og virksomhedsobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 66 pct. af afdelingen. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i en andelsklasse:

- Horisont Pension 2020, klass SEK

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassens egne investeringer, findes på de følgende sider.

Ledelsesberetning og noter for klassen, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider.

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

Horisont Pension 2020 – Akkumulerende KL

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	1	4
Kursgevinster og tab	26.553	12.029
Administrationsomkostninger	-2.052	-191
Halvårets nettoresultat	24.502	11.842

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	5.094	4.585
Obligationer	6.698	0
Kapitalandele	336.059	323.511
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	572
Andre aktiver	4	0
Aktiver i alt	347.855	328.668

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	347.776	328.644
Mellemværende vedr. handelsafvikling	27	0
Anden gæld	53	24
Passiver i alt	347.855	328.668

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	328.644	315.909
Emissioner i perioden	9.127	8.228
Indløsninger i perioden	-14.497	-11.161
Periodens resultat	24.502	11.842
Medlemmernes formue ultimo	347.776	324.818

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	59,9	60,0
Øvrige finansielle instrumenter	38,7	38,5
I alt finansielle instrumenter	98,6	98,4
Øvrige aktiver og passiver	1,4	1,6
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	347.776	324.818

*] Afdelingen er opdelt i andelsklasser, hvorfor en række af nøgletallene herefter vises under de enkelte klasser.

Horisont Pension 2020, klass SEK

Andelsklasse under Horisont Pension 2020 – Akkumulerende KL

Investerer i svenske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra emerging markets-lande og virksomhedsobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 66 pct. af afdelingen. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici fuldtud. Udsving i valutakurserne påvirker derfor i et vist omfang investorernes afkast.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i aktier og obligationer - herunder i obligationer fra nye markeder og fra virksomheder. Andelsklassen spreder dermed sine investeringer på flere aktivtyper, dvs. både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer er afhængig af vores forventninger til markedsudviklingen og hensynet til den samlede risiko. Aktier kan maksimalt udgøre 66 pct. af andelsklassens formue. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer af aktier og obligationer samt valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder emerging markets, event-risiko, modpartsrisiko samt valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et afkast på 4,71 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 4,33 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventninger om positivt afkast.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 11,7 pct. i første halvår 2015. Amerikanske aktier har i første halvår leveret et afkast på 10,3 pct., som primært skyldes en styrkelse af den amerikanske dollar over for danske kroner. Det amerikanske aktiemarked havde for første gang i adskillige år en svag udvikling drevet af en høj prisfastsættelse og mindre positive forventninger til indtjeningsudviklingen. Det modsatte gjorde sig gældende for Europa, der fik et afkast på 13,0 pct. understøttet af stigende økonomisk aktivitet, stigende konkurrenceevne for eksporterhvervene og en attraktiv prisfastsættelse i forhold til andre aktiemarkeder. Japan leverede det højeste afkast af de tre regioner med en stigning på hele 23,6 pct. De nye markeder gav et afkast på 12,0 pct., men oplevede en svagt skuffende indtjeningsudvikling på tværs af regioner.

I første halvår af 2015 blev emerging markets-obligationer, udstedt i USD, påvirket af nogle modsatrettede faktorer. På den positive side steg olieprisen med ca. 10 pct., ligesom råvarepriserne generelt stabiliserede sig, men på den negative side skuffede den økonomiske vækst i emerging markets-landene atter en gang. Merrenten på nye markeder-obligationer, i forhold til tilsvarende amerikanske statsobligationer (kreditspændet), var meget volatil gennem halvåret, men sluttede i 3,5 procentpoint, hvilket var uændret i forhold til niveauet ved årsskiftet. Det resulterede i, at emerging markets-statsobligationer, udstedt i USD, men valutasikret over for DKK, kom ud af halvåret med et afkast på 1,1 pct., hvilket var 2,5 procentpoint højere end afkastet på tilsvarende amerikanske statsobligationer.

Det var et meget begivenhedsrigt halvår på det danske obligationsmarked. Året startede med, at Den Europæiske Centralbank (ECB) annoncerede et meget stort opkøbsprogram

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: September 2013

Risikoindekator [1-7]: 4

Benchmark: 18,0% SIXPRX, 27,0% MSCI World AC, 5% BarCap Euro-Agg 500MM Corp A-BBB, hedged til SEK, 5% JPM EMBI Global Diversified hedged to SEK, 45,0% OMRX Total

Fondskode: DK0060506897

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

FORMUEFORDELING

Udenlandske obl.	27,0%
Udenlandske akt.	71,5%
Øvrige inkl. likvide	1,5%

Horisont Pension 2020, klass SEK

Andelsklasse under Horisont Pension 2020 – Akkumulerende KL

af obligationer med det formål at bekæmpe deflation, presse renteniveauet ned og hermed kickstarte den europæiske vækst. Dette medførte valutauro og en styrkelse af den danske krone, hvorefter Nationalbanken ad 4 omgange sænkede indskudsbevisrenten til rekordlave -0,75 pct. Disse tiltag bevirkede, at renterne i første kvartal faldt kraftig. Rentefaldet blev dog hurtigt afløst af rentestigninger, drevet af positive vækstforventninger i USA og Europa og ikke mindst forventninger om en aflivning af deflationsfrygten.

Renten på den toneangivende 10-årige statsobligation med udløb i 2025 endte således halvåret med en stigning på 0,18 procentpoint til 0,97 pct., efter at den i midten af februar ramte et historisk lavpunkt tæt på 0 pct.

Vurdering af andelsklassens resultat

Afdelingens afkast var 0,38 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Andelsklassens investeringer kan grundlæggende inddeles i 3 aktivklasser – aktier, svenske og udenlandske stats- og realkreditobligationer, samt kreditobligationer, der tæller virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder. Alle aktivklasser bidrog positivt til andelsklassens samlede afkast.

Størst bidrag til andelsklassens afkast kom fra aktiekomponenten, hvor specielt allokeringen til europæiske og japanske aktier bidrog betydeligt til andelsklassens afkast. Ligeledes leverede allokeringen til svenske aktier et solidt afkast. Indenfor kreditobligationer bidrog allokeringen til nye markeder-obligationer udstedt i hård valuta sammen med high yield-obligationer betydeligt til andelsklassens afkast, mens allokeringen til nye markeder-obligationer udstedt i lokal valuta bidrog negativt til afdelings afkast. Andelsklassens allokering til svenske obligationer leverede et marginalt positivt afkast.

Andelsklassens relative afkast i forhold til benchmark blev positivt påvirket af en overvægt til aktier i forhold til benchmark, samt en overvægt til svenske, europæiske og japanske aktier og en modsvarende undervægt til amerikanske og nye markeder-aktier. Ligeledes bidrog en overvægt af high yield-obligationer og en undervægt af investment grade-obligationer i forhold til benchmark positivt til andelsklassens relative afkast.

Negative bidrag til andelsklassens resultat i forhold til benchmark kom primært fra underperformance i aktier fra Sverige USA og nye markeder. Endvidere bidrog overvægten af obligationer fra nye markeder i lokal valuta negativt til det relative afkast.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Ved indgangen til andet halvår 2015 har andelsklassen investeret ca. 50 pct. af formuen i aktier, og ca. 20 pct. af formuen er investeret i kreditobligationer. Den resterende del af andelsklassens formue er investeret i stats- og real-

kreditobligationer. Andelsklassens overvejende risiko er således relateret til udviklingen på aktiemarkedet, men også eksponeringen mod udviklingen i kreditspændet samt renteudviklingen.

Væksten i Kina er faldet markant over det seneste år - til omkring 5 procent i 1. kvartal. Investorerne skal vænne sig til kinesisk vækst på det niveau sammenlignet med tidligere tiders vækstrater. Vi forventer, at væksten ikke bliver højere end 6 procent.

Vi har oplevet store bevægelser på rentemarkederne i 2015. Vi forventer, at renterne fortsat vil stige - dog langt fra i det tempo, som vi så i 2. kvartal. Hvis renteutviklingen fra juni måned fortsætter i andet halvår, bliver det svært at opnå et positivt afkast på danske obligationer.

Forventninger til markedet samt strategi

Andelsklassens afkast var 0,38 procentpoint højere end stigningen i benchmark. Vi forventer moderat positive aktiemarkeder samt lave, men positive afkast på obligationsmarkederne i resten af 2015.

Situationen i Grækenland præger Europa ved halvårets start. Uanset udfaldet forventer vi, at det ikke vil påvirke Europa nævneværdigt igennem andet halvår af flere årsager: Euro-samarbejdet er i dag langt mere robust med fælles regler for finanspolitik samt etablering af Den Europæiske Stabilitetsmekanisme til brug ved finansielle kriser, bankerne er stærkt kapitaliseret og ikke mindst står ECB klar til at anvende alle midler for at sikre, at uroen ikke breder sig.

Vi forventer, at væksten i Europa falder lidt tilbage, når effekten af den lave oliepris og høje dollarkurs aftager. Væksten vil forventeligt ligge omkring 1,5 pct. til 2 pct. Set i lyset af de senere år med Finans- og gældskrise vil det være et positivt niveau.

Vi forventer en forhøjelse af den ledende rente i USA. Væksten er cirka 3 pct., og vi forventer, at den forbliver på det niveau med baggrund i robust långivning fra et sundt banksystem og bedringen på boligmarkedet. Det er særligt lempelse af lånebetingelser, der bedrer det amerikanske boligmarked i de næste kvartaler. I skrivende stund har de finansielle markeder ikke indregnet en renteforhøjelse i år. Det kan derfor overraske markederne, hvis vi får ret. Derfor har vi i øjeblikket en lavere eksponering til risikable aktiver end tidligere på året. Når tingene normaliserer sig efter den første forhøjelse siden 2006, vil vi dog stå tilbage med en amerikansk økonomi, der vil forsætte med at vokse og komme sig efter den voldsomme recession i 2008. Det bør således være positivt for aktier og er igen et bærende element i vores argumentation for, hvorfor vi fortsat forventer positive afkast på risikable aktiver.

Horisont Pension 2020, klass SEK

Andelsklasse under Horisont Pension 2020 - Akkumulerende KL



Med udsigt til lave afkast på danske obligationer og positiv vækst forventer vi, at aktier, virksomhedsobligationer samt obligationer fra nye markeder vil give et højere afkast end danske obligationer.

Vi indleder andet halvår af 2015 med en overvægt af aktier og kreditobligationer og en tilsvarende undervægt af svenske obligationer. Indenfor aktier har vi primært en overvægt af amerikanske og svenske aktier. Indenfor kreditobligationer har vi en overvægt af high yield-obligationer samt obligationer fra nye markeder.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen samt aktiemarkedene.

Horisont Pension 2020, klass SEK

Andelsklasse under Horisont Pension 2020 - Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	26.553	12.003
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-2.052	-162
Klassens resultat	24.502	11.842

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	328.644	315.909
Emissioner i perioden	9.127	8.228
Indløsninger i perioden	-14.497	-11.161
Periodens resultat	24.502	11.842
Medlemmernes formue ultimo	347.776	324.818

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	347.776	324.818
Antal andele	3.544.407	3.572.846
Stykstørrelse i SEK	100	100
Indre værdi (SEK pr. andel)	121,60	111,62
Afkast i SEK (pct)*]	4,71	7,42
Benchmarkafkast i SEK (pct)*]	4,33	7,03
Administrationsomk. (pct)*]	0,59	0,59

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

Horisont Pension 2030 – Akkumulerende KL

Investerer i svenske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra emerging markeds-lande og virksomhederobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 90 pct. af afdelingen. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i en andelsklasse:

- Horisont Pension 2030, klass SEK

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassens egne investeringer, findes på de følgende sider.

Ledelsesberetning og noter for klassen, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider.

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

Horisont Pension 2030 – Akkumulerende KL

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	1	5
Kursgevinster og tab	44.944	21.794
Administrationsomkostninger	-3.168	-211
Halvårets nettoresultat	41.777	21.588

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	2.805	5.595
Obligationer	4.689	0
Kapitalandele	452.068	414.257
Mellemværende vedr. handelsafvikling	384	933
Andre aktiver	3	0
Aktiver i alt	459.949	420.785

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	459.865	420.750
Anden gæld	84	35
Passiver i alt	459.949	420.785

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	420.750	388.477
Emissioner i perioden	16.484	12.933
Indløsninger i perioden	-19.145	-13.930
Periodens resultat	41.777	21.588
Medlemmernes formue ultimo	459.865	409.068

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	55,0	57,1
Øvrige finansielle instrumenter	44,4	41,3
I alt finansielle instrumenter	99,3	98,5
Øvrige aktiver og passiver	0,7	1,5
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	459.865	409.068

*1) Afdelingen er opdelt i andelsklasser, hvorfor en række af nøgletallene herefter vises under de enkelte klasser.

Horisont Pension 2030, klass SEK

Andelsklasse under Horisont Pension 2030 – Akkumulerende KL

Investerer i svenske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra emerging markets-lande og virksomhederobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 90 pct. af afdelingen. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici fuldtud. Udsving i valutakurserne påvirker derfor i et vist omfang investorenes afkast.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i aktier og obligationer - herunder i obligationer fra nye markeder og fra virksomheder. Andelsklassen spreder dermed sine investeringer på flere aktivtyper, dvs. både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer er afhængig af vores forventninger til markedsudviklingen og hensynet til den samlede risiko. Aktier kan maksimalt udgøre 90 pct. af andelsklassens formue. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer af aktier og obligationer samt valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder emerging markets, event-risiko, modpartsrisiko samt valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et afkast på 7,14 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 7,04 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventninger om positivt afkast.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 11,7 pct. i første halvår 2015. Amerikanske aktier har i første halvår leveret et afkast på 10,3 pct., som primært skyldes en styrkelse af den amerikanske dollar over for danske kroner. Det amerikanske aktiemarked havde for første gang i adskillige år en svag udvikling drevet af en høj prisfastsættelse og mindre positive forventninger til indtjeningsudviklingen. Det modsatte gjorde sig gældende for Europa, der fik et afkast på 13,0 pct. understøttet af stigende økonomisk aktivitet, stigende konkurrenceevne for eksporterhvervene og en attraktiv prisfastsættelse i forhold til andre aktiemarkeder. Japan leverede det højeste afkast af de tre regioner med en stigning på hele 23,6 pct. De nye markeder gav et afkast på 12,0 pct., men oplevede en svagt skuffende indtjeningsudvikling på tværs af regioner.

I første halvår af 2015 blev emerging markets-obligationer, udstedt i USD, påvirket af nogle modsatrettede faktorer. På den positive side steg olieprisen med ca. 10 pct., ligesom råvarepriserne generelt stabiliserede sig, men på den negative side skuffede den økonomiske vækst i emerging markets-landene atter en gang. Merrenten på nye markederobligationer, i forhold til tilsvarende amerikanske statsobligationer (kreditspændet), var meget volatil gennem halvåret, men sluttede i 3,5 procentpoint, hvilket var uændret i forhold til niveauet ved årsskiftet. Det resulterede i, at emerging markets-statsobligationer, udstedt i USD, men valutasikret over for DKK, kom ud af halvåret med et afkast på 1,1 pct., hvilket var 2,5 procentpoint højere end afkastet på tilsvarende amerikanske statsobligationer.

Det var et meget begivenhedsrigt halvår på det danske obligationsmarked. Året startede med, at Den Europæiske Centralbank (ECB) annoncerede et meget stort opkøbsprogram

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: September 2013

Risikoindekator [1-7]: 4

Benchmark: 30% SIXPRX, 45% MSCI World AC, 5% BarCap Euro-Agg 500MM Corp A-BBB, hedged til SEK, 5% JPM EMBI Global Diversified hedged to SEK, 15% OMRX Total

Fondskode: DK0060506970

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

FORMUEFORDELING

Udenlandske obl.	16,6%
Udenlandske akt.	82,8%
Øvrige inkl. likvide	0,6%

Horisont Pension 2030, klass SEK

Andelsklasse under Horisont Pension 2030 – Akkumulerende KL

af obligationer med det formål at bekæmpe deflation, presse renteniveauet ned og hermed kickstarte den europæiske vækst. Dette medførte valutauro og en styrkelse af den danske krone, hvorefter Nationalbanken ad 4 omgange sænkede indskudsbevisrenten til rekordlave -0,75 pct. Disse tiltag bevirkede, at renterne i første kvartal faldt kraftig. Rentefaldet blev dog hurtigt afløst af rentestigninger, drevet af positive vækstforventninger i USA og Europa og ikke mindst forventninger om en aflivning af deflationsfrygten.

Renten på den toneangivende 10-årige statsobligation med udløb i 2025 endte således halvåret med en stigning på 0,18 procentpoint til 0,97 pct., efter at den i midten af februar ramte et historisk lavpunkt tæt på 0 pct.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,10 procentpoint højere end stigningen i benchmark. Andelsklassens investeringer kan grundlæggende inddeles i 3 aktivklasser – aktier, svenske og udenlandske stats- og realkreditobligationer, samt kreditobligationer, der tæller virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder. Alle aktivklasser bidrog positivt til andelsklassens samlede afkast.

Størst bidrag til andelsklassens afkast kom fra aktiekomponenten, hvor specielt allokeringen til europæiske og japanske aktier bidrog betydeligt til andelsklassens afkast. Ligeledes leverede allokeringen til svenske aktier solidt afkast. Indenfor kreditobligationer bidrog allokeringen til nye markeder-obligationer udstedt i hård valuta sammen med high yield-obligationer betydeligt til andelsklassens afkast, mens allokeringen til nye markeder-obligationer udstedt i lokal valuta bidrog negativt til afdelings afkast. Andelsklassens allokering til svenske obligationer leverede et marginalt positivt afkast.

Andelsklassens relative afkast i forhold til benchmark blev positivt påvirket af en overvægt til aktier i forhold til benchmark, samt en overvægt til svenske, europæiske og japanske aktier og en modsvarende undervægt til amerikanske og nye markeder-aktier. Ligeledes bidrog en overvægt af high yield-obligationer og en undervægt af investment grade-obligationer i forhold til benchmark positivt til andelsklassens relative afkast.

Negative bidrag til andelsklassens resultat i forhold til benchmark kom primært fra underperformance i aktier fra Sverige USA og nye markeder. Endvidere bidrog overvægten af obligationer fra nye markeder i lokal valuta negativt til det relative afkast.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Ved indgangen til andet halvår 2015 har andelsklassen investeret ca. 80 pct. af formuen i aktier, og ca. 15 pct. af formuen er investeret i kreditobligationer. Den resterende

del af andelsklassens formue er investeret i stats- og realkreditobligationer. Andelsklassens overvejende risiko er således relateret til udviklingen på aktiemarkedet, men også eksponeringen mod udviklingen i kreditspændet samt renteudviklingen.

Væksten i Kina er faldet markant over det seneste år - til omkring 5 procent i 1. kvartal. Investorerne skal vænne sig til kinesisk vækst på det niveau sammenlignet med tidligere tiders vækstrater. Vi forventer, at væksten ikke bliver højere end 6 procent.

Vi har oplevet store bevægelser på rentemarkederne i 2015. Vi forventer, at renterne fortsat vil stige - dog langt fra i det tempo, som vi så i 2. kvartal. Hvis renteutviklingen fra juni måned fortsætter i andet halvår, bliver det svært at opnå et positivt afkast på danske obligationer.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer moderat positive aktiemarkeder samt lave, men positive afkast på obligationsmarkederne i resten af 2015. Situationen i Grækenland præger Europa ved halvårets start. Uanset udfaldet forventer vi, at det ikke vil påvirke Europa nævneværdigt igennem andet halvår af flere årsager: Euro-samarbejdet er i dag langt mere robust med fælles regler for finanspolitik samt etablering af Den Europæiske Stabilitetsmekanisme til brug ved finansielle kriser, bankerne er stærkt kapitaliseret og ikke mindst står ECB klar til at anvende alle midler for at sikre, at uroen ikke breder sig.

Vi forventer, at væksten i Europa falder lidt tilbage, når effekten af den lave oliepris og høje dollarkurs aftager. Væksten vil forventeligt ligge omkring 1,5 pct. til 2 pct. Set i lyset af de senere år med Finans- og gældskrise vil det være et positivt niveau.

Vi forventer en forhøjelse af den ledende rente i USA. Væksten er cirka 3 pct., og vi forventer, at den forbliver på det niveau med baggrund i robust långivning fra et sundt banksystem og bedringen på boligmarkedet. Det er særligt lempelse af lånebetingelser, der bedrer det amerikanske boligmarked i de næste kvartaler. I skrivende stund har de finansielle markeder ikke indregnet en renteforhøjelse i år. Det kan derfor overraske markederne, hvis vi får ret. Derfor har vi i øjeblikket en lavere eksponering til risikable aktiver end tidligere på året. Når tingene normaliserer sig efter den første forhøjelse siden 2006, vil vi dog stå tilbage med en amerikansk økonomi, der vil forsætte med at vokse og komme sig efter den voldsomme recession i 2008. Det bør således være positivt for aktier og er igen et bærende element i vores argumentation for, hvorfor vi fortsat forventer positive afkast på risikable aktiver.

Horisont Pension 2030, klass SEK

Andelsklasse under Horisont Pension 2030 - Akkumulerende KL



Med udsigt til lave afkast på danske obligationer og positiv vækst forventer vi, at aktier, virksomhedsobligationer samt obligationer fra nye markeder vil give et højere afkast end danske obligationer.

Vi indleder andet halvår af 2015 med en overvægt af aktier og kreditobligationer og en tilsvarende undervægt af svenske obligationer. Indenfor aktier har vi primært en overvægt af amerikanske og svenske aktier. Indenfor kreditobligationer har vi en overvægt af high yield-obligationer samt obligationer fra nye markeder.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen samt aktiemarkedene.

Horisont Pension 2030, klass SEK

Andelsklasse under Horisont Pension 2030 – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	44.945	21.765
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-3.168	-176
Klassens resultat	41.777	21.588

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	420.750	388.477
Emissioner i perioden	16.484	12.933
Indløsninger i perioden	-19.145	-13.930
Periodens resultat	41.777	21.588
Medlemmernes formue ultimo	459.865	409.068

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	459.865	409.068
Antal andele	4.395.496	4.358.045
Stykstørrelse i SEK	100	100
Indre værdi (SEK pr. andel)	129,66	115,24
Afkast i SEK (pct)*]	7,14	9,31
Benchmarkafkast i SEK (pct)*]	7,04	8,86
Administrationsomk. (pct)*]	0,69	0,69

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

Horisont Pension 2040 – Akkumulerende KL

Investerer i svenske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra emerging markeds-lande og virksomhederobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 90 pct. af afdelingen. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i en andelsklasse:

- Horisont Pension 2040, klass SEK

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassens egne investeringer, findes på de følgende sider.

Ledelsesberetning og noter for klassen, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider.

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse

Horisont Pension 2040 – Akkumulerende KL

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	1	3
Kursgevinster og tab	21.956	10.462
Administrationsomkostninger	-1.570	-106
Halvårets nettoresultat	20.386	10.359

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	3.081	3.571
Obligationer	3.684	0
Kapitalandele	224.761	201.467
Mellemværende vedr. handelsafvikling	428	875
Andre aktiver	2	0
Aktiver i alt	231.956	205.913

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	231.910	205.896
Anden gæld	47	18
Passiver i alt	231.956	205.913

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	205.896	185.893
Emissioner i perioden	16.000	10.300
Indløsninger i perioden	-10.372	-9.110
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	0	1
Periodens resultat	20.386	10.359
Medlemmernes formue ultimo	231.910	197.443

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	54,1	56,6
Øvrige finansielle instrumenter	44,4	41,3
I alt finansielle instrumenter	98,5	97,8
Øvrige aktiver og passiver	1,5	2,2
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	231.910	197.443

*) Afdelingen er opdelt i andelsklasser, hvorfor en række af nøgletallene herefter vises under de enkelte klasser.

Horisont Pension 2040, klass SEK

Andelsklasse under Horisont Pension 2040 – Akkumulerende KL

Investerer i svenske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra Emerging Markets-lande og virksomhederobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 90 pct. af afdelingen. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici fuldtud. Udsving i valutakurserne påvirker derfor i et vist omfang investorernes afkast.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i aktier og obligationer - herunder i obligationer fra nye markeder og fra virksomheder. Andelsklassen spreder dermed sine investeringer på flere aktivtyper, dvs. både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer er afhængig af vores forventninger til markedsudviklingen og hensynet til den samlede risiko. Aktier kan maksimalt udgøre 90 pct. af andelsklassens formue. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer af aktier og obligationer samt valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder emerging markets, event-risiko, modpartsrisiko samt valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et afkast på 7,17 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 7,04 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventninger om positivt afkast.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 11,7 pct. i første halvår 2015. Amerikanske aktier har i første halvår leveret et afkast på 10,3 pct., som primært skyldes en styrkelse af den amerikanske dollar over for danske kroner. Det amerikanske aktiemarked havde for første gang i adskillige år en svag udvikling drevet af en høj prisfastsættelse og mindre positive forventninger til indtjeningsudviklingen. Det modsatte gjorde sig gældende for Europa, der fik et afkast på 13,0 pct. understøttet af stigende økonomisk aktivitet, stigende konkurrenceevne for eksporterhvervene og en attraktiv prisfastsættelse i forhold til andre aktiemarkeder. Japan leverede det højeste afkast af de tre regioner med en stigning på hele 23,6 pct. De nye markeder gav et afkast på 12,0 pct., men oplevede en svagt skuffende indtjeningsudvikling på tværs af regioner.

I første halvår af 2015 blev emerging markets-obligationer, udstedt i USD, påvirket af nogle modsatrettede faktorer. På den positive side steg olieprisen med ca. 10 pct., ligesom råvarepriserne generelt stabiliserede sig, men på den negative side skuffede den økonomiske vækst i emerging markets-landene atter en gang. Merrenten på nye markederobligationer, i forhold til tilsvarende amerikanske statsobligationer (kreditspændet), var meget volatil gennem halvåret, men sluttede i 3,5 procentpoint, hvilket var uændret i forhold til niveauet ved årsskiftet. Det resulterede i, at emerging markets-statsobligationer, udstedt i USD, men valutasikret over for DKK, kom ud af halvåret med et afkast på 1,1 pct., hvilket var 2,5 procentpoint højere end afkastet på tilsvarende amerikanske statsobligationer.

Det var et meget begivenhedsrigt halvår på det danske obligationsmarked. Året startede med at Den Europæiske Centralbank (ECB) annoncerede et meget stort opkøbsprogram

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: September 2013

Risikoindekator (1-7): 4

Benchmark: 30% SIXPRX, 45% MSCI World AC, 5% BarCap Euro-Agg 500MM Corp A-BBB, hedged til SEK, 5% JPM EMBI Global Diversified hedged to SEK, 15% OMRX Total

Fondskode: DK0060507002

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

FORMUEFORDELING

Udenlandske obl.	17,3%
Udenlandske akt.	81,4%
Øvrige inkl. likvide	1,3%

Horisont Pension 2040, klass SEK

Andelsklasse under Horisont Pension 2040 – Akkumulerende KL

af obligationer med det formål at bekæmpe deflation, presse renteniveauet ned og hermed kickstarte den europæiske vækst. Dette medførte valutauro og en styrkelse af den danske krone, hvorefter Nationalbanken ad 4 omgange sænkede indskudsbevisrenten til rekordlave -0,75 pct. Disse tiltag bevirkede, at renterne i første kvartal faldt kraftig. Rentefaldet blev dog hurtigt afløst af rentestigninger, drevet af positive vækstforventninger i USA og Europa og ikke mindst forventninger om en aflivning af deflationsfrygten.

Renten på den toneangivende 10-årige statsobligation med udløb i 2025 endte således halvåret med en stigning på 0,18 procentpoint til 0,97 pct., efter at den i midten af februar ramte et historisk lavpunkt tæt på 0 pct.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,13 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Andelsklassens investeringer kan grundlæggende inddeles i 3 aktivklasser – aktier, svenske og udenlandske stats- og realkreditobligationer, samt kreditobligationer, der tæller virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder. Alle aktivklasser bidrog positivt til andelsklassens samlede afkast.

Størst bidrag til andelsklassens afkast kom fra aktiekomponenten, hvor specielt allokeringen til europæiske og japanske aktier bidrog betydeligt til andelsklassens afkast. Ligeledes leverede allokeringen til svenske aktier solidt afkast. Indenfor kreditobligationer bidrog allokeringen til nye markeder-obligationer udstedt i hård valuta sammen med high yield-obligationer betydeligt til andelsklassens afkast, mens allokeringen til nye markeder-obligationer udstedt i lokal valuta bidrog negativt til afdelings afkast. Andelsklassens allokering til svenske obligationer leverede et marginalt positivt afkast.

Andelsklassens relative afkast i forhold til benchmark blev positivt påvirket af en overvægt til aktier i forhold til benchmark, samt en overvægt til svenske, europæiske og japanske aktier og en modsvarende undervægt til amerikanske og nye markeder-aktier. Ligeledes bidrog en overvægt af high yield-obligationer og en undervægt af investment grade-obligationer i forhold til benchmark positivt til andelsklassens relative afkast.

Negative bidrag til andelsklassens resultat i forhold til benchmark kom primært fra underperformance i aktier fra Sverige USA og nye markeder. Endvidere bidrog overvægten af obligationer fra nye markeder i lokal valuta negativt til det relative afkast.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Ved indgangen til andet halvår 2015 har andelsklassen investeret ca. 80 pct. af formuen i aktier, og ca. 15 pct. af formuen er investeret i kreditobligationer. Den resterende

del af andelsklassens formue er investeret i stats- og realkreditobligationer. Andelsklassens overvejende risiko er således relateret til udviklingen på aktiemarkedet, men også eksponeringen mod udviklingen i kreditspændet samt renteudviklingen.

Væksten i Kina er faldet markant over det seneste år - til omkring 5 procent i 1. kvartal. Investorerne skal vænne sig til kinesisk vækst på det niveau sammenlignet med tidligere tiders vækstrater. Vi forventer, at væksten ikke bliver højere end 6 procent.

Vi har oplevet store bevægelser på rentemarkederne i 2015. Vi forventer, at renterne fortsat vil stige - dog langt fra i det tempo, som vi så i 2. kvartal. Hvis renteutviklingen fra juni måned fortsætter i andet halvår, bliver det svært at opnå et positivt afkast på danske obligationer.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer moderat positive aktiemarkeder samt lave, men positive afkast på obligationsmarkederne i resten af 2015.

Situationen i Grækenland præger Europa ved halvårets start. Uanset udfaldet forventer vi, at det ikke vil påvirke Europa nævneværdigt igennem andet halvår af flere årsager: Euro-samarbejdet er i dag langt mere robust med fælles regler for finanspolitik samt etablering af Den Europæiske Stabilitetsmekanisme til brug ved finansielle kriser, bankerne er stærkt kapitaliseret og ikke mindst står ECB klar til at anvende alle midler for at sikre, at uroen ikke breder sig.

Vi forventer, at væksten i Europa falder lidt tilbage, når effekten af den lave oliepris og høje dollarkurs aftager. Væksten vil forventeligt ligge omkring 1,5 pct. til 2 pct. Set i lyset af de senere år med Finans- og gældskrise vil det være et positivt niveau.

Vi forventer en forhøjelse af den ledende rente i USA. Væksten er cirka 3 pct., og vi forventer, at den forbliver på det niveau med baggrund i robust långivning fra et sundt banksystem og bedringen på boligmarkedet. Det er særligt lempelse af lånebetingelser, der bedrer det amerikanske boligmarked i de næste kvartaler. I skrivende stund har de finansielle markeder ikke indregnet en renteforhøjelse i år. Det kan derfor overraske markederne, hvis vi får ret. Derfor har vi i øjeblikket en lavere eksponering til risikable aktiver end tidligere på året. Når tingene normaliserer sig efter den første forhøjelse siden 2006, vil vi dog stå tilbage med en amerikansk økonomi, der vil forsætte med at vokse og komme sig efter den voldsomme recession i 2008. Det bør således være positivt for aktier og er igen et bærende element i vores argumentation for, hvorfor vi fortsat forventer positive afkast på risikable aktiver.

Horisont Pension 2040, klass SEK

Andelsklasse under Horisont Pension 2040 - Akkumulerende KL

Med udsigt til lave afkast på danske obligationer og positiv vækst forventer vi, at aktier, virksomhedsobligationer samt obligationer fra nye markeder vil give et højere afkast end danske obligationer.

Vi indleder andet halvår af 2015 med en overvægt af aktier og kreditobligationer og en tilsvarende undervægt af svenske obligationer. Indenfor aktier har vi primært en overvægt af amerikanske og svenske aktier. Indenfor kreditobligationer har vi en overvægt af high yield-obligationer samt obligationer fra nye markeder.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen samt aktiemarkedene.

Horisont Pension 2040, klass SEK

Andelsklasse under Horisont Pension 2040 - Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	21.956	10.447
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-1.570	-88
Klassens resultat	20.386	10.359

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	205.896	185.893
Emissioner i perioden	16.000	10.300
Indløsninger i perioden	-10.372	-9.110
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	0	1
Periodens resultat	20.386	10.359
Medlemmernes formue ultimo	231.910	197.443

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	231.910	197.443
Antal andele	2.216.406	2.103.428
Stykstørrelse i SEK	100	100
Indre værdi (SEK pr. andel)	129,67	115,25
Afkast i SEK (pct)*	7,17	9,33
Benchmarkafkast i SEK (pct)*	7,04	8,86
Administrationsomk. (pct)*	0,69	0,69

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

Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

Investererer fortrinsvis i obligationer herunder virksomhedsobligationer samt statsobligationer i emerging markets-lande. En mindre del kan investeres i aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast. Afdelingen er aktiv styret.

Afdelingen udbydes i tre andelsklasser:

- Horisont Rente Pluss, klasse NOK
- Horisont Rente Pluss, klasse NOK I
- Horisont Rente Pluss, klasse NOK W

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på de følgende sider.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider.

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 NOK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	99.392	50.388
Kursgevinster og tab	26.524	108.853
Administrationsomkostninger	-27.555	-8.025
Halvårets nettoresultat	98.362	151.217

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	328.695	171.728
Obligationer	8.550.750	6.696.701
Kapitalandele	2.388.306	1.725.575
Afledte finansielle instrumenter	505	0
Andre aktiver	38.834	44.679
Aktiver i alt	11.307.090	8.638.683

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	11.089.406	8.626.256
Afledte finansielle instrumenter	0	5.298
Mellemværende vedr. handelsafvikling	215.068	5.951
Anden gæld	2.616	1.177
Passiver i alt	11.307.090	8.638.683

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	8.626.256	2.531.408
Emissioner i perioden	4.173.996	4.973.664
Indløsninger i perioden	-1.815.200	-1.285.650
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	5.992	3.546
Periodens resultat	98.362	151.217
Medlemmernes formue ultimo	11.089.406	6.374.186

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	88,2	85,5
Øvrige finansielle instrumenter	10,5	12,0
I alt finansielle instrumenter	98,6	97,6
Øvrige aktiver og passiver	1,4	2,4
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.NOK)	11.089.406	6.374.186

*) Afdelingen er opdelt i andelsklasser, hvorfor en række af nøgletallene herefter vises under de enkelte klasser.

Horisont Rente Pluss, klasse NOK

Andelsklasse under Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

Investerer fortrinsvis i obligationer herunder virksomhedsobligationer samt statsobligationer i emerging markets-lande. En mindre del kan investeres i aktier. Afdelingen er aktiv styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici fuldtud. Udsving i valutakurserne påvirker derfor i et vist omfang investorerne afkast.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer fortrinsvis i obligationer (herunder i statsobligationer udstedt af emerging markets-lande, dvs. lande med lav kreditrating, samt i virksomhedsobligationer), pengemarkedsinstrumenter og indskud i kreditinstitutter, dog kan op til 5 pct. af formuen investeres i aktier. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Andelsklassen afdækker delvist valutarisici mod NOK. Udsving i valutakurserne påvirker derfor kun afkastet delvist. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, event-risiko, modpartsrisiko samt valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår af 2015 et afkast på 1,03 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 0,57 pct. målt i NOK.

Afkastet var meget tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og udviklingen i benchmark. Andelsklassen har indfriet vores forventninger om et positivt afkast i 2015, grundet væsentlige afkastbidrag fra specielt aktier og udenlandske kreditobligationer.

Markedet

Den globale økonomi oplevede et stærkt halvår med en høj europæisk vækst og en mærkbar bedring i den amerikanske økonomi, der til trods for megen uro på de finansielle markeder mod halvårets slutning førte til høje afkast på aktier og virksomhedsobligationer i første halvår. 2015 startede i første kvartal med skuffende tegn på negativ vækst i USA, der i høj grad kunne tilskrives midlertidige faktorer, herunder en hård vinter. I andet kvartal kom der atter gang i den amerikanske økonomi, hvor der blev skabt flere jobs, handlet flere boliger til højere priser, og virksomhedslederne blev mere optimistiske på den amerikanske økonomis vegne.

I Europa steg væksten pænt, og positive udsigter for økonomien fik renterne til at stige markant fra april måned. Til trods for en fremgang i økonomien vil halvåret dog også blive husket for de intense forhandlinger om at redde den græske økonomi. Økonomierne i nye markeder viste omvendt svaghedstegn gennem første halvår 2015. Specielt den kinesiske økonomi skabte bekymring med en relativ svag vækst efter kinesiske standarder. Økonomien lider fortsat under et dårligt boligmarked samt lavt forbrug, til trods for en mere lempelig bolig- og kreditpolitik fra den kinesiske regering.

Norsk 3-års swap steg fra 1,22 pct. primo 2015 til 1,41 pct. pr. 30. juni 2015. Rentebevægelserne har i stor udstrækning været påvirket af udenlandske rentebevægelser. Amerikansk økonomi er kommet sig betragteligt ovenpå et svagt første kvartal, som endnu en gang skyldtes en kold vinter. Kinesisk økonomi viste tegn på opbremsning, mens krisen i Grækenland har præget det meste af nyhedsbilledet fra Europa. Endvidere har Den Europæiske Centralbank (ECB) iværksat sine obligationsopkøb, hvilket har presset de europæiske renter yderligere ned.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Oktober 2013
Risikoindeksator (1-7): 4
Benchmark: 1% OSEFX, 2% MSCI AC World, 12% Barclays Euro-AGG 500MM Corp A-BBB hedget til NOK, 5% JPM EMBI Global Diversified Hedget til NOK, 40% ST1X og 40% ST4X.
Fondskode: DK0060506624
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	62,1%
1-3 år	7,4%
3-5 år	15,6%
5-10 år	9,0%
Øvrige inkl. likvide	5,9%

Horisont Rente Pluss, klasse NOK

Andelsklasse under Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

Den kreditpræmie, bankerne betaler for at låne penge i markedet, steg marginalt i første halvår.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,46 pct. højere end stigningen i benchmark. Merafkastet skyldes flere forskellige aktiver, men det største bidrag kan henføres til andelsklassens beholdning af norske obligationer, der klarede sig væsentlig bedre end benchmark. En væsentlig årsag til dette var først og fremmest en høj andel af norske kreditobligationer, der gav et væsentlig højere afkast end statsobligationer i perioden.

De underliggende andelsklasser indenfor aktier, både norske og globale, gav høje afkast i første halvår 2015 på hhv. 9 og 10,5 pct., hvilket er markant over benchmark. Ligeledes gav de underliggende andelsklasser indenfor kreditobligationer pæne afkast både absolut og i forhold til benchmark. Danske Invest Nye Markeder Obligasjon, NOK h steg 3 pct., mens DI Euro High Yield Obligasjon, NOK h steg godt 2,5 pct. En væsentlig årsag til de høje afkast skal findes i de markante rentefald i årets første kvartal og gode væksttal.

En overvægt af internationale kreditobligationer gennem halvåret har bidraget positivt til andelsklassens merafkast i forhold til benchmark, da internationale kreditobligationer samlet set gav et højere afkast end norske obligationer. Ligeledes har en favorabel allokering indenfor kreditobligationer, med en overvægt af lavt ratede virksomhedsobligationer, og markant undervægt af højt ratede virksomhedsobligationer givet et positivt bidrag til halvårets merafkast. Norske obligationer, der udgør mere end 75 pct. af andelsklassen, har også bidraget positivt til andelsklassens merafkast i første halvår, idet beholdningen steg 0,4 pct. mere end benchmark. En mindre allokering til obligationer fra lande i de nye markeder, udstedt i lokal valuta, gav et neutralt afkast og trak dermed ned i det samlede merafkast. Størstedelen af beholdningen af obligationer, udstedt af lande fra de nye markeder og udstedt i lokal valuta, blev solgt i starten af 2. kvartal for at reducere risikoen til statsgæld i lande fra de nye markeder.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Ved indgangen til andet halvår af 2015 har andelsklassen investeret godt 18 pct. af formuen investeret i udenlandske obligationer. Den resterende del af formuen er primært investeret i norske obligationer og i mindre grad aktier. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til kreditrisikoen ved investering i lande fra de nye markeder, risikoen ved at investere i virksomheder samt risikoen i forhold til renteutviklingen både globalt og specielt i Norge.

En markant usikkerhedsfaktor for udviklingen i 2. halvår er Grækenland. Landet har haft behov for flere hjælpepakker fra resten af Europa, men til trods for flere hjælpepakker fortsætter problemerne og landet balancerer på kanten af

statsbankerot. Hvis udfaldet bliver en statsbankerot, vil det formentlig få en betydelig indflydelse på de finansielle markeder - i hvert fald i en kortere periode. Uanset udfaldet vil der være markant risiko for, at vi vil opleve store udsving på både aktie- og rentemarkederne i 2. halvår drevet af den politiske udvikling i Europa.

Væksten i Kina er faldet markant over det seneste år til omkring 5 pct. i 1. kvartal. Vi forventer, at væksten ikke bliver højere end 6 pct. fremover, men udviklingen i Kina er forbundet med stor usikkerhed, og der er en risiko for, at en svagere vækst end ventet vil have en betydelig afsmittende effekt på resten af landene i nye markeder og global økonomi.

Andelsklassens største eksponering er mod banker. Vi anser sandsynligheden for konkurser blandt norske banker i 2015 som meget lav, men kreditpræmierne kan stige og udløse kurstab. En genoplussen af eurokrisen efterfulgt af en europæisk bankkrise kunne meget vel udløse et sådant scenarie. Et kraftigt fald i norsk økonomi ledsaget af stigende arbejdsløshed og faldende boligpriser vil højst sandsynligt også resultere i en kraftig stigning i kreditpræmierne.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi går ind i andet halvår af 2015 med moderat positive forventninger til fremgang i global økonomi, dog med en vis usikkerhed. Som følge af store kursstigninger i første halvår er aktierne højt prisfastsat, hvilket også betyder, at vi forventer, at afkastet i andet halvår vil blive mindre, end det var i første halvår.

Vi forventer en yderligere fremgang i den amerikanske økonomi henover sommeren drevet af fortsat bedring på boligmarked og robust långivning fra et sundt banksystem. Væksten i Europa er formentlig tæt på at toppe, men vel at mærke på et attraktivt niveau. I Kina forventer vi en mindre opgang i økonomien drevet af en række lempelser i den økonomiske politik.

Virksomhedsobligationer og obligationer fra lande i de nye markeder forventes at give et højere afkast end beholdningen af norske obligationer. Omvendt er rentefølsomheden, og dermed risikoen, også højere. Hvis den amerikanske centralbank (Fed) begynder at hæve renten i 2015, er vores forventning, at det i første omgang vil være negativt for de finansielle markeder. Når den første uro har lagt sig, vil vi dog stå tilbage med en amerikansk økonomi, der forsætter med at vokse og komme sig efter den voldsomme recession i 2008. Det bør således være positivt for afkast fra både virksomhedsobligationer og aktier på den længere bane. Ved indgangen til andet halvår af 2015 er investeringerne fastlagt efter en forventning om, at lavere ratede virksomhedsobligationer og obligationer fra lande i de nye markeder fortsat vil give et merafkast i forhold til statsobligationer.

Horisont Rente Pluss, klasse NOK

Andelsklasse under Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

Vi forventer, at andet halvår 2015, og særligt den første del, fortsat vil være kraftigt præget af krisen i Grækenland. Vi forventer, at det amerikanske arbejdsmarked styrkes yderligere, og at den amerikanske centralbank [Fed] tidligst i september begynder at hæve renten, men vi vil ikke blive overraskede, hvis den første renteforhøjelse udsættes til 2016. Vi mener ikke, at udsigterne for den norske økonomi er så dårlige, som Norges Bank og det norske obligationsmarked giver udtryk for.

Vi tror fortsat mest på virksomhedsobligationer af høj kvalitet frem for statsobligationer. Vi mener, at det løbende merafkast er meget attraktivt set i forhold til risikoen, og at det vil kunne opveje en eventuel stigning i kreditpræmierne. Vi forventer også, at den norske rente vil stige mere end det, der er indpriset i markedet.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellempøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Horisont Rente Pluss, klasse NOK

Andelsklasse under Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 NOK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	20.498	37.760
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-5.701	-2.523
Klassens resultat	14.796	35.237

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	1.440.539	1.055.099
Emissioner i perioden	494.580	818.647
Indløsninger i perioden	-361.249	-759.026
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	868	655
Periodens resultat	14.796	35.237
Medlemmernes formue ultimo	1.589.534	1.150.611

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.NOK)	1.589.534	1.150.611
Antal andele	14.857.480	11.021.674
Stykstørrelse i NOK	100	100
Indre værdi (NOK pr. andel)	106,99	104,39
Afkast i NOK [pct]*]	1,03	3,33
Benchmarkafkast i NOK [pct]*]	0,57	2,52
Administrationsomk. [pct]*]	0,37	0,36

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

Horisont Rente Pluss, klasse NOK I

Andelsklasse under Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

Investerer fortrinsvis i obligationer herunder virksomhedsobligationer samt statsobligationer i emerging markets-lande. En mindre del kan investeres i aktier. Afdelingen er aktiv styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici fuldtud. Udsving i valutakurserne påvirker derfor i et vist omfang investorerne afkast.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer fortrinsvis i obligationer (herunder i statsobligationer udstedt af emerging markets-lande, dvs. lande med lav kreditrating, samt i virksomhedsobligationer), pengemarkedsinstrumenter og indskud i kreditinstitutter, dog kan op til 5 pct. af formuen investeres i aktier. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Andelsklassen afdækker delvist valutarisici mod NOK. Udsving i valutakurserne påvirker derfor kun afkastet delvist. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, event-risiko, modpartsrisiko samt valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår af 2015 et afkast på 1,16 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 0,57 pct. målt i NOK.

Afkastet var meget tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og udviklingen i benchmark. Andelsklassen har indfriet vores forventninger om et positivt afkast i 2015, grundet væsentlige afkastbidrag fra specielt aktier og udenlandske kreditobligationer.

Markedet

Den globale økonomi oplevede et stærkt halvår med en høj europæisk vækst og en mærkbar bedring i den amerikanske økonomi, der til trods for megen uro på de finansielle markeder mod halvårets slutning førte til høje afkast på aktier og virksomhedsobligationer i første halvår. 2015 startede i første kvartal med skuffende tegn på negativ vækst i USA, der i høj grad kunne tilskrives midlertidige faktorer, herunder en hård vinter. I andet kvartal kom der atter gang i den amerikanske økonomi, hvor der blev skabt flere jobs, handlet flere boliger til højere priser, og virksomhedslederne blev mere optimistiske på den amerikanske økonomis vegne.

I Europa steg væksten pænt, og positive udsigter for økonomien fik renterne til at stige markant fra april måned. Til trods for en fremgang i økonomien vil halvåret dog også blive husket for de intense forhandlinger om at redde den græske økonomi. Økonomierne i nye markeder viste omvendt svaghedstegn gennem første halvår 2015. Specielt den kinesiske økonomi skabte bekymring med en relativ svag vækst efter kinesiske standarder. Økonomien lider fortsat under et dårligt boligmarked samt lavt forbrug, til trods for en mere lempelig bolig- og kreditpolitik fra den kinesiske regering.

Norsk 3-års swap steg fra 1,22 pct. primo 2015 til 1,41 pct. pr. 30. juni 2015. Rentebevægelserne har i stor udstrækning været påvirket af udenlandske rentebevægelser. Amerikansk økonomi er kommet sig betragteligt ovenpå et svagt første kvartal, som endnu en gang skyldtes en kold vinter. Kinesisk økonomi viste tegn på opbremsning, mens krisen i Grækenland har præget det meste af nyhedsbilledet fra Europa. Endvidere har Den Europæiske Centralbank (ECB) iværksat sine obligationsopkøb, hvilket har presset de europæiske renter yderligere ned.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Oktober 2013
Risikoindeksator (1-7): 4
Benchmark: 1% OSEFX, 2% MSCI AC World, 12% Barclays Euro-AGG 500MM Corp A-BBB hedget til NOK, 5% JPM EMBI Global Diversified Hedget til NOK, 40% ST1X og 40% ST4X.
Fondskode: DK0060517829
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	62,1%
1-3 år	7,4%
3-5 år	15,6%
5-10 år	9,0%
Øvrige inkl. likvide	5,9%

Horisont Rente Pluss, klasse NOK I

Andelsklasse under Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

Den kreditpræmie, bankerne betaler for at låne penge i markedet, steg marginalt i første halvår.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,59 procentpoint højere end stigningen i benchmark. Merafkastet skyldes flere forskellige aktiver, men det største bidrag kan henføres til andelsklassens beholdning af norske obligationer, der klarede sig væsentlig bedre end benchmark. En væsentlig årsag til dette var først og fremmest en høj andel af norske kreditobligationer, der gav et væsentlig højere afkast end statsobligationer i perioden.

De underliggende andelsklasser indenfor aktier, både norske og globale, gav høje afkast i første halvår 2015 på hhv. 9 og 10,5 pct., hvilket er markant over benchmark. Ligeledes gav de underliggende andelsklasser indenfor kreditobligationer pæne afkast både absolut og i forhold til benchmark. Danske Invest Nye Markeder Obligasjon, NOK h steg 3 pct., mens DI Euro High Yield Obligasjon, NOK h steg godt 2,5 pct. En væsentlig årsag til de høje afkast skal findes i de markante rentefald i årets første kvartal og gode væksttal.

En overvægt af internationale kreditobligationer gennem halvåret har bidraget positivt til andelsklassens merafkast i forhold til benchmark, da internationale kreditobligationer samlet set gav et højere afkast end norske obligationer. Ligeledes har en favorabel allokering indenfor kreditobligationer, med en overvægt af lavt ratede virksomhedsobligationer, og markant undervægt af højt ratede virksomhedsobligationer givet et positivt bidrag til halvårets merafkast. Norske obligationer, der udgør mere end 75 pct. af andelsklassen, har også bidraget positivt til andelsklassens merafkast i første halvår, idet beholdningen steg 0,4 pct. mere end benchmark. En mindre allokering til obligationer fra lande i de nye markeder, udstedt i lokal valuta, gav et neutralt afkast og trak dermed ned i det samlede merafkast. Størstedelen af beholdningen af obligationer, udstedt af lande fra de nye markeder og udstedt i lokal valuta, blev solgt i starten af 2. kvartal for at reducere risikoen til statsgæld i lande fra de nye markeder.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Ved indgangen til andet halvår af 2015 har andelsklassen investeret godt 18 pct. af formuen investeret i udenlandske obligationer. Den resterende del af formuen er primært investeret i norske obligationer og i mindre grad aktier. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til kreditrisikoen ved investering i lande fra de nye markeder, risikoen ved at investere i virksomheder samt risikoen i forhold til renteutviklingen både globalt og specielt i Norge.

En markant usikkerhedsfaktor for udviklingen i 2. halvår er Grækenland. Landet har haft behov for flere hjælpepakker fra resten af Europa, men til trods for flere hjælpepakker fortsætter problemerne og landet balancerer på kanten af

statsbankerot. Hvis udfaldet bliver en statsbankerot, vil det formentlig få en betydelig indflydelse på de finansielle markeder - i hvert fald i en kortere periode. Uanset udfaldet vil der være markant risiko for, at vi vil opleve store udsving på både aktie- og rentemarkederne i 2. halvår drevet af den politiske udvikling i Europa.

Væksten i Kina er faldet markant over det seneste år til omkring 5 pct. i 1. kvartal. Vi forventer, at væksten ikke bliver højere end 6 pct. fremover, men udviklingen i Kina er forbundet med stor usikkerhed, og der er en risiko for, at en svagere vækst end ventet vil have en betydelig afsmittende effekt på resten af landene i nye markeder og global økonomi.

Andelsklassens største eksponering er mod banker. Vi anser sandsynligheden for konkurser blandt norske banker i 2015 som meget lav, men kreditpræmierne kan stige og udløse kurstab. En genoplussen af europakrisen efterfulgt af en europæisk bankkrise kunne meget vel udløse et sådant scenarie. Et kraftigt fald i norsk økonomi ledsaget af stigende arbejdsløshed og faldende boligpriser vil højst sandsynligt også resultere i en kraftig stigning i kreditpræmierne.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi går ind i andet halvår af 2015 med moderat positive forventninger til fremgang i global økonomi, dog med en vis usikkerhed. Som følge af store kursstigninger i første halvår er aktierne højt prisfastsat, hvilket også betyder, at vi forventer, at afkastet i andet halvår vil blive mindre, end det var i første halvår.

Vi forventer en yderligere fremgang i den amerikanske økonomi henover sommeren drevet af fortsat bedring på boligmarked og robust långivning fra et sundt banksystem. Væksten i Europa er formentlig tæt på at toppe, men vel at mærke på et attraktivt niveau. I Kina forventer vi en mindre opgang i økonomien drevet af en række lempelser i den økonomiske politik.

Virksomhedsobligationer og obligationer fra lande i de nye markeder forventes at give et højere afkast end beholdningen af norske obligationer. Omvendt er rentefølsomheden, og dermed risikoen, også højere. Hvis den amerikanske centralbank (Fed) begynder at hæve renten i 2015, er vores forventning, at det i første omgang vil være negativt for de finansielle markeder. Når den første uro har lagt sig, vil vi dog stå tilbage med en amerikansk økonomi, der forsætter med at vokse og komme sig efter den voldsomme recession i 2008. Det bør således være positivt for afkast fra både virksomhedsobligationer og aktier på den længere bane. Ved indgangen til andet halvår af 2015 er investeringerne fastlagt efter en forventning om, at lavere ratede virksomhedsobligationer og obligationer fra lande i de nye markeder fortsat vil give et merafkast i forhold til statsobligationer.

Horisont Rente Pluss, klasse NOK I

Andelsklasse under Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

Vi forventer, at andet halvår 2015, og særligt den første del, fortsat vil være kraftigt præget af krisen i Grækenland. Vi forventer, at det amerikanske arbejdsmarked styrkes yderligere, og at den amerikanske centralbank [Fed] tidligst i september begynder at hæve renten, men vi vil ikke blive overraskede, hvis den første renteforhøjelse udsættes til 2016. Vi mener ikke, at udsigterne for den norske økonomi er så dårlige, som Norges Bank og det norske obligationsmarked giver udtryk for.

Vi tror fortsat mest på virksomhedsobligationer af høj kvalitet frem for statsobligationer. Vi mener, at det løbende merafkast er meget attraktivt set i forhold til risikoen, og at det vil kunne opveje en eventuel stigning i kreditpræmierne. Vi forventer også, at den norske rente vil stige mere end det, der er indpriset i markedet.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellempøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Horisont Rente Pluss, klasse NOK I

Andelsklasse under Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 NOK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	94.566	108.000
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-19.064	-4.726
Klassens resultat	75.502	103.274

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	6.405.061	1.203.605
Emissioner i perioden	2.961.023	3.726.462
Indløsninger i perioden	-1.370.786	-438.172
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	4.327	2.607
Periodens resultat	75.502	103.274
Medlemmernes formue ultimo	8.075.127	4.597.776

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.NOK)	8.075.127	4.597.776
Antal andele	75.414.490	44.100.925
Stykstørrelse i NOK	100	100
Indre værdi (NOK pr. andel)	107,08	104,26
Afkast i NOK [pct]*]	1,16	3,42
Benchmarkafkast i NOK [pct]*]	0,57	2,52
Administrationsomk. [pct]*]	0,25	0,29

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

Horisont Rente Pluss, klasse NOK W

Andelsklasse under Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

Investerer fortrinsvis i obligationer herunder virksomhedsobligationer samt statsobligationer i emerging markets lande. En mindre del kan investeres i aktier. Afdelingen er aktiv styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici fuldtud. Udsving i valutakurserne påvirker derfor i et vist omfang investorerne afkast.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer fortrinsvis i obligationer (herunder i statsobligationer udstedt af emerging markets-lande, dvs. lande med lav kreditrating, samt i virksomhedsobligationer), pengemarkedsinstrumenter og indskud i kreditinstitutter, dog kan op til 5 pct. af formuen investeres i aktier. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Andelsklassen afdækker delvist valutarisici mod NOK. Udsving i valutakurserne påvirker derfor kun afkastet delvist. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, event-risiko, modpartsrisiko samt valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår af 2015 et afkast på 1,16 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 0,57 pct. målt i NOK.

Afkastet var meget tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og udviklingen i benchmark. Andelsklassen har indfriet vores forventninger om et positivt afkast i 2015, grundet væsentlige afkastbidrag fra specielt aktier og udenlandske kreditobligationer.

Markedet

Den globale økonomi oplevede et stærkt halvår med en høj europæisk vækst og en mærkbar bedring i den amerikanske økonomi, der til trods for megen uro på de finansielle markeder mod halvårets slutning førte til høje afkast på aktier og virksomhedsobligationer i første halvår. 2015 startede i første kvartal med skuffende tegn på negativ vækst i USA, der i høj grad kunne tilskrives midlertidige faktorer, herunder en hård vinter. I andet kvartal kom der atter gang i den amerikanske økonomi, hvor der blev skabt flere jobs, handlet flere boliger til højere priser, og virksomhedslederne blev mere optimistiske på den amerikanske økonomis vegne.

I Europa steg væksten pænt, og positive udsigter for økonomien fik renterne til at stige markant fra april måned. Til trods for en fremgang i økonomien vil halvåret dog også blive husket for de intense forhandlinger om at redde den græske økonomi. Økonomierne i nye markeder viste omvendt svaghedstegn gennem første halvår 2015. Specielt den kinesiske økonomi skabte bekymring med en relativ svag vækst efter kinesiske standarder. Økonomien lider fortsat under et dårligt boligmarked samt lavt forbrug, til trods for en mere lempelig bolig- og kreditpolitik fra den kinesiske regering.

Norsk 3-års swap steg fra 1,22 pct. primo 2015 til 1,41 pct. pr. 30. juni 2015. Rentebevægelserne har i stor udstrækning været påvirket af udenlandske rentebevægelser. Amerikansk økonomi er kommet sig betragteligt ovenpå et svagt første kvartal, som endnu en gang skyldtes en kold vinter. Kinesisk økonomi viste tegn på opbremsning, mens krisen i Grækenland har præget det meste af nyhedsbilledet fra Europa. Endvidere har Den Europæiske Centralbank (ECB) iværksat sine obligationsopkøb, hvilket har presset de europæiske renter yderligere ned.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Oktober 2013
Risikoindeksator (1-7): 4
Benchmark: 1% OSEFX, 2% MSCI AC World, 12% Barclays Euro-AGG 500MM Corp A-BBB hedget til NOK, 5% JPM EMBI Global Diversified Hedget til NOK, 40% ST1X og 40% ST4X.
Fondskode: DK0060517902
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	62,1%
1-3 år	7,4%
3-5 år	15,6%
5-10 år	9,0%
Øvrige inkl. likvide	5,9%

Horisont Rente Pluss, klasse NOK W

Andelsklasse under Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

Den kreditpræmie, bankerne betaler for at låne penge i markedet, steg marginalt i første halvår.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,59 procentpoint højere end stigningen i benchmark. Merafkastet skyldes flere forskellige aktiver, men det største bidrag kan henføres til andelsklassens beholdning af norske obligationer, der klarede sig væsentlig bedre end benchmark. En væsentlig årsag til dette var først og fremmest en høj andel af norske kreditobligationer, der gav et væsentlig højere afkast end statsobligationer i perioden.

De underliggende andelsklasser indenfor aktier, både norske og globale, gav høje afkast i første halvår 2015 på hhv. 9 og 10,5 pct., hvilket er markant over benchmark. Ligeledes gav de underliggende andelsklasser indenfor kreditobligationer pæne afkast både absolut og i forhold til benchmark. Danske Invest Nye Markeder Obligasjon, NOK h steg 3 pct., mens DI Euro High Yield Obligasjon, NOK h steg godt 2,5 pct. En væsentlig årsag til de høje afkast skal findes i de markante rentefald i årets første kvartal og gode væksttal.

En overvægt af internationale kreditobligationer gennem halvåret har bidraget positivt til andelsklassens merafkast i forhold til benchmark, da internationale kreditobligationer samlet set gav et højere afkast end norske obligationer. Ligeledes har en favorabel allokering indenfor kreditobligationer, med en overvægt af lavt ratede virksomhedsobligationer, og markant undervægt af højt ratede virksomhedsobligationer givet et positivt bidrag til halvårets merafkast. Norske obligationer, der udgør mere end 75 pct. af andelsklassen, har også bidraget positivt til andelsklassens merafkast i første halvår, idet beholdningen steg 0,4 pct. mere end benchmark. En mindre allokering til obligationer fra lande i de nye markeder, udstedt i lokal valuta, gav et neutralt afkast og trak dermed ned i det samlede merafkast. Størstedelen af beholdningen af obligationer, udstedt af lande fra de nye markeder og udstedt i lokal valuta, blev solgt i starten af 2. kvartal for at reducere risikoen til statsgæld i lande fra de nye markeder.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Ved indgangen til andet halvår af 2015 har andelsklassen investeret godt 18 pct. af formuen investeret i udenlandske obligationer. Den resterende del af formuen er primært investeret i norske obligationer og i mindre grad aktier. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til kreditrisikoen ved investering i lande fra de nye markeder, risikoen ved at investere i virksomheder samt risikoen i forhold til renteutviklingen både globalt og specielt i Norge.

En markant usikkerhedsfaktor for udviklingen i 2. halvår er Grækenland. Landet har haft behov for flere hjælpepakker fra resten af Europa, men til trods for flere hjælpepakker

fortsætter problemerne og landet balancerer på kanten af statsbankerot. Hvis udfaldet bliver en statsbankerot, vil det formentlig få en betydelig indflydelse på de finansielle markeder - i hvert fald i en kortere periode. Uanset udfaldet vil der være markant risiko for, at vi vil opleve store udsving på både aktie- og rentemarkederne i 2. halvår drevet af den politiske udvikling i Europa.

Væksten i Kina er faldet markant over det seneste år til omkring 5 pct. i 1. kvartal. Vi forventer, at væksten ikke bliver højere end 6 pct. fremover, men udviklingen i Kina er forbundet med stor usikkerhed, og der er en risiko for, at en svagere vækst end ventet vil have en betydelig afsmittende effekt på resten af landene i nye markeder og global økonomi.

Andelsklassens største eksponering er mod banker. Vi anser sandsynligheden for konkurser blandt norske banker i 2015 som meget lav, men kreditpræmierne kan stige og udløse kurstab. En genoplussen af eurokrisen efterfulgt af en europæisk bankkrise kunne meget vel udløse et sådant scenarie. Et kraftigt fald i norsk økonomi ledsaget af stigende arbejdsløshed og faldende boligpriser vil højst sandsynligt også resultere i en kraftig stigning i kreditpræmierne.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi går ind i andet halvår af 2015 med moderat positive forventninger til fremgang i global økonomi, dog med en vis usikkerhed. Som følge af store kursstigninger i første halvår er aktierne højt prisfastsat, hvilket også betyder, at vi forventer, at afkastet i andet halvår vil blive mindre, end det var i første halvår.

Vi forventer en yderligere fremgang i den amerikanske økonomi henover sommeren drevet af fortsat bedring på boligmarked og robust långivning fra et sundt banksystem. Væksten i Europa er formentlig tæt på at toppe, men vel at mærke på et attraktivt niveau. I Kina forventer vi en mindre opgang i økonomien drevet af en række lempelser i den økonomiske politik.

Virksomhedsobligationer og obligationer fra lande i de nye markeder forventes at give et højere afkast end beholdningen af norske obligationer. Omvendt er rentefølsomheden, og dermed risikoen, også højere. Hvis den amerikanske centralbank (Fed) begynder at hæve renten i 2015, er vores forventning, at det i første omgang vil være negativt for de finansielle markeder. Når den første uro har lagt sig, vil vi dog stå tilbage med en amerikansk økonomi, der fortsætter med at vokse og komme sig efter den voldsomme recession i 2008. Det bør således være positivt for afkast fra både virksomhedsobligationer og aktier på den længere bane. Ved indgangen til andet halvår af 2015 er investeringerne fastlagt efter en forventning om, at lavere ratede virksomhedsobligationer og obligationer fra lande i de nye markeder fortsat vil give et merafkast i forhold til statsobligationer.

Horisont Rente Pluss, klasse NOK W

Andelsklasse under Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

Vi forventer, at andet halvår 2015, og særligt den første del, fortsat vil være kraftigt præget af krisen i Grækenland. Vi forventer, at det amerikanske arbejdsmarked styrkes yderligere, og at den amerikanske centralbank [Fed] tidligst i september begynder at hæve renten, men vi vil ikke blive overraskede, hvis den første renteforhøjelse udsættes til 2016. Vi mener ikke, at udsigterne for den norske økonomi er så dårlige, som Norges Bank og det norske obligationsmarked giver udtryk for.

Vi tror fortsat mest på virksomhedsobligationer af høj kvalitet frem for statsobligationer. Vi mener, at det løbende merafkast er meget attraktivt set i forhold til risikoen, og at det vil kunne opveje en eventuel stigning i kreditpræmierne. Vi forventer også, at den norske rente vil stige mere end det, der er indpriset i markedet.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellempøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Horisont Rente Pluss, klasse NOK W

Andelsklasse under Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 NOK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	10.853	13.340
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-2.789	-634
Klassens resultat	8.064	12.706

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	780.657	272.704
Emissioner i perioden	718.393	428.555
Indløsninger i perioden	-83.165	-88.451
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	796	284
Periodens resultat	8.064	12.706
Medlemmernes formue ultimo	1.424.745	625.799

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.NOK)	1.424.745	625.799
Antal andele	13.306.201	6.001.647
Stykstørrelse i NOK	100	100
Indre værdi (NOK pr. andel)	107,07	104,27
Afkast i NOK [pct]*]	1,16	3,42
Benchmarkafkast i NOK [pct]*]	0,57	2,52
Administrationsomk. [pct]*]	0,27	0,30

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

Japan

Investerer i japanske aktier. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i japanske aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på japanske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, enkeltlanderisiko, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav et afkast på 22,00 pct. i første halvår 2015, mens benchmark steg 23,62 pct. Afdelingens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har mere end indfriet vores forventninger om positivt afkast.

Markedet

Markedet oplevede en konstant stigning fra januar til juni med udsigt til økonomisk fremgang i Japan og stigende indtjening i selskaberne. Forhåbninger om erhvervsreformer og lønstigninger var med til at løfte stemningen.

Januar var præget af frasalgs som følge af lav risikovillighed og bekymringer om råvareproducerende lande, usikkerhed i Grækenland og den styrkede schweizerfranc.

De pengepolitiske lempelser fra Den Europæiske Centralbank førte dernæst til stigende aktiekurser. Markedet genvandt optimismen, da olieprisen igen begyndte at stige, og Grækenland viste tegn på fremgang.

Fremgangen på det japanske marked fortsatte fra april til juni, hvilket kunne tilskrives forventninger om højere disponible indkomster, en svækket yen og virksomhedernes styrkede indtjening. Med øget opmærksomhed på reformer i erhvervslivet samlede interessen om selskaber, som leverede aktionærvenlige tiltag som f.eks. højere udbytte, aktietilbagekøb og andre tiltag til at forbedre egenkapitalforrentningen.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 1,63 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Vores undervægt inden for sundhedspleje og konsumentvarer påvirkede afkastet negativt. Bekymringer omkring den globale økonomi medførte, at defensive sektorer med stabile indtjeningsudsigter som f.eks. sundhedspleje klarede sig godt. Undervægten inden for defensive sektorer bidrog dermed negativt til resultatet.

Vores investeringer inden for forbrugsgoder og it bidrog positivt til afdelingens resultat. Der var positive bidrag fra Alps Electric og Murata inden for it samt fra Ryohin Keikaku inden for forbrugsgoder, mens IT-selskaberne Seiko Epson og Fujitsu, og Mazda inden for forbrugsgoder, trak ned i resultatet.

Alps Electric og Murata havde et godt første halvår på baggrund af et stærkt salg af deres elektronikkomponenter til producenter af smartphones. Ryohin Keikaku oplevede stor salgsfremgang på de oversøiske markeder. Seiko Epson faldt tilbage, da investorerne forventer øget konkurrence inden for printere. Fujitsu faldt oven på en selskabsmeddelelse om ringe udsigter og et dalende hardware salg. Mazda var negativt påvirket af den faldende euro og svækkede valutaer på de nye markeder.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: November 1997
Risikoindeksator (1-7): 6
Benchmark: MSCI Japan inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0015971675
Porteføljerådgiver: DAIWA SB Investments (UK) Ltd.

BRANCHEFORDELING

Finans	22,9%
Forbrugsgoder	22,6%
Industri	22,3%
Informationsteknologi	10,3%
Telekommunikation	6,0%
Øvrige inkl. likvide	15,9%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,63
Standardafvigelse	13,90
Tracking error	2,35
Information Ratio	-0,50
Sharpe Ratio (benchm.)	0,71
Standardafvigelse (benchm.)	13,90
Active share	70,63

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Japan

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Vi forventer, at den japanske yen gradvist vil svækkes mod den amerikanske dollar i forbindelse med den ventede renteforhøjelse i USA. Hvis det økonomiske opsving i USA udebliver, og den amerikanske centralbank (Fed) ikke hæver den ledende rente, vil yennen imidlertid måske gå den anden vej og stige til over 115 over for den amerikanske dollar. Samtidig vil den voksende pessimisme blandt investorerne som følge af bl.a. usikkerheden omkring Grækenland, den geopolitiske uro i Mellemøsten og økonomisk opbremsning på de nye markeder måske føre til en styrkelse af yennen.

Vi har en overvægt af indenlandsk-rettede sektorer - finans og byggeri. Hvis premierminister Abe mister opbakning i befolkningen, og det økonomiske opsving i Japan taber fart, kan det få negativ indvirkning på vores overvægt af disse to sektorer. Vi forventer dog ikke en sådan forværring og vurderer, at Abe fortsat vil have fokus på at føre en erhvervsvenlig politik og derved de forsvarspolitiske emner. Vi er undervægtet i konsumentvarer. Hvis risikovilligheden aftager, vil defensive sektorer såsom konsumentvarer klare sig godt, hvilket vil være negativt for vores relative afkast. Vi mener, at den nuværende værdiansættelse af konsumentvarer ikke er berettiget i lyset af sektorens aftagende indtægter.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer for andet halvår af 2015 moderat positive aktiemarkeder understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vi forventer, at japanske aktier vil klare sig relativt godt sammenlignet med de øvrige markeder. Det globale kapitalmar-

ked står over for udfordringer i form af en renteforhøjelse i USA, økonomisk opbremsning i Kina, usikkerhed i Grækenland og geopolitiske spændinger i Mellemøsten. Vi mener, at investorerne kan have tiltro til makroøkonomisk fremgang i Japan og til bedre indtjeningsmuligheder for virksomhederne på kort til mellemlangt sigt til trods for de ellers vanskelige globale markedsforhold.

I den indenlandske økonomi forventer vi et fortsat stigende privatforbrug som følge af lønstigninger samt den aftagende negative virkning fra afgiftsforhøjelsen i 2014. Produktionsmæssigt har vi set en flad udvikling som følge af opbremsningen i USA og Kina. Vi forventer dog fremgang i begge økonomier i andet halvår af 2015.

Med hensyn til sektorstrategi har vi en overvægt inden for finans og industri, da vi forventer et opsving drevet af den indenlandske efterspørgsel. Vi fastholder vores undervægt af konsumentvarer og sundhedspleje i lyset af sektorernes mindre attraktive værdiansættelser og faldende indtjening. Inden for papirvalg fastholder vi vores fokus på selskaber, hvor vi forventer en stigende egenkapitalforrentning.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteudviklingen.

Japan

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	15.097	10.103
Kursgevinster og tab	257.171	11.737
Administrationsomkostninger	-10.489	-6.102
Resultat før skat	261.779	15.738
Rente- og udbytteskat	-2.272	-1.529
Halvårets nettoresultat	259.507	14.209

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	23.087	12.850
Kapitalandele	1.695.220	1.071.244
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	265
Andre aktiver	515	669
Aktiver i alt	1.718.822	1.085.028

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	1.716.528	1.083.812
Mellemværende vedr. handelsafvikling	356	491
Anden gæld	1.939	726
Passiver i alt	1.718.822	1.085.028

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	1.083.812	936.843
Emissioner i perioden	391.889	4.140
Indløsninger i perioden	-19.488	-30.542
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	808	88
Periodens resultat	259.507	14.209
Medlemmernes formue ultimo	1.716.528	924.738

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,7	98,8
Øvrige finansielle instrumenter	1,1	0,0
I alt finansielle instrumenter	98,8	98,8
Øvrige aktiver og passiver	1,2	1,2
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.716.528	924.738
Antal andele	15.202.651	10.756.329
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	112,91	85,97
Afkast i DKK (pct)*]	22,00	1,65
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	23,62	1,26
Administrationsomk. (pct)*]	0,70	0,69
ÅOP	1,71	1,79

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

Kina

Investerer i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Kina, Macao eller Hongkong. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Kina, Macao, Hongkong eller Taiwan, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på kinesiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, enkeltlanderrisiko, selskabsspecifikke forhold, nye markeder emerging markets, modpartsrisiko og valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 22,63 pct., mens benchmark steg 24,74 pct. Afdelingens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har mere end indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af positive øko-

nomiske nøgletal, men renteuuro og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015

Markedet

Den positive markedsstemning førte til kraftige kursstigninger i første halvår 2015. Markedet styrtdykkede imidlertid mod slutningen af juni, hvor strammere regulering til opdæmning af mæglerens marginhandel og en voldsom strøm af børsintroduktioner på det kinesiske marked tyngede markedsstemningen. Den positive stemning og likviditet løftede det kinesiske marked i april og maj, hvorefter markedet blev handlet ned i juni.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 2,11 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Et negativt aktievalg i forsyningssektoren og inden for forbrugsgoder trak mest ned i resultatet. Blandt de øvrige store negative bidragsydere var smykke-selskabet Chow Sang, hvis aktier var tyngt af et skuffende resultat for 2014 i forhold til det høje sammenligningsgrundlag fra 2013. De negative bidrag blev imidlertid delvist opvejet af vores undervægt inden for energi og positive aktievalg inden for industri. Et af de største positive bidrag til afdelingens resultat kom fra China Machinery Engineering, et kinesisk entreprenørselskab. Selskabets aktier steg kraftigt, da den kinesiske regerings tiltag One Belt, One Road gav udsigt til højere vækst.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Risikovilligheden blandt de globale investorer kunne meget vel falde markant som følge af udsigten til renteforhøjelser fra den amerikanske centralbank (Fed) og usikkerheden omkring den græske gældskrise. Disse udfordringer kan føre til udsving i afdelingens investeringer grundet svækket tillid til det kinesiske marked.

Derudover er der fortsat risici forbundet med skyggebank-systemet i Kina, og det nedadgående pres på selskabernes indtjening og marginer er på ingen måde aftaget. En stigning

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: April 2003
Risikoindeksator (1-7): 6
Benchmark: MSCI China Index inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010295336
Porteføljerådgiver: Schroder Investment Management (Hong Kong) Limited

BRANCHEFORDELING

Finans	35,8%
Informationsteknologi	12,6%
Forbrugsgoder	12,4%
Telekommunikation	11,6%
Energi	8,2%
Øvrige inkl. likvide	19,4%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,59
Standardafvigelse	15,65
Tracking error	4,14
Information Ratio	-0,49
Sharpe Ratio (benchm.)	0,71
Standardafvigelse (benchm.)	15,83
Active share	47,46

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Kina

i misligholdte lån og konkurser er derfor fortsat et muligt scenarie i 2015, selvom vi ikke forventer, at dette vil føre til omfattende systemiske risici. Vi undervægtter fortsat banksektoren, da vi forventer et fortsat og gradvist fald i bankernes marginer og egenkapitalforrentning.

Afdelingen har sine primære overvægtspositioner inden for forbrugsgoder, sundhedspleje, alternativ energi samt IT. Regeringens indførelse af strukturelle ændringer til Kinas vækstmodel vil være afgørende for den potentielle gevinst på disse aktier. Omvendt risikerer aktierne at levere skuffende afkast, hvis den økonomiske opbremsning i landet fører til et fortsat fald i selskabernes indtjening og det indenlandske forbrug.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer moderat positive aktiemarkeder i resten af 2015. Vi ser fortsat langsigtet værdi på områder som f.eks. it og serviceydelser, sundhedspleje og forbrug ud fra regeringens ønske at omstille landet til en forbrugsdrevet økonomi. Det offentlige system vil fortsat prioritere producenter af jernbaneudstyr samt selskaber inden for miljøbeskyttelse og alternativ energi, men vi har hjemtaget gevinst på disse aktier, da de på det seneste er steget markant. Vi har også solgt ud af vores ejendomsselskaber, da de nu ligger på et mere rimeligt kursniveau oven på regeringens seneste lempelser. På den lidt længere bane vil vi holde øje med strukturelle udfordringer for sektoren i lyset af den overkapacitet, der findes i de lidt mindre byer. Vi har øget eksponeringen inden for telekommunikation på baggrund af forventninger om et stigende dataforbrug og 4G-abonnementer samt et forbedret frit cashflow, efterhånden som anlægsomkostningerne har toppet. Vi har også reduceret undervægten af oliesektoren, hvor det relative resultat med de seneste kursstigninger har ligget under niveau, og dertil fordi olieprisen formentlig har bundet ud. Derudover har vi for nylig tilføjet udvalgte kinesiske selskaber, som er noteret på NASDAQ, i lyset af attraktive værdiansættelser, da de ikke helt har fulgt med i de seneste kursstigninger.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

Kina

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	9.359	6.893
Kursgevinster og tab	103.750	-10.514
Administrationsomkostninger	-4.209	-3.623
Resultat før skat	108.900	-7.243
Rente- og udbytteskat	-649	-503
Halvårets nettoresultat	108.250	-7.746

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	4.653	4.705
Kapitalandele	496.353	460.448
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.456	842
Andre aktiver	7.036	231
Aktiver i alt	509.498	466.226

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	504.431	464.318
Mellemværende vedr. handelsafvikling	4.378	1.574
Anden gæld	690	334
Passiver i alt	509.498	466.226

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	464.318	532.825
Udlodning fra sidste år	-31.696	-45.585
Emissioner i perioden	6.529	3.696
Indløsninger i perioden	-43.235	-67.103
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	265	265
Periodens resultat	108.250	-7.746
Medlemmernes formue ultimo	504.431	416.351

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,4	99,2
I alt finansielle instrumenter	98,4	99,2
Øvrige aktiver og passiver	1,6	0,8
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	504.431	416.351
Antal andele	2.375.995	2.775.984
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	212,30	149,98
Afkast i DKK (pct)*]	22,63	-0,79
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	24,74	-0,10
Administrationsomk. (pct)*]	0,80	0,79
ÅOP	2,14	2,38

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

KlimaTrends

Investorerer globalt i aktier i selskaber, som ventes at drage fordel af udviklingen på klima- eller miljøområdet, herunder i selskaber, som bidrager til forbedring af klima- eller miljøforhold. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer globalt i aktier i selskaber, som ventes at drage fordel af udviklingen på klima- eller miljøområdet, herunder i selskaber, som bidrager til forbedring af klima- eller miljøforhold, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i klima- og miljøaktier. Afdelingen afkast kan svinge meget som følge af ændringer i den politiske understøttelse af klimamaet, udsving i energi- og råvarepriser samt ændringer i videnskabelige analyser vedrørende området. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, risici tilknyttet investeringsområdet (klimaområdet), modpartsrisiko og valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 15,32 pct., mens benchmark steg 11,66 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteufo og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Markedet

Fremgangen på de globale aktiemarkeder i første halvår 2015 fik næring af løbende global likviditet, da en række store centralbanker yderligere lømpede de økonomiske vilkår, herunder i Europa og Kina. Omvendt var opmærksomheden i USA rettet mod tidspunktet for den amerikanske centralbanks (Fed) første renteforhøjelse, som forventes udløst af en fortsat robust udvikling på det amerikanske arbejdsmarked.

Inden for klimaforandring opnåede energieffektivitet særligt høje afkast, mens aktier inden for bæredygtig transport også klarede sig godt. Fossile brændstoffer med lav CO₂-udledning klarede sig dårligt som følge af faldende naturgaspriser.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 3,66 procentpoint højere end ændringen i benchmark, og dette skyldtes især et positivt aktievalg. Sektormæssigt gjorde dette sig især gældende for forbrugsgoder og industrisektoren, mens vi geografisk fik det største afkast fra vores positioner i Europa.

På aktieniveau var det Informatica, det amerikanske data-software- og serviceselskab, som bidrog mest til resultatet, da aktien steg på nyheden om, at selskabet bliver overtaget af den europæiske kapitalfond Permira og Canada Pension Plan Investment Board. Der var også et stort bidrag fra lysproducenten Zumtobel, som rapporterede en stærk indtjening for perioden. Vi er imponerede over styrken i selskabets LED-forretning, og der er tegn på, at selskabet fortsætter og måske endda udvider omfanget af sine omstruktureringstiltag.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: November 2009
Risikoindeksator (1-7): 6
Benchmark: MSCI World inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060187698
Porteføljeraðgiver: Schroder Investment Management Limited

BRANCHEFORDELING

Industri	32,7%
Forbrugsgoder	27,0%
Informationsteknologi	13,8%
Materialer	7,6%
Forsyning	6,6%
Øvrige inkl. likvide	12,3%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,93
Standardafvigelse	11,29
Tracking error	5,16
Information Ratio	-0,62
Sharpe Ratio (benchm.)	1,54
Standardafvigelse (benchm.)	8,94
Active share	97,52

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

KlimaTrends

På den negative side førte lavere efterspørgsel fra olie- og gasindustrien til resultatnedgang i Trimble Navigation, som fremstiller måleudstyr. Der er dog andre producentmarkeder, herunder landbruget, som fortsat klarer sig godt, og vi fastholder troen på det overordnede tema om præcision inden for landbrugs-, bygge- og anlægs- og infrastrukturprojekter. Sprouts, den amerikanske kæde af økologiske fødevarer-butikker, trak ned i resultatet, da selskabet rapporterede skuffende vækst i første kvartal. Selvom selskabet lykkedes fint med lanceringen af nye butikker, som er vigtigt for vores investeringstilgang, førte vores revurdering af de forretningsmæssige risici til, at vi solgte lidt ud af aktien.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Vi er optimistiske omkring de fremskridt, der indtil videre er gjort forud for FN's vigtige klimaforandringskonference i Paris til december, men der er dog fortsat risiko for, at der ikke vil blive indgået en global aftale, og at visse lande ikke overholder deres tidligere tilsagn, hvoraf mange ikke er bindende. Vi vælger aktier, hvor væksten er baseret på forskellige langsigtede faktorer, og det bør afbøde den direkte virkning af et eventuelt negativt resultat på klimakonferencen.

Geografisk er vores største vægtning i Nordamerika, og vi er opmærksomme på, at den amerikanske centralbank (Fed) måske begynder at hæve renten i år. Selvom der generelt ventes renteforhøjelser i USA, kan generelle udsving på aktiemarkedet påvirke afdelingens resultat. Mere specifikt vil en renteforhøjelse være negativt for udbytteaktier som f.eks. i forsyningssektoren. Selvom der er flere attraktive aktier i dette segment, har vi forholdsvis moderat eksponering til sektoren.

Forventninger til markedet samt strategi

For andet halvår af 2015 forventer vi moderat positive aktiemarkeder understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores

forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne og dermed stigende kursudsving.

Myndighederne verden over fastholder fokus på at reducere CO₂-udledningen i den globale økonomi, og således er der fortsat gode vækstudsigt for klimaforandringstemaerne. Blandt disse temaer vurderer vi, at der er særligt gode muligheder inden for energieffektive investeringer på kort sigt, og omkring halvdelen af afdelingens positioner er eksponeret mod energieffektivitet. I denne forbindelse tror vi, at brændstofbesparende teknologi er et område med et stort strukturelt vækstpotentiale, og da lande som Japan og Kina i stort omfang indfører regler for vedvarende energi, ser vi dette som endnu en stor mulighed.

Vi har også øget eksponeringen mod miljøressourcer, særligt fødevarer og landbrugsrelaterede aktier, som vi tidligere har været ret forsigtige med at investere i. Efter to år med overskudslag og faldende priser på afgrøder ser vilkårene for landbruget og for indtjeningen i segmentet nu ud til at være stabiliseret. Da indtjeningen er ved at bunde ud, er sektoren igen blevet mere attraktiv.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteudviklingen.

KlimaTrends

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	1.453	1.858
Kursgevinster og tab	25.444	2.171
Administrationsomkostninger	-1.377	-1.462
Resultat før skat	25.521	2.567
Rente- og udbytteskat	-121	-87
Halvårets nettoresultat	25.400	2.480

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	1.469	2.678
Kapitalandele	164.069	160.989
Andre aktiver	395	363
Aktiver i alt	165.933	164.030
PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	165.713	163.909
Anden gæld	220	121
Passiver i alt	165.933	164.030

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	163.909	195.888
Udlodning fra sidste år	-17.156	-12.354
Emissioner i perioden	3.121	2.670
Indløsninger i perioden	-9.596	-14.325
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	36	51
Periodens resultat	25.400	2.480
Medlemmernes formue ultimo	165.713	174.410

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,0	98,2
I alt finansielle instrumenter	99,0	98,2
Øvrige aktiver og passiver	1,0	1,8
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	165.713	174.410
Antal andele	1.238.922	1.445.328
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi [DKK pr. andel]	133,76	120,67
Afkast i DKK [pct]*]	15,32	1,55
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	11,66	6,79
Administrationsomk. [pct]*]	0,80	0,79
ÅOP	1,89	1,99

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

Latinamerika

Investerer i selskaber hjemmehørende i eller med hovedaktiviteter i Latinamerika. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i Latinamerika, dvs. Mexico, Mellemerika, Sydamerika og Vestindien, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til latinamerikanske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, nye markeder emerging markets, modpartsrisiko og valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 1,19 pct., mens benchmark steg 1,86 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men global renteuro og politik usikkerhed medførte betydelige udsving.

Markedet

De latinamerikanske aktier oplevede en stigning i første halvår 2015, da svage økonomiske nøgletal i USA gav forhåbninger om, at den amerikanske centralbank (Fed) ville udskyde sine renteforhøjelser. Regionen klarede sig imidlertid dårligere end den bredere klasse af aktiver fra de nye markeder, primært som følge af svage valutaer. Lave råvarepriser og mere dystre økonomiske udsigter udløste et kraftigt fald i de fleste latinamerikanske valutaer over for den amerikanske dollar.

Chile og Mexico var de lande i regionen, der klarede sig bedst. Detailsalget steg i begge lande drevet af fortsat høj efterspørgsel blandt forbrugerne. Brasilien var derimod et af de lande, der klarede sig dårligst, da centralbanken forventer nedgang i den økonomiske aktivitet i 2015, mens inflationen fortsat stiger. For at få gang i økonomien fremrykkede regeringen en række tiltag for at opfylde sine økonomiske mål ved at gennemføre nedskæringer og hæve beskatningen af bankerne.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,67 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. I Brasilien bidrog detailvirksomheden Lojas Renner væsentligt til afdelingens relative afkast. Trods et afdæmpet privatforbrug rapporterede virksomheden gode resultater som følge af imponerende salgsmængder og stram omkostningsstyring. Der var også et positivt bidrag fra brændstof- og kemikalieselskabet Ultrapar, som rapporterede gode resultater. Selskabets division Ipiranga rapporterede marginer, der lå over det forventede som følge af et bedre salgsmiks, stordriftsfordele og prisstigningerne på brændstof i november 2014. Vores investeringer i de mexicanske lufthavnsoperatører Asur og OMA bidrog også positivt til resultatet, da begge selskaber fortsat oplever kraftig vækst i passagertallet og kommercielle indtægter.

Omvendt trak vores manglende eksponering mod Petrobras ned i afdelingens resultat. Offentliggørelsen af selskabets kraftigt forsinkede reviderede regnskab udløste en kursstigning i selskabets aktier. Vi har ikke investeret i det statsejede brasilianske olieselskab som følge af deres manglende over-

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: November 1999
Risikoindeksator [1-7]: 6
Benchmark: MSCI Emerging Market Latin America inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010257831
Porteføljeradgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

LANDEFORDELING

Brasilien	59,5%
Mexico	22,2%
Chile	9,4%
Colombia	3,7%
Luxembourg	2,4%
Øvrige inkl. likvide	2,8%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,00
Standardafvigelse	17,30
Tracking error	4,42
Information Ratio	0,70
Sharpe Ratio (benchm.)	-0,17
Standardafvigelse (benchm.)	17,34
Active share	81,05

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Latinamerika

holdelse af principperne for god selskabsledelse, stigende gældsætning og den tiltagende politisering af selskabet. Der var kursfald i infrastrukturselskabet Grana y Montero som følge af en opbremsning i den økonomiske vækst i Peru og problemer omkring selskabets fremtidige projekter. Vores position i Vale trak også ned i resultatet. Rekordlave priser på jernmalm og bekymring om skuffende økonomisk vækst i Kina tyngede fortsat det brasilianske mineselskab.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Da Brasilien og Mexico repræsenterer afdelingens største absolutte positioner, følger vi den økonomiske udvikling i disse lande nøje. I Brasilien er stemningen fortsat afdæmpet som følge af faldende økonomisk aktivitet, fortsat høj inflation og en rente, der med en sats 13,75 pct. i øjeblikket rangerer blandt de højeste i verden. Vi ser positivt på myndighedernes hensigt om at opnå budgetdisciplin, men tiden må vise, om disse justeringer vil være nok til at opnå målet om et budgetoverskud svarende til 1,2 pct. af BNP i indeværende år. På den anden side har et fald i olieproduktionen fået Mexico til at sænke sin BNP-prognose for året. Mexico vil dog også nyde godt af stigende efterspørgsel i USA.

Olieprisen ventes at forblive under pres på kort sigt, hvilket får forskellige konsekvenser for de enkelte lande i Latinamerika. En lavere pris på råolie bør gavne olieimporterende lande som f.eks. Chile og få forbrugerne til at spare penge på brændstof, men et varigt fald kan lægge pres på de offentlige finanser i de energiproducerende lande, herunder Colombia og Mexico. Når det er sagt, så har afdelingen mindre eksponering til energisektoren end benchmark, så den er relativt ufølsom over for den manglende prisstabilitet på råvarer.

Forventninger til markedet samt strategi

For andet halvår af 2015 forventer vi moderat positive aktiemarkeder. Hvis vi kigger lidt fremad, så vil divergerende centralbankpolitik formentlig føre til fortsat store udsving på markederne. Kina, Europa og Japan fører i stigende grad

en lempelig pengepolitik, mens USA ventes snart at gå i den modsatte retning og forhøje renten. Til trods for den amerikanske centralbanks (Fed) forsøg på at forberede markederne på en normalisering af pengepolitikken i USA vil de latinamerikanske markeder ikke være immune over for refleksmæssige valutakursudsving og kapitaludstrømning, når Fed begynder at hæve renten.

Da vi udvælger investeringer på aktieniveau, afhænger lande- og sektorallokeringen af, hvor vi finder kvalitetselskaber med attraktive værdiansættelser. Overvægten af forbrugssektoren vil formentlig nyde godt af den langsigtede vækst i indenlandsk forbrug i Latinamerika, som drives af den voksende middelklasse og dens stigende velstand. Samtidig bør undervægten af materialesektoren sikre porteføljen mod større udsving relateret til cykliske råvarepriser.

På selskabsniveau har mange af vores positioner klaret sig fint igennem de generelle markedsfald, ikke mindst takket være lovende udsigter på den længere bane. Selvom indtjeningsvæksten i virksomhederne formentlig ikke vil stige markant på kort sigt, har de veldrevne selskaber fokus på at fastholde deres marginer og markedsandele, og de bør således stå stærkt, når opsvinget på et tidspunkt indtræffer. Trods usikkerheden fastholder vi vores strategi og vores fokus på at finde solide virksomheder med robuste balancer og en erfaren ledelse, som vil kunne øge indtjeningen på længere sigt.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteudviklingen.

Latinamerika

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	5.881	7.298
Kursgevinster og tab	1.570	16.607
Administrationsomkostninger	-2.403	-2.905
Resultat før skat	5.048	21.000
Rente- og udbytteskat	-418	-736
Halvårets nettoresultat	4.630	20.264

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	3.343	5.516
Kapitalandele	271.032	300.959
Andre aktiver	475	730
Aktiver i alt	274.851	307.205

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	274.491	306.314
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	684
Anden gæld	359	208
Passiver i alt	274.851	307.205

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	306.314	405.162
Udlodning fra sidste år	0	-21.988
Emissioner i perioden	0	5.561
Indløsninger i perioden	-36.636	-42.547
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	184	196
Periodens resultat	4.630	20.264
Medlemmernes formue ultimo	274.491	366.647

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,6	98,0
Øvrige finansielle instrumenter	1,1	0,2
I alt finansielle instrumenter	98,7	98,3
Øvrige aktiver og passiver	1,3	1,7
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	274.491	366.647
Antal andele	1.168.134	1.425.134
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	234,98	257,27
Afkast i DKK (pct)*]	1,19	6,62
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	1,86	7,81
Administrationsomk. (pct)*]	0,81	0,81
ÅOP	1,94	1,94

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

Latinamerika – Akkumulerende KL

Investorerer i selskaber hjemmehørende i eller med hovedaktiviteter i Latinamerika. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingen udbydes i to andelsklasser:

- Latinamerika, klass SEK
- Latinamerika, klasse NOK

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på de følgende sider.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider.

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

Latinamerika – Akkumulerende KL

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	1.433	1.466
Kursgevinster og tab	-72	3.556
Administrationsomkostninger	-613	-625
Resultat før skat	748	4.397
Rente- og udbytteskat	-103	-144
Halvårets nettoresultat	645	4.253

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	1.038	2.175
Kapitalandele	68.212	66.252
Andre aktiver	126	156
Aktiver i alt	69.376	68.583

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	69.250	68.315
Mellemværende vedr. handelsafvikling	29	216
Anden gæld	96	52
Passiver i alt	69.376	68.583

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	68.315	72.148
Emissioner i perioden	4.181	6.448
Indløsninger i perioden	-3.930	-5.205
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	39	52
Periodens resultat	645	4.253
Medlemmernes formue ultimo	69.250	77.696

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,6	96,9
Øvrige finansielle instrumenter	0,9	0,1
I alt finansielle instrumenter	98,5	97,0
Øvrige aktiver og passiver	1,5	3,0
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	69.250	77.696

*) Afdelingen er opdelt i andelsklasser, hvorfor en række af nøgletallene herefter vises under de enkelte klasser.

Latinamerika, klass SEK

Andelsklasse under Latinamerika – Akkumulerende KL

Investorer i selskaber hjemmehørende i eller med hovedaktiviteter i Latinamerika. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i Latinamerika, dvs. Mexico, Mellemerika, Sydamerika og Vestindien, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til latinamerikanske aktier. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, nye markeder emerging markets, modpartsrisiko og valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et negativt afkast på 1,70 pct. målt i SEK, mens benchmark faldt 0,77 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har ikke indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af global renteuog og politisk usikkerhed.

Markedet

De latinamerikanske aktier oplevede en stigning i første halvår 2015, da svage økonomiske nøgletal i USA gav forhåbninger om, at den amerikanske centralbank (Fed) ville udskyde sine renteforhøjelser. Regionen klarede sig imidlertid dårligere end den bredere klasse af aktiver fra de nye markeder, primært som følge af svage valutaer. Lave råvarepriser og mere dystre økonomiske udsigter udløste et kraftigt fald i de fleste latinamerikanske valutaer over for den amerikanske dollar.

Chile og Mexico var de lande i regionen, der klarede sig bedst. Detailsalget steg i begge lande drevet af fortsat høj efterspørgsel blandt forbrugerne. Brasilien var derimod et af de lande, der klarede sig dårligst, da centralbanken forventer nedgang i den økonomiske aktivitet i 2015, mens inflationen fortsat stiger. For at få gang i økonomien fremrykkede regeringen en række tiltag for at opfylde sine økonomiske mål ved at gennemføre nedskæringer og hæve beskatningen af bankerne.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,93 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. I Brasilien bidrog detailvirksomheden Lojas Renner væsentligt til andelsklassens relative afkast. Trods et afdæmpet privatforbrug rapporterede virksomheden gode resultater som følge af imponerende salgsmængder og stram omkostningsstyring. Der var også et positivt bidrag fra brændstof- og kemikalieselskabet Ultrapar, som rapporterede gode resultater. Selskabets division Ipiranga rapporterede marginer, der lå over det forventede som følge af et bedre salgsmiks, stordriftsfordele og prisstigningerne på brændstof i november 2014. Vores investeringer i de mexicanske lufthavnsoperatører Asur og OMA bidrog også positivt til resultatet, da begge selskaber fortsat oplever kraftig vækst i passagertallet og kommercielle indtægter.

Omvendt trak vores manglende eksponering mod Petrobras ned i andelsklassens resultat. Offentliggørelsen af selskabets kraftigt forsinkede reviderede regnskab udløste en kursstigning i selskabets aktier. Vi har ikke investeret i det stats-ejede brasilianske olieselskab som følge af deres manglende

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: August 2011
Risikoindeksator [1-7]: 6
Benchmark: MSCI Emerging Market Latin America inkl. nettoudbytter omregnet til SEK
Fondskode: DK0060485878
Porteføljeraðgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

LANDEFORDELING

Brasilien	59,4%
Mexico	22,7%
Chile	9,3%
Colombia	3,2%
Luxembourg	2,3%
Øvrige inkl. likvide	3,1%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	-0,09
Standardafvigelse	17,94
Tracking error	4,77
Information Ratio	0,24
Sharpe Ratio (benchm.)	-0,15
Standardafvigelse (benchm.)	17,86
Active share	80,71

Måleperiode: Aug. 2011 til jun. 2015

Latinamerika, klass SEK

Andelsklasse under Latinamerika – Akkumulerende KL

overholdelse af principperne for god selskabsledelse, stigende gældsætning og den tiltagende politisering af selskabet. Der var kursfald i infrastrukturselskabet Grana y Montero som følge af en opbremsning i den økonomiske vækst i Peru og problemer omkring selskabets fremtidige projekter. Vores position i Vale trak også ned i resultatet. Rekordlave priser på jernmalm og bekymring om skuffende økonomisk vækst i Kina tyngede fortsat det brasilianske mineselskab.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Da Brasilien og Mexico repræsenterer andelsklassens største absolutte positioner, følger vi den økonomiske udvikling i disse lande nøje. I Brasilien er stemningen fortsat afdæmpet som følge af faldende økonomisk aktivitet, fortsat høj inflation og en rente, der med en sats 13,75 pct. i øjeblikket rangerer blandt de højeste i verden. Vi ser positivt på myndighedernes hensigt om at opnå budgetdisciplin, men tiden må vise, om disse justeringer vil være nok til at opnå målet om et budgetoverskud svarende til 1,2 pct. af BNP i indeværende år. På den anden side har et fald i olieproduktionen fået Mexico til at sænke sin BNP-prognose for året. Mexico vil dog også nyde godt af stigende efterspørgsel i USA.

Olieprisen ventes at forblive under pres på kort sigt, hvilket får forskellige konsekvenser for de enkelte lande i Latinamerika. En lavere pris på råolie bør gavne olieimporterende lande som f.eks. Chile og få forbrugerne til at spare penge på brændstof, men et varigt fald kan lægge pres på de offentlige finanser i de energiproducerende lande, herunder Colombia og Mexico. Når det er sagt, så har andelsklassen mindre eksponering til energisektoren end benchmark, så den er relativt ufølsom over for den manglende prisstabilitet på råvarer.

Forventninger til markedet samt strategi

For andet halvår af 2015 forventer vi moderat positive aktiemarkeder. Hvis vi kigger lidt fremad, så vil divergerende centralbankpolitik formentlig føre til fortsat store udsving

på markederne. Kina, Europa og Japan fører i stigende grad en lempelig pengepolitik, mens USA ventes snart at gå i den modsatte retning og forhøje renten. Til trods for den amerikanske centralbanks (Fed) forsøg på at forberede markederne på en normalisering af pengepolitikken i USA vil de latinamerikanske markeder ikke være immune over for reflektionsmæssige valutakursudsving og kapitaludstrømning, når Fed begynder at hæve renten.

Da vi udvælger investeringer på aktieniveau, afhænger lande- og sektorallokeringen af, hvor vi finder kvalitetselskaber med attraktive værdiansættelser. Overvægten af forbrugssektoren vil formentlig nyde godt af den langsigtede vækst i indenlandsk forbrug i Latinamerika, som drives af den voksende middelklasse og dens stigende velstand. Samtidig bør undervægten af materialesektoren sikre porteføljen mod større udsving relateret til cykliske råvarepriser.

På selskabsniveau har mange af vores positioner klaret sig fint igennem de generelle markedsfald, ikke mindst takket være lovende udsigter på den længere bane. Selvom indtjeningsvæksten i virksomhederne formentlig ikke vil stige markant på kort sigt, har de veldrevne selskaber fokus på at fastholde deres marginer og markedsandele, og de bør således stå stærkt, når opsvinget på et tidspunkt indtræffer. Trods usikkerheden fastholder vi vores strategi og vores fokus på at finde solide virksomheder med robuste balancer og en erfaren ledelse, som vil kunne øge indtjeningen på længere sigt.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

Latinamerika, klass SEK

Andelsklasse under Latinamerika – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	993	4.018
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-500	-507
Klassens resultat	493	3.511

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	56.406	59.538
Emissioner i perioden	3.343	6.441
Indløsninger i perioden	-3.922	-5.205
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	35	52
Periodens resultat	493	3.511
Medlemmernes formue ultimo	56.353	64.338

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	56.353	64.338
Antal andele	678.559	695.667
Stykstørrelse i SEK	100	100
Indre værdi (SEK pr. andel)	102,92	113,55
Afkast i SEK (pct)*	-1,70	9,56
Benchmarkafkast i SEK (pct)*	-0,77	11,58
Administrationsomk. (pct)*	0,87	0,87

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

Latinamerika, klasse NOK

Andelsklasse under Latinamerika – Akkumulerende KL

Investorerer i selskaber hjemmehørende i eller med hovedaktiviteter i Latinamerika. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i Latinamerika, dvs. Mexico, Mellemamerika, Sydamerika og Vestindien, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til latinamerikanske aktier. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, nye markeder emerging markets, modpartsrisiko og valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et negativt afkast på 2,58 pct. målt i NOK, mens benchmark faldt 1,76 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har ikke indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af global renteuog og politisk usikkerhed.

Markedet

De latinamerikanske aktier oplevede en stigning i første halvår 2015, da svage økonomiske nøgletal i USA gav forhåbninger om, at den amerikanske centralbank (Fed) ville udskyde sine renteforhøjelser. Regionen klarede sig imidlertid dårligere end den bredere klasse af aktiver fra de nye markeder, primært som følge af svage valutaer. Lave råvarepriser og mere dystre økonomiske udsigter udløste et kraftigt fald i de fleste latinamerikanske valutaer over for den amerikanske dollar.

Chile og Mexico var de lande i regionen, der klarede sig bedst. Detailsalget steg i begge lande drevet af fortsat høj efterspørgsel blandt forbrugerne. Brasilien var derimod et af de lande, der klarede sig dårligst, da centralbanken forventer nedgang i den økonomiske aktivitet i 2015, mens inflationen fortsat stiger. For at få gang i økonomien fremrykkede regeringen en række tiltag for at opfylde sine økonomiske mål ved at gennemføre nedskæringer og hæve beskatningen af bankerne.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,82 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. I Brasilien bidrog detailvirksomheden Lojas Renner væsentligt til andelsklassens relative afkast. Trods et afdæmpet privatforbrug rapporterede virksomheden gode resultater som følge af imponerende salgsmængder og stram omkostningsstyring. Der var også et positivt bidrag fra brændstof- og kemikalieselskabet Ultrapar, som rapporterede gode resultater. Selskabets division Ipiranga rapporterede marginer, der lå over det forventede som følge af et bedre salgsmiks, stordriftsfordele og prisstigningerne på brændstof i november 2014. Vores investeringer i de mexicanske lufthavnsoperatører Asur og OMA bidrog også positivt til resultatet, da begge selskaber fortsat oplever kraftig vækst i passagertallet og kommercielle indtægter.

Omvendt trak vores manglende eksponering mod Petrobras ned i andelsklassens resultat. Offentliggørelsen af selskabets kraftigt forsinkede reviderede regnskab udløste en kursstigning i selskabets aktier. Vi har ikke investeret i det stats-ejede brasilianske olieselskab som følge af deres manglende

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Oktober 2013
Risikoindeksator [1-7]: 6
Benchmark: MSCI Emerging Market Latin America inkl. nettoudbytter omregnet til NOK
Fondskode: DK0060517233
Porteføljeraðgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

LANDEFORDELING

Brasilien	59,4%
Mexico	22,7%
Chile	9,3%
Colombia	3,2%
Luxembourg	2,3%
Øvrige inkl. likvide	3,1%

NØGLETAL

Active share	80,71
--------------	-------

Måleperiode: til jun. 2015

Latinamerika, klasse NOK

Andelsklasse under Latinamerika – Akkumulerende KL

overholdelse af principperne for god selskabsledelse, stigende gældsætning og den tiltagende politisering af selskabet. Der var kursfald i infrastrukturselskabet Grana y Montero som følge af en opbremsning i den økonomiske vækst i Peru og problemer omkring selskabets fremtidige projekter. Vores position i Vale trak også ned i resultatet. Rekordlave priser på jernmalm og bekymring om skuffende økonomisk vækst i Kina tyngede fortsat det brasilianske mineselskab.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Da Brasilien og Mexico repræsenterer andelsklassens største absolutte positioner, følger vi den økonomiske udvikling i disse lande nøje. I Brasilien er stemningen fortsat afdæmpet som følge af faldende økonomisk aktivitet, fortsat høj inflation og en rente, der med en sats 13,75 pct., i øjeblikket rangerer blandt de højeste i verden. Vi ser positivt på myndighedernes hensigt om at opnå budgetdisciplin, men tiden må vise, om disse justeringer vil være nok til at opnå målet om et budgetoverskud svarende til 1,2 pct. af BNP i indeværende år. På den anden side har et fald i olieproduktionen fået Mexico til at sænke sin BNP-prognose for året. Mexico vil dog også nyde godt af stigende efterspørgsel i USA.

Olieprisen ventes at forblive under pres på kort sigt, hvilket får forskellige konsekvenser for de enkelte lande i Latinamerika. En lavere pris på råolie bør gavne olieimporterende lande som f.eks. Chile og få forbrugerne til at spare penge på brændstof, men et varigt fald kan lægge pres på de offentlige finanser i de energiproducerende lande, herunder Colombia og Mexico. Når det er sagt, så har andelsklassen mindre eksponering til energisektoren end benchmark, så den er relativt ufølsom over for den manglende prisstabilitet på råvarer.

Forventninger til markedet samt strategi

For andet halvår af 2015 forventer vi moderat positive aktiemarkeder. Hvis vi kigger lidt fremad, så vil divergerende centralbankpolitik formentlig føre til fortsat store udsving på markederne. Kina, Europa og Japan fører i stigende grad en lempelig pengepolitik, mens USA ventes snart at gå i den modsatte retning og forhøje renten. Til trods for den amerikanske centralbanks (Fed) forsøg på at forberede markederne på en normalisering af pengepolitikken i USA vil de latinamerikanske markeder ikke være immune over for refleksmæssige valutakursudsving og kapitaludstrømning, når Fed begynder at hæve renten.

Da vi udvælger investeringer på aktieniveau, afhænger lande- og sektorallokeringen af, hvor vi finder kvalitetselskaber med attraktive værdiansættelser. Overvægten af forbrugssektoren vil formentlig nyde godt af den langsigtede vækst i indenlandsk forbrug i Latinamerika, som drives af den voksende middelklasse og dens stigende velstand. Samtidig bør undervægten af materialesektoren sikre porteføljen mod større udsving relateret til cykliske råvarepriser.

På selskabsniveau har mange af vores positioner klaret sig fint igennem de generelle markedsfald, ikke mindst takket være lovende udsigter på den længere bane. Selvom indtjeningsvæksten i virksomhederne formentlig ikke vil stige markant på kort sigt, har de veldrevne selskaber fokus på at fastholde deres marginer og markedsandele, og de bør således stå stærkt, når opsvinget på et tidspunkt indtræffer. Trods usikkerheden fastholder vi vores strategi og vores fokus på at finde solide virksomheder med robuste balancer og en erfaren ledelse, som vil kunne øge indtjeningen på længere sigt.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

Latinamerika, klasse NOK

Andelsklasse under Latinamerika – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	265	848
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-113	-106
Klassens resultat	152	742

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	11.909	12.610
Emissioner i perioden	839	6
Indløsninger i perioden	-8	0
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	4	0
Periodens resultat	152	742
Medlemmernes formue ultimo	12.897	13.358

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	12.897	13.358
Antal andele	161.186	150.096
Stykstørrelse i NOK	100	100
Indre værdi (NOK pr. andel)	94,02	100,29
Afkast i NOK [pct]*]	-2,58	6,48
Benchmarkafkast i NOK [pct]*]	-1,76	8,42
Administrationsomk. [pct]*]	0,87	0,87

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

Mix – Akkumulerende

Investerer i danske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra emerging markets-lande og virksomhederobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 45 pct. af afdelingen. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer i både danske og udenlandske aktier og obligationer - herunder i obligationer fra nye markeder og fra virksomheder. Afdelingen spreder dermed sine investeringer på flere aktivtyper, dvs. både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer er afhængig af vores forventninger til markedsudviklingen og hensynet til den samlede risiko. Aktier kan maksimalt udgøre 45 pct. af afdelingens formue. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer af aktier og obligationer samt valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder emerging markets, event-risiko, modpartsrisiko samt valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 3 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår af 2015 et positivt afkast på 3,83 pct. Afdelingen har intet benchmark, og det opnåede afkast var meget tilfredsstillende med et tillæg på 1,25 procentpoint i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen for korte europæiske statsobligationer, der steg 2,80 pct. i samme periode.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 11,7 pct. i første halvår 2015. Amerikanske aktier har i første halvår leveret et afkast på 10,3 pct., som primært skyldes en styrkelse af den amerikanske dollar over for danske kroner. Det amerikanske aktiemarked havde for første gang i adskillige år en svag udvikling drevet af en høj prisfastsættelse og mindre positive forventninger til indtjeningsudviklingen. Det modsatte gjorde sig gældende for Europa, der fik et afkast på 13,0 pct. understøttet af stigende økonomisk aktivitet, stigende konkurrenceevne for eksporterhvervene og en attraktiv prisfastsættelse i forhold til andre aktiemarkeder. Japan leverede det højeste afkast af de tre regioner med en stigning på hele 23,6 pct. De nye markeder gav et afkast på 12,0 pct., men oplevede en svagt skuffende indtjeningsudvikling på tværs af regioner.

I første halvår af 2015 blev emerging markets-obligationer, udstedt i USD, påvirket af nogle modsatrettede faktorer. På den positive side steg olieprisen med ca. 10 pct., ligesom råvarepriserne generelt stabiliserede sig, men på den negative side skuffede den økonomiske vækst i emerging markets-landene atter en gang. Merrenten på nye markederobligationer, i forhold til tilsvarende amerikanske statsobligationer (kreditspændet), var meget volatil gennem halvåret, men sluttede i 3,5 procentpoint, hvilket var uændret i forhold til niveauet ved årsskiftet. Det resulterede i, at emerging markets-statsobligationer, udstedt i USD, men valutasikret over for DKK, kom ud af halvåret med et afkast på 1,1 pct., hvilket var 2,5 procentpoint højere end afkastet på tilsvarende amerikanske statsobligationer.

Det var et meget begivenhedsrigt halvår på det danske obligationsmarked. Året startede med at Den Europæiske Cen-

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Oktober 2005
Risikoindeksator [1-7]: 3
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060010841
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

FORMUEFORDELING

Danske obl.	44,8%
Danske aktier	3,9%
Udenlandske obl.	23,3%
Udenlandske akt.	27,8%
Øvrige inkl. likvide	0,2%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,26
Standardafvigelse	3,83

Mix – Akkumulerende

tralbank [ECB] annoncerede et meget stort opkøbsprogram af obligationer med det formål at bekæmpe deflation, presse renteniveauet ned og hermed kickstarte den europæiske vækst. Dette medførte valutauro og en styrkelse af den danske krone, hvorefter Nationalbanken ad 4 omgange sænkede indskudsbevisrenten til rekordlave -0,75 pct. Disse tiltag bevirkede, at renterne i første kvartal faldt kraftig. Rentefaldet blev dog hurtigt afløst af rentestigninger, drevet af positive vækstforventninger i USA og Europa og ikke mindst forventninger om en aflivning af deflationsfrygten.

Renten på den toneangivende 10-årige statsobligation med udløb i 2025 endte således halvåret med en stigning på 0,18 procentpoint til 0,97 pct., efter at den i midten af februar ramte et historisk lavpunkt tæt på 0 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingen investerer i 3 aktivklasser: aktier, danske og udenlandske stats- og realkreditobligationer samt kreditobligationer, der tæller virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder. Aktier og kreditobligationer bidrog positivt til afdelingens afkast. På den anden side bidrog danske obligationer negativt til afkastet på grund af stigende renter.

Aktier gav langt det største bidrag til afkastet. Ved årets start var cirka 32 pct. af formuen placeret i aktier. Efter et meget positivt aktiemarked i første kvartal, reducerede vi medio marts aktievægtten med 3 pct. Uroen vedrørende Grækenland betød, at aktieafkastet var negativt i andet kvartal, så i det lys var beslutningen god. Den bedste aktieinvestering var Danske Invest Danmark Fokus med et afkast på 27 pct.

Kreditobligationer bidrog i mindre grad til afkastet i første halvår. Det var blandt andet investeringen i Danske Invest Nye Markeder Obligationer med et afkast på 2 pct., der trak bidraget op. Efter flotte afkast de seneste år bidrog Danske Invest Euro Investment Grade Obligationer i første halvår negativt til afkast med et fald på 2 pct.

Afdelingens andel af danske obligationer gav i første halvår et negativt afkast på 2 pct., hvilket var et resultat af stigende renter i andet kvartal. Den primære årsag til rentestigningen var, at europæiske data viste tiltagende vækst og inflation. Frygten for deflation og recession blev derfor nedtonet, og investorernes afkastkrav blev øget for eksempelvis obligationer med 20 års restløbetid.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den store usikkerhedsfaktor er Grækenland. Landet har haft behov for flere hjælpepakker fra resten af Europa, men problemerne lader til at dukke op igen og igen. Hvis udfaldet bliver en statsbankerot, vil det formentlig få stor indflydelse på de finansielle markeder i en periode. Væksten i Kina er faldet markant over det seneste år - til omkring 5 procent i 1. kvartal. Investorerne skal vænne sig til kinesisk vækst på

det niveau sammenlignet med tidligere tiders vækstrater. Vi forventer, at væksten ikke bliver højere end 6 procent.

Vi har oplevet store bevægelser på rentemarkederne i 2015. Vi forventer, at renterne fortsat vil stige - dog langt fra i det tempo, som vi så i 2. kvartal. Hvis renteutviklingen fra juni måned fortsætter i andet halvår, bliver det svært at opnå et positivt afkast på danske obligationer.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer moderat positive aktiemarkeder samt lave, men positive afkast på obligationsmarkederne i resten af 2015. Situationen i Grækenland præger Europa ved halvårets start. Uanset udfaldet forventer vi, at det ikke vil påvirke Europa nævneværdigt igennem andet halvår af flere årsager: Euro-samarbejdet er i dag langt mere robust med fælles regler for finanspolitik samt etablering af Den Europæiske Stabilitetsmekanisme til brug ved finansielle kriser, bankerne er stærkt kapitaliseret og ikke mindst står ECB klar til at anvende alle midler for at sikre, at uroen ikke breder sig.

Vi forventer, at væksten i Europa falder lidt tilbage, når effekten af den lave oliepris og høje dollarkurs aftager. Væksten vil forventeligt ligge omkring 1,5 pct. til 2 pct. Set i lyset af de senere år med Finans- og gældskrise vil det være et positivt niveau. Vi forventer en forhøjelse af den ledende rente i USA. Væksten er cirka 3 pct., og vi forventer, at den forbliver på det niveau med baggrund i robust långivning fra et sundt banksystem og bedringen på boligmarkedet. Det er særligt lempelse af lånebetingelser, der bedrer det amerikanske boligmarked i de næste kvartaler. I skrivende stund har de finansielle markeder ikke indregnet en renteforhøjelse i år. Det kan derfor overraske markederne, hvis vi får ret. Derfor har vi i øjeblikket en lavere eksponering til risikable aktiver end tidligere på året. Når tingene normaliserer sig efter den første forhøjelse siden 2006, vil vi dog stå tilbage med en amerikansk økonomi, der vil forsætte med at vokse og komme sig efter den voldsomme recession i 2008. Det bør således være positivt for aktier og er igen et bærende element i vores argumentation for, hvorfor vi fortsat forventer positive afkast på risikable aktiver.

Med udsigt til lave afkast på danske obligationer og positiv vækst forventer vi, at aktier, virksomhedsobligationer samt obligationer fra nye markeder vil give et højere afkast end danske obligationer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med korte danske statsobligationer med et tillæg på 1,25 procentpoint. Afkastet kan dog blive højere eller lavere - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen samt aktiemarkederne.

Mix – Akkumulerende

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	34.460	34.535
Kursgevinster og tab	60.273	48.733
Administrationsomkostninger	-12.066	-3.702
Resultat før skat	82.667	79.566
Rente- og udbytteskat	-610	-1.939
Halvårets nettoresultat	82.057	77.627

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	4.792	4.624
Obligationer	1.085.346	1.057.520
Kapitalandele	1.277.741	1.156.028
Andre aktiver	7.722	7.379
Aktiver i alt	2.375.602	2.225.551

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	2.369.233	2.155.368
Mellemværende vedr. handelsafvikling	5.696	69.865
Anden gæld	673	318
Passiver i alt	2.375.602	2.225.551

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	2.155.368	1.875.359
Emissioner i perioden	146.269	100.958
Indløsninger i perioden	-14.859	-12.090
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	397	287
Periodens resultat	82.057	77.627
Medlemmernes formue ultimo	2.369.233	2.042.142

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	90,1	94,9
Øvrige finansielle instrumenter	9,7	7,8
I alt finansielle instrumenter	99,7	102,7
Øvrige aktiver og passiver	0,3	-2,7
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.369.233	2.042.142
Antal andele	16.527.445	14.978.025
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	143,35	136,34
Afkast i DKK (pct)*]	3,83	4,09
Administrationsomk. (pct)*]	0,52	0,52
ÅOP	1,21	1,29

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

Mix Defensiv – Akkumulerende

Investerer i danske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra emerging markets-lande og virksomhederobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 30 pct. af afdelingen. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer i både danske og udenlandske aktier og obligationer - herunder i obligationer fra de nye markeder og virksomheder. Afdelingen spreder dermed sine investeringer på flere aktivtyper, dvs. både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer er afhængig af vores forventninger til markedsudviklingen og under hensyn til den samlede risiko. Aktier kan maksimalt udgøre 30 % af afdelingens formue. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder emerging markets, event-risiko, modpartsrisiko samt valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekoren er afdelingen placeret i kategori 3 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår af 2015 et positivt afkast på 2,95 pct. Afdelingen har intet benchmark, og det opnåede afkast var tilfredsstillende med et tillæg på 0,75 procentpoint i forhold til konkurrenter, og i forhold til markedsudviklingen for korte europæiske statsobligationer der steg 0,78 pct. i samme periode.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 11,7 pct. i første halvår 2015. Amerikanske aktier har i første halvår leveret et afkast på 10,3 pct., som primært skyldes en styrkelse af den amerikanske dollar over for danske kroner. Det amerikanske aktiemarked havde for første gang i adskillige år en svag udvikling drevet af en høj prisfastsættelse og mindre positive forventninger til indtjeningsudviklingen. Det modsatte gjorde sig gældende for Europa, der fik et afkast på 13,0 pct. understøttet af stigende økonomisk aktivitet, stigende konkurrenceevne for eksporterhvervene og en attraktiv prisfastsættelse i forhold til andre aktiemarkeder. Japan leverede det højeste afkast af de tre regioner med en stigning på hele 23,6 pct. De nye markeder gav et afkast på 12,0 pct., men oplevede en svagt skuffende indtjeningsudvikling på tværs af regioner.

I første halvår af 2015 blev emerging markets-obligationer, udstedt i USD, påvirket af nogle modsatrettede faktorer. På den positive side steg olieprisen med ca. 10 pct., ligesom råvarepriserne generelt stabiliserede sig, men på den negative side skuffede den økonomiske vækst i emerging markets-landene atter en gang. Merrenten på nye markeder-obligationer, i forhold til tilsvarende amerikanske statsobligationer (kreditspændet), var meget volatil gennem halvåret, men sluttede i 3,5 procentpoint, hvilket var uændret i forhold til niveauet ved årsskiftet. Det resulterede i, at emerging markets-statsobligationer, udstedt i USD, men valutasikret over for DKK, kom ud af halvåret med et afkast på 1,1 pct., hvilket var 2,5 procentpoint højere end afkastet på tilsvarende amerikanske statsobligationer.

Det var et meget begivenhedsrigt halvår på det danske obligationsmarked. Året startede med at Den Europæiske Cen-

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Juni 2010
Risikoindeks (1-7): 3
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060228633
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

FORMUEFORDELING

Danske obl.	57,3%
Danske aktier	3,0%
Udenlandske obl.	22,2%
Udenlandske akt.	16,8%
Øvrige inkl. likvide	0,7%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,41
Standardafvigelse	2,41

Mix Defensiv – Akkumulerende

tralbank [ECB] annoncerede et meget stort opkøbsprogram af obligationer med det formål at bekæmpe deflation, presse renteniveauet ned og hermed kickstarte den europæiske vækst. Dette medførte valutauro og en styrkelse af den danske krone, hvorefter Nationalbanken ad 4 omgange sænkede indskudsbevisrenten til rekordlave -0,75 pct. Disse tiltag bevirkede, at renterne i første kvartal faldt kraftig. Rentefaldet blev dog hurtigt afløst af rentestigninger, drevet af positive vækstforventninger i USA og Europa og ikke mindst forventninger om en aflivning af deflationsfrygten.

Renten på den toneangivende 10-årige statsobligation med udløb i 2025 endte således halvåret med en stigning på 0,18 procentpoint til 0,97 pct., efter at den i midten af februar ramte et historisk lavpunkt tæt på 0 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingen investerer i 3 aktivklasser: aktier, danske og udenlandske stats- og realkreditobligationer samt kreditobligationer, der tæller virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder. Alle aktivklasser bidrog positivt til afdelingens samlede afkast; danske obligationer bidrog kun meget beskedent til afkastet på grund af stigende renter.

Aktier gav langt det største bidrag til afkastet. Ved årets start var cirka 20 pct. af formuen placeret i aktier. Efter et meget positivt aktiemarked i første kvartal, reducerede vi medio marts aktievægten med 2 pct. Uroen vedrørende Grækenland betød, at aktieafkastet var negativt i andet kvartal, så i det lys var beslutningen god. Den bedste aktieinvestering var Danske Invest Danmark Fokus med et afkast på 26 pct.

Kreditobligationer bidrog i mindre grad til afkastet i første halvår. Det var blandt andet investeringen i Danske Invest Nye Markeder Obligationer med et afkast på 2 pct., der trak bidraget op. Efter flotte afkast de seneste år, bidrog Danske Invest Euro Investment Grade Obligationer i første halvår negativt til afkast med et fald på 2 procent.

Afdelingens andel af danske obligationer gav i første halvår et afkast på rundt regnet 0 procent, hvilket var et resultat af stigende renter i andet kvartal. Den primære årsag til rentestigningen var, at europæiske data viste tiltagende vækst og inflation. Frygten for deflation og recession blev derfor nedtonet, og investorernes afkastkrav blev øget, eksempelvis for obligationer med 20 års restløbetid.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den store usikkerhedsfaktor er Grækenland. Landet har haft behov for flere hjælpepakker fra resten af Europa, men problemerne lader til at dukke op igen og igen. Hvis udfaldet bliver en statsbankerot, vil det formentlig få stor indflydelse på de finansielle markeder i en periode. Væksten i Kina er faldet markant over det seneste år - til omkring 5 procent i 1. kvartal. Investorerne skal vænne sig til kinesisk vækst på det niveau sammenlignet med tidligere tiders vækstrater. Vi

forventer, at væksten ikke bliver højere end 6 procent.

Vi har oplevet store bevægelser på rentemarkederne i 2015. Vi forventer, at renterne fortsat vil stige - dog langt fra i det tempo, som vi så i 2. kvartal. Hvis renteutviklingen fra juni måned fortsætter i andet halvår, bliver det svært at opnå et positivt afkast på danske obligationer.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer moderat positive aktiemarkeder samt lave, men positive afkast på obligationsmarkederne i resten af 2015. Situationen i Grækenland præger Europa ved halvårets start. Uanset udfaldet forventer vi, at det ikke vil påvirke Europa nævneværdigt igennem andet halvår af flere årsager: Euro-samarbejdet er i dag langt mere robust med fælles regler for finanspolitik samt etablering af Den Europæiske Stabilitetsmekanisme til brug ved finansielle kriser, bankerne er stærkt kapitaliseret og ikke mindst står ECB klar til at anvende alle midler for at sikre, at uroen ikke breder sig.

Vi forventer, at væksten i Europa falder lidt tilbage, når effekten af den lave oliepris og høje dollarkurs aftager. Væksten vil forventeligt ligge omkring 1,5 pct. til 2 pct. Set i lyset af de senere år med Finans- og gældskrise vil det være et positivt niveau.

Vi forventer en forhøjelse af den ledende rente i USA. Væksten er cirka 3 pct., og vi forventer, at den forbliver på det niveau med baggrund i robust långivning fra et sundt banksystem og bedringen på boligmarkedet. Det er særligt lempelse af lånebetingelser, der bedrer det amerikanske boligmarked i de næste kvartaler. I skrivende stund har de finansielle markeder ikke indregnet en renteforhøjelse i år. Det kan derfor overraske markederne, hvis vi får ret. Derfor har vi i øjeblikket en lavere eksponering til risikable aktiver end tidligere på året. Når tingene normaliserer sig efter den første forhøjelse siden 2006, vil vi dog stå tilbage med en amerikansk økonomi, der vil forsætte med at vokse og komme sig efter den voldsomme recession i 2008. Det bør således være positivt for aktier og er igen et bærende element i vores argumentation for, hvorfor vi fortsat forventer positive afkast på risikable aktiver.

Med udsigt til lave afkast på danske obligationer og positiv vækst forventer vi, at aktier, virksomhedsobligationer samt obligationer fra nye markeder vil give et højere afkast end danske obligationer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, og for resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med korte danske statsobligationer med et tillæg på 0,75 procentpoint. Afkastet kan dog blive højere eller lavere - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen samt aktiemarkederne.

Mix Defensiv – Akkumulerende

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	18.869	20.570
Kursgevinster og tab	29.250	20.552
Administrationsomkostninger	-7.070	-2.921
Resultat før skat	41.049	38.201
Rente- og udbytteskat	-326	-1.083
Halvårets nettoresultat	40.723	37.118

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	12.136	4.266
Obligationer	883.558	817.327
Kapitalandele	647.467	590.479
Andre aktiver	5.644	7.838
Aktiver i alt	1.548.805	1.419.910

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	1.540.185	1.419.634
Mellemværende vedr. handelsafvikling	8.084	0
Anden gæld	536	276
Passiver i alt	1.548.805	1.419.910

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	1.419.634	1.218.947
Emissioner i perioden	95.123	93.867
Indløsninger i perioden	-15.578	-12.071
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	282	220
Periodens resultat	40.723	37.118
Medlemmernes formue ultimo	1.540.185	1.338.081

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	88,9	89,6
Øvrige finansielle instrumenter	10,5	9,6
I alt finansielle instrumenter	99,4	99,2
Øvrige aktiver og passiver	0,6	0,8
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.540.185	1.338.081
Antal andele	12.639.733	11.326.733
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	121,85	118,13
Afkast i DKK (pct)*]	2,95	2,99
Administrationsomk. (pct)*]	0,48	0,47
ÅOP	1,12	1,18

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

Mix Obligationer

Investerer i danske og udenlandske obligationer, herunder i statsobligationer fra emerging markedslande og virksomheder med såvel høj som lav kreditrating. Afdelingen er aktivt styret. Hovedparten af afdelingens investeringer vil være i eller afdækket mod danske kroner.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer i danske og udenlandske obligationer, herunder i statsobligationer udstedt af lande med en høj kreditrating og i statsobligationer udstedt af emerging markedslande, dvs. lande med lav kreditrating, samt i obligationer og lignende udstedt af kreditinstitutioner og virksomheder med såvel høj som lav kreditrating. Obligationerne kan være udstedt i såvel danske kroner som i udenlandske valutaer, ligesom obligationerne kan have såvel kort som lang varighed. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle obligationstyper og valutaer, dog udgør danske obligationer minimum 50 pct. af formuen. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, nye markeder emerging markets, event-risici, selskabsspecifikke forhold og modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 2 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit "Risici samt risiko styring".

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår et negativt afkast på 1,34 pct. Afdelingen har intet benchmark, og det opnåede afkast var ikke tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen for korte europæiske statsobligationer med et tillæg på 0,50 procentpoint, der steg 0,66 pct. i samme periode. Afdelingen har ikke indfriet vores forventninger om positive afkast grundet stigende renter og højere rentespænd.

Markedet

I første halvår af 2015 blev emerging markets-obligationer, udstedt i USD, påvirket af nogle modsatrettede faktorer. På den positive side steg olieprisen med ca. 10 pct., ligesom råvarepriserne generelt stabiliserede sig, men på den negative side skuffede den økonomiske vækst i emerging markedslandene atter en gang. Merrenten på nye markeder-obligationer, i forhold til tilsvarende amerikanske statsobligationer (kreditspændet), var meget volatil gennem halvåret, men sluttede i 3,5 procentpoint, hvilket var uændret i forhold til niveauet ved årsskiftet. Det resulterede i, at emerging markets-statsobligationer, udstedt i USD, men valutasikret over for DKK, kom ud af halvåret med et afkast på 1,1 pct., hvilket var 2,5 procentpoint højere end afkastet på tilsvarende amerikanske statsobligationer.

Det var et meget begivenhedsrigt halvår på det danske obligationsmarked. Året startede med, at Den Europæiske Centralbank (ECB) annoncerede et meget stort opkøbsprogram af obligationer med det formål at bekæmpe deflation, presse renteniveauet ned og hermed kickstarte den europæiske vækst. Dette medførte valutauro og en styrkelse af den danske krone, hvorefter Nationalbanken ad 4 omgange sænkede indskudsbevisrenten til rekordlave -0,75 pct. Disse tiltag bevirkede, at renterne i første kvartal faldt kraftig. Rentefaldet blev dog hurtigt afløst af rentestigninger, drevet af positive vækstforventninger i USA og Europa og ikke mindst forventninger om en aflivning af deflationsfrygten.

Renten på den toneangivende 10-årige statsobligation med udløb i 2025 endte således halvåret med en stigning på 0,18 procentpoint til 0,97 pct., efter at den i midten af februar ramte et historisk lavpunkt tæt på 0 pct.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juli 2012
Risikoindeksator (1-7): 2
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060430627
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	20,3%
1-3 år	19,8%
3-5 år	22,4%
5-10 år	29,8%
Over 10 år	1,5%
Øvrige inkl. likvide	6,2%

Mix Obligationer

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens investeringer kan som hovedregel inddeles i 3 segmenter: Danske obligationer (primært stats- og realkreditobligationer), udenlandske obligationer (primært statsobligationer og realkredit lignende obligationer samt indeksobligationer) og kreditobligationer (virksomhedsobligationer med både høj og lav kreditværdighed samt obligationer fra lande i de nye markeder). Danske obligationer bidrog negativt til afkastet, mens kreditobligationer bidrog positivt.

Afdelingens andel af danske obligationer gav et negativt afkast på 2 pct. Det startede positivt med hjælp fra Den Europæiske Centralbank, der igangsatte opkøb af europæiske statsobligationer og pressede renteniveauerne ned. I april måned begyndte renterne at stige, og det fortsatte halvåret ud. Den primære årsag til rentestigningen var, at europæiske økonomiske nøgletal viste tiltagende vækst og inflation. Frygten for deflation og recession blev derfor nedtonet, og investorernes afkastkrav på obligationer blev øget. Det gik særligt ud over obligationer med lang restløbetid.

Afdelingens andel af kreditobligationer var mellem 24 og 29 procent med et afkast på 1 pct. Det var investeringer i amerikanske virksomhedsobligationer med lav kreditværdighed og obligationer fra lande i de nye markeder, der trækker afkastet op. Efter flotte afkast de seneste år bidrog Danske Invest Euro Investment Grade Obligationer i første halvår 2015 negativt til afkast med et fald på 2 pct., hvilket var på niveau med afkastet for danske obligationer.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den store usikkerhedsfaktor er Grækenland. Landet har haft behov for flere hjælpepakker fra resten af Europa, men problemerne lader til at dukke op igen og igen. Hvis udfaldet bliver en statsbankerot, vil det formentlig få stor indflydelse på de finansielle markeder i en periode.

Væksten i Kina er faldet markant over det seneste år - til omkring 5 procent i 1. kvartal. Investorerne skal vænne sig til kinesisk vækst på det niveau sammenlignet med tidligere tiders vækstrater. Vi forventer, at væksten ikke bliver højere end 6 procent.

Vi har oplevet store bevægelser på rentemarkederne i 2015. Vi forventer, at renterne fortsat vil stige - dog langt fra i det tempo, som vi så i 2. kvartal. Hvis renteutviklingen fra juni måned fortsætter i andet halvår, bliver det svært at opnå et positivt afkast på danske obligationer.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer lave, men positive afkast på obligationsmarkederne i resten af 2015.

Situationen i Grækenland præger Europa ved halvårets start. Uanset udfaldet forventer vi, at det ikke vil påvirke Europa nævneværdigt igennem andet halvår af flere årsager: Euro-samarbejdet er i dag langt mere robust med fælles regler for finanspolitik samt etablering af Den Europæiske Stabilitetsmekanisme til brug ved finansielle kriser, bankerne er stærkt kapitaliseret og ikke mindst står ECB klar til at anvende alle midler for at sikre, at uroen ikke breder sig.

Vi forventer, at væksten i Europa falder lidt tilbage, når effekten af den lave oliepris og høje dollarkurs aftager. Væksten vil forventeligt ligge omkring 1,5 pct. til 2 pct. Set i lyset af de senere år med Finans- og gældskrise vil det være et positivt niveau.

Vi forventer en forhøjelse af den ledende rente i USA. Væksten er cirka 3 pct., og vi forventer, at den forbliver på det niveau med baggrund i robust långivning fra et sundt banksystem og bedringen på boligmarkedet. Det er særligt lempelse af lånebetingelser, der bedrer det amerikanske boligmarked i de næste kvartaler. I skrivende stund har de finansielle markeder ikke indregnet en renteforhøjelse i år. Det kan derfor overraske markederne, hvis vi får ret. Derfor har vi i øjeblikket en lavere eksponering til risikable aktiver end tidligere på året. Når tingene normaliserer sig efter den første forhøjelse siden 2006, vil vi dog stå tilbage med en amerikansk økonomi, der vil forsætte med at vokse og komme sig efter den voldsomme recession i 2008. Det bør således være positivt for aktier og er igen et bærende element i vores argumentation for, hvorfor vi fortsat forventer positive afkast på risikable aktiver.

Med udsigt til lave afkast på danske obligationer og positiv vækst forventer vi, at virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder vil give et højere afkast end danske obligationer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med korte europæiske statsobligationer med et tillæg på 0,50 procentpoint. Afkastet kan dog blive højere eller lavere blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen samt aktiemarkederne.

Mix Obligationer

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	52.389	58.735
Kursgevinster og tab	-97.610	55.368
Administrationsomkostninger	-15.475	-8.912
Halvårets nettoresultat	-60.697	105.191

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	7.948	846
Obligationer	3.045.715	2.827.947
Kapitalandele	1.108.044	899.917
Andre aktiver	13.629	17.827
Aktiver i alt	4.175.336	3.746.537

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	4.075.019	3.560.949
Mellemværende vedr. handelsafvikling	98.624	184.643
Anden gæld	1.692	944
Passiver i alt	4.175.336	3.746.537

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	3.560.949	3.079.075
Udlodning fra sidste år	-78.800	-84.820
Emissioner i perioden	1.228.109	530.723
Indløsninger i perioden	-575.870	-272.728
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.328	547
Periodens resultat	-60.697	105.191
Medlemmernes formue ultimo	4.075.019	3.357.988

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	101,9	104,7
I alt finansielle instrumenter	101,9	104,7
Øvrige aktiver og passiver	-1,9	-4,7
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	4.075.019	3.357.988
Antal andele	40.517.780	32.179.032
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi [DKK pr. andel]	100,57	104,35
Afkast i DKK [pct]*]	-1,34	3,36
Administrationsomk. [pct]*]	0,40	0,40
ÅOP	0,86	1,01

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

Mix Obligationer – Akkumulerende

Investerer i danske og udenlandske obligationer, herunder i statsobligationer fra emerging markedslande og virksomheder med såvel høj som lav kreditrating. Afdelingen er aktivt styret. Hovedparten af afdelingens investeringer vil være i eller afdækket mod danske kroner.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer i danske og udenlandske obligationer, herunder i statsobligationer udstedt af lande med en høj kreditrating og i statsobligationer udstedt af emerging markedslande, dvs. lande med lav kreditrating, samt i obligationer og lignende udstedt af kreditinstitutioner og virksomheder med såvel høj som lav kreditrating. Obligationerne kan være udstedt i såvel danske kroner som i udenlandske valutaer, ligesom obligationerne kan have såvel kort som lang varighed. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle obligationstyper og valutaer, dog udgør danske obligationer minimum 50 pct. af formuen. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, nye markeder emerging markets, event-risici, selskabsspecifikke forhold og modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 2 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit "Risici samt risiko styring".

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår af 2015 et negativt afkast på 1,39 pct. Afdelingen har intet benchmark, og det opnåede afkast var ikke tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen for korte europæiske statsobligationer med et tillæg på 0,50 procentpoint, der steg 0,66 pct. i samme periode. Afdelingen har ikke indfriet vores forventninger om positive afkast grundet stigende renter og højere rentespænd.

I første halvår af 2015 blev emerging markets-obligationer, udstedt i USD, påvirket af nogle modsatrettede faktorer. På den positive side steg olieprisen med ca. 10 pct., ligesom råvarepriserne generelt stabiliserede sig, men på den negative side skuffede den økonomiske vækst i emerging markedslandene atter en gang. Merrenten på nye markeder-obligationer, i forhold til tilsvarende amerikanske statsobligationer (kreditspændet), var meget volatil gennem halvåret, men sluttede i 3,5 procentpoint, hvilket var uændret i forhold til niveauet ved årsskiftet. Det resulterede i, at emerging markets-statsobligationer, udstedt i USD, men valutasikret over for DKK, kom ud af halvåret med et afkast på 1,1 pct., hvilket var 2,5 procentpoint højere end afkastet på tilsvarende amerikanske statsobligationer.

Det var et meget begivenhedsrigt halvår på det danske obligationsmarked. Året startede med, at Den Europæiske Centralbank (ECB) annoncerede et meget stort opkøbsprogram af obligationer med det formål at bekæmpe deflation, presse renteniveauet ned og hermed kickstarte den europæiske vækst. Dette medførte valutauro og en styrkelse af den danske krone, hvorefter Nationalbanken ad 4 omgange sænkede indskudsbevisrenten til rekordlave -0,75 pct. Disse tiltag bevirkede, at renterne i første kvartal faldt kraftig. Rentefaldet blev dog hurtigt afløst af rentestigninger, drevet af positive vækstforventninger i USA og Europa og ikke mindst forventninger om en aflivning af deflationsfrygten.

Renten på den toneangivende 10-årige statsobligation med udløb i 2025 endte således halvåret med en stigning på 0,18 procentpoint til 0,97 pct., efter at den i midten af februar ramte et historisk lavpunkt tæt på 0 pct.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Oktober 2005
Risikoindeksator (1-7): 2
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060010924
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	23,3%
1-3 år	17,5%
3-5 år	21,2%
5-10 år	30,7%
Over 10 år	1,5%
Øvrige inkl. likvide	5,8%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,21
Standardafvigelse	1,80

Mix Obligationer – Akkumulerende

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens investeringer kan som hovedregel inddeles i 3 segmenter: Danske obligationer (primært stats- og realkreditobligationer), udenlandske obligationer (primært statsobligationer og realkredit lignende obligationer samt indeksobligationer) og kreditobligationer (virksomhedsobligationer med både høj og lav kreditværdighed samt obligationer fra lande i de nye markeder). Danske obligationer bidrog negativt til afkastet, mens kreditobligationer bidrog positivt.

Afdelingens andel af danske obligationer gav et negativt afkast på 2 pct. Det startede positivt med hjælp fra Den Europæiske Centralbank, der igangsatte opkøb af europæiske statsobligationer og pressede renteniveauerne ned. I april måned begyndte renterne at stige, og det fortsatte halvåret ud. Den primære årsag til rentestigningen var, at europæiske økonomiske nøgletal viste tiltagende vækst og inflation. Frygten for deflation og recession blev derfor nedtonet, og investorernes afkastkrav på obligationer blev øget. Det gik særligt ud over obligationer med lang restløbetid.

Afdelingens andel af kreditobligationer var mellem 24 og 29 procent med et afkast på 1 pct. Det var investeringer i amerikanske virksomhedsobligationer med lav kreditværdighed og obligationer fra lande i de nye markeder, der trækker afkastet op. Efter flotte afkast de seneste år bidrog Danske Invest Euro Investment Grade Obligationer i første halvår 2015 negativt til afkast med et fald på 2 pct., hvilket var på niveau med afkastet for danske obligationer.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den store usikkerhedsfaktor er Grækenland. Landet har haft behov for flere hjælpepakker fra resten af Europa, men problemerne lader til at dukke op igen og igen. Hvis udfaldet bliver en statsbankerot, vil det formentlig få stor indflydelse på de finansielle markeder i en periode.

Væksten i Kina er faldet markant over det seneste år - til omkring 5 procent i 1. kvartal. Investorerne skal vænne sig til kinesisk vækst på det niveau sammenlignet med tidligere tiders vækstrater. Vi forventer, at væksten ikke bliver højere end 6 procent.

Vi har oplevet store bevægelser på rentemarkederne i 2015. Vi forventer, at renterne fortsat vil stige - dog langt fra i det tempo, som vi så i 2. kvartal. Hvis renteutviklingen fra juni måned fortsætter i andet halvår, bliver det svært at opnå et positivt afkast på danske obligationer.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer lave, men positive afkast på obligationsmarkederne i resten af 2015.

Situationen i Grækenland præger Europa ved halvårets start. Uanset udfaldet forventer vi, at det ikke vil påvirke Europa nævneværdigt igennem andet halvår af flere årsager: Euro-samarbejdet er i dag langt mere robust med fælles regler for finanspolitik samt etablering af Den Europæiske Stabilitetsmekanisme til brug ved finansielle kriser, bankerne er stærkt kapitaliseret og ikke mindst står ECB klar til at anvende alle midler for at sikre, at uroen ikke breder sig.

Vi forventer, at væksten i Europa falder lidt tilbage, når effekten af den lave oliepris og høje dollarkurs aftager. Væksten vil forventeligt ligge omkring 1,5 pct. til 2 pct. Set i lyset af de senere år med Finans- og gældskrise vil det være et positivt niveau.

Vi forventer en forhøjelse af den ledende rente i USA. Væksten er cirka 3 pct., og vi forventer, at den forbliver på det niveau med baggrund i robust långivning fra et sundt banksystem og bedringen på boligmarkedet. Det er særligt lempelse af lånebetingelser, der bedrer det amerikanske boligmarked i de næste kvartaler. I skrivende stund har de finansielle markeder ikke indregnet en renteforhøjelse i år. Det kan derfor overraske markederne, hvis vi får ret. Derfor har vi i øjeblikket en lavere eksponering til risikable aktiver end tidligere på året. Når tingene normaliserer sig efter den første forhøjelse siden 2006, vil vi dog stå tilbage med en amerikansk økonomi, der vil forsætte med at vokse og komme sig efter den voldsomme recession i 2008. Det bør således være positivt for aktier og er igen et bærende element i vores argumentation for, hvorfor vi fortsat forventer positive afkast på risikable aktiver.

Med udsigt til lave afkast på danske obligationer og positiv vækst forventer vi, at virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder vil give et højere afkast end danske obligationer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med korte europæiske statsobligationer med et tillæg på 0,50 procentpoint. Afkastet kan dog blive højere eller lavere blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen samt aktiemarkederne.

Mix Obligationer – Akkumulerende

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	10.043	11.053
Kursgevinster og tab	-23.929	19.638
Administrationsomkostninger	-4.337	-2.438
Halvårets nettoresultat	-18.223	28.254

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	2.964	1.818
Obligationer	888.050	769.095
Kapitalandele	305.660	256.022
Afledte finansielle instrumenter	2	5
Andre aktiver	3.873	4.638
Aktiver i alt	1.200.548	1.031.577

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	1.170.457	991.342
Afledte finansielle instrumenter	74	58
Mellemværende vedr. handelsafvikling	29.520	39.923
Anden gæld	497	254
Passiver i alt	1.200.548	1.031.577

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	991.342	761.589
Emissioner i perioden	207.502	182.853
Indløsninger i perioden	-10.612	-21.465
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	448	406
Periodens resultat	-18.223	28.254
Medlemmernes formue ultimo	1.170.457	951.637

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	84,7	89,0
Øvrige finansielle instrumenter	17,3	14,4
I alt finansielle instrumenter	102,0	103,4
Øvrige aktiver og passiver	-2,0	-3,4
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.170.457	951.637
Antal andele	10.460.413	8.378.162
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi [DKK pr. andel]	111,89	113,59
Afkast i DKK [pct]*]	-1,39	3,38
Administrationsomk. [pct]*]	0,40	0,40
ÅOP	0,86	1,01

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

Mix Offensiv – Akkumulerende

Investerer i danske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra emerging markets-lande og virksomhederobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 60 pct. af afdelingen. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer i både danske og udenlandske aktier og obligationer - herunder i obligationer fra nye markeder og fra virksomheder. Afdelingen spreder dermed sine investeringer på flere aktivtyper, dvs. både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer er afhængig af vores forventninger til markedsudviklingen og hensynet til den samlede risiko. Aktier kan maksimalt udgøre 60 pct. af afdelingens formue. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer af aktier og obligationer samt valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder emerging markets, event-risiko, modpartsrisiko samt valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår af 2015 et positivt afkast på 7,48 pct. Afdelingen har intet benchmark, og det opnåede afkast var meget tilfredsstillende, med et tillæg på 2,00 procentpoint, i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen for korte europæiske statsobligationer, der steg 1,41 pct. i samme periode.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 11,7 pct. i første halvår 2015. Amerikanske aktier har i første halvår leveret et afkast på 10,3 pct., som primært skyldes en styrkelse af den amerikanske dollar over for danske kroner. Det amerikanske aktiemarked havde for første gang i adskillige år en svag udvikling drevet af en høj prisfastsættelse og mindre positive forventninger til indtjeningsudviklingen. Det modsatte gjorde sig gældende for Europa, der fik et afkast på 13,0 pct. understøttet af stigende økonomisk aktivitet, stigende konkurrenceevne for eksporterhvervene og en attraktiv prisfastsættelse i forhold til andre aktiemarkeder. Japan leverede det højeste afkast af de tre regioner med en stigning på hele 23,6 pct. De nye markeder gav et afkast på 12,0 pct., men oplevede en svagt skuffende indtjeningsudvikling på tværs af regioner.

I første halvår af 2015 blev emerging markets-obligationer, udstedt i USD, påvirket af nogle modsatrettede faktorer. På den positive side steg olieprisen med ca. 10 pct., ligesom råvarepriserne generelt stabiliserede sig, men på den negative side skuffede den økonomiske vækst i emerging markets-landene atter en gang. Merrenten på nye markeder-obligationer, i forhold til tilsvarende amerikanske statsobligationer (kreditspændet), var meget volatil gennem halvåret, men sluttede i 3,5 procentpoint, hvilket var uændret i forhold til niveauet ved årsskiftet. Det resulterede i, at emerging markets-statsobligationer, udstedt i USD, men valutasikret over for DKK, kom ud af halvåret med et afkast på 1,1 pct., hvilket var 2,5 procentpoint højere end afkastet på tilsvarende amerikanske statsobligationer.

Det var et meget begivenhedsrigt halvår på det danske obligationsmarked. Året startede med, at Den Europæiske Centralbank (ECB) annoncerede et meget stort opkøbsprogram

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Juni 2010
Risikoindeksator [1-7]: 4
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060228716
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

FORMUEFORDELING

Danske obl.	27,1%
Danske aktier	6,5%
Udenlandske obl.	22,0%
Udenlandske akt.	43,7%
Øvrige inkl. likvide	0,7%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,24
Standardafvigelse	5,72

Mix Offensiv – Akkumulerende

af obligationer med det formål at bekæmpe deflation, presse renteniveauet ned og hermed kickstarte den europæiske vækst. Dette medførte valutauro og en styrkelse af den danske krone, hvorefter Nationalbanken ad 4 omgange sænkede indskudsbevisrenten til rekordlave -0,75 pct. Disse tiltag bevirkede, at renterne i første kvartal faldt kraftig. Rentefaldet blev dog hurtigt afløst af rentestigninger, drevet af positive vækstforventninger i USA og Europa og ikke mindst forventninger om en aflivning af deflationsfrygten.

Renten på den toneangivende 10-årige statsobligation med udløb i 2025 endte således halvåret med en stigning på 0,18 procentpoint til 0,97 pct., efter at den i midten af februar ramte et historisk lavpunkt tæt på 0 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingen investerer i 3 aktivklasser: aktier, danske og udenlandske stats- og realkreditobligationer samt kreditobligationer, der tæller virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder. Aktier og kreditobligationer bidrog positivt til afdelingens afkast. På den anden side bidrog danske obligationer negativt til afkastet på grund af stigende renter.

Aktier gav langt det største bidrag til afkastet. Ved årets start var cirka 52 pct. af formuen placeret i aktier. Efter et meget positivt aktiemarked i første kvartal, reducerede vi medio maj aktievægten. Uroen vedrørende Grækenland betød, at aktieafkastet var negativt i den resterende del af halvåret, så i det lys var beslutningen god. Den bedste aktieinvestering var Danske Invest Danmark Fokus med et afkast på 27 pct.

Kreditobligationer bidrog i mindre grad til afkast i første halvår. Det var blandt andet investeringen i Danske Invest Nye Markeder Obligationer med et afkast på 2 pct., der trak bidraget op. Efter flotte afkast de seneste år bidrog Danske Invest Euro Investment Grade Obligationer i første halvår negativt til afkast med et fald på 2 pct.

Afdelingens andel af danske obligationer gav i første halvår et negativt afkast på 2 pct., hvilket var et resultat af stigende renter i andet kvartal. Den primære årsag til rentestigningen var, at europæiske data viste tiltagende vækst og inflation. Frygten for deflation og recession blev derfor nedtonet, og investorernes afkastkrav blev øget for eksempelvis obligationer med 20 års restløbetid.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den store usikkerhedsfaktor er Grækenland. Landet har haft behov for flere hjælpepakker fra resten af Europa, men problemerne lader til at dukke op igen og igen. Hvis udfaldet bliver en statsbankerot, vil det formentlig få stor indflydelse på de finansielle markeder i en periode. Væksten i Kina er faldet markant over det seneste år - til omkring 5 procent i 1. kvartal. Investorerne skal vænne sig til kinesisk vækst på det niveau sammenlignet med tidligere tiders vækstrater. Vi forventer, at væksten ikke bliver højere end 6 procent.

Vi har oplevet store bevægelser på rentemarkederne i 2015. Vi forventer, at renterne fortsat vil stige - dog langt fra i det tempo, som vi så i 2. kvartal. Hvis renteutviklingen fra juni måned fortsætter i andet halvår, bliver det svært at opnå et positivt afkast på danske obligationer.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer moderat positive aktiemarkeder samt lave, men positive afkast på obligationsmarkederne i resten af 2015. Situationen i Grækenland præger Europa ved halvårets start. Uanset udfaldet forventer vi, at det ikke vil påvirke Europa nævneværdigt igennem andet halvår af flere årsager: Euro-samarbejdet er i dag langt mere robust med fælles regler for finanspolitik samt etablering af Den Europæiske Stabilitetsmekanisme til brug ved finansielle kriser, bankerne er stærkt kapitaliseret og ikke mindst står ECB klar til at anvende alle midler for at sikre, at uroen ikke breder sig.

Vi forventer, at væksten i Europa falder lidt tilbage, når effekten af den lave oliepris og høje dollarkurs aftager. Væksten vil forventeligt ligge omkring 1,5 pct. til 2 pct. Set i lyset af de senere år med Finans- og gældskrise vil det være et positivt niveau.

Vi forventer en forhøjelse af den ledende rente i USA. Væksten er cirka 3 pct., og vi forventer, at den forbliver på det niveau med baggrund i robust långivning fra et sundt banksystem og bedringen på boligmarkedet. Det er særligt lempelse af lånebetingelser, der bedrer det amerikanske boligmarked i de næste kvartaler. I skrivende stund har de finansielle markeder ikke indregnet en renteforhøjelse i år. Det kan derfor overraske markederne, hvis vi får ret. Derfor har vi i øjeblikket en lavere eksponering til risikable aktiver end tidligere på året. Når tingene normaliserer sig efter den første forhøjelse siden 2006, vil vi dog stå tilbage med en amerikansk økonomi, der vil forsætte med at vokse og komme sig efter den voldsomme recession i 2008. Det bør således være positivt for aktier og er igen et bærende element i vores argumentation for, hvorfor vi fortsat forventer positive afkast på risikable aktiver.

Med udsigt til lave afkast på danske obligationer og positiv vækst forventer vi, at aktier, virksomhedsobligationer samt obligationer fra nye markeder vil give et højere afkast end danske obligationer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med korte danske statsobligationer med et tillæg på 2,00 procentpoint. Afkastet kan dog blive højere eller lavere - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen samt aktiemarkederne.

Mix Offensiv – Akkumulerende

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	11.076	5.783
Kursgevinster og tab	29.609	10.884
Administrationsomkostninger	-3.394	-453
Resultat før skat	37.291	16.214
Rente- og udbytteskat	-324	-516
Halvårets nettoresultat	36.967	15.698

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	4.303	4.173
Obligationer	171.144	137.805
Kapitalandele	456.023	361.913
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	1.102
Andre aktiver	1.853	1.070
Aktiver i alt	633.324	506.062

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	631.908	497.535
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.310	8.484
Anden gæld	105	44
Passiver i alt	633.324	506.062

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	497.535	298.103
Emissioner i perioden	100.009	73.253
Indløsninger i perioden	-2.912	0
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	310	183
Periodens resultat	36.967	15.698
Medlemmernes formue ultimo	631.908	387.237

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	86,8	89,8
Øvrige finansielle instrumenter	12,5	10,7
I alt finansielle instrumenter	99,2	100,4
Øvrige aktiver og passiver	0,8	-0,4
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	631.908	387.237
Antal andele	4.328.961	2.921.961
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	145,97	132,53
Afkast i DKK [pct]*]	7,48	4,74
Administrationsomk. [pct]*]	0,58	0,58
ÅOP	1,38	1,45

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

Mix Offensiv Plus – Akkumulerende

Investerer i danske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra emerging markets-lande og virksomhederobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 80 pct. af afdelingen. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer i både danske og udenlandske aktier og obligationer - herunder i obligationer fra nye markeder og fra virksomheder. Afdelingen spreder dermed sine investeringer på flere aktivtyper, dvs. både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer er afhængig af vores forventninger til markedsudviklingen og hensynet til den samlede risiko. Aktier kan maksimalt udgøre 80 pct. af afdelingens formue. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer af aktier og obligationer samt valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder emerging markets, event-risiko, modpartsrisiko samt valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår af 2015 et positivt afkast på 9,16 pct. Afdelingen har intet benchmark, og det opnåede afkast var tilfredsstillende, med et tillæg på 2,50 pct., i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen for korte europæiske statsobligationer der steg 1,86 pct. i samme periode.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 11,7 pct. i første halvår 2015. Amerikanske aktier har i første halvår leveret et afkast på 10,3 pct., som primært skyldes en styrkelse af den amerikanske dollar over for danske kroner. Det amerikanske aktiemarked havde for første gang i adskillige år en svag udvikling drevet af en høj prisfastsættelse og mindre positive forventninger til indtjeningsudviklingen. Det modsatte gjorde sig gældende for Europa, der fik et afkast på 13,0 pct. understøttet af stigende økonomisk aktivitet, stigende konkurrenceevne for eksporterhvervene og en attraktiv prisfastsættelse i forhold til andre aktiemarkeder. Japan leverede det højeste afkast af de tre regioner med en stigning på hele 23,6 pct. De nye markeder gav et afkast på 12,0 pct., men oplevede en svagt skuffende indtjeningsudvikling på tværs af regioner.

I første halvår af 2015 blev emerging markets-obligationer, udstedt i USD, påvirket af nogle modsatrettede faktorer. På den positive side steg olieprisen med ca. 10 pct., ligesom råvarepriserne generelt stabiliserede sig, men på den negative side skuffede den økonomiske vækst i emerging markets-landene atter en gang. Merrenten på nye markederobligationer, i forhold til tilsvarende amerikanske statsobligationer (kreditspændet), var meget volatil gennem halvåret, men sluttede i 3,5 procentpoint, hvilket var uændret i forhold til niveauet ved årsskiftet. Det resulterede i, at emerging markets-statsobligationer, udstedt i USD, men valutasikret over for DKK, kom ud af halvåret med et afkast på 1,1 pct., hvilket var 2,5 procentpoint højere end afkastet på tilsvarende amerikanske statsobligationer.

Det var et meget begivenhedsrigt halvår på det danske obligationsmarked. Året startede med at Den Europæiske Centralbank (ECB) annoncerede et meget stort opkøbsprogram

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Juni 2010
Risikoindeksator [1-7]: 4
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060228989
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

FORMUEFORDELING

Danske obl.	11,6%
Danske aktier	9,6%
Udenlandske obl.	19,5%
Udenlandske akt.	57,6%
Øvrige inkl. likvide	1,7%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,13
Standardafvigelse	7,26

Mix Offensiv Plus – Akkumulerende

af obligationer med det formål at bekæmpe deflation, presse renteniveauet ned og hermed kickstarte den europæiske vækst. Dette medførte valutauro og en styrkelse af den danske krone, hvorefter Nationalbanken ad 4 omgange sænkede indskudsbevisrenten til rekordlave -0,75 pct. Disse tiltag bevirkede, at renterne i første kvartal faldt kraftig. Rentefaldet blev dog hurtigt afløst af rentestigninger, drevet af positive vækstforventninger i USA og Europa og ikke mindst forventninger om en aflivning af deflationsfrygten.

Renten på den toneangivende 10-årige statsobligation med udløb i 2025 endte således halvåret med en stigning på 0,18 procentpoint til 0,97 pct., efter at den i midten af februar ramte et historisk lavpunkt tæt på 0 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingen investerer i 3 aktivklasser: aktier, danske og udenlandske stats- og realkreditobligationer, samt kreditobligationer, der tæller virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder. Aktier og kreditobligationer bidrog positivt til afdelingens afkast. På den anden side bidrog danske obligationer negativt til afkastet på grund af stigende renter.

Aktier gav langt det største bidrag til afkastet. Ved årets start var cirka 64 pct. af formuen placeret i aktier. Vi ændrede ikke andelen af aktier i løbet af halvåret. De to bedste aktieinvesteringer var Danske Invest Danmark Fokus med et afkast på 26 pct. og Danske Invest Japan med et afkast på 22 pct.

Kreditobligationer bidrog i mindre grad til afkast i første halvår. Det var blandt andet investeringen i Danske Invest Nye Markeder Obligationer med et afkast på 2 pct., der trak bidraget op. Efter flotte afkast de seneste år bidrog Danske Invest Euro Investment Grade Obligationer i første halvår negativt til afkast med et fald på 2 pct.

Afdelingens andel af danske obligationer gav i første halvår et negativt afkast på 2 pct., hvilket var et resultat af stigende renter i andet kvartal. Den primære årsag til rentestigningen var, at europæiske data viste tiltagende vækst og inflation. Frygten for deflation og recession blev derfor nedtonet, og investorernes afkastkrav blev øget, eksempelvis for obligationer med 20 års restløbetid.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den store usikkerhedsfaktor er Grækenland. Landet har haft behov for flere hjælpepakker fra resten af Europa, men problemerne lader til at dukke op igen og igen. Hvis udfaldet bliver en statsbankerot, vil det formentlig få stor indflydelse på de finansielle markeder i en periode. Væksten i Kina er faldet markant over det seneste år - til omkring 5 procent i 1. kvartal. Investorerne skal vænne sig til kinesisk vækst på det niveau sammenlignet med tidligere tiders vækstrater. Vi forventer, at væksten ikke bliver højere end 6 procent.

Vi har oplevet store bevægelser på rentemarkederne i 2015. Vi forventer, at renterne fortsat vil stige - dog langt fra i det tempo, som vi så i 2. kvartal. Hvis renteutviklingen fra juni måned fortsætter i andet halvår, bliver det svært at opnå et positivt afkast på danske obligationer.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer moderat positive aktiemarkeder samt lave, men positive afkast på obligationsmarkederne i resten af 2015. Situationen i Grækenland præger Europa ved halvårets start. Uanset udfaldet forventer vi, at det ikke vil påvirke Europa nævneværdigt igennem andet halvår af flere årsager: Euro-samarbejdet er i dag langt mere robust med fælles regler for finanspolitik samt etablering af Den Europæiske Stabilitetsmekanisme til brug ved finansielle kriser, bankerne er stærkt kapitaliseret og ikke mindst står ECB klar til at anvende alle midler for at sikre, at uroen ikke breder sig.

Vi forventer, at væksten i Europa falder lidt tilbage, når effekten af den lave oliepris og høje dollarkurs aftager. Væksten vil forventeligt ligge omkring 1,5 pct. til 2 pct. Set i lyset af de senere år med Finans- og gældskrise vil det være et positivt niveau.

Vi forventer en forhøjelse af den ledende rente i USA. Væksten er cirka 3 pct., og vi forventer, at den forbliver på det niveau med baggrund i robust långivning fra et sundt banksystem og bedringen på boligmarkedet. Det er særligt lempelse af lånebetingelser, der bedrer det amerikanske boligmarked i de næste kvartaler. I skrivende stund har de finansielle markeder ikke indregnet en renteforhøjelse i år. Det kan derfor overraske markederne, hvis vi får ret. Derfor har vi i øjeblikket en lavere eksponering til risikable aktiver end tidligere på året. Når tingene normaliserer sig efter den første forhøjelse siden 2006, vil vi dog stå tilbage med en amerikansk økonomi, der vil forsætte med at vokse og komme sig efter den voldsomme recession i 2008. Det bør således være positivt for aktier og er igen et bærende element i vores argumentation for, hvorfor vi fortsat forventer positive afkast på risikable aktiver.

Med udsigt til lave afkast på danske obligationer og positiv vækst forventer vi, at aktier, virksomhedsobligationer samt obligationer fra nye markeder vil give et højere afkast end danske obligationer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med korte danske statsobligationer med et tillæg på 2,50 procentpoint. Afkastet kan dog blive højere eller lavere - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen samt aktiemarkederne.

Mix Offensiv Plus – Akkumulerende

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	5.902	2.430
Kursgevinster og tab	16.353	5.092
Administrationsomkostninger	-1.773	-155
Resultat før skat	20.482	7.368
Rente- og udbytteskat	-203	-247
Halvårets nettoresultat	20.279	7.121

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	4.934	2.541
Obligationer	36.456	34.930
Kapitalandele	272.095	181.085
Andre aktiver	765	279
Aktiver i alt	314.250	218.835

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	314.229	216.333
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	2.495
Anden gæld	21	6
Passiver i alt	314.250	218.835

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	216.333	112.557
Emissioner i perioden	77.389	47.141
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	228	125
Periodens resultat	20.279	7.121
Medlemmernes formue ultimo	314.229	166.944

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	86,7	89,0
Øvrige finansielle instrumenter	11,5	10,9
I alt finansielle instrumenter	98,2	99,9
Øvrige aktiver og passiver	1,8	0,1
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	314.229	166.944
Antal andele	2.042.230	1.224.730
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	153,87	136,31
Afkast i DKK [pct]*]	9,16	5,09
Administrationsomk. [pct]*]	0,63	0,63
ÅOP	1,49	1,59

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

Norden

Investerer i danske, svenske, norske, finske og islandske aktier. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i danske, svenske, norske, finske og islandske aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til nordiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen opnåede et afkast på 16,36 pct. i første halvår 2015, mens benchmark steg 14,72 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventninger om positivt afkast.

Markedet

Det brede nordiske aktiemarked steg med omkring 14,7 pct. i første halvår 2015, hvilket var omkring 1,4 procentpoint mere end det brede europæiske marked. Det danske marked

leverede langt det bedste afkast efterfulgt af Finland, Norge og Sverige, målt i lokalvaluta. På valutamarkedet steg den svenske krone med 1,7 pct. og den norske krone med 3,1 pct. i forhold til den danske krone, hvilket gav et bedre afkast for de indenlandske investorer. De relativt store kursstigninger skyldtes i vid udstrækning Den Europæiske Centralbanks (ECB) lempelige pengepolitik, som holdt renterne nede på et rekordlavt niveau.

Vurdering af afdelingens resultat

I første halvår 2015 klarede afdelingen sig 1,64 procentpoint bedre end benchmark. Den primære årsag til det relativt bedre resultat var vores papirvalg. Blandt de største positive bidrag til afdelingens resultat var den finske sportsudstyrskæde Amer Sport, det danske smykkefirma Pandora og den svenske vinduesproducent Inwido, som alle gav et afkast for perioden på et godt stykke over 30 pct. På sektorniveau gav vores investeringer inden for industri og forbrugsgoder de største relative bidrag til afdelingens samlede resultat. Blandt selskaberne, der leverede de største negative bidrag til afdelingens resultat, var aluminiumsproducenten Norsk Nydro, den norske lakseopdrætter Marine Harvest (positionen solgt i marts) og Lunding Mining, den svenske producent af kobber zink (solgt i april).

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Det fortsat svage opsving, vi indtil videre har set i de europæiske økonomier, er fortsat blandt de største risici her ved indgangen til andet halvår. Herudover kan den endnu uløste gældskrise i Grækenland potentielt få negativ indvirkning på dette opsving og potentielt true den økonomiske stabilitet i Europa. Vores hovedscenarie er dog, at Europa er i stand til at modstå denne trussel på grund af de omfattende tiltag, som ECB allerede har gennemført. På porteføljeniveau er den største risiko forbundet med vores relativt største aktiebesiddelser, som er i Pandora, Volvo og Inwido. For Pandora er den største risiko manglende vækst i det direkte sammenlignelige salg på de store markeder som f.eks. USA, Storbritannien og Australien. For Volvo er risikoen vedvarende svag efterspørgsel efter byggematerialer i Kina, aftagende efterspørgsel efter lastbiler i USA og den kun langsomt sti-

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Februar 1998
Risikoindikator (1-7): 6
Benchmark: VINX Benchmark Cap målt i DKK
Fondskode: DK0060188829
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

BRANCHEFORDELING

Industri	32,6%
Finans	19,1%
Forbrugsgoder	13,8%
Sundhedspleje	12,0%
Materialer	8,7%
Øvrige inkl. likvide	13,8%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,75
Standardafvigelse	15,15
Tracking error	2,79
Information Ratio	-0,42
Sharpe Ratio (benchm.)	0,84
Standardafvigelse (benchm.)	14,94
Active share	49,69

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Norden

gende efterspørgsel i Europa. For Inwido er de største risici faldende efterspørgsel på det største marked i Sverige samt den langsomme turnaround i den norske forretning.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer for andet halvår af 2015 moderat positive aktiemarkeder understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne og dermed stigende kursudsving.

Vi er optimistiske med hensyn til, at de faldende energipriser vil give de europæiske netto-olieimporterende lande en økonomisk buffer. Dette vil sandsynligvis understøtte de nordiske forbrugerrelaterede selskaber samt produktionsvirksomheder, som vi har en overvægt af i porteføljen. Vi har ligeledes positioneret porteføljen mod selskaber, som nyder godt af den faldende euro over for dollaren, og eller som nyder godt af faldende råvarepriser i relation til prisen på deres egne produkter. Eftersom markederne allerede er steget en del, er det op til virksomhederne at levere kursstigninger på baggrund af indtjeningsvækst. Vi mener dog ikke, at forventningerne er urealistisk høje.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteudviklingen.

Norden

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	6.633	6.267
Kursgevinster og tab	25.986	11.940
Administrationsomkostninger	-1.624	-1.591
Resultat før skat	30.995	16.616
Rente- og udbytteskat	73	1.356
Halvårets nettoresultat	31.067	17.972

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	1.461	4.391
Kapitalandele	190.423	182.675
Mellemværende vedr. handelsafvikling	296	0
Andre aktiver	22	0
Aktiver i alt	192.202	187.066

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	191.946	186.056
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	876
Anden gæld	256	134
Passiver i alt	192.202	187.066

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	186.056	175.230
Udlodning fra sidste år	-16.567	-30.458
Emissioner i perioden	1.463	32.743
Indløsninger i perioden	-10.100	-6.980
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	27	115
Periodens resultat	31.067	17.972
Medlemmernes formue ultimo	191.946	188.622

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,2	98,2
I alt finansielle instrumenter	99,2	98,2
Øvrige aktiver og passiver	0,8	1,8
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	191.946	188.622
Antal andele	1.016.321	1.073.155
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	188,86	175,76
Afkast i DKK (pct)*]	16,36	10,37
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	14,72	9,07
Administrationsomk. (pct)*]	0,80	0,84
ÅOP	1,77	2,14

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

Norden Indeks

Investerer indeksbaseret i nordiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i danske, svenske, norske og finske aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til nordiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring"

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvdel af 2015 et afkast på 14,83 pct., mens benchmark steg 14,72 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventninger om positivt afkast.

Markedet

Det brede nordiske aktiemarked steg med omkring 14,7 pct. i første halvår 2015, hvilket var omkring 1,4 procentpoint mere end det brede europæiske marked. Det danske marked leverede langt det bedste afkast efterfulgt af Finland, Norge

og Sverige, målt i lokalvaluta. På valutamarkedet steg den svenske krone med 1,7 pct. og den norske krone med 3,1 pct. i forhold til den danske krone, hvilket gav et bedre afkast for de indenlandske investorer. De relativt store kursstigninger skyldtes i vid udstrækning Den Europæiske Centralbanks (ECB) lempelige pengepolitik, som holdt renterne nede på et rekordlavt niveau.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,11 procentpoint højere end ændringen i benchmark, og der var således en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udviklingen i benchmark.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

Prisfastsættelsen af de europæiske aktiemarkeder er steget pænt i såvel de senere år som i indeværende halvår. Det europæiske aktiemarked er attraktivt prisfastsat relativt til øvrige aktiemarkeder baseret på en forudsætning om en positiv indtjeningsudvikling. Reduceres eller udebliver den forventede indtjeningsudvikling, eksempelvis som følge af en negativ økonomisk eller geopolitisk udvikling, forøges usikkerheden.

Den fastlåste situation mellem Europa og den græske regering i forhandlingerne om økonomisk og finansiel støtte til den græske økonomi er en usikkerhedsfaktor for markederne. Den finansielle sektors kapitalisering er væsentligt forbedret, og den økonomiske betydning af græsk økonomi i et europæisk perspektiv er begrænset. Men situationen vil på kort sigt øge usikkerheden på de finansielle markeder og få en afsmittende effekt på de sydeuropæiske rente- og aktiemarkeder. Den Europæiske Centralbank har modsat

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: December 1999
Risikoindeks (1-7): 6
Benchmark: VINX Benchmark Cap målt i DKK
Fondskode: DK0016037526
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

BRANCHEFORDELING

Finans	24,8%
Industri	22,9%
Sundhedspleje	12,7%
Forbrugsgoder	10,4%
Informationsteknologi	7,3%
Øvrige inkl. likvide	21,9%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,88
Standardafvigelse	14,90
Tracking error	1,24
Information Ratio	0,52
Sharpe Ratio (benchm.)	0,84
Standardafvigelse (benchm.)	14,94
Active share	3,20

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Norden Indeks

tilkendegivet, at man har alle forhåndenværende værktøjer parat og er villig til at anvende disse, såfremt der måtte være behov for det.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer moderat positive aktiemarkeder i resten af 2015 understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne.

Afdelingens største overvægt ved udgangen af første halvår 2015 er forsikringsselskaber, hvor hovedvægten ligger på en stærk forsikringsteknisk drift, it- og Materialeselskaber, hvor forretningsmodellen giver grobund for fortsat indtjeningsvækst. Herudover har vi fokus på selskaber, der generelt på tværs af sektorer indeholder et vist potentiale og vilje til interne forbedringer. Integrerede energiselskaber, hvor den gældende dividendepolitik opretholdes ved gældsop-tagelse og eller underinvesteringer vurderes som værende en væsentlig risikokoncentration i porteføljen. Dertil kommer selskaber, der er underlagt lave konkurrencebarrierer og eller skiftende regulatoriske regimer, som på lang sigt begrænser selskabets strategiske manøvrerum og evne til at differentiere og prissætte sine produkter attraktivt. Eksempler herpå findes i forsynings- og telekommunikationsindustrierne.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger det valgte benchmark. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

Norden Indeks

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	18.344	18.743
Kursgevinster og tab	62.416	29.601
Administrationsomkostninger	-1.775	-1.979
Resultat før skat	78.985	46.365
Rente- og udbytteskat	159	4.486
Halvårets nettoresultat	79.145	50.851

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	3.174	2.981
Kapitalandele	548.327	524.353
Andre aktiver	32	47
Aktiver i alt	551.533	527.381
PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	551.250	527.210
Anden gæld	282	170
Passiver i alt	551.533	527.381

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	527.210	544.995
Udlodning fra sidste år	-33.758	-1.304
Emissioner i perioden	1.343	1.920
Indløsninger i perioden	-22.749	-35.826
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	59	111
Periodens resultat	79.145	50.851
Medlemmernes formue ultimo	551.250	560.746

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,5	99,5
I alt finansielle instrumenter	99,5	99,5
Øvrige aktiver og passiver	0,5	0,5
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	551.250	560.746
Antal andele	3.902.059	4.323.838
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi [DKK pr. andel]	141,27	129,69
Afkast i DKK [pct]*]	14,83	9,78
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	14,72	9,07
Administrationsomk. [pct]*]	0,30	0,36
ÅOP	0,70	0,88

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

Nordiske Virksomhedsobligationer – Akk. KL

Investerer primært i virksomhedsobligationer hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i de nordiske lande. Hovedparten af afdelingens investeringer vil normalt være i EUR, NOK, SEK eller DKK. Valutarisikoen er begrænset, da andelsklasserne valutaafdækkes mod deres udstedelsessvaluta. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i fire andelsklasser:

- Nordisk Kredittobligasjon, klasse NOK h
- Nordiska Företagsobligationer, klass SEK h
- Nordiske Virksomhedsobligationer - Akkumulerende, klasse DKK h
- Pohjoisen Yrityslainat, ossuslaji EUR h

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på de følgende sider.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider.

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

Nordiske Virksomhedsobligationer – Akk. KL

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	122.082	40.448
Kursgevinster og tab	-9.884	6.123
Administrationsomkostninger	-29.731	-8.947
Halvårets nettoresultat	82.467	37.624

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	299.534	253.720
Obligationer	7.401.116	5.556.964
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	1.896
Afledte finansielle instrumenter	5.617	56.236
Andre aktiver	77.807	84.241
Aktiver i alt	7.784.074	5.953.057

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	7.767.056	5.860.926
Afledte finansielle instrumenter	10.497	89.568
Mellemværende vedr. handelsafvikling	836	0
Anden gæld	5.685	2.562
Passiver i alt	7.784.074	5.953.057

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	5.860.926	1.368.724
Emissioner i perioden	2.155.250	1.352.682
Indløsninger i perioden	-340.199	-72.179
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	8.611	5.582
Periodens resultat	82.467	37.624
Medlemmernes formue ultimo	7.767.056	2.692.433

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	93,4	92,2
Øvrige finansielle instrumenter	1,9	2,1
I alt finansielle instrumenter	95,2	94,2
Øvrige aktiver og passiver	4,8	5,8
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	7.767.056	2.692.433

*) Afdelingen er opdelt i andelsklasser, hvorfor en række af nøgletallene herefter vises under de enkelte klasser.

Nordisk Kredittobligasjon, klasse NOK h

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

Investerer i obligationer, primært virksomhedsobligationer. Hovedparten af afdelingens investeringer vil normalt være i euro eller afdækkes mod norske kroner. Afdelingen er aktivt styret.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer fortrinsvis i obligationer, konvertible obligationer og contingency bonds, der er udstedt af virksomheder hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i de nordiske lande. Der investeres primært i virksomhedsobligationer, dog kan der investeres op til 25 pct. af formuen i realkreditobligationer eller særligt dækkede obligationer udstedt af kreditinstitutter fra nordiske udstedere. Andelsklassen kan investere op til 50 pct. af formuen i virksomhedsobligationer med lav kreditkvalitet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for nordiske obligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 3 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et afkast på 1,85 pct. målt i NOK, mens benchmark i samme periode steg

0,96 pct. i NOK. Afkastet var meget tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og udviklingen i benchmark. Andelsklassen indfrie de vores forventninger om et moderat positivt afkast.

Markedet

De nordiske kreditspænd udviklede sig ganske pænt i årets første to måneder, hvorefter rentevolatilitet og tiltagende geopolitisk uro vedrørende Grækenland gjorde investorerne lidt mindre risikovillige. En kraftig stigning i de lange renter havde negativ indvirkning på afkastet på renteprodukter generelt, mens efterspørgslen efter nordiske virksomhedsobligationer holdt sig pænt oppe. Markedet er fortsat med at vokse med tilgang af mange nye udstedere, selvom der mod slutningen af halvåret sås lidt færre nyudstedelser.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassen afkast var 0,89 procentpoint højere end benchmark. Andelsklassens begrænsede rentevarighed medførte et relativt lille negativt bidrag fra de højere underliggende renter. Andelsklassens afkast nød godt af en lang række gode obligationsvalg inden for flere forskellige sektorer. Beslutning om at positionere andelsklassen i den lave ende af kvalitetsskalaen, hvor spændpotentialet er større, viste sig at give resultat.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

En markant korrektion mod et højere forventet renteniveau vil påvirke markedet for nordiske virksomhedsobligationer negativt. Da andelsklassen har moderat varighed, vil påvirkningen dog være begrænset. Stigende renter vil formentlig fjerne efterspørgselspresset efter obligationer, hvilket kan medføre højere rentespænd. Det anser vi dog som et usandsynligt scenarie.

Andelsklassen har investeret et begrænset beløb i virksomhedsobligationer af lavere kreditkvalitet. Disse papirer vil blive særligt påvirket af negative signaler om vækst i Norden, der ligger under det forventede. Tilsvarende gælder for efterstillede bank- og forsikringspapirer, som typisk er følsomme over for ændringer i investorernes risikopræferencer.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: September 2013
Risikoindeksator (1-7): 3
Benchmark: Barclays Corporate Scandi All Grades Index, 5 pct. issuer capped hedged til NOK
Fondskode: DK0060500692
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	15,8%
1-3 år	24,3%
3-5 år	28,4%
5-10 år	28,0%
Øvrige inkl. likvide	3,5%

Nordisk Kredittobligasjon, klasse NOK h

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL



Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer generelt efterspørgsel efter virksomhedsobligationer givet det lave renteniveau. Strategien holdes uændret. Dette indebærer en positionering af andelsklassen med begrænset renterisiko i kombination med højere spændrisiko med afsæt i nøje udvalgte sektorer, udstedere og individuelle obligationer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Nordisk Kredittobligasjon, klasse NOK h

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	9.093	2.070
Klassespecifikke transaktioner:		
Kursgevinster og tab på terminsforretninger	6.638	3.201
Administrationsomkostninger	-2.021	-757
Klassens resultat	13.710	4.514

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	352.604	130.283
Emissioner i perioden	201.247	79.515
Indløsninger i perioden	-1.927	-23.745
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	712	446
Periodens resultat	13.710	4.514
Medlemmernes formue ultimo	566.346	191.013

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	566.346	191.013
Antal andele	6.056.828	2.012.921
Stykstørrelse i NOK	100	100
Indre værdi (NOK pr. andel)	109,88	106,94
Afkast i NOK [pct]*]	1,85	4,00
Benchmarkafkast i NOK [pct]*]	0,96	5,31
Administrationsomk. [pct]*]	0,45	0,44

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

Nordiska Företagsobligationer, klass SEK h

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

Investerer i obligationer, primært virksomhedsobligationer. Hovedparten af afdelingens investeringer vil normalt være i euro eller afdækkes mod svenske kroner. Afdelingen er aktivt styret.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer fortrinsvis i obligationer, konvertible obligationer og contingency bonds, der er udstedt af virksomheder hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i de nordiske lande. Der investeres primært i virksomhedsobligationer, dog kan der investeres op til 25 pct. af formuen i realkreditobligationer eller særligt dækkede obligationer udstedt af kreditinstitutter fra nordiske udstedere. Andelsklassen kan investere op til 50 pct. af formuen i virksomhedsobligationer med lav kreditkvalitet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for nordiske obligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 3 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et afkast på 1,13 pct. målt i SEK, mens benchmark i samme periode steg 0,27

pct. målt i SEK. Afkastet var meget tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og udviklingen i benchmark. Andelsklassen indfrieede vores forventninger om et moderat positivt afkast.

Markedet

De nordiske kreditspænd udviklede sig ganske pænt i årets første to måneder, hvorefter rentevolatilitet og tiltagende geopolitisk uro vedrørende Grækenland gjorde investorerne lidt mindre risikovillige. En kraftig stigning i de lange renter havde negativ indvirkning på afkastet på renteprodukter generelt, mens efterspørgslen efter nordiske virksomhedsobligationer holdt sig pænt oppe. Markedet er fortsat med at vokse med tilgang af mange nye udstedere, selvom der mod slutningen af halvåret sås lidt færre nyudstedelser.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassen afkast var 0,86 procentpoint højere end benchmark. Andelsklassens begrænsede rentevarighed medførte et relativt lille negativt bidrag fra de højere underliggende renter. Andelsklassens afkast nød godt af en lang række gode obligationsvalg inden for flere forskellige sektorer. Beslutning om at positionere andelsklassen i den lave ende af kvalitetsskalaen, hvor spændpotentialet er større, viste sig at give resultat.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

En markant korrektion mod et højere forventet renteniveau vil påvirke markedet for nordiske virksomhedsobligationer negativt. Da andelsklassen har moderat varighed, vil påvirkningen dog være begrænset. Stigende renter vil formentlig fjerne efterspørgselspresset efter obligationer, hvilket kan medføre højere rentespænd. Det anser vi dog som et usandsynligt scenarie.

Andelsklassen har investeret et begrænset beløb i virksomhedsobligationer af lavere kreditkvalitet. Disse papirer vil blive særligt påvirket af negative signaler om vækst i Norden, der ligger under det forventede. Tilsvarende gælder for efterstillede bank- og forsikringspapirer, som typisk er følsomme over for ændringer i investorernes risikopræferencer.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: September 2013
Risikoindeksator (1-7): 3
Benchmark: Barclays Corporate Scandi All Grades Index, 5 pct. issuer capped hedged til SEK
Fondskode: DK0060500262
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	15,8%
1-3 år	24,3%
3-5 år	28,4%
5-10 år	28,0%
Øvrige inkl. likvide	3,5%

Nordiska Företagsobligationer, klass SEK h

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL



Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer generelt efterspørgsel efter virksomhedsobligationer givet det lave renteniveau. Strategien holdes uændret. Dette indebærer en positionering af andelsklassen med begrænset renterisiko i kombination med højere spændrisiko med afsæt i nøje udvalgte sektorer, udstedere og individuelle obligationer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Nordiska Företagsobligationer, klass SEK h

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	18.959	9.274
Klassespecifikke transaktioner:		
Kursgevinster og tab på terminsforretninger	24.327	-11.902
Administrationsomkostninger	-5.854	-1.889
Klassens resultat	37.432	-4.517

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	1.106.465	227.139
Emissioner i perioden	559.345	425.345
Indløsninger i perioden	-182.664	-36.221
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	2.623	1.588
Periodens resultat	37.432	-4.517
Medlemmernes formue ultimo	1.523.201	613.335

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.523.201	613.335
Antal andele	17.533.323	7.083.414
Stykstørrelse i SEK	100	100
Indre værdi (SEK pr. andel)	107,66	106,30
Afkast i SEK [pct]*]	1,13	3,82
Benchmarkafkast i SEK [pct]*]	0,27	4,92
Administrationsomk. [pct]*]	0,45	0,44

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

Nordiske Virksomhedsobl. – Akkumulerende, kl DKK h

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

Investerer i obligationer, primært virksomhedsobligationer. Hovedparten af afdelingens investeringer vil normalt være i euro eller afdækkes mod danske kroner eller euro. Afdelingen er aktivt styret.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer fortrinsvis i obligationer, konvertible obligationer og contingency bonds, der er udstedt af virksomheder hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i de nordiske lande. Der investeres primært i virksomhedsobligationer, dog kan der investeres op til 25 pct. af formuen i realkreditobligationer eller særligt dækkede obligationer udstedt af kreditinstitutter fra nordiske udstedere. Andelsklassen kan investere op til 50 pct. af formuen i virksomhedsobligationer med lav kreditkvalitet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for nordiske obligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 3 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et afkast på 1,01 pct., mens benchmark i samme periode faldt 0,06 pct. Afkastet var meget tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og udviklingen i benchmark. Andelsklassen indfrie vore forventninger om et moderat positivt afkast.

Markedet

De nordiske kreditspænd udviklede sig ganske pænt i årets første to måneder, hvorefter rentevolatilitet og tiltagende geopolitisk uro vedrørende Grækenland gjorde investorerne lidt mindre risikovillige. En kraftig stigning i de lange renter havde negativ indvirkning på afkastet på renteprodukter generelt, mens efterspørgslen efter nordiske virksomhedsobligationer holdt sig pænt oppe. Markedet er fortsat med at vokse med tilgang af mange nye udstedere, selvom der mod slutningen af halvåret sås lidt færre nyudstedelser.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassen afkast var 1,07 procentpoint højere end benchmark. Andelsklassens begrænsede rentevarighed medførte et relativt lille negativt bidrag fra de højere underliggende renter. Andelsklassens afkast nød godt af en lang række gode obligationsvalg inden for flere forskellige sektorer. Beslutning om at positionere andelsklassen i den lave ende af kvalitetsskalaen, hvor spændpotentialet er større, viste sig at give resultat.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

En markant korrektion mod et højere forventet renteniveau vil påvirke markedet for nordiske virksomhedsobligationer negativt. Da andelsklassen har moderat varighed, vil påvirkningen dog være begrænset. Stigende renter vil formentlig fjerne efterspørgselspresset efter obligationer, hvilket kan medføre højere rentespænd. Det anser vi dog som et usandsynligt scenarie.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: September 2013
Risikoindeksator (1-7): 3
Benchmark: Barclays Corporate Scandi All Grades Index, 5 pct. issuer capped hedged til DKK
Fondskode: DK0060500502
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	15,7%
1-3 år	24,2%
3-5 år	28,3%
5-10 år	27,9%
Øvrige inkl. likvide	3,9%

Nordiske Virksomhedsobl. – Akkumulerende, kl DKK h

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

Andelsklassen har investeret et begrænset beløb i virksomhedsobligationer af lavere kreditkvalitet. Disse papirer vil blive særligt påvirket af negative signaler om vækst i Norden, der ligger under det forventede. Tilsvarende gælder for efterstillede bank- og forsikringspapirer, som typisk er følsomme over for ændringer i investorernes risikopræferencer.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer generelt efterspørgsel efter virksomhedsobligationer givet det lave renteniveau. Strategien holdes uændret. Dette indebærer en positionering af andelsklassen med begrænset renterisiko i kombination med højere spændrisiko med afsæt i nøje udvalgte sektorer, udstedere og individuelle obligationer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Nordiske Virksomhedsobl. – Akkumulerende, kl DKK h

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	40.504	35.990
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-18.713	-4.372
Klassens resultat	21.791	31.618

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	3.706.591	952.151
Emissioner i perioden	1.354.722	55.104
Indløsninger i perioden	-150.811	-11.503
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	5.121	214
Periodens resultat	21.791	31.618
Medlemmernes formue ultimo	4.937.414	1.027.584

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	4.937.414	1.027.584
Antal andele	46.496.401	9.781.972
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	106,19	105,05
Afkast i DKK (pct)*]	1,01	3,25
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	-0,06	4,44
Administrationsomk. (pct)*]	0,44	0,44
ÅOP	1,08	1,09

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

Pohjoisen Yrityslainat, osuuslaji EUR h

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

Investerer i obligationer, primært virksomhedsobligationer. Hovedparten af afdelingens investeringer vil normalt være i euro eller afdækkes mod euro. Afdelingen er aktivt styret.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer fortrinsvis i obligationer, konvertible obligationer og contingency bonds, der er udstedt af virksomheder hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i de nordiske lande. Der investeres primært i virksomhedsobligationer, dog kan der investeres op til 25 pct. af formuen i realkreditobligationer eller særligt dækkede obligationer udstedt af kreditinstitutter fra nordiske udstedere. Andelsklassen kan investere op til 50 pct. af formuen i virksomhedsobligationer med lav kreditkvalitet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for nordiske obligationer. Andelsklassen afdækker valutarisiko og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 3 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et afkast på 1,25 pct. målt i EUR, mens benchmark i samme periode steg 0,28

pct. målt i EUR. Afkastet var meget tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og udviklingen i benchmark. Andelsklassen indfrie de vores forventninger om et moderat positivt afkast.

Markedet

De nordiske kreditspænd udviklede sig ganske pænt i årets første to måneder, hvorefter rentevolatilitet og tiltagende geopolitisk uro vedrørende Grækenland gjorde investorerne lidt mindre risikovillige. En kraftig stigning i de lange renter havde negativ indvirkning på afkastet på renteprodukter generelt, mens efterspørgslen efter nordiske virksomhedsobligationer holdt sig pænt oppe. Markedet er fortsat med at vokse med tilgang af mange nye udstedere, selvom der mod slutningen af halvåret sås lidt færre nyudstedelser.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassen afkast var 0,97 procentpoint højere end stigningen i benchmark. Andelsklassens begrænsede renteværdighed medførte et relativt lille negativt bidrag fra de højere underliggende renter. Andelsklassens afkast nød godt af en lang række gode obligationsvalg inden for flere forskellige sektorer. Beslutning om at positionere andelsklassen i den lave ende af kvalitetsskalaen, hvor spændpotentialer er større, viste sig at give resultat.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

En markant korrektion mod et højere forventet renteniveau vil påvirke markedet for nordiske virksomhedsobligationer negativt. Da andelsklassen har moderat varighed, vil påvirkningen dog være begrænset. Stigende renter vil formentlig fjerne efterspørgselspresset efter obligationer, hvilket kan medføre højere rentespænd. Det anser vi dog som et usandsynligt scenarie.

Andelsklassen har investeret et begrænset beløb i virksomhedsobligationer af lavere kreditkvalitet. Disse papirer vil blive særligt påvirket af negative signaler om vækst i Norden, der ligger under det forventede. Tilsvarende gælder for efterstillede bank- og forsikringspapirer, som typisk er følsomme over for ændringer i investorernes risikopræferencer.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: September 2013
Risikoindeksator (1-7): 3
Benchmark: Barclays Corporate Scandi All Grades Index, 5 pct. issuer capped hedged til EUR
Fondskode: DK0060500429
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	15,7%
1-3 år	24,2%
3-5 år	28,3%
5-10 år	27,9%
Øvrige inkl. likvide	3,9%

Pohjoisen Yrityslainat, osuuslaji EUR h

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL



Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer generelt efterspørgsel efter virksomhedsobligationer givet det lave renteniveau. Strategien holdes uændret. Dette indebærer en positionering af andelsklassen med begrænset renterisiko i kombination med højere spændrisiko med afsæt i nøje udvalgte sektorer, udstedere og individuelle obligationer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Pohjoisen Yrityslainat, osuuslaji EUR h

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	9.230	9.913
Klassespecifikke transaktioner:		
Kursgevinster og tab på terminsforretninger	3.447	-100
Administrationsomkostninger	-3.143	-1.618
Klassens resultat	9.535	8.195

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	695.266	49.163
Emissioner i perioden	39.937	496.316
Indløsninger i perioden	-4.798	-87
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	156	2.386
Periodens resultat	9.535	8.195
Medlemmernes formue ultimo	740.095	555.972

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	740.095	555.972
Antal andele	9.284.544	7.060.407
Stykstørrelse i EUR	10	10
Indre værdi (EUR pr. andel)	10,69	10,56
Afkast i EUR (pct)*]	1,25	3,52
Benchmarkafkast i EUR (pct)*]	0,28	4,60
Administrationsomk. (pct)*]	0,45	0,44

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

Norske Korte Obligationer – Akkumulerende KL

Investerer i primært obligationer, pengemarkedsinstrumenter og indskud i kreditinstitutter denomineret i norske kroner.

Afdelingen udbydes i to andelsklasser:

- Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK
- Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK I

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på de følgende sider.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider.

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

Norske Korte Obligationer – Akkumulerende KL

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 NOK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	4.651	7.177
Kursgevinster og tab	-646	5.577
Administrationsomkostninger	-321	-393
Halvårets nettoresultat	3.684	12.361

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	10.895	4.299
Obligationer	368.640	389.195
Andre aktiver	1.040	1.224
Aktiver i alt	380.576	394.718
PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	380.523	394.687
Anden gæld	52	32
Passiver i alt	380.576	394.718

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	394.687	588.026
Emissioner i perioden	149.510	68.887
Indløsninger i perioden	-167.516	-247.470
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	159	217
Periodens resultat	3.684	12.361
Medlemmernes formue ultimo	380.523	422.022

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,9	98,6
I alt finansielle instrumenter	96,9	98,6
Øvrige aktiver og passiver	3,1	1,4
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.NOK)	380.523	422.022

*) Afdelingen er opdelt i andelsklasser, hvorfor en række af nøgletallene herefter vises under de enkelte klasser.

Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK

Andelsklasse under Norske Korte Obligationer – Akkumulerende KL

Omfatter investering i obligationer, pengemarkedsinstrumenter og indskud i kreditinstitutter denomineret i norske kroner.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i obligationer, pengemarkedsinstrumenter og indskud i kreditinstitutter denomineret i norske kroner, har andelsklassen investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den norske rente. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, enkeltlanderisiko, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 2 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et samlet afkast på 0,94 pct. målt i NOK, mens benchmark i samme periode steg 0,45 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Andelsklassen har i første halvår indfriet vores forventninger om positive afkast, herunder vores forventning om en moderat indsnævring af spændene og deraf følgende afkast over kuponrenten.

Markedet

Norsk 3-års swap steg fra 1,22 pct. primo 2015 til 1,41 pct. pr. 30. juni 2015. Rentebevægelserne har i stor udstrækning været påvirket af udenlandske rentebevægelser. Amerikansk økonomi er kommet sig betragteligt ovenpå et svagt første kvartal, som endnu en gang skyldtes en kold vinter. Kinesisk økonomi viste tegn på opbremsning, mens krisen i Grækenland har præget det meste af nyhedsbilledet fra Europa. Endvidere har Den Europæiske Centralbank (ECB) iværksat sine obligationsopkøb, hvilket har presset de europæiske renter yderligere ned.

Den kreditpræmie, bankerne betaler for at låne penge i markedet, steg marginalt i første halvår.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,49 procentpoint højere end benchmark. Det bedre afkast skyldtes hovedsageligt andelsklassens eksponering mod virksomhedsobligationer frem for statsobligationer.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Andelsklassens største eksponering er mod banker. Vi anser sandsynligheden for konkurser blandt norske banker i 2015 som meget lav, men kreditpræmierne kan stige og udløse kurstab. En genoplussen af eurokrisen efterfulgt af en europæisk bankkrise kunne meget vel udløse et sådant scenarie. Et kraftigt fald i norsk økonomi ledsaget af stigende arbejdsløshed og faldende boligpriser vil højst sandsynligt også resultere i en kraftig stigning i kreditpræmierne.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at andet halvår 2015, og særligt den første del, fortsat vil være kraftigt præget af krisen i Grækenland. Vi forventer, at det amerikanske arbejdsmarked styrkes yderligere, og at den amerikanske centralbank (Fed) tidligst i september begynder at hæve renten, men vi vil ikke blive overraskede, hvis den første renteforhøjelse udsættes til 2016. Vi mener ikke, at udsigterne for den norske økonomi er så dårlige, som Norges Bank og det norske obligationsmarked giver udtryk for.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Oktober 2013

Risikoindikator [1-7]: 2

Benchmark: STX1 - Oslo Børs Statsobligasjonsindeks, fixed duration 0,25 year

Fondskode: DK0060517746

Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år 97,1%

Øvrige inkl. likvide 2,9%

Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK

Andelsklasse under Norske Korte Obligationer - Akkumulerende KL



Vi tror fortsat mest på virksomhedsobligationer af høj kvalitet frem for statsobligationer. Vi mener, at det løbende merafkast er meget attraktivt set i forhold til risikoen, og at det vil kunne opveje en eventuel stigning i kreditpræmierne. Vi forventer også, at den norske rente vil stige mere end det, der er indpriset i markedet.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK

Andelsklasse under Norske Korte Obligationer - Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 NOK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	443	431
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-82	-34
Klassens resultat	360	397

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	39.224	15.103
Emissioner i perioden	1.022	1.050
Indløsninger i perioden	-2.224	0
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	2	1
Periodens resultat	360	397
Medlemmernes formue ultimo	38.383	16.551

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.NOK)	38.383	16.551
Antal andele	364.076	160.509
Stykstørrelse i NOK	100	100
Indre værdi (NOK pr. andel)	105,43	103,11
Afkast i NOK [pct]*]	0,94	2,52
Benchmarkafkast i NOK [pct]*]	0,45	0,70
Administrationsomk. [pct]*]	0,22	0,21

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

Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK I

Andelsklasse under Norske Korte Obligationer – Akkumulerende KL

Omfatter investering i obligationer, pengemarkedsinstrumenter og indskud i kreditinstitutter denomineret i norske kroner.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i obligationer, pengemarkedsinstrumenter og indskud i kreditinstitutter denomineret i norske kroner, har andelsklassen investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den norske rente. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, enkeltlanderisiko, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 2 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et samlet afkast på 1,07 pct. målt i NOK, mens benchmark i samme periode steg 0,45 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Andelsklassen har i første halvår indfriet vores forventninger om positive afkast, herunder vores forventning om en moderat indsnævring af spændene og deraf følgende afkast over kuponrenten.

Markedet

Norsk 3-års swap steg fra 1,22 pct. primo 2015 til 1,41 pct. pr. 30. juni 2015. Rentebevægelserne har i stor udstrækning været påvirket af udenlandske rentebevægelser. Amerikansk økonomi er kommet sig betragteligt ovenpå et svagt første kvartal, som endnu en gang skyldtes en kold vinter. Kinesisk økonomi viste tegn på opbremsning, mens krisen i Grækenland har præget det meste af nyhedsbilledet fra Europa. Endvidere har Den Europæiske Centralbank (ECB) iværksat sine obligationsopkøb, hvilket har presset de europæiske renter yderligere ned.

Den kreditpræmie, bankerne betaler for at låne penge i markedet, steg marginalt i første halvår.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,62 procentpoint højere end benchmark. Det bedre afkast skyldtes hovedsageligt andelsklassens eksponering mod virksomhedsobligationer frem for statsobligationer.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Andelsklassens største eksponering er mod banker. Vi anser sandsynligheden for konkurser blandt norske banker i 2015 som meget lav, men kreditpræmierne kan stige og udløse kurstab. En genoplussen af eurokrisen efterfulgt af en europæisk bankkrise kunne meget vel udløse et sådant scenarie. Et kraftigt fald i norsk økonomi ledsaget af stigende arbejdsløshed og faldende boligpriser vil højst sandsynligt også resultere i en kraftig stigning i kreditpræmierne.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at andet halvår 2015, og særligt den første del, fortsat vil være kraftigt præget af krisen i Grækenland. Vi forventer, at det amerikanske arbejdsmarked styrkes yderligere, og at den amerikanske centralbank (Fed) tidligst i september begynder at hæve renten, men vi vil ikke blive overraskede, hvis den første renteforhøjelse udsættes til 2016. Vi mener ikke, at udsigterne for den norske økonomi er så dårlige, som Norges Bank og det norske obligationsmarked giver udtryk for.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: September 2013

Risikoindikator (1-7): 2

Benchmark: STX1 - Oslo Børs Statsobligasjonsindeks, fixed duration 0,25 year

Fondskode: DK0060506707

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år 97,1%

Øvrige inkl. likvide 2,9%

Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK I

Andelsklasse under Norske Korte Obligationer - Akkumulerende KL



Vi tror fortsat mest på virksomhedsobligationer af høj kvalitet frem for statsobligationer. Vi mener, at det løbende merafkast er meget attraktivt set i forhold til risikoen, og at det vil kunne opveje en eventuel stigning i kreditpræmierne. Vi forventer også, at den norske rente vil stige mere end det, der er indpriset i markedet.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK I

Andelsklasse under Norske Korte Obligationer - Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 NOK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	3.563	12.311
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-239	-347
Klassens resultat	3.324	11.964

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	355.463	572.923
Emissioner i perioden	148.488	67.838
Indløsninger i perioden	-165.292	-247.470
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	157	217
Periodens resultat	3.324	11.964
Medlemmernes formue ultimo	342.140	405.472

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.NOK)	342.140	405.472
Antal andele	3.219.901	3.912.135
Stykstørrelse i NOK	100	100
Indre værdi (NOK pr. andel)	106,26	103,64
Afkast i NOK [pct]*]	1,07	2,66
Benchmarkafkast i NOK [pct]*]	0,45	0,70
Administrationsomk. [pct]*]	0,08	0,08

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

Nye Markeder

Investorerer i udenlandske aktier i selskaber, der arbejder i de nyindustrialiserede lande. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i udenlandske aktier i selskaber, der arbejder i de nyindustrialiserede lande, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på disse markeder. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativ usikker økonomisk udvikling samt et aktiemarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet eller kan gøre det med kort varsel. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, nye markeder/emerging markets, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 1. halvår 2015 et afkast på 9,56 pct., mens benchmark steg 12,01 pct. Afdelingens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har mere end indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteuro og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Markedet

Som region oplevede Asien den mest positive udvikling blandt de nye markeder, overvejende på grund af stigninger på det kinesiske aktiemarked. Sidstnævnte skyldtes de stimuliltag, som landets regering har indført for at styrke økonomien, og den fortsatte liberalisering af de finansielle markeder, hvor tilsynsmyndighederne gennem Hong Kong-Shanghai Connect-programmet har åbnet for øget adgang for kinesiske fonde til at investere i aktier noteret i Hongkong. Inden for EMEA-regionen (Europa, Mellemøsten og Afrika) kom russiske aktier stærkt igen efter forrige års kraftige nedgang som følge af mindskede spændinger i Ukraine, faldende renter og stigende oliepriser. Dette står i skarp kontrast til den voldsomme tilbagegang på det græske aktiemarked som følge af den tilspidsede gældskrise, der har ført til restriktioner på kapitalbevægelser, og til at Grækenland har misligholdt sin gæld til Den Internationale Valutafond (IMF), der forfaldt den 30. juni. De latinamerikanske aktiemarkeder blev tyngt af et fald i de brasilianske aktier, da landets valuta er blevet svækket på grund af usikkerhed om brasiliansk økonomi og en voksende korruptionsskandale.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast i første halvår 2015 var 2,45 procentpoint lavere end stigningen i de nye markeder. Afdelingens afkast var lavere end benchmark primært som følge af den store undervægt i Kina samt overvægten af såvel Tyrkiet og Brasilien.

Investorerne havde primært rettet interessen mod de kraftige kursstigninger og efterfølgende markante fald på Kinas aktier. MSCI China Index steg kraftigt i årets første fire må-

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: April 1992
Risikoindeks (1-7): 6
Benchmark: MSCI Emerging Markets inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0015710602
Porteføljerådgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

LANDEFORDELING

Indien	16,7%
Brasilien	11,0%
Hongkong	10,5%
Mexico	7,8%
Syd Korea	5,5%
Øvrige inkl. likvide	48,5%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,49
Standardafvigelse	13,17
Tracking error	4,99
Information Ratio	0,26
Sharpe Ratio (benchm.)	0,38
Standardafvigelse (benchm.)	13,35
Active share	87,92

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Nye Markeder

neder som følge af lempelser, som giver flere adgang til at handle aktier samt pengepolitiske lempelser. Markederne styrtdykkede dog i maj og juni, da omfanget af gevinster udløste gevinsthjemtagning som følge af fortsat svage makroøkonomiske nøgletal. Ved udgangen af juni var der dog tilstrækkelig meget af fremgangen tilbage til, at Kina fortsat var det land i Asien, der havde klaret sig bedst i første halvår. Da afdelingen var undervægtet i Kina, trak udviklingen ned i det relative resultat. På aktieniveau bidrog vores manglende eksponering mod Tencent negativt til afdelingens resultat, da gode resultater og planer om indtjening på WeChat-plattformen fik aktien til at stige. Disse tab blev dog til dels opvejet af Yum Brands, som steg på nyheden om, at hedgefunden Third Point havde investeret i selskabet - angiveligt på grund af fremgang og skjulte værdier i selskabets kinesiske aktiviteter.

Brasilien tabte også terræn som følge af bekymringer om den tiltagende økonomiske opbremsning. Selvom den økonomiske vækst i første kvartal faldt mindre end forventet, er inflationen fortsat høj, og stigende ledighed førte til faldende indenlandsk efterspørgsel.

Særlige risici i forbindelse med markedsudviklingen i 2015

De kommende pengepolitiske ændringer i USA udgør en væsentlig risikofaktor. Blandede økonomiske nøgletal i USA har skabt usikkerhed om tidspunktet for den første renteforhøjelse, men bekymringen går på, at når den amerikanske centralbank (Fed) begynder at hæve renten, så kan det skabe fornyet kapitaludstrømning fra udviklingslandene, særligt lande med underskud på betalingsbalancen som f.eks. Brasilien og Tyrkiet, hvor afdelingen er overvægtet. Den gode nyhed er, at markederne i nogen udstrækning har indpriset højere renter, så usikkerheden bliver ikke så stor som dengang, da Fed annoncerede planerne om at udfase sine obligationssopkøb i 2013. Kvantitative lempelser fra andre store centralbanker som f.eks. i Europa og Japan bør også afbøde lidt af modvinden fra Fed's renteforhøjelser.

Der er også risiko forbundet med udviklingen i Kina. Yderligere uro på Kinas aktiemarked er en usikkerhedsfaktor, da denne uro kan destabilisere fastlandets økonomi på et tidspunkt, hvor den økonomiske aktivitet allerede er faldende. En kraftig økonomisk opbremsning kan få negativ afsmitning ud over landets grænser som følge af størrelsen af Kinas økonomi. I den vestlige verden er det Brasilien, der som råvareproducent og fastlands-Kinas største handelspartner er mest sårbar, og det gælder også eksportorienterede lande som Sydkorea og Taiwan. Den kinesiske regering har dog det økonomiske råderum til at holde hånden under landets økonomi og bør være i stand til at forhindre en omfattende økonomisk nedtur. Økonomisk fremgang i USA ville også i nogen grad opveje den svage aktivitet i Kina.

Vi har overvægtet Brasilien og undervægtet Sydkorea og Taiwan. Vi har også en mindre eksponering mod Kina, da landet har problemer med at overholde principperne om god selskabsledelse, og de selskaber, vi har investeret i, har en solid brancheposition og taget skridt til at implementere internationale ledelsesprincipper.

Forventet markedsudvikling og strategi for 2015

For andet halvår af 2015 forventer vi moderat positive aktiemarkeder. Selvom de makroøkonomiske begivenheder kan skabe en vis risiko, så ændrer de ikke på det langsigtede potentiale på de nye markeder. De nye markeder står også til at nyde godt af den øgede forskel i værdiansættelserne. Aktierne på de nye markeder handles generelt fortsat med en rabat i forhold til historiske niveauer, og de er fortsat attraktive i forhold til aktier fra den vestlige verden.

Trods markedsuroen ser vi fortsat positivt på det langsigtede potentiale på de nye markeder. Mange af vores selskaber er markedsførende og har klaret sig igennem krisetider, og det bør ikke være anderledes denne gang. Vi stoler på vores filosofi om at udvælge investeringer på aktieniveau, hvor vi vælger grundlæggende sunde og veldrevne selskaber.

Vi har fortsat primært overvægt af indenlandsk-orienterede virksomheder inden for f.eks. konsumentvarer og finans. Afdelingens overvægt af forbrugssektoren vil formentlig kunne udnytte en strukturel vækst i det indenlandske forbrug i nye økonomier, som drives af den voksende middelklasse og dens stigende velstand. Samtidig bør afdelingens undervægt af den cykliske it-sektor med dens evigt forandrende forretningsmodeller og stadigt kortere produktlevetider give et godt bidrag til det relative resultat, da vi ikke forventer at denne tendens vil ændre sig på længere sigt.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

Nye Markeder

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	50.627	52.500
Kursgevinster og tab	290.523	226.202
Administrationsomkostninger	-24.167	-26.626
Resultat før skat	316.983	252.076
Rente- og udbytteskat	-4.138	-5.806
Halvårets nettoresultat	312.845	246.270

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	30.129	43.558
Kapitalandele	2.776.254	2.906.900
Andre aktiver	12.148	4.341
Aktiver i alt	2.818.531	2.954.800

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	2.813.403	2.948.658
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.576	4.078
Anden gæld	3.551	2.063
Passiver i alt	2.818.531	2.954.800

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	2.948.658	3.542.643
Udlodning fra sidste år	-277.136	-287.748
Emissioner i perioden	31.816	388.598
Indløsninger i perioden	-203.797	-290.651
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.018	2.871
Periodens resultat	312.845	246.270
Medlemmernes formue ultimo	2.813.403	3.601.984

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,7	98,6
I alt finansielle instrumenter	98,7	98,6
Øvrige aktiver og passiver	1,3	1,4
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.813.403	3.601.984
Antal andele	9.594.419	12.637.021
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	293,23	285,03
Afkast i DKK [pct]*]	9,56	7,87
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	12,01	6,75
Administrationsomk. [pct]*]	0,78	0,78
ÅOP	1,85	1,86

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

Nye Markeder – Akkumulerende KL

Investerer i udenlandske aktier i selskaber, der arbejder i de nyindustrialiserede lande. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingen udbydes i tre andelsklasser:

- Global Emerging Markets, klasse NOK
- Nye Markeder - Akkumulerende, klasse DKK
- Global Emerging Markets, osuuslaji EUR

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på de følgende sider.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider.

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

Nye Markeder – Akkumulerende KL

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	13.6.-30.06.14
RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	20.986	15.464
Kursgevinster og tab	127.125	73.208
Administrationsomkostninger	-10.956	-7.727
Resultat før skat	137.156	80.946
Rente- og udbytteskat	-1.747	-1.700
Halvårets nettoresultat	135.409	79.246
BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	38.178	38.572
Kapitalandele	1.230.837	1.293.090
Mellemværende vedr. handelsafvikling	119	460
Andre aktiver	5.554	2.021
Aktiver i alt	1.274.688	1.334.143
PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	1.272.131	1.332.386
Mellemværende vedr. handelsafvikling	883	761
Anden gæld	1.674	996
Passiver i alt	1.274.688	1.334.143
NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	13.6.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	1.332.386	894.119
Emissioner i perioden	172.377	390.059
Indløsninger i perioden	-370.494	-171.011
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	2.453	2.418
Periodens resultat	135.409	79.246
Medlemmernes formue ultimo	1.272.131	1.194.831
SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN		
Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,8	97,1
I alt finansielle instrumenter	96,8	97,1
Øvrige aktiver og passiver	3,2	2,9
I alt	100,0	100,0
NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.272.131	1.194.831

*] Afdelingen er opdelt i andelsklasser, hvorfor en række af nøgletallene herefter vises under de enkelte klasser.

Global Emerging Markets, klasse NOK

Andelsklasse under Nye Markeder - Akkumulerende KL

Investorerer i udenlandske aktier i selskaber, der arbejder i de nyindustrialiserede lande. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i udenlandske aktier i selskaber, der arbejder i de nyindustrialiserede lande, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på disse markeder. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativ usikker økonomisk udvikling samt et aktiemarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet eller kan gøre det med kort varsel. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, nye markeder/emerging markets, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 1. halvår 2015 et afkast på 5,98 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 8,03 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteuoro og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Markedet

Som region oplevede Asien den mest positive udvikling blandt de nye markeder, overvejende på grund af stigninger på det kinesiske aktiemarked. Sidstnævnte skyldtes de stimulitiltag, som landets regering har indført for at styrke økonomien, og den fortsatte liberalisering af de finansielle markeder, hvor tilsynsmyndighederne gennem Hong Kong-Shanghai Connect-programmet har åbnet for øget adgang for kinesiske fonde til at investere i aktier noteret i Hongkong. Inden for EMEA-regionen (Europa, Mellemøsten og Afrika) kom russiske aktier stærkt igen efter forrige års kraftige nedgang som følge af mindskede spændinger i Ukraine, faldende renter og stigende oliepriser. Dette står i skarp kontrast til den voldsomme tilbagegang på det græske aktiemarked som følge af den tilspidsede gældskrise, der har ført til restriktioner på kapitalbevægelser, og til at Grækenland har misligholdt sin gæld til Den Internationale Valutafond (IMF), der forfaldt den 30. juni. De latinamerikanske aktiemarkeder blev tyngt af et fald i de brasilianske aktier, da landets valuta er blevet svækket på grund af usikkerhed om brasiliansk økonomi og en voksende korruptionsskandale.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast i første halvår 2015 var 2,05 procentpoint lavere end stigningen i de nye markeder. Andelsklassens afkast var lavere end benchmark primært som følge af den store undervægt i Kina samt overvægten af såvel Tyrkiet og Brasilien.

Investorerne havde primært rettet interessen mod de kraftige kursstigninger og efterfølgende markante fald på Kinas aktier. MSCI China Index steg kraftigt i årets første fire måneder som følge af lempelser, som giver flere adgang til at

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Juni 2014
Risikoindeks (1-7): 5
Benchmark: MSCI Emerging Markets Net Total return measured in NOK
Fondskode: DK0060563930
Porteføljerådgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

LANDEFORDELING

Indien	15,7%
Brasilien	10,9%
Hongkong	9,8%
Mexico	7,4%
Syd Korea	6,0%
Øvrige inkl. likvide	50,2%

NØGLETAL

Active share	87,83
--------------	-------

Måleperiode: til jun. 2015

Global Emerging Markets, klasse NOK

Andelsklasse under Nye Markeder – Akkumulerende KL

handle aktier samt pengepolitiske lempelser. Markederne styrtdykkede dog i maj og juni, da omfanget af gevinster udløste gevinsthjemtagning som følge af fortsat svage makroøkonomiske nøgletal. Ved udgangen af juni var der dog tilstrækkelig meget af fremgangen tilbage til, at Kina fortsat var det land i Asien, der havde klaret sig bedst i første halvår. Da andelsklassen var undervægtet Kina, trak udviklingen ned i det relative resultat. På aktieniveau bidrog vores manglende eksponering mod Tencent negativt til andelsklassens resultat, da gode resultater og planer om indtjening på WeChat-platformen fik aktien til at stige. Disse tab blev dog til dels opvejet af Yum Brands, som steg på nyheden om, at hedgefunden Third Point havde investeret i selskabet - angiveligt på grund af fremgang og skjulte værdier i selskabets kinesiske aktiviteter.

Brasilien tabte også terræn som følge af bekymringer om den tiltagende økonomiske opbremsning. Selvom den økonomiske vækst i første kvartal faldt mindre end forventet, er inflationen fortsat høj, og stigende ledighed førte til faldende indenlandsk efterspørgsel.

Særlige risici i forbindelse med markedsudviklingen i 2015

De kommende pengepolitiske ændringer i USA udgør en væsentlig risikofaktor. Blandede økonomiske nøgletal i USA har skabt usikkerhed om tidspunktet for den første renteforhøjelse, men bekymringen går på, at når den amerikanske centralbank (Fed) begynder at hæve renten, så kan det skabe fornyet kapitaludstrømning fra udviklingslandene, særligt lande med underskud på betalingsbalancen som f.eks. Brasilien og Tyrkiet, hvor andelsklassen er overvægtet. Den gode nyhed er, at markederne i nogen udstrækning har indpriset højere renter, så usikkerheden bliver ikke så stor som dengang, da Fed annoncerede planerne om at udfase sine obligationsopkøb i 2013. Kvantitative lempelser fra andre store centralbanker som f.eks. i Europa og Japan bør også afbøde lidt at modvinden fra Fed's renteforhøjelser.

Der er også risiko forbundet med udviklingen i Kina. Yderligere uro på Kinas aktiemarked er en usikkerhedsfaktor, da denne uro kan destabilisere fastlandets økonomi på et tidspunkt, hvor den økonomiske aktivitet allerede er faldende. En kraftig økonomisk opbremsning kan få negativ afsmitning ud over landets grænser som følge af størelsen af Kinas

økonomi. I den vestlige verden er det Brasilien, der som råvareproducent og fastlands-Kinas største handelspartner er mest sårbar, og det gælder også eksportorienterede lande som Sydkorea og Taiwan. Den kinesiske regering har dog det økonomiske råderum til at holde hånden under landets økonomi og bør være i stand til at forhindre en omfattende økonomisk nedtur. Økonomisk fremgang i USA ville også i nogen grad opveje den svage aktivitet i Kina.

Vi har overvægtet Brasilien og undervægtet Sydkorea og Taiwan. Vi har også en mindre eksponering mod Kina, da landet har problemer med at overholde principperne om god selskabsledelse, og de selskaber, vi har investeret i, har en solid brancheposition og taget skridt til at implementere internationale ledelsesprincipper.

Forventninger til markedet samt strategi

Trods markedsuroen ser vi fortsat positivt på det langsigtede potentiale på de nye markeder. Mange af vores selskaber er markedsførende og har klaret sig igennem krisetider, og det bør ikke være anderledes denne gang. Vi stoler på vores filosofi om at udvælge investeringer på aktieniveau, hvor vi vælger grundlæggende sunde og veldrevne selskaber.

Vi har fortsat primært overvægt af indenlandskorienterede virksomheder inden for f.eks. konsumentvarer og finans. Andelsklassens overvægt af forbrugssektoren vil formentlig kunne udnytte en strukturel vækst i det indenlandske forbrug i nye økonomier, som drives af den voksende middelklasse og dens stigende velstand. Samtidig bør andelsklassens undervægt af den cykliske it-sektor med dens evigt forandrende forretningsmodeller og stadig kortere produktlevetider give et godt bidrag til det relative resultat, da vi ikke forventer at denne tendens vil ændre sig på længere sigt.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

Global Emerging Markets, klasse NOK

Andelsklasse under Nye Markeder - Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	13.6.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	18.063	-1.800
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-1.892	-60
Klassens resultat	16.170	-1.860

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	13.6.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	161.204	0
Emissioner i perioden	101.250	118.035
Indløsninger i perioden	-65.684	0
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	750	471
Periodens resultat	16.170	-1.860
Medlemmernes formue ultimo	213.690	116.647

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	213.690	116.647
Antal andele	2.122.133	1.302.206
Stykstørrelse i NOK	100	100
Indre værdi (NOK pr. andel)	118,33	100,95
Afkast i NOK [pct]*]	5,98	0,95
Benchmarkafkast i NOK [pct]*]	8,03	2,29
Administrationsomk. [pct]*]	0,96	0,96

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

Global Emerging Markets, Osuuslaji EUR

Andelsklasse under Nye Markeder - Akkumulerende KL

Investorerer i udenlandske aktier i selskaber, der arbejder i de nyindustrialiserede lande. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i udenlandske aktier i selskaber, der arbejder i de nyindustrialiserede lande, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på disse markeder. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et aktiemarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet eller kan gøre det med kort varsel. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, nye markeder/emerging markets, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 1. halvår 2015 et afkast på 9,23 pct. målt i EUR, mens benchmark steg 11,83 pct. målt i EUR. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har mere end indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteuor og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Markedet

Som region oplevede Asien den mest positive udvikling blandt de nye markeder, overvejende på grund af stigninger på det kinesiske aktiemarked. Sidstnævnte skyldtes de stimulitiltag, som landets regering har indført for at styrke økonomien, og den fortsatte liberalisering af de finansielle markeder, hvor tilsynsmyndighederne gennem Hong Kong-Shanghai Connect-programmet har åbnet for øget adgang for kinesiske fonde til at investere i aktier noteret i Hongkong. Inden for EMEA-regionen (Europa, Mellemosten og Afrika) kom russiske aktier stærkt igen efter forrige års kraftige nedgang som følge af mindskede spændinger i Ukraine, faldende renter og stigende oliepriser. Dette står i skarp kontrast til den voldsomme tilbagegang på det græske aktiemarked som følge af den tilspidsede gældskrise, der har ført til restriktioner på kapitalbevægelser, og til at Grækenland har misligholdt sin gæld til Den Internationale Valutafond (IMF), der forfaldt den 30. juni. De latinamerikanske aktiemarkeder blev tyngt af et fald i de brasilianske aktier, da landets valuta er blevet svækket på grund af usikkerhed om brasiliansk økonomi og en voksende korrupsionsskandale.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 2,60 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Andelsklassens afkast var lavere end benchmark primært som følge af den store undervægt i Kina samt overvægten af såvel Tyrkiet og Brasilien.

Investorerne havde primært rettet interessen mod de kraftige kursstigninger og efterfølgende markante fald på Kinas aktier. MSCI China Index steg kraftigt i årets første fire måneder som følge af lempelser, som giver flere adgang til

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: August 2014
Risikoindeksator (1-7): 6
Benchmark: MSCI Emerging Markets inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060564151
Porteføljerådgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

LANDEFORDELING

Indien	15,7%
Brasilien	10,9%
Hongkong	9,8%
Mexico	7,4%
Syd Korea	6,0%
Øvrige inkl. likvide	50,2%

NØGLETAL

Active share	87,83
--------------	-------

Måleperiode: til jun. 2015

Global Emerging Markets, Osuuslaji EUR

Andelsklasse under Nye Markeder – Akkumulerende KL

at handle aktier samt pengepolitiske lempelser. Markederne styrtdykkede dog i maj og juni, da omfanget af gevinster udløste gevinsthjemtagning som følge af fortsat svage makroøkonomiske nøgletal. Ved udgangen af juni var der dog tilstrækkelig meget af fremgangen tilbage til, at Kina fortsat var det land i Asien, der havde klaret sig bedst i første halvår. Da andelsklassen var undervægtet Kina, trak udviklingen ned i det relative resultat. På aktieniveau bidrog vores manglende eksponering mod Tencent negativt til andelsklassens resultat, da gode resultater og planer om indtjening på WeChat-platformen fik aktien til at stige. Disse tab blev dog til dels opvejet af Yum Brands, som steg på nyheden om, at hedgefunden Third Point havde investeret i selskabet – angiveligt på grund af fremgang og skjulte værdier i selskabets kinesiske aktiviteter.

Brasilien tabte også terræn som følge af bekymringer om den tiltagende økonomiske opbremsning. Selvom den økonomiske vækst i første kvartal faldt mindre end forventet, er inflationen fortsat høj, og stigende ledighed førte til faldende indenlandsk efterspørgsel.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

De kommende pengepolitiske ændringer i USA udgør en væsentlig risikofaktor. Blandede økonomiske nøgletal i USA har skabt usikkerhed om tidspunktet for den første renteforhøjelse, men bekymringen går på, at når den amerikanske centralbank (Fed) begynder at hæve renten, så kan det skabe fornyet kapitaludstrømning fra udviklingslandene, særligt lande med underskud på betalingsbalancen som f.eks. Brasilien og Tyrkiet, hvor andelsklassen er overvægtet. Den gode nyhed er, at markederne i nogen udstrækning har indpriset højere renter, så usikkerheden bliver ikke så stor som dengang, da Fed annoncerede planerne om at udfase sine obligationsopkøb i 2013. Kvantitative lempelser fra andre store centralbanker som f.eks. i Europa og Japan bør også afbøde lidt at modvinden fra Fed's renteforhøjelser.

Der er også risiko forbundet med udviklingen i Kina. Yderligere uro på Kinas aktiemarked er en usikkerhedsfaktor, da denne uro kan destabilisere fastlandets økonomi på et tidspunkt, hvor den økonomiske aktivitet allerede er faldende. En kraftig økonomisk opbremsning kan få negativ afsmitning ud over landets grænser som følge af størrelsen af Kinas

økonomi. I den vestlige verden er det Brasilien, der som råvareproducent og fastlands-Kinas største handelspartner er mest sårbar, og det gælder også eksportorienterede lande som Sydkorea og Taiwan. Den kinesiske regering har dog det økonomiske råderum til at holde hånden under landets økonomi og bør være i stand til at forhindre en omfattende økonomisk nedtur. Økonomisk fremgang i USA ville også i nogen grad opveje den svage aktivitet i Kina.

Vi har overvægtet Brasilien og undervægtet Sydkorea og Taiwan. Vi har også en mindre eksponering mod Kina, da landet har problemer med at overholde principperne om god selskabsledelse, og de selskaber, vi har investeret i, har en solid brancheposition og taget skridt til at implementere internationale ledelsesprincipper.

Forventninger til markedet samt strategi

Trods markedsuroen ser vi fortsat positivt på det langsigtede potentiale på de nye markeder. Mange af vores selskaber er markedsførende og har klaret sig igennem krisetider, og det bør ikke være anderledes denne gang. Vi stoler på vores filosofi om at udvælge investeringer på aktieniveau, hvor vi vælger grundlæggende sunde og veldrevne selskaber.

Vi har fortsat primært overvægt af indenlandskorienterede virksomheder inden for f.eks. konsumentvarer og finans. Andelsklassens overvægt af forbrugssektoren vil formentlig kunne udnytte en strukturel vækst i det indenlandske forbrug i nye økonomier, som drives af den voksende middelklasse og dens stigende velstand. Samtidig bør andelsklassens undervægt af den cykliske it-sektor med dens evigt forandrende forretningsmodeller og stadigt kortere produktlevetider give et godt bidrag til det relative resultat, da vi ikke forventer at denne tendens vil ændre sig på længere sigt.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

Global Emerging Markets, Osuuslaji EUR

Andelsklasse under Nye Markeder - Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	27.8.-31.12.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	2.424	-912
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-436	-147
Klassens resultat	1.988	-1.059

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	27.8.-31.12.14
Medlemmernes formue primo	25.867	0
Emissioner i perioden	26.914	29.675
Indløsninger i perioden	-7.619	-2.772
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	156	22
Periodens resultat	1.988	-1.059
Medlemmernes formue ultimo	47.307	25.867

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	27.8.-31.12.14
Medlemmernes formue (t.DKK)	47.307	25.867
Antal andele	607.486	363.499
Stykstørrelse i EUR	10	10
Indre værdi (EUR pr. andel)	10,44	9,56
Afkast i EUR (pct)*]	9,23	-4,43
Benchmarkafkast i EUR (pct)*]	11,81	-3,49
Administrationsomk. (pct)*]	0,96	1,92

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

Nye Markeder – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Nye Markeder – Akkumulerende KL

Investorerer i udenlandske aktier i selskaber, der arbejder i de nyindustrialiserede lande. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i udenlandske aktier i selskaber, der arbejder i de nyindustrialiserede lande, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på disse markeder. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativ usikker økonomisk udvikling samt et aktiemarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet eller kan gøre det med kort varsel. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, nye markeder/emerging markets, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 1. halvår 2015 et afkast på 9,75 pct., mens benchmark steg 12,01 pct. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har mere end indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteuuro og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Markedet

Som region oplevede Asien den mest positive udvikling blandt de nye markeder, overvejende på grund af stigninger på det kinesiske aktiemarked. Sidstnævnte skyldtes de stimulitiltag, som landets regering har indført for at styrke økonomien, og den fortsatte liberalisering af de finansielle markeder, hvor tilsynsmyndighederne gennem Hong Kong-Shanghai Connect-programmet har åbnet for øget adgang for kinesiske fonde til at investere i aktier noteret i Hongkong. Inden for EMEA-regionen (Europa, Mellemøsten og Afrika) kom russiske aktier stærkt igen efter forrige års kraftige nedgang som følge af mindskede spændinger i Ukraine, faldende renter og stigende oliepriser. Dette står i skarp kontrast til den voldsomme tilbagegang på det græske aktiemarked som følge af den tilspidsede gældskrise, der har ført til restriktioner på kapitalbevægelser, og til at Grækenland har misligholdt sin gæld til Den Internationale Valutafond (IMF), der forfaldt den 30. juni. De latinamerikanske aktiemarkeder blev tyngt af et fald i de brasilianske aktier, da landets valuta er blevet svækket på grund af usikkerhed om brasiliansk økonomi og en voksende korruptionsskandale.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 2,26 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Andelsklassens afkast var lavere end benchmark primært som følge af den store undervægt i Kina samt overvægten af såvel Tyrkiet og Brasilien.

Investorerne havde primært rettet interessen mod de kraftige kursstigninger og efterfølgende markante fald på Kinas aktier. MSCI China Index steg kraftigt i årets første fire må-

ANDELSKLASSENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Juni 2006
Risikoindeksator [1-7]: 6
Benchmark: MSCI Emerging Markets inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060042026
Porteføljeraðgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

LANDEFORDELING

Indien	15,7%
Brasilien	10,9%
Hongkong	9,8%
Mexico	7,4%
Syd-korea	6,0%
Øvrige inkl. likvide	50,2%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,50
Standardafvigelse	13,13
Tracking error	5,10
Information Ratio	0,30
Sharpe Ratio (benchm.)	0,38
Standardafvigelse (benchm.)	13,35
Active share	87,83

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Nye Markeder – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Nye Markeder – Akkumulerende KL

neder som følge af lempelser, som giver flere adgang til at handle aktier samt pengepolitiske lempelser. Markederne styrtdykkede dog i maj og juni, da omfanget af gevinster udløste gevinsthjemtagning som følge af fortsat svage makroøkonomiske nøgletal. Ved udgangen af juni var der dog tilstrækkelig meget af fremgangen tilbage til, at Kina fortsat var det land i Asien, der havde klaret sig bedst i første halvår. Da andelsklassen var undervægtet Kina, trak udviklingen ned i det relative resultat. På aktieniveau bidrog vores manglende eksponering mod Tencent negativt til andelsklassens resultat, da gode resultater og planer om indtjening på WeChat-platformen fik aktien til at stige. Disse tab blev dog til dels opvejet af Yum Brands, som steg på nyheden om, at hedgefunden Third Point havde investeret i selskabet - angiveligt på grund af fremgang og skjulte værdier i selskabets kinesiske aktiviteter.

Brasilien tabte også terræn som følge af bekymringer om den tiltagende økonomiske opbremsning. Selvom den økonomiske vækst i første kvartal faldt mindre end forventet, er inflationen fortsat høj, og stigende ledighed førte til faldende indenlandsk efterspørgsel.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

De kommende pengepolitiske ændringer i USA udgør en væsentlig risikofaktor. Blandede økonomiske nøgletal i USA har skabt usikkerhed om tidspunktet for den første rentefor-

højelse, men bekymringen går på, at når den amerikanske centralbank (Fed) begynder at hæve renten, så kan det skabe fornyet kapitaludstrømning fra udviklingslandene, særligt lande med underskud på betalingsbalancen som f.eks. Brasilien og Tyrkiet, hvor andelsklassen er overvægtet. Den gode nyhed er, at markederne i nogen udstrækning har indpriset højere renter, så usikkerheden bliver ikke så stor som dengang, da Fed annoncerede planerne om at udfase sine obligationsopkøb i 2013. Kvantitative lempelser fra andre store centralbanker som f.eks. i Europa og Japan bør også afbøde lidt at modvinden fra Fed's renteforhøjelser.

Der er også risiko forbundet med udviklingen i Kina. Yderligere uro på Kinas aktiemarked er en usikkerhedsfaktor, da denne uro kan destabilisere fastlandets økonomi på et tidspunkt, hvor den økonomiske aktivitet allerede er faldende. En kraftig økonomisk opbremsning kan få negativ afsmitning ud over landets grænser som følge af størrelsen af Kinas økonomi. I den vestlige verden er det Brasilien, der som råvareproducent og fastlands-Kinas største handelspartner er mest sårbar, og det gælder også eksportorienterede lande som Sydkorea og Taiwan. Den kinesiske regering har dog det økonomiske råderum til at holde hånden under landets økonomi og bør være i stand til at forhindre en omfattende økonomisk nedtur. Økonomisk fremgang i USA ville også i nogen grad opveje den svage aktivitet i Kina.

Nye Markeder – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Nye Markeder – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	125.878	88.698
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-8.628	-7.592
Klassens resultat	117.250	81.106

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	1.145.316	894.119
Emissioner i perioden	44.214	272.024
Indløsninger i perioden	-297.191	-171.011
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.547	1.947
Periodens resultat	117.250	81.106
Medlemmernes formue ultimo	1.011.135	1.078.184

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.011.135	1.078.184
Antal andele	3.713.901	4.455.172
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	272,26	242,01
Afkast i DKK (pct)*]	9,75	7,95
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	12,01	6,75
Administrationsomk. (pct)*]	0,78	0,78
ÅOP	1,84	1,86

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

Nye Markeder Indeksobligationer

Indeksobligationer fra nye markeder hvor afkastet er knyttet til udviklingen i inflationsindeks. Afdelingens investeringer afdækkes som udgangspunkt ikke mod danske kroner. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risiko-styring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer i indeksobligationer, hvor afkastet er knyttet til inflationsindeks inden for de nye markeder. Obligationerne vil være udstedt i lokalvalutaer fra de nye markeder. De nye markeder kan f.eks. være Brasilien, Chile, Israel, Mexico, Polen, Sydafrika, Sydkorea, Thailand, og Tyrkiet. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Afdelingen afdækker ikke valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, event-risici, nye markeder/emerging markets samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit "Risici samt risiko styring".

Afkast og benchmark

Afdelingen gav siden start d. 6. maj 2015 et afkast på 0,33 pct., mens benchmark steg 0,66 pct. Afdelingens afkast var mindre tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og udviklingen i benchmark.

Markedet

Efterhånden som de økonomiske nøgletal i USA blev styrket, og de globale renter steg fra de meget lave niveauer, blev obligationerne på de nye markeder påvirket, og dette førte til højere nominelle og realrenter på de fleste markeder. Valutaerne på de nye markeder blev styrket, og perioden endte marginalt svagere eller uændret i forhold til US dollar.

Reaktionerne på udviklingen i Grækenland har indtil videre været afdæmpede, og negative nyheder har svækket valutaerne på de nye markeder en anelse, hvorimod realrenterne har reageret forskelligt i de enkelte lande med f.eks. faldende renter i Mexico og Israel og stigende renter i Sydafrika og Polen.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingen gav et afkast, som var 0,33 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Der var et positivt bidrag til afdelingens relative afkast fra undervægt i Tyrkiet, mens overvægten i Israel trak ned i afdelingens relative afkast.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den største risiko med hensyn til markedsudviklingen er, hvis væksten og inflationen i USA overrasker markant positivt, da det vil få den amerikanske centralbank (Fed) til at fremrykke sine renteforhøjelser. Det kunne få negativ afsmitning på valutaerne på de nye markeder og lægge opadgående pres på renterne i disse lande. Hvis den negative udvikling i Grækenland får negativ afsmitning på den globale tillid og gør investorerne mindre risikovillige, vil det også få negativ indvirkning på de nye markeder.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Maj 2015
Risikoindeks (1-7): 4
Benchmark: Barclays EM Govt Inflation-Linked Bond Index Ex-Colombia Ex-Argentina Constrained
Fondskode: DK0060625200
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	8,8%
1-3 år	37,9%
3-5 år	31,0%
5-10 år	17,7%
Over 10 år	2,6%
Øvrige inkl. likvide	2,0%

Nye Markeder Indeksobligationer

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at den amerikanske centralbank (Fed) begynder at hæve renten mod slutningen af året. Selvom vi vurderer, at forventningerne til den amerikanske pengepolitik allerede er indpriset på de nye markeder, vil landenes valutaer nok alligevel reagere negativt, når Fed begynder at hæve renten. Vi forventer, at en række centralbanker på de nye markeder vil begynde at hæve renten i kølvandet på Fed's første renteforhøjelse. Vi forventer stigende global inflation i forhold til i første halvår, da de negative engangseffekter fra den højere oliepris ikke længere vil være med i tallene.

Afdelingen er overvægtet Mexico, da vi mener, at der er indregnet for mange renteforhøjelser for 2015. Omvendt er afdelingen undervægtet varighed i Israel, da renten er meget lav og forbundet med den amerikanske rente. Vi vurderer også, at der er risiko for, at inflationen overrasker negativt i Israel. Generelt er afdelingen undervægtet varighed.

Vi forventer, at afdelingen vil give et positivt afkast i andet halvår 2015 takket været en relativt høj løbende rente og udsigten til fortsat høj inflation på de markeder, hvor afdelingen investerer, mens valutakursudsving kan trække ned i afdelingens resultat.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Nye Markeder Indeksobligationer

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	6.5.-30.06.15
Renter og udbytter	688
Kursgevinster og tab	-1.617
Administrationsomkostninger	-258
Resultat før skat	-1.187
Rente- og udbytteskat	-20
Halvårets nettoresultat	-1.207

BALANCE	30.06.15
AKTIVER	
Likvide midler	2.878
Obligationer	149.107
Andre aktiver	1.085
Aktiver i alt	153.070
PASSIVER	
Medlemmernes formue 1]	152.908
Anden gæld	161
Passiver i alt	153.070

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	6.5.-30.06.15
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i perioden	153.352
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	763
Periodens resultat	-1.207
Medlemmernes formue ultimo	152.908

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,5
I alt finansielle instrumenter	97,5
Øvrige aktiver og passiver	2,5
I alt	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015
Medlemmernes formue (t.DKK)	152.908
Antal andele	1.524.000
Stykstørrelse i DKK	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	100,33
Afkast i DKK (pct)*]	0,33
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	0,66
Administrationsomk. (pct)*]	0,60
ÅOP	1,33

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

Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Indeksobligationer fra nye markeder hvor afkastet er knyttet til udviklingen i inflationsindeks. Afdelingens investeringer afdækkes som udgangspunkt ikke mod danske kroner. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i fire andelsklasser:

- Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende, klasse DKK
- Nye Markeder Realrente Obligasjon, klasse NOK
- Reaalikorko Kehittyvät Markkinat, osuuslaji EUR
- Tillväxtmarknadsobligationer Real Ränta, klass SEK

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på de følgende sider.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider.

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	6.5.-30.06.15
Renter og udbytter	752
Kursgevinster og tab	-1.754
Administrationsomkostninger	-283
Resultat før skat	-1.285
Rente- og udbytteskat	-23
Halvårets nettoresultat	-1.308

BALANCE	30.06.15
AKTIVER	
Likvide midler	4.184
Obligationer	159.412
Andre aktiver	1.170
Aktiver i alt	164.766
PASSIVER	
Medlemmernes formue 1]	164.592
Anden gæld	174
Passiver i alt	164.766

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	6.5.-30.06.15
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i perioden	165.278
Indløsninger i perioden	-1
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	623
Periodens resultat	-1.308
Medlemmernes formue ultimo	164.592

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,9
I alt finansielle instrumenter	96,9
Øvrige aktiver og passiver	3,1
I alt	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015
Medlemmernes formue (t.DKK)	164.592

*1) Afdelingen er opdelt i andelsklasser, hvorfor en række af nøgletallene herefter vises under de enkelte klasser.

Nye Markeder Indeksobligationer – Akk., klasse DKK

Andelsklasse under Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Indeksobligationer fra nye markeder hvor afkastet er knyttet til udviklingen i inflationsindeks. Afdelingens investeringer afdækkes som udgangspunkt ikke mod danske kroner. Afdelingen er aktivt styret.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i indeksobligationer, hvor afkastet er knyttet til inflationsindeks inden for de nye markeder. Obligationerne vil være udstedt i lokalvalutaer fra de nye markeder. De nye markeder kan f.eks. være Brasilien, Chile, Israel, Mexico, Polen, Sydafrika, Sydkorea, Thailand, og Tyrkiet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, event-risici, nye markeder/emerging markeds samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afkastet fra andelsklassens start d. 6. maj 2015 blev 0,18 pct., mens benchmark steg 0,66 pct. Andelsklassens afkast var mindre tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og udviklingen i benchmark.

Markedet

Efterhånden som de økonomiske nøgletal i USA blev styrket, og de globale renter steg fra de meget lave niveauer, blev obligationerne på de nye markeder påvirket, og dette førte til højere nominelle og realrenter på de fleste markeder. Valutaerne på de nye markeder blev styrket, og perioden endte marginalt svagere eller uændret i forhold til US dollar.

Reaktionerne på udviklingen i Grækenland har indtil videre været afdæmpede, og negative nyheder har svækket valutaerne på de nye markeder en anelse, hvorimod realrenterne har reageret forskelligt i de enkelte lande med f.eks. faldende renter i Mexico og Israel og stigende renter i Sydafrika og Polen.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,48 procentpoint lavere end stigningen i benchmark. Der var et positivt bidrag til andelsklassens relative afkast fra undervægt i Tyrkiet, mens overvægten i Israel trak ned i andelsklassens relative afkast.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den største risiko med hensyn til markedsudviklingen er, hvis væksten og inflationen i USA overrasker markant positivt, da det vil få den amerikanske centralbank (Fed) til at fremrykke sine renteforhøjelser. Det kunne få negativ afsmitning på valutaerne på de nye markeder og lægge opadgående pres på renterne i disse lande. Hvis den negative udvikling i Grækenland får negativ afsmitning på den globale tillid og gør investorerne mindre risikovillige, vil det også få negativ indvirkning på de nye markeder.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Maj 2015
Risikoindeks (1-7): 4
Benchmark: Barclays EM Govt Inflation-Linked Bond Index Ex-Colombia Ex-Argentina Constrained
Fondskode: DK0060625390
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	9,1%
1-3 år	36,5%
3-5 år	31,2%
5-10 år	18,0%
Over 10 år	2,7%
Øvrige inkl. likvide	2,5%

Nye Markeder Indeksobligationer – Akk., klasse DKK

Andelsklasse under Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at den amerikanske centralbank (Fed) begynder at hæve renten mod slutningen af året. Selvom vi vurderer, at forventningerne til den amerikanske pengepolitik allerede er indpriset på de nye markeder, vil landenes valutaer nok alligevel reagere negativt, når Fed begynder at hæve renten. Vi forventer, at en række centralbanker på de nye markeder vil begynde at hæve renten i kølvandet på Fed's første renteforhøjelse. Vi forventer stigende global inflation i forhold til i første halvår, da de negative engangseffekter fra den højere oliepris ikke længere vil være med i tallene.

Andelsklassen er overvægtet Mexico, da vi mener, at der er indregnet for mange renteforhøjelser for 2015. Omvendt er andelsklassen undervægtet varighed i Israel, da renten er meget lav og forbundet med den amerikanske rente. Vi vurderer også, at der er risiko for, at inflationen overrasker negativt i Israel. Generelt er andelsklassen undervægtet varighed.

Vi forventer, at andelsklassen vil give et positivt afkast i andet halvår 2015 takket været en relativt høj løbende rente og udsigten til fortsat høj inflation på de markeder, hvor andelsklassen investerer, mens valutakursudsving kan trække ned i andelsklassens resultat.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Nye Markeder Indeksobligationer – Akk., klasse DKK

Andelsklasse under Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	6.5.-30.06.15
Andel af resultat af fællesporteføljen	-1.157
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	-199
Klassens resultat	-1.356

MEDLEMMERNES FORMUE	6.5.-30.06.15
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i perioden	124.961
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	623
Periodens resultat	-1.356
Medlemmernes formue ultimo	124.227

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015
Medlemmernes formue (t.DKK)	124.227
Antal andele	1.240.000
Stykstørrelse i DKK	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	100,18
Afkast i DKK (pct)*]	0,18
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	0,66
Administrationsomk. (pct)*]	0,60
ÅOP	1,33

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

Nye Markeder Realrente Obligasjon, klasse NOK

Andelsklasse under Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Indeksobligationer fra nye markeder hvor afkastet er knyttet til udviklingen i inflationsindeks. Afdelingens investeringer afdækkes som udgangspunkt ikke mod danske kroner. Afdelingen er aktivt styret.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i indeksobligationer, hvor afkastet er knyttet til inflationsindeks inden for de nye markeder. Obligationerne vil være udstedt i lokalvalutaer fra de nye markeder. De nye markeder kan f.eks. være Brasilien, Chile, Israel, Mexico, Polen, Sydafrika, Sydkorea, Thailand, og Tyrkiet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, event-risici, nye markeder/emerging markets samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afkastet fra andelsklassens start d. 6. maj 2015 blev 4,53 pct. målt i NOK, mens benchmark steg med 5,10 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var mindre tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og udviklingen i benchmark.

Markedet

Efterhånden som de økonomiske nøgletal i USA blev styrket, og de globale renter steg fra de meget lave niveauer, blev obligationerne på de nye markeder påvirket, og dette førte til højere nominelle og realrenter på de fleste markeder. Valutaerne på de nye markeder blev styrket, og perioden endte marginalt svagere eller uændret i forhold til US dollar.

Reaktionerne på udviklingen i Grækenland har indtil videre været afdæmpede, og negative nyheder har svækket valutaerne på de nye markeder en anelse, hvorimod realrenterne har reageret forskelligt i de enkelte lande med f.eks. faldende renter i Mexico og Israel og stigende renter i Sydafrika og Polen.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,57 procentpoint lavere end stigningen i benchmark. Der var et positivt bidrag til andelsklassens relative afkast fra undervægt i Tyrkiet, mens overvægten i Israel trak ned i andelsklassens relative afkast.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den største risiko med hensyn til markedsudviklingen er, hvis væksten og inflationen i USA overrasker markant positivt, da det vil få den amerikanske centralbank (Fed) til at fremrykke sine renteforhøjelser. Det kunne få negativ afsmitning på valutaerne på de nye markeder og lægge opadgående pres på renterne i disse lande. Hvis den negative udvikling i Grækenland får negativ afsmitning på den globale tillid og gør investorerne mindre risikovillige, vil det også få negativ indvirkning på de nye markeder.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Maj 2015
Risikoindeks (1-7): 5
Benchmark: Barclays EM Govt Inflation-Linked Bond Index Ex-Colombia Ex-Argentina Constrained
Fondskode: DK0060625473
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	9,1%
1-3 år	36,5%
3-5 år	31,2%
5-10 år	18,0%
Over 10 år	2,7%
Øvrige inkl. likvide	2,5%

Nye Markeder Realrente Obligasjon, klasse NOK

Andelsklasse under Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at den amerikanske centralbank (Fed) begynder at hæve renten mod slutningen af året. Selvom vi vurderer, at forventningerne til den amerikanske pengepolitik allerede er indpriset på de nye markeder, vil landenes valutaer nok alligevel reagere negativt, når Fed begynder at hæve renten. Vi forventer, at en række centralbanker på de nye markeder vil begynde at hæve renten i kølvandet på Fed's første renteforhøjelse. Vi forventer stigende global inflation i forhold til i første halvår, da de negative engangseffekter fra den højere oliepris ikke længere vil være med i tallene.

Andelsklassen er overvægtet Mexico, da vi mener, at der er indregnet for mange renteforhøjelser for 2015. Omvendt er andelsklassen undervægtet varighed i Israel, da renten er meget lav og forbundet med den amerikanske rente. Vi vurderer også, at der er risiko for, at inflationen overrasker negativt i Israel. Generelt er andelsklassen undervægtet varighed.

Vi forventer, at andelsklassen vil give et positivt afkast i andet halvår 2015 takket været en relativt høj løbende rente og udsigten til fortsat høj inflation på de markeder, hvor andelsklassen investerer, mens valutakursudsving kan trække ned i andelsklassens resultat.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Nye Markeder Realrente Obligasjon, klasse NOK

Andelsklasse under Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	6.5.-30.06.15
Andel af resultat af fællesporteføljen	68
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	-28
Klassens resultat	40

MEDLEMMERNES FORMUE	6.5.-30.06.15
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i perioden	13.304
Periodens resultat	40
Medlemmernes formue ultimo	13.344

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015
Medlemmernes formue (t.DKK)	13.344
Antal andele	150.000
Stykstørrelse i NOK	100
Indre værdi (NOK pr. andel)	104,53
Afkast i NOK (pct)*]	4,53
Benchmarkafkast i NOK (pct)*]	5,10
Administrationsomk. (pct)*]	0,62

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

Reaalikorko Kehittyvät Markkinat, osuuslaji EUR

Andelsklasse under Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Indeksobligationer fra nye markeder hvor afkastet er knyttet til udviklingen i inflationsindeks. Afdelingens investeringer afdækkes som udgangspunkt ikke mod danske kroner. Afdelingen er aktivt styret.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i indeksobligationer, hvor afkastet er knyttet til inflationsindeks inden for de nye markeder. Obligationerne vil være udstedt i lokalvalutaer fra de nye markeder. De nye markeder kan f.eks. være Brasilien, Chile, Israel, Mexico, Polen, Sydafrika, Sydkorea, Thailand, og Tyrkiet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativ usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, event-risici, nye markeder/emerging markets samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekset er andelsklassen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afkastet fra andelsklassens start d. 6. maj 2015 blev 0,17 pct. målt i EUR, mens benchmark steg 0,73 pct. målt i EUR. Andelsklassens afkast var mindre tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og udviklingen i benchmark.

Markedet

Efterhånden som de økonomiske nøgletal i USA blev styrket, og de globale renter steg fra de meget lave niveauer, blev obligationerne på de nye markeder påvirket, og dette førte til højere nominelle og realrenter på de fleste markeder. Valutaerne på de nye markeder blev styrket, og perioden endte marginalt svagere eller uændret i forhold til US dollar.

Reaktionerne på udviklingen i Grækenland har indtil videre været afdæmpede, og negative nyheder har svækket valutaerne på de nye markeder en anelse, hvorimod realrenterne har reageret forskelligt i de enkelte lande med f.eks. faldende renter i Mexico og Israel og stigende renter i Sydafrika og Polen.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,56 procentpoint lavere end stigningen i benchmark. Der var et positivt bidrag til andelsklassens relative afkast fra undervægt i Tyrkiet, mens overvægten i Israel trak ned i andelsklassens relative afkast.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den største risiko med hensyn til markedsudviklingen er, hvis væksten og inflationen i USA overrasker markant positivt, da det vil få den amerikanske centralbank (Fed) til at fremrykke sine renteforhøjelser. Det kunne få negativ afsmitning på valutaerne på de nye markeder og lægge opadgående pres på renterne i disse lande. Hvis den negative udvikling i Grækenland får negativ afsmitning på den globale tillid og gør investorerne mindre risikovillige, vil det også få negativ indvirkning på de nye markeder.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Maj 2015
Risikoindeks (1-7): 5
Benchmark: Barclays EM Govt Inflation-Linked Bond Index Ex-Colombia Ex-Argentina Constrained
Fondskode: DK0060625556
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	9,1%
1-3 år	36,5%
3-5 år	31,2%
5-10 år	18,0%
Over 10 år	2,7%
Øvrige inkl. likvide	2,5%

Reaalikorko Kehittyvät Markkinat, osuuslaji EUR

Andelsklasse under Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at den amerikanske centralbank (Fed) begynder at hæve renten mod slutningen af året. Selvom vi vurderer, at forventningerne til den amerikanske pengepolitik allerede er indpriset på de nye markeder, vil landenes valutaer nok alligevel reagere negativt, når Fed begynder at hæve renten. Vi forventer, at en række centralbanker på de nye markeder vil begynde at hæve renten i kølvandet på Fed's første renteforhøjelse. Vi forventer stigende global inflation i forhold til i første halvår, da de negative engangseffekter fra den højere oliepris ikke længere vil være med i tallene.

Andelsklassen overvægtet Mexico, da vi mener, at der er indregnet for mange renteforhøjelser for 2015. Omvendt er andelsklassen undervægtet varighed i Israel, da renten er meget lav og forbundet med den amerikanske rente. Vi vurderer også, at der er risiko for, at inflationen overrasker negativt i Israel. Generelt er andelsklassen undervægtet varighed.

Vi forventer, at andelsklassen vil give et positivt afkast i andet halvår 2015 takket været en relativt høj løbende rente og udsigten til fortsat høj inflation på de markeder, hvor andelsklassen investerer, mens valutakursudsving kan trække ned i andelsklassen resultat.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Reaalikorko Kehittyvät Markkinat, osuuslaji EUR

Andelsklasse under Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	6.5.-30.06.15
Andel af resultat af fællesporteføljen	62
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	-31
Klassens resultat	31

MEDLEMMERNES FORMUE	6.5.-30.06.15
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i perioden	14.914
Periodens resultat	31
Medlemmernes formue ultimo	14.945

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015
Medlemmernes formue (t.DKK)	14.945
Antal andele	200.000
Stykstørrelse i EUR	10
Indre værdi (EUR pr. andel)	10,02
Afkast i EUR (pct)*]	0,17
Benchmarkafkast i EUR (pct)*]	0,73
Administrationsomk. (pct)*]	0,62

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

Tillväxtmarknadsobligationer Real Ränta, klass SEK

Andelsklasse under Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Indeksobligationer fra nye markeder hvor afkastet er knyttet til udviklingen i inflationsindeks. Afdelingens investeringer afdækkes som udgangspunkt ikke mod danske kroner. Afdelingen er aktivt styret.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i indeksobligationer, hvor afkastet er knyttet til inflationsindeks inden for de nye markeder. Obligationerne vil være udstedt i lokalvalutaer fra de nye markeder. De nye markeder kan f.eks. være Brasilien, Chile, Israel, Mexico, Polen, Sydafrika, Sydkorea, Thailand, og Tyrkiet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, event-risici, nye markeder/emerging markets samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 5 – jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav siden start d. 6. maj 2015 et negativt afkast på 0,52 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 0,04 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var mindre tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og udviklingen i benchmark.

Markedet

Efterhånden som de økonomiske nøgletal i USA blev styrket, og de globale renter steg fra de meget lave niveauer, blev obligationerne på de nye markeder påvirket, og dette førte til højere nominelle og realrenter på de fleste markeder. Valutærne på de nye markeder blev styrket, og perioden endte marginalt svagere eller uændret i forhold til US dollar.

Reaktionerne på udviklingen i Grækenland har indtil videre været afdæmpede, og negative nyheder har svækket valutaerne på de nye markeder en anelse, hvorimod realrenterne har reageret forskelligt i de enkelte lande med f.eks. faldende renter i Mexico og Israel og stigende renter i Sydafrika og Polen.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,56 procentpoint lavere end stigningen i benchmark. Der var et positivt bidrag til andelsklassens relative afkast fra undervægt i Tyrkiet, mens overvægten i Israel trak ned i andelsklassens relative afkast.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den største risiko med hensyn til markedsudviklingen er, hvis væksten og inflationen i USA overrasker markant positivt, da det vil få den amerikanske centralbank (Fed) til at fremrykke sine renteforhøjelser. Det kunne få negativ afsmitning på valutaerne på de nye markeder og lægge opadgående pres på renterne i disse lande. Hvis den negative udvikling i Grækenland får negativ afsmitning på den globale tillid og gør investorerne mindre risikovillige, vil det også få negativ indvirkning på de nye markeder.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Maj 2015
Risikoindikator [1-7]: 5
Benchmark: Barclays EM Govt Inflation-Linked Bond Index Ex-Colombia Ex-Argentina Constrained
Fondskode: DK0060625630
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	9,1%
1-3 år	36,5%
3-5 år	31,2%
5-10 år	18,0%
Over 10 år	2,7%
Øvrige inkl. likvide	2,5%

Tillväxtmarknadsobligationer Real Ränta, klass SEK

Andelsklasse under Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at den amerikanske centralbank (Fed) begynder at hæve renten mod slutningen af året. Selvom vi vurderer, at forventningerne til den amerikanske pengepolitik allerede er indpriset på de nye markeder, vil landenes valutaer nok alligevel reagere negativt, når Fed begynder at hæve renten. Vi forventer, at en række centralbanker på de nye markeder vil begynde at hæve renten i kølvandet på Fed's første renteforhøjelse. Vi forventer stigende global inflation i forhold til i første halvår, da de negative engangseffekter fra den højere oliepris ikke længere vil være med i tallene.

Andelsklassen er overvægtet Mexico, da vi mener, at der er indregnet for mange renteforhøjelser for 2015. Omvendt er andelsklassen undervægtet varighed i Israel, da renten er meget lav og forbundet med den amerikanske rente. Vi vurderer også, at der er risiko for, at inflationen overrasker negativt i Israel. Generelt er andelsklassen undervægtet varighed.

Vi forventer, at andelsklassen vil give et positivt afkast i andet halvår 2015 takket været en relativt høj løbende rente og udsigten til fortsat høj inflation på de markeder, hvor andelsklassen investerer, mens valutakursudsving kan trække ned i andelsklassens resultat.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Tillväxtmarknadsobligationer Real Ränta, klass SEK

Andelsklasse under Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	6.5.-30.06.15
Andel af resultat af fællesporteføljen	2
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	-25
Klassens resultat	-23

MEDLEMMERNES FORMUE	6.5.-30.06.15
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i perioden	12.099
Indløsninger i perioden	-1
Periodens resultat	-23
Medlemmernes formue ultimo	12.076

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015
Medlemmernes formue (t.DKK)	12.076
Antal andele	150.890
Stykstørrelse i SEK	100
Indre værdi (SEK pr. andel)	99,48
Afkast i SEK (pct)*]	-0,52
Benchmarkafkast i SEK (pct)*]	0,04
Administrationsomk. (pct)*]	0,62

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

Nye Markeder Obligationer

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

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra lande i de nye markeder udstedt i USD, GBP, CAD, CHF, JPY eller EUR. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, event-risici, nye markeder/emerging markets samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risiko styring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår af 2015 et afkast på 2,04 pct., mens benchmarket steg med 1,12 pct. Afdelingens afkast

var meget tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og udviklingen i benchmark og har mere end indfriet vores forventninger om et moderat positivt afkast grundet uændret merrente på obligationer fra lande i de nye markeder udstedt i USD i forhold til tilsvarende amerikanske statsobligationer.

Markedet

I første halvår 2015 blev nye markeder-obligationer udstedt i USD påvirket af nogle modsatrettede faktorer. På den positive side steg olieprisen med ca. 10 pct., ligesom råvarepriserne generelt stabiliserede sig, men på den negative side skuffede den økonomiske vækst landene i de nye markeder atter en gang. Merrenten på nye markeder-obligationer udstedt i USD, i forhold til tilsvarende amerikanske statsobligationer (kreditspændet), var meget volatile gennem halvåret, men sluttede i 3,5 procentpoint, hvilket var uændret i forhold til niveauet ved årsskiftet. Det resulterede i, at statsobligationer for nye markeder udstedt i USD, men valutasekret over for DKK, kom ud af halvåret med et afkast på 1,1 pct., hvilket var 2,5 procentpoint højere end afkastet på tilsvarende amerikanske statsobligationer.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,92 procentpoint højere end stigningen i benchmark. Den overordnede landeallokering og papirvalget inden for de enkelte lande bidrog nogenlunde lige meget til højere afkastet i forhold til benchmark.

Inden for landeallokeringen var det især undervægten i Ukraine og overvægten i Rusland, der trak op i afkastet. Ukraine var det land, der klarede sig dårligst blandt de knap 80 lande, der indgår i investeringsuniverset, mens Rusland klarede sig bedst. Undervægten i Malaysia samt overvægtene i Mongoliet, Portugal, Ecuador og Slovenien ydede også pæne, positive bidrag til afkastet relativt til benchmark. Derimod trak det en smule ned, at afdelingen var undervægtet i Jamaica og overvægtet i Mexico, Kroatien og Sri Lanka.

Med hensyn til papirvalget i de enkelte lande tegnede investeringerne i Venezuela, Ukraine og Mexico sig for knap to tredjedele af den samlede positive papirvalgseffekt på afdelingen.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Oktober 2002
Risikoindeks (1-7): 4
Benchmark: JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified. Hedged til DKK
Fondskode: DK0016209323
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	3,1%
1-3 år	14,3%
3-5 år	21,1%
5-10 år	44,5%
Over 10 år	17,7%
Øvrige inkl. likvide	-0,7%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,87
Standardafvigelse	7,26
Tracking error	1,37
Information Ratio	0,58
Sharpe Ratio (benchm.)	0,79
Standardafvigelse (benchm.)	6,96

Nye Markeder Obligationer

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Afdelingens obligationer har en relativt lang gennemsnitlig løbetid og en deraf følgende høj kursfølsomhed over for rentestigninger. Hvis væksten i USA overrasker positivt og fører til rentestigninger ud over, hvad der allerede er inddiskonteret i den nuværende amerikanske rentekurve, kan det få en ikke ubetydelig negativ effekt på afdelingens afkast. Det kan beregnes, at hvis den underliggende amerikanske rente stiger med ét procentpoint i andet halvår af 2015, og kreditspændene forbliver uændrede, vil det alt andet lige resultere i et negativt afkast i afdelingen på ca. 3,5 pct.

De geopolitiske risici skal også fremhæves. Hvis den væbnede konflikt i Østukraine mellem regeringshæren og russisksindede separatister eskalerer, og Rusland til trods for forsikringer om det modsatte ender med at skride til en egentlig invasion, vil det utvivlsomt udløse kursfald på både russiske og ukrainske obligationer. Da obligationer fra de to lande tilsammen udgør knap 6 pct. af afdelingens formue, vil en sådan udvikling kunne få en ikke uvæsentlig negativ effekt på afkastet i afdelingen.

Afdelingen har en ganske stor eksponering til energiproducerende lande som Rusland, Aserbajdsjan, Venezuela, Ecuador og Irak. I tilfælde af en ny runde store fald i prisen på olie og gas risikerer obligationsmarkederne i de ovennævnte lande m.fl. på ny at komme under pres.

Forventninger til markedet samt strategi

Med udsigt til relativt solid vækst i verdensøkonomien i andet halvår og en begyndende vending i de store nye markeder lande som Brasilien og Rusland, der har været i decideret recession, forventer vi, at der vil være pæn efterspørgsel efter nye markeder obligationer udstedt i USD. For det første forekommer merrenten i forhold til amerikanske statsobligationer at være relativt attraktiv set i et historisk perspektiv,

når man tager højde for, hvor vi befinder os i konjunkturcyklen, og for den forbedring, der har fundet sted i landenes gennemsnitlige kreditværdighed gennem de seneste 10-15 år. For det andet er nye markeder-obligationer udstedt i USD ligeledes, set i historisk perspektiv, billige i forhold til virksomhedsobligationer i USA og Europa med samme kreditværdighed.

Da vi samtidig kun forventer en moderat stigning i de underliggende renter på amerikanske statsobligationer, vurderer vi, at der er basis for et pænt positivt afkast på nye markeder-obligationer udstedt i USD i 2. halvår af 2015. Vi må dog samtidigt erkende, at usikkerheden omkring den amerikanske renteutvikling er stor. Yderligere knytter der sig betydelige risici til udviklingen i prisen på olie og andre råvarer, til den geopolitiske situation i Ukraine og Mellemøsten samt til et scenarie, hvor Grækenland ender med at forlade euroen.

På den baggrund vil vi indtil videre bibeholde en højere følsomhed over for ændringer i kreditspændene i afdelingen sammenlignet med benchmarket. Derimod holdes renterisiko, dvs. eksponeringen over for ændringer i de underliggende amerikanske statsrenter, tæt på benchmark.

Med hensyn til regionsallokeringen holder vi fast i overvægtene i Europa og Latinamerika på bekostning af Asien og Mellemøsten.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Nye Markeder Obligationer

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	335.822	284.949
Kursgevinster og tab	-86.340	515.876
Administrationsomkostninger	-56.750	-49.824
Halvårets nettoresultat	192.733	751.001

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	28.368	174.222
Obligationer	10.486.203	10.092.013
Mellemværende vedr. handelsafvikling	34.587	363
Afledte finansielle instrumenter	11.433	23.244
Andre aktiver	177.308	173.425
Aktiver i alt	10.737.899	10.463.267

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	10.624.728	10.153.205
Afledte finansielle instrumenter	103.618	304.664
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	289
Anden gæld	9.554	5.109
Passiver i alt	10.737.899	10.463.267

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	10.153.205	8.782.573
Udlodning fra sidste år	-19.294	-195.612
Emissioner i perioden	1.214.469	1.630.545
Indløsninger i perioden	-928.126	-522.029
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	11.740	10.379
Periodens resultat	192.733	751.001
Medlemmernes formue ultimo	10.624.728	10.456.857

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,7	99,1
Øvrige finansielle instrumenter	-0,8	-2,4
I alt finansielle instrumenter	97,8	96,6
Øvrige aktiver og passiver	2,2	3,4
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	10.624.728	10.456.857
Antal andele	93.164.802	91.203.804
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	114,04	114,65
Afkast i DKK [pct]*]	2,04	8,03
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	1,12	8,47
Administrationsomk. [pct]*]	0,52	0,52
ÅOP	1,30	1,34

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

Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

Investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra emerging markets-landene. Valutarisikoen er begrænset, da andelsklasserne valutaafdækkes mod deres udstedelsesvaluta. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i fire andelsklasser:

- Emerging Markets Debt Hard Currency, osuuslaji EUR W h
- Emerging Markets Debt Hard Currency - Acc., class EUR h
- Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h
- Tillväxtmarknadsobligationer, klass SEK h

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på de følgende sider.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider.

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	151.873	131.436
Kursgevinster og tab	42.831	260.617
Administrationsomkostninger	-26.167	-25.075
Halvårets nettoresultat	168.537	366.978

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	43.888	56.274
Obligationer	4.659.485	5.010.871
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.324	60.678
Afledte finansielle instrumenter	26.085	26.115
Andre aktiver	76.975	84.473
Aktiver i alt	4.807.757	5.238.410

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	4.737.691	5.039.351
Afledte finansielle instrumenter	65.757	196.699
Anden gæld	4.308	2.359
Passiver i alt	4.807.757	5.238.410

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	5.039.351	2.922.412
Emissioner i perioden	588.055	3.506.122
Indløsninger i perioden	-1.067.377	-36.324
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	9.124	19.311
Periodens resultat	168.537	366.978
Medlemmernes formue ultimo	4.737.691	6.778.498

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,3	99,0
Øvrige finansielle instrumenter	-0,8	-2,9
I alt finansielle instrumenter	97,5	96,0
Øvrige aktiver og passiver	2,5	4,0
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	4.737.691	6.778.498

*) Afdelingen er opdelt i andelsklasser, hvorfor en række af nøgletallene herefter vises under de enkelte klasser.

Em. Markets Debt Hard Currency, osuuslaji EUR Wh

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

Investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra emerging markets-landene. Afdelingen er aktivt styret.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra lande i de nye markeder udstedt i USD, GBP, CAD, CHF, JPY eller EUR. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, event-risici, nye markeder/emerging markets samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et afkast på 2,52 pct. målt i EUR, mens benchmark steg 1,44 pct. målt i EUR. Andelsklassens afkast var meget tilfredsstillende i forhold til

benchmark og konkurrenter. Andelsklassen indfrie de vores forventninger om et moderat positivt afkast grundet uændret merrente på obligationer fra lande i de nye markeder udstedt i USD i forhold til tilsvarende amerikanske statsobligationer.

Markedet

I første halvår 2015 blev nye markeder-obligationer udstedt i USD påvirket af nogle modsatrettede faktorer. På den positive side steg olieprisen med ca. 10 pct., ligesom råvarepriserne generelt stabiliserede sig, men på den negative side skuffede den økonomiske vækst landene i de nye markeder atter en gang. Merrenten på nye markeder-obligationer udstedt i USD, i forhold til tilsvarende amerikanske statsobligationer (kreditspændet), var meget volatile gennem halvåret, men sluttede i 3,5 procentpoint, hvilket var uændret i forhold til niveauet ved årsskiftet. Det resulterede i, at statsobligationer for nye markeder udstedt i USD, men valutasekret over for DKK, kom ud af halvåret med et afkast på 1,1 pct., hvilket var 2,5 procentpoint højere end afkastet på tilsvarende amerikanske statsobligationer.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 1,08 procentpoint højere end stigningen i benchmark. Den overordnede landeallokering og papirvalget inden for de enkelte lande bidrog nogenlunde lige meget til højere afkastet i forhold til benchmark.

Inden for landeallokeringen var det især undervægten i Ukraine og overvægten i Rusland, der trak op i afkastet. Ukraine var det land, der klarede sig dårligst blandt de knap 80 lande, der indgår i investeringsuniverset, mens Rusland klarede sig bedst. Undervægten i Malaysia samt overvægtene i Mongoliet, Portugal, Ecuador og Slovenien ydede også pæne, positive bidrag til afkastet relativt til benchmark. Derimod trak det en smule ned, at andelsklassen var undervægtet i Jamaica og overvægtet i Mexico, Kroatien og Sri Lanka.

Med hensyn til papirvalget i de enkelte lande tegnede investeringerne i Venezuela, Ukraine og Mexico sig for knap to tredjedele af den samlede positive papirvalgseffekt på andelsklassen.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Maj 2014
Risikoindeksator [1-7]: 4
Benchmark: JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified. Hedged til EUR
Fondskode: DK0060549863
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	3,0%
1-3 år	14,2%
3-5 år	19,1%
5-10 år	46,4%
Over 10 år	17,5%
Øvrige inkl. likvide	-0,2%

NØGLETAL

Active share	70,37
--------------	-------

Måleperiode: til jun. 2015

Em. Markets Debt Hard Currency, osuuslaji EUR Wh

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Andelsklassens obligationer har en relativt lang gennemsnitlig løbetid og en deraf følgende høj kursfølsomhed over for rentestigninger. Hvis væksten i USA overrasker positivt og fører til rentestigninger ud over, hvad der allerede er indiskonteret i den nuværende amerikanske rentekurve, kan det få en ikke ubetydelig negativ effekt på andelsklassens afkast. Det kan beregnes, at hvis den underliggende amerikanske rente stiger med ét procentpoint i andet halvår af 2015, og kreditspændene forbliver uændrede, vil det alt andet lige resultere i et negativt afkast i andelsklassen på ca. 3,5 pct.

De geopolitiske risici skal også fremhæves. Hvis den væbnede konflikt i Østukraine mellem regeringshæren og russisk-sindede separatister eskaleres, og Rusland til trods for forsikringer om det modsatte ender med at skride til en egentlig invasion, vil det utvivlsomt udløse kursfald på både russiske og ukrainske obligationer. Da obligationer fra de to lande tilsammen udgør knap 6 pct. af andelsklassens formue, vil en sådan udvikling kunne få en ikke uvæsentlig negativ effekt på afkastet i andelsklassen.

Andelsklassen har en ganske stor eksponering til energi-producerende lande som Rusland, Aserbajdsjan, Venezuela, Ecuador og Irak. I tilfælde af en ny runde store fald i prisen på olie og gas risikerer obligationsmarkederne i de ovennævnte lande m.fl. på ny at komme under pres.

Forventninger til markedet samt strategi

Med udsigt til relativt solid vækst i verdensøkonomien i andet halvår og en begyndende vending i de store nye markeder-lande som Brasilien og Rusland, der har været i decideret recession, forventer vi, at der vil være pæn efterspørgsel efter nye markeder-obligationer udstedt i USD. For det første forekommer merrenten i forhold til amerikanske statsobligationer at være relativt attraktiv set i et historisk

perspektiv, når man tager højde for, hvor vi befinder os i konjunkturcyklen, og for den forbedring, der har fundet sted i landenes gennemsnitlige kreditværdighed gennem de seneste 10-15 år. For det andet er nye markeder-obligationer udstedt i USD ligeledes, set i historisk perspektiv, billige i forhold til virksomhedsobligationer i USA og Europa med samme kreditværdighed.

Da vi samtidig kun forventer en moderat stigning i de underliggende renter på amerikanske statsobligationer, vurderer vi, at der er basis for et pænt positivt afkast på nye markeder-obligationer udstedt i USD i 2. halvår af 2015. Vi må dog samtidigt erkende, at usikkerheden omkring den amerikanske renteutvikling er stor. Yderligere knytter der sig betydelige risici til udviklingen i prisen på olie og andre råvarer, til den geopolitiske situation i Ukraine og Mellemøsten samt til et scenarie, hvor Grækenland ender med at forlade euroen.

På den baggrund vil vi indtil videre bibeholde en højere følsomhed over for ændringer i kreditspændene i andelsklassen sammenlignet med benchmark. Derimod holdes renterisikoen, dvs. eksponeringen over for ændringer i de underliggende amerikanske statsrenter, tæt på benchmark.

Med hensyn til regionsallokeringen holder vi fast i overvægtene i Europa og Latinamerika på bekostning af Asien og Mellemøsten.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Em. Markets Debt Hard Currency, osuuslaji EUR Wh

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

**NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR
KLASSERNE I 1.000 DKK.**

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	22.5.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	26.796	4.771
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-5.041	-630
Klassens resultat	21.754	4.141

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	22.5.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	895.533	0
Emissioner i perioden	152.786	667.442
Indløsninger i perioden	-2.246	0
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	857	3.506
Periodens resultat	21.754	4.141
Medlemmernes formue ultimo	1.068.686	675.089

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.068.686	675.089
Antal andele	14.033.023	8.905.165
Stykstørrelse i EUR	10	10
Indre værdi (EUR pr. andel)	10,21	10,17
Afkast i EUR (pct)*]	2,52	1,68
Benchmarkafkast i EUR (pct)*]	1,44	1,52
Administrationsomk. (pct)*]	0,52	0,52

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

Em. Markets Debt Hard Currency – Acc. class EUR h

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

Investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra emerging markets-landene. Afdelingen er aktivt styret.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra lande i de nye markeder udstedt i USD, GBP, CAD, CHF, JPY eller EUR. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, event-risici, nye markeder/emerging markets samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et afkast på 2,49 pct. i EUR, mens benchmark steg 1,44 pct. i EUR. Andelsklassens afkast var meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har indfriet vores forventninger om

et moderat positivt afkast grundet uændret merrente på obligationer fra lande i de nye markeder udstedt i USD i forhold til tilsvarende amerikanske statsobligationer.

Markedet

I første halvår 2015 blev nye markeder-obligationer udstedt i USD påvirket af nogle modsatrettede faktorer. På den positive side steg olieprisen med ca. 10 pct., ligesom råvarepriserne generelt stabiliserede sig, men på den negative side skuffede den økonomiske vækst landene i de nye markeder atter en gang. Merrenten på nye markeder-obligationer udstedt i USD, i forhold til tilsvarende amerikanske statsobligationer (kreditspændet), var meget volatile gennem halvåret, men sluttede i 3,5 procentpoint, hvilket var uændret i forhold til niveauet ved årsskiftet. Det resulterede i, at statsobligationer for nye markeder udstedt i USD, men valutasekret over for DKK, kom ud af halvåret med et afkast på 1,1 pct., hvilket var 2,5 procentpoint højere end afkastet på tilsvarende amerikanske statsobligationer.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 1,05 procentpoint højere end stigningen i benchmark. Den overordnede landeallokering og papirvalget inden for de enkelte lande bidrog nogenlunde lige meget til det højere afkast i forhold til benchmark.

Inden for landeallokeringen var det især undervægten i Ukraine og overvægten i Rusland, der trak op i afkastet. Ukraine var det land, der klarede sig dårligst blandt de knap 80 lande, der indgår i investeringsuniverset, mens Rusland klarede sig bedst. Undervægten i Malaysia samt overvægtene i Mongoliet, Portugal, Ecuador og Slovenien ydede også pæne, positive bidrag til afkastet relativt til benchmark. Derimod trak det en smule ned, at andelsklassen var undervægtet i Jamaica og overvægtet i Mexico, Kroatien og Sri Lanka.

Med hensyn til papirvalget i de enkelte lande tegnede investeringerne i Venezuela, Ukraine og Mexico sig for knap to tredjedele af den samlede positive papirvalgseffekt på andelsklassen.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: August 2011
Risikoindeksator [1-7]: 4
Benchmark: JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified, Hedged til EUR
Fondskode: DK0060294429
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	3,0%
1-3 år	14,2%
3-5 år	19,1%
5-10 år	46,4%
Over 10 år	17,5%
Øvrige inkl. likvide	-0,2%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,71
Standardafvigelse	7,76
Tracking error	1,45
Information Ratio	0,84
Sharpe Ratio (benchm.)	0,59
Standardafvigelse (benchm.)	7,29
Active share	70,37

Måleperiode: Aug. 2011 til jun. 2015

Em.Markets Debt Hard Currency – Acc. class EUR h

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Andelsklassens obligationer har en relativt lang gennemsnitlig løbetid og en deraf følgende høj kursfølsomhed over for rentestigninger. Hvis væksten i USA overrasker positivt og fører til rentestigninger ud over, hvad der allerede er indiskonteret i den nuværende amerikanske rentekurve, kan det få en ikke ubetydelig negativ effekt på andelsklassens afkast. Det kan beregnes, at hvis den underliggende amerikanske rente stiger med ét procentpoint i andet halvår af 2015, og kreditspændene forbliver uændrede, vil det alt andet lige resultere i et negativt afkast i andelsklassen på ca. 3,5 pct.

De geopolitiske risici skal også fremhæves. Hvis den væbnede konflikt i Østukraine mellem regeringshæren og russisk-sindede separatister eskaleres, og Rusland til trods for forsikringer om det modsatte ender med at skride til en egentlig invasion, vil det utvivlsomt udløse kursfald på både russiske og ukrainske obligationer. Da obligationer fra de to lande tilsammen udgør knap 6 pct. af andelsklassens formue, vil en sådan udvikling kunne få en ikke uvæsentlig negativ effekt på afkastet i andelsklassen.

Andelsklassen har en ganske stor eksponering til energi-producerende lande som Rusland, Aserbajdsjan, Venezuela, Ecuador og Irak. I tilfælde af en ny runde store fald i prisen på olie og gas risikerer obligationsmarkederne i de ovennævnte lande m.fl. på ny at komme under pres.

Forventninger til markedet samt strategi

Med udsigt til relativt solid vækst i verdensøkonomien i andet halvår og en begyndende vending i de store nye markeder-lande som Brasilien og Rusland, der har været i recession, forventer vi, at der vil være pæn efterspørgsel efter nye markeder obligationer udstedt i USD. For det første forekommer merrenten i forhold til amerikanske statsobligationer at være relativt attraktiv set i et historisk perspektiv, når man

tager højde for, hvor vi befinder os i konjunkturcyklen, og for den forbedring, der har fundet sted i landenes gennemsnitlige kreditværdighed gennem de seneste 10-15 år. For det andet er nye markeder-obligationer udstedt i USD ligeledes, set i historisk perspektiv, billige i forhold til virksomhedsobligationer i USA og Europa med samme kreditværdighed.

Da vi samtidig kun forventer en moderat stigning i de underliggende renter på amerikanske statsobligationer, vurderer vi, at der er basis for et pænt positivt afkast på nye markeder-obligationer udstedt i USD i 2. halvår af 2015. Vi må dog samtidigt erkende, at usikkerheden omkring den amerikanske renteutvikling er stor. Yderligere knytter der sig betydelige risici til udviklingen i prisen på olie og andre råvarer, til den geopolitiske situation i Ukraine og Mellemøsten samt til et scenarie, hvor Grækenland ender med at forlade euroen.

På den baggrund vil vi indtil videre bibeholde en højere følsomhed over for ændringer i kreditspændene i andelsklassen sammenlignet med benchmark. Derimod holdes renterisiko, dvs. eksponeringen over for ændringer i de underliggende amerikanske statsrenter, tæt på benchmark.

Med hensyn til regionsallokeringen holder vi fast i overvægtene i Europa og Latinamerika på bekostning af Asien og Mellemøsten.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Em. Markets Debt Hard Currency – Acc. class EUR h

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	67.349	332.948
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-10.834	-19.653
Klassens resultat	56.515	313.295

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	2.512.760	2.452.523
Emissioner i perioden	46.700	2.241.808
Indløsninger i perioden	-977.068	-25.765
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	5.638	12.535
Periodens resultat	56.515	313.295
Medlemmernes formue ultimo	1.644.545	4.994.396

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.644.545	4.994.396
Antal andele	17.479.533	53.303.686
Stykstørrelse i EUR	10	10
Indre værdi (EUR pr. andel)	12,61	12,57
Afkast i EUR (pct)*]	2,49	8,26
Benchmarkafkast i EUR (pct)*]	1,44	8,64
Administrationsomk. (pct)*]	0,52	0,52
ÅOP	1,20	1,34

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

Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

Investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra emerging markets-landene. Afdelingen er aktivt styret.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra lande i de nye markeder udstedt i USD, GBP, CAD, CHF, JPY eller EUR. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, event-risici, nye markeder/emerging markets samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et afkast på 3,00 pct. i NOK, mens benchmark steg 2,04 pct. i NOK. Andelsklassens afkast var meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter og har indfriet vores forventninger om

et moderat positivt afkast grundet uændret merrente på obligationer fra lande i de nye markeder udstedt i USD i forhold til tilsvarende amerikanske statsobligationer.

Markedet

I første halvår 2015 blev nye markeder-obligationer udstedt i USD påvirket af nogle modsatrettede faktorer. På den positive side steg olieprisen med ca. 10 pct., ligesom råvarepriserne generelt stabiliserede sig, men på den negative side skuffede den økonomiske vækst landene i de nye markeder atter en gang. Merrenten på nye markeder-obligationer udstedt i USD, i forhold til tilsvarende amerikanske statsobligationer (kreditspændet), var meget volatile gennem halvåret, men sluttede i 3,5 procentpoint, hvilket var uændret i forhold til niveauet ved årsskiftet. Det resulterede i, at statsobligationer for nye markeder udstedt i USD, men valutasekret over for DKK, kom ud af halvåret med et afkast på 1,1 pct., hvilket var 2,5 procentpoint højere end afkastet på tilsvarende amerikanske statsobligationer.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,96 procentpoint højere end stigningen i benchmark. Den overordnede landeallokering og papirvalget inden for de enkelte lande bidrog nogenlunde lige meget til højere afkastet i forhold til benchmark.

Inden for landeallokeringen var det især undervægten i Ukraine og overvægten i Rusland, der trak op i afkastet. Ukraine var det land, der klarede sig dårligst blandt de knap 80 lande, der indgår i investeringsuniverset, mens Rusland klarede sig bedst. Undervægten i Malaysia samt overvægtene i Mongoliet, Portugal, Ecuador og Slovenien ydede også pæne, positive bidrag til afkastet relativt til benchmark. Derimod trak det en smule ned, at andelsklassen var undervægtet i Jamaica og overvægtet i Mexico, Kroatien og Sri Lanka.

Med hensyn til papirvalget i de enkelte lande tegnede investeringerne i Venezuela, Ukraine og Mexico sig for knap to tredjedele af den samlede positive papirvalgseffekt på andelsklassen.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Oktober 2013
Risikoindeksator [1-7]: 4
Benchmark: JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified. Hedged til NOK
Fondskode: DK0060517662
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	3,0%
1-3 år	14,0%
3-5 år	18,9%
5-10 år	46,0%
Over 10 år	17,3%
Øvrige inkl. likvide	0,8%

NØGLETAL

Active share	70,37
--------------	-------

Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Andelsklassens obligationer har en relativt lang gennemsnitlig løbetid og en deraf følgende høj kursfølsomhed over for rentestigninger. Hvis væksten i USA overrasker positivt og fører til rentestigninger ud over, hvad der allerede er indiskonteret i den nuværende amerikanske rentekurve, kan det få en ikke ubetydelig negativ effekt på andelsklassens afkast. Det kan beregnes, at hvis den underliggende amerikanske rente stiger med ét procentpoint i andet halvår af 2015, og kreditspændene forbliver uændrede, vil det alt andet lige resultere i et negativt afkast i andelsklassen på ca. 3,5 pct.

De geopolitiske risici skal også fremhæves. Hvis den væbnede konflikt i Østukraine mellem regeringshæren og russisk-sindede separatister eskaleres, og Rusland til trods for forsikringer om det modsatte ender med at skride til en egentlig invasion, vil det utvivlsomt udløse kursfald på både russiske og ukrainske obligationer. Da obligationer fra de to lande tilsammen udgør knap 6 pct. af andelsklassens formue, vil en sådan udvikling kunne få en ikke uvæsentlig negativ effekt på afkastet i andelsklassen.

Andelsklassen har en ganske stor eksponering til energi-producerende lande som Rusland, Aserbajdsjan, Venezuela, Ecuador og Irak. I tilfælde af en ny runde store fald i prisen på olie og gas risikerer obligationsmarkederne i de ovennævnte lande m.fl. på ny at komme under pres.

Forventninger til markedet samt strategi

Med udsigt til relativt solid vækst i verdensøkonomien i andet halvår og en begyndende vending i de store nye markeder lande som Brasilien og Rusland, der har været i recession, forventer vi, at der vil være pæn efterspørgsel efter nye markeder obligationer udstedt i USD. For det første forekommer merrenten i forhold til amerikanske statsobligationer at være relativt attraktiv set i et historisk perspektiv, når man

tager højde for, hvor vi befinder os i konjunkturcyklen, og for den forbedring, der har fundet sted i landenes gennemsnitlige kreditværdighed gennem de seneste 10-15 år. For det andet er nye markeder-obligationer udstedt i USD ligeledes, set i historisk perspektiv, billige i forhold til virksomhedsobligationer i USA og Europa med samme kreditværdighed.

Da vi samtidig kun forventer en moderat stigning i de underliggende renter på amerikanske statsobligationer, vurderer vi, at der er basis for et pænt positivt afkast på nye markeder-obligationer udstedt i USD i 2. halvår af 2015. Vi må dog samtidigt erkende, at usikkerheden omkring den amerikanske renteutvikling er stor. Yderligere knytter der sig betydelige risici til udviklingen i prisen på olie og andre råvarer, til den geopolitiske situation i Ukraine og Mellemøsten samt til et scenarie, hvor Grækenland ender med at forlade euroen.

På den baggrund vil vi indtil videre bibeholde en højere følsomhed over for ændringer i kreditspændene i andelsklassen sammenlignet med benchmark. Derimod holdes renterisiko, dvs. eksponeringen over for ændringer i de underliggende amerikanske statsrenter, tæt på benchmark.

Med hensyn til regionsallokeringen holder vi fast i overvægtene i Europa og Latinamerika på bekostning af Asien og Mellemøsten.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	15.570	25.204
Klassespecifikke transaktioner:		
Kursgevinster og tab på terminsforretninger	13.432	-3.440
Administrationsomkostninger	-2.750	-1.454
Klassens resultat	26.252	20.310

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	391.577	109.778
Emissioner i perioden	125.486	235.875
Indløsninger i perioden	-83	-91
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	694	1.136
Periodens resultat	26.252	20.310
Medlemmernes formue ultimo	543.926	367.009

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	543.926	367.009
Antal andele	5.825.733	3.828.470
Stykstørrelse i NOK	100	100
Indre værdi (NOK pr. andel)	109,71	108,03
Afkast i NOK (pct)*]	3,00	9,02
Benchmarkafkast i NOK (pct)*]	2,04	9,23
Administrationsomk. (pct)*]	0,55	0,55

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

Tillväxtmarknadsobligationer, klass SEK h

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

Investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra emerging markets-landene. Afdelingen er aktivt styret.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra lande i de nye markeder udstedt i USD, GBP, CAD, CHF, JPY eller EUR. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, event-risici, nye markeder/emerging markets samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et afkast på 2,40 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 1,46 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var meget tilfredsstillende i forhold til

benchmark og konkurrenter. Andelsklassen indfrie de vores forventninger om et moderat positivt afkast grundet uændret merrente på obligationer fra lande i de nye markeder udstedt i USD i forhold til tilsvarende amerikanske statsobligationer.

Markedet

I første halvår 2015 blev nye markeder-obligationer udstedt i USD påvirket af nogle modsatrettede faktorer. På den positive side steg olieprisen med ca. 10 pct., ligesom råvarepriserne generelt stabiliserede sig, men på den negative side skuffede den økonomiske vækst landene i de nye markeder atter en gang. Merrenten på nye markeder-obligationer udstedt i USD, i forhold til tilsvarende amerikanske statsobligationer (kreditspændet), var meget volatile gennem halvåret, men sluttede i 3,5 procentpoint, hvilket var uændret i forhold til niveaue ved årsskiftet. Det resulterede i, at statsobligationer for nye markeder udstedt i USD, men valutasisikret over for DKK, kom ud af halvåret med et afkast på 1,1 pct., hvilket var 2,5 procentpoint højere end afkastet på tilsvarende amerikanske statsobligationer.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,94 procentpoint højere end stigningen i benchmark. Den overordnede landeallokering og papirvalget inden for de enkelte lande bidrog nogenlunde lige meget til højere afkastet i forhold til benchmark.

Inden for landeallokeringen var det især undervægten i Ukraine og overvægten i Rusland, der trak op i afkastet. Ukraine var det land, der klarede sig dårligst blandt de knap 80 lande, der indgår i investeringsuniverset, mens Rusland klarede sig bedst. Undervægten i Malaysia samt overvægtene i Mongoliet, Portugal, Ecuador og Slovenien ydede også pæne, positive bidrag til afkastet relativt til benchmark. Derimod trak det en smule ned, at andelsklassen var undervægtet i Jamaica og overvægtet i Mexico, Kroatien og Sri Lanka.

Med hensyn til papirvalget i de enkelte lande tegnede investeringerne i Venezuela, Ukraine og Mexico sig for knap to tredjedele af den samlede positive papirvalgseffekt på andelsklassen.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: December 2012
Risikoindeksator [1-7]: 4
Benchmark: JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified. Hedged til SEK
Fondskode: DK0060486090
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	3,0%
1-3 år	14,0%
3-5 år	18,9%
5-10 år	45,8%
Over 10 år	17,3%
Øvrige inkl. likvide	1,0%

NØGLETAL

Active share	70,37
--------------	-------

Måleperiode: til jun. 2015

Tillväxtmarknadsobligationer, klass SEK h

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Andelsklassens obligationer har en relativt lang gennemsnitlig løbetid og en deraf følgende høj kursfølsomhed over for rentestigninger. Hvis væksten i USA overrasker positivt og fører til rentestigninger ud over, hvad der allerede er indiskonteret i den nuværende amerikanske rentekurve, kan det få en ikke ubetydelig negativ effekt på andelsklassens afkast. Det kan beregnes, at hvis den underliggende amerikanske rente stiger med ét procentpoint i andet halvår af 2015, og kreditspændene forbliver uændrede, vil det alt andet lige resultere i et negativt afkast i andelsklassen på ca. 3,5 pct.

De geopolitiske risici skal også fremhæves. Hvis den væbnede konflikt i Østukraine mellem regeringshæren og russisksindede separatister eskaleres, og Rusland til trods for forsikringer om det modsatte ender med at skride til en egentlig invasion, vil det utvivlsomt udløse kursfald på både russiske og ukrainske obligationer. Da obligationer fra de to lande tilsammen udgør knap 6 pct. af andelsklassens formue, vil en sådan udvikling kunne få en ikke uvæsentlig negativ effekt på afkastet i andelsklassen.

Andelsklassen har en ganske stor eksponering til energi-producerende lande som Rusland, Aserbajdsjan, Venezuela, Ecuador og Irak. I tilfælde af en ny runde store fald i prisen på olie og gas risikerer obligationsmarkederne i de ovennævnte lande m.fl. på ny at komme under pres.

Forventninger til markedet samt strategi

Med udsigt til relativt solid vækst i verdensøkonomien i andet halvår og en begyndende vending i de store nye markeder-lande som Brasilien og Rusland, der har været i recession, forventer vi, at der vil være pæn efterspørgsel efter nye markeder obligationer udstedt i USD. For det første forekommer merrenten i forhold til amerikanske statsobligationer at være relativt attraktiv set i et historisk perspektiv, når man

tager højde for, hvor vi befinder os i konjunkturcyklen, og for den forbedring, der har fundet sted i landenes gennemsnitlige kreditværdighed gennem de seneste 10-15 år. For det andet er nye markeder-obligationer udstedt i USD ligeledes, set i historisk perspektiv, billige i forhold til virksomhedsobligationer i USA og Europa med samme kreditværdighed.

Da vi samtidig kun forventer en moderat stigning i de underliggende renter på amerikanske statsobligationer, vurderer vi, at der er basis for et pænt positivt afkast på nye markeder-obligationer udstedt i USD i 2. halvår af 2015. Vi må dog samtidigt erkende, at usikkerheden omkring den amerikanske renteutvikling er stor. Yderligere knytter der sig betydelige risici til udviklingen i prisen på olie og andre råvarer, til den geopolitiske situation i Ukraine og Mellemøsten samt til et scenarie, hvor Grækenland ender med at forlade euroen.

På den baggrund vil vi indtil videre bibeholde en højere følsomhed over for ændringer i kreditspændene i andelsklassen sammenlignet med benchmark. Derimod holdes renterisiko, dvs. eksponeringen over for ændringer i de underliggende amerikanske statsrenter, tæt på benchmark.

Med hensyn til regionsallokeringen holder vi fast i overvægtene i Europa og Latinamerika på bekostning af Asien og Mellemøsten.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Tillväxtmarknadsobligationer, klass SEK h

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	44.113	46.263
Klassespecifikke transaktioner:		
Kursgevinster og tab på terminsforretninger	27.444	-13.947
Administrationsomkostninger	-7.541	-3.085
Klassens resultat	64.016	29.232

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	1.239.481	360.110
Emissioner i perioden	263.084	360.998
Indløsninger i perioden	-87.981	-10.468
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.934	2.134
Periodens resultat	64.016	29.232
Medlemmernes formue ultimo	1.480.534	742.005

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.480.534	742.005
Antal andele	17.313.237	8.630.987
Stykstørrelse i SEK	100	100
Indre værdi (SEK pr. andel)	105,98	105,55
Afkast i SEK [pct]*]	2,40	8,83
Benchmarkafkast i SEK [pct]*]	1,46	9,00
Administrationsomk. [pct]*]	0,55	0,54

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

Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta

Investerer primært i statsobligationer fra emerging markets-landene udstedt i lokal valuta. Hovedparten af afdelingens valutaeksponering, der direkte eller indirekte er knyttet til dollar, vil blive afdækket mod danske kroner eller Euro. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra lande i de nye markeder udstedt i lokal valuta. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder.

Hovedparten af afdelingens valutaeksponering, der direkte eller indirekte er knyttet til USD, vil blive afdækket mod DKK. Afdelingen påvirkes derfor kun af udsving i lokale valutaer. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet eller kan gøre det med kort varsel. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, valuta, event-risici, nye markeder/emerging markets samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede

vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 0,60 pct., mens benchmark steg 0,84 pct. Afdelingens afkast var tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og udviklingen i benchmark. Afdelingen indfrieede vores forventninger om et moderat positivt afkast som følge af styrkelsen af US dollar og den lave oliepris.

Markedet

Inden for obligationer, renter og valuta på de nye markeder opnåede Rusland og Filippinerne de bedste afkast i første halvår, mens Tyrkiet, Brasilien og Peru klarede sig dårligst. Afkastene har været præget af svækkede valutaer, som primært har udviklet sig negativt i forhold til USD dog med undtagelse af den russiske rubel, som er steget med over 9 pct. USD er styrket som følge af de lysere økonomiske udsigter og øget sandsynlighed for, at den amerikanske centralbank (Fed) begynder at hæve renten efter længe at have ført en lempelig pengepolitik.

Olieprisen faldt indledningsvist og steg derefter igen i første halvår, men den ligger fortsat på et niveau, som ventes at ramme nettoeksportørerne af olie ganske hårdt. Gevinsten for nettoimportørerne har man endnu ikke helt overblik over, da faktorer som opbremsningen i Kina og usikkerheden i Grækenland fortsat tynger investorernes tillid.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,24 procentpoint lavere end benchmark. Der var et positivt bidrag fra lokale obligationsvalg, mens valutavalget trak en smule ned i det relative resultat. Inden for obligationsvalg bidrog vores undervægt af Tyrkiet og overvægt af Brasilien mest til det relative resultat, mens vores overvægt af obligationer fra Rusland og positionering i Indonesien trak ned i det relative resultat.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Februar 2007
Risikoindeksator [1-7]: 4
Benchmark: JP Morgan Global Bond Index - Emerging Markets Global Diversified, den implicitte USD risiko er hedged til EUR
Fondskode: DK0060073252
Porteføljeraðgiver: Goldman Sachs Asset Management International

VARIGHEDER

0-1 år	3,5%
1-3 år	22,3%
3-5 år	17,5%
5-10 år	40,9%
Over 10 år	4,4%
Øvrige inkl. likvide	11,4%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,12
Standardafvigelse	9,07
Tracking error	1,08
Information Ratio	-0,63
Sharpe Ratio (benchm.)	0,19
Standardafvigelse (benchm.)	9,00

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta

Vores overvægt i den indiske rupee bidrog positivt til det relative resultat, mens vores undervægt i den polske zloty trak ned sammen med vores moderate undervægt i den russiske rubel.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Tidspunktet for den amerikanske centralbanks (Fed) første renteforhøjelse er fortsat usikkert, men vi forventer, at Fed vil gå langsomt frem. Der er efter vores vurdering tre forhold, som vil afbøde virkningen af Feds renteforhøjelser. For det første har der i markedet været talt meget om de kommende renteforhøjelser, og Fed har igennem lang tid varslet de renteforhøjelser, der formentlig er på vej. For det andet førte det nylige kursfald på amerikanske statsobligationer ikke til markante kursfald på de nye markeder, som det skete i forbindelse med usikkerheden om Fed's neddrøsling af sine obligationsopkøb tidligere. For det tredje synes investorerne på de nye markeder nu i højere grad at kunne modstå udsving på de internationale markeder.

Styrken af USD har været et gennemgående tema i 2015 indtil nu, og det har tynget valutaerne på de nye markeder og skabt udfordringer for obligationer udstedt i disse lande. Vi mener, at der er to forhold, som opvejer dollarens styrke. For det første er styrkelsen aftaget siden årets begyndelse, og nogle valutaer har desuden vist sig at være mindre sårbare end andre. Vi forventer, at vores overvægt af mexicanske peso vil nyde godt af den stærke dollar.

Vi forventer, at udsving i olieprisen fortsat vil give både vindere og tabere i landene fra de nye markeder, og det bliver svært at udvælge vinderne, hvis der kommer yderligere udsving i olieprisen. Vi har fortsat overvægtet obligationer fra Den Dominikanske Republik, som måske vil blive svækket, hvis olieprisen stiger markant, da landet er nettoimportør af olie.

Geopolitiske faktorer vil uundgåeligt udgøre en risiko for de nye markeder, og den lange række af parlamentsvalg i 2014 mærkes fortsat i 2015. Vi fastholder vores positive syn på Brasilien og Indien som følge af parlamentsvalg og fastholder en overvægt i brasilianske obligationer. Inflationen i Brasilien har overrasket positivt på det seneste, hvilket udgør en risiko for vores position, så vi har investeret i inflationsindekserede obligationer for at reducere noget af denne risiko.

I Indien har det været vanskeligt at gennemføre politiske reformer, og landets økonomiske fremgang er bremset lidt heraf. De makroøkonomiske udsigter for Kina er usikre. De seneste nøgletal har været lidt skuffende, og inflationen på producentpriser er faldet 38 måneder i træk, hvilket således

tyder på lav efterspørgsel og fortsat nedadgående pres på inflationen. Forholdet mellem økonomierne i de nye markeder og den kinesiske efterspørgsel samt økonomiske vækst udgør en risiko for den resterende del af 2015, og landene i det sydøstlige Asien vil formentlig opleve en negativ afsmitende effekt.

Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i de nye markeder har været skuffende, og det indbyrdes forhold mellem den svingende, men dog stadig lave, oliepris og den svingende, men dog stadig høje, dollarkurs har tynget valutaerne fra de nye markeder. De aktuelle pessimistiske forventninger til valutaerne fra de nye markeder får os til at tro, at værdiansættelserne for disse valutaer går en mere positiv udvikling i møde.

De faktorer, der gør det svært for de nye markeder, kan således i sidste ende give lidt medvind. Specifikt har den amerikanske centralbank fremhævet den seneste tids styrkelse af USD og den efterfølgende virkning på inflationen og væksten som forhold, der måske vil få Fed til at udskyde sine renteforhøjelser. Dette vil igen være med til at udskyde og måske begrænse den frygtede strammingskurs. Endvidere har de omfattende pengepolitiske lempelser presset renterne ned på mange renteprodukter, og jagten på positive afkast vil formentlig fortsat motivere forskellige institutionelle investorer til fortsat at investere i lokale obligationer fra de nye markeder.

Afdelingen er positioneret med en overvægt af lokale obligationer i Brasilien, Thailand og Rusland og har undervægtet Malaysia, Sydafrika og Rumænien. Efter præsidentvalget i 2014 forventer vi, at forholdene i Brasilien vil fortsætte med at blive forbedret, og vi ser positivt på landets nuværende økonomiske beslutningstagere. Vi forventer fortsat svære økonomiske vilkår i Thailand samt en lempelig pengepolitik fra centralbanken, hvilket vil understøtte obligationer. Vi er positioneret med overvægts- og undervægtspositioner i Østeuropa, da vi prøver at finde vindere og tabere fra de pengepolitiske lempelser, der er gennemført i euroområdet. Vi holder fortsat øje med virkningen af den lavere oliepris og har en undervægt i Malaysia, da vi forventer stigende pres på vækstforventningerne i lyset af landets råvareeksport.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	178.985	138.370
Kursgevinster og tab	-46.526	154.908
Administrationsomkostninger	-31.450	-27.263
Resultat før skat	101.009	266.015
Rente- og udbytteskat	-885	-363
Halvårets nettoresultat	100.124	265.652

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	549.540	298.863
Obligationer	4.123.823	5.876.804
Mellemværende vedr. handelsafvikling	2.176	6
Afledte finansielle instrumenter	36.117	104.806
Andre aktiver	99.920	112.919
Aktiver i alt	4.811.577	6.393.398

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	4.733.993	6.237.948
Afledte finansielle instrumenter	54.850	136.671
Mellemværende vedr. handelsafvikling	18.476	15.641
Anden gæld	4.258	3.137
Passiver i alt	4.811.577	6.393.398

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	6.237.948	6.011.881
Emissioner i perioden	201.052	1.288.056
Indløsninger i perioden	-1.811.950	-1.961.706
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	6.819	9.706
Periodens resultat	100.124	265.652
Medlemmernes formue ultimo	4.733.993	5.613.590

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	86,9	93,8
Øvrige finansielle instrumenter	-0,2	-0,1
I alt finansielle instrumenter	86,7	93,7
Øvrige aktiver og passiver	13,3	6,3
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	4.733.993	5.613.590
Antal andele	47.137.524	54.094.069
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	100,43	103,77
Afkast i DKK [pct]*]	0,60	6,87
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	0,84	6,37
Administrationsomk. [pct]*]	0,55	0,55
ÅOP	1,33	1,40

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

Nye Markeder Obl. Lokal Valuta – Akkumulerende KL

Investerer primært i statsobligationer fra emerging markets-landene udstedt i lokal valuta. Hovedparten af afdelingens valutaeksponering, der direkte eller indirekte er knyttet til dollar, vil blive afdækket mod euro. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i fire andelsklasser:

- Kehittyvät Korkomarkkinat, paikallisvaluutta, osuuslaji EUR
- Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akk, klasse DKK
- Nye Markeder Obligasjon Lokal Valuta, klasse NOK
- Tillväxtmarknadsobligationer Lokal Val, Klass SEK

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på de følgende sider.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider.

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

Nye Markeder Obl. Lokal Valuta – Akkumulerende KL

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	72.445	14.200
Kursgevinster og tab	-70	23.909
Administrationsomkostninger	-14.647	-3.171
Resultat før skat	57.728	34.939
Rente- og udbytteskat	-575	-149
Halvårets nettoresultat	57.153	34.789

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	235.707	149.119
Obligationer	1.406.817	2.674.608
Mellemværende vedr. handelsafvikling	582	251
Afledte finansielle instrumenter	31.090	44.284
Andre aktiver	33.702	49.021
Aktiver i alt	1.707.898	2.917.283

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	1.681.641	2.826.118
Afledte finansielle instrumenter	16.995	83.731
Mellemværende vedr. handelsafvikling	7.683	5.896
Anden gæld	1.579	1.538
Passiver i alt	1.707.898	2.917.283

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	2.826.118	156.137
Emissioner i perioden	861.553	1.104.170
Indløsninger i perioden	-2.072.224	-2.409
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	9.041	2.239
Periodens resultat	57.153	34.789
Medlemmernes formue ultimo	1.681.641	1.294.926

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	82,2	91,2
§ 144a - nyemitterede	1,2	2,3
Øvrige finansielle instrumenter	1,2	-0,3
I alt finansielle instrumenter	84,5	93,2
Øvrige aktiver og passiver	15,5	6,8
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.681.641	1.294.926

*) Afdelingen er opdelt i andelsklasser, hvorfor en række af nøgletallene herefter vises under de enkelte klasser.

Kehittyvät Korkomarkkinat, paikallisvaluutta, osuuslaji EUR

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

Investerer primært i statsobligationer fra emerging markets-landene udstedt i lokal valuta. Hovedparten af afdelingens valutaeksponering, der direkte eller indirekte er knyttet til dollar, vil blive afdækket mod danske kroner eller Euro. Afdelingen er aktivt styret.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra lande i de nye markeder udstedt i lokal valuta. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativ usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder.

Hovedparten af andelsklassens valutaeksponering, der direkte eller indirekte er knyttet til USD, vil blive afdækket mod EUR. Andelsklassen påvirkes derfor kun af udsving i lokale valutaer. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet eller kan gøre det med kort varsel. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, valuta, event-risici, nye markeder/emerging markets samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede

vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et afkast på 0,80 pct. målt i EUR, mens benchmark steg 0,66 pct. målt i EUR. Andelsklassens afkast var tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og udviklingen i benchmark. Andelsklassen indfrie de vores forventninger om et moderat positivt afkast som følge af styrkelsen af US dollar og den lave oliepris.

Markedet

Inden for obligationer, renter og valuta på de nye markeder opnåede Rusland og Filippinerne de bedste afkast i første halvår, mens Tyrkiet, Brasilien og Peru klarede sig dårligst. Afkastene har været præget af svækkede valutaer, som primært har udviklet sig negativt i forhold til USD dog med undtagelse af den russiske rubel, som er steget med over 9 pct. USD er styrket som følge af de lysere økonomiske udsigter og øget sandsynlighed for, at den amerikanske centralbank (Fed) begynder at hæve renten efter længe at have ført en lempelig pengepolitik. Olieprisen faldt indledningsvist og steg derefter igen i første halvår, men den ligger fortsat på et niveau, som ventes at ramme nettoeksportørerne af olie ganske hårdt. Gevinsten for nettoimportørerne har man endnu ikke helt overblik over, da faktorer som opbremsningen i Kina og usikkerheden i Grækenland fortsat tynger investorerens tillid.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,14 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Der var et positivt bidrag fra lokale obligationsvalg, mens valutavalget trak en smule ned i det relative resultat. Vores undervægt af Tyrkiet og overvægt af Brasilien bidrog mest til det relative resultat, mens vores overvægt af obligationer fra Rusland og positionering i Indonesien trak ned i det relative resultat. Vores overvægt i den indiske rupee bidrog positivt til det relative resultat, mens vores undervægt i den polske zloty trak ned sammen med vores moderate undervægt i den russiske rubel.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Januar 2013
Risikoindeksator [1-7]: 4
Benchmark: JP Morgan Global Bond Index - Emerging Markets Global Diversified, den implicite USD risiko er hedged til EUR
Fondskode: DK0060485522
Porteføljeraðgiver: Goldman Sachs Asset Management International

VARIGHEDER

0-1 år	5,8%
1-3 år	16,7%
3-5 år	10,8%
5-10 år	49,6%
Over 10 år	2,0%
Øvrige inkl. likvide	15,1%

Kehittyvät Korkomarkkinat, paikallisvaluutta, osuuslaji EUR

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Tidspunktet for den amerikanske centralbanks (Fed) første renteforhøjelse er fortsat usikkert, men vi forventer, at Fed vil gå langsomt frem. Der er efter vores vurdering tre forhold, som vil afbøde virkningen af Feds renteforhøjelser. For det første har der i markedet været talt meget om de kommende renteforhøjelser, og Fed har igennem lang tid varslet de renteforhøjelser, der formentlig er på vej. For det andet førte det nylige kursfald på amerikanske statsobligationer ikke til markante kursfald på de nye markeder, som det skete i forbindelse med usikkerheden om Fed's neddrøsing af sine obligationsopkøb tidligere. For det tredje synes investorerne på de nye markeder nu i højere grad at kunne modstå udsving på de internationale markeder.

Styrken af USD har været et gennemgående tema i 2015 indtil nu, og det har tyngt valutaerne på de nye markeder og skabt udfordringer for obligationer udstedt i disse lande. Vi mener, at der er to forhold, som opvejer dollarens styrke. For det første er styrkelsen aftaget siden årets begyndelse, og nogle valutaer har desuden vist sig at være mindre sårbare end andre. Vi forventer, at vores overvægt af mexicanske peso vil nyde godt af den stærke dollar.

Vi forventer, at udsving i olieprisen fortsat vil give både vindere og tabere i landene fra de nye markeder, og det bliver svært at udvælge vinderne, hvis der kommer yderligere udsving i olieprisen. Vi har fortsat overvægtet obligationer fra Den Dominikanske Republik, som måske vil blive svækket, hvis olieprisen stiger markant, da landet er nettoimportør af olie.

Geopolitiske faktorer vil uundgåeligt udgøre en risiko for de nye markeder, og den lange række af parlamentsvalg i 2014 mærkes fortsat i 2015. Vi fastholder vores positive syn på Brasilien og Indien som følge af parlamentsvalg og fastholder en overvægt i brasilianske obligationer. Inflationen i Brasilien har overrasket positivt på det seneste, hvilket udgør en risiko for vores position, så vi har investeret i inflationsindekserede obligationer for at reducere noget af denne risiko. I Indien har det været vanskeligt at gennemføre politiske reformer, og landets økonomiske fremgang er bremset lidt heraf. De makroøkonomiske udsigter for Kina er usikre. De seneste nøgletal har været lidt skuffende, og inflationen på producentpriser er faldet 38 måneder i træk, hvilket således tyder på lav efterspørgsel og fortsat nedadgående pres på inflationen. Forholdet mellem økonomierne i de nye markeder og den kinesiske efterspørgsel samt økonomiske vækst udgør en risiko for den resterende del af 2015, og landene i det sydøstlige Asien vil formentlig opleve en negativ afsmitende effekt.

Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i de nye markeder har været skuffende, og det indbyrdes forhold mellem den svingende, men dog stadig lave, oliepris og den svingende, men dog stadig høje, dollarkurs har tyngt valutaerne fra de nye markeder. De aktuelle pessimistiske forventninger til valutaerne fra de nye markeder får os til at tro, at værdiansættelserne for disse valutaer går en mere positiv udvikling i møde.

De faktorer, der gør det svært for de nye markeder, kan således i sidste ende give lidt medvind. Specifikt har den amerikanske centralbank fremhævet den seneste tids styrkelse af USD og den efterfølgende virkning på inflationen og væksten som forhold, der måske vil få Fed til at udskyde sine renteforhøjelser. Dette vil igen være med til at udskyde og måske begrænse den frygtede strammingskurs. Endvidere har de omfattende pengepolitiske lempelser presset renterne ned på mange renteprodukter, og jagten på positive afkast vil formentlig fortsat motivere forskellige institutionelle investorer til fortsat at investere i lokale obligationer fra de nye markeder.

Andelsklassen er positioneret med en overvægt af lokale obligationer i Brasilien, Thailand og Rusland og har undervægtet Malaysia, Sydafrika og Rumænien. Efter præsidentvalget i 2014 forventer vi, at forholdene i Brasilien vil fortsætte med at blive forbedret, og vi ser positivt på landets nuværende økonomiske beslutningstagere. Vi forventer fortsat svære økonomiske vilkår i Thailand samt en lempelig pengepolitik fra centralbanken, hvilket vil understøtte obligationer. Vi er positioneret med overvægts- og undervægtspositioner i Østeuropa, da vi prøver at finde vindere og tabere fra de pengepolitiske lempelser, der er gennemført i euroområdet. Vi holder fortsat øje med virkningen af den lavere oliepris og har en undervægt i Malaysia, da vi forventer stigende pres på vækstforventningerne i lyset af landets råvareeksport.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Kehittyvät Korkomarkkinat, paikallisvaluutta, osuuslaji EUR

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	86.825	20.210
Klassespecifikke transaktioner:		
Kursgevinster og tab på terminsforretninger	-51.595	-571
Administrationsomkostninger	-4.136	-1.454
Klassens resultat	31.094	18.186

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	1.258.208	156.137
Emissioner i perioden	135.865	204.268
Indløsninger i perioden	-1.227.454	-2.409
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	4.777	738
Periodens resultat	31.094	18.186
Medlemmernes formue ultimo	202.490	376.920

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	202.490	376.920
Antal andele	2.990.455	5.431.676
Stykstørrelse i EUR	10	10
Indre værdi (EUR pr. andel)	9,08	9,31
Afkast i EUR (pct)*]	0,80	6,50
Benchmarkafkast i EUR (pct)*]	0,66	6,44
Administrationsomk. (pct)*]	0,62	0,57

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

Nye Markeder Obligasjon Lokal Valuta, klasse NOK

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

Investerer primært i statsobligationer fra emerging markets-landene udstedt i lokal valuta. Hovedparten af afdelingens valutaeksponering, der direkte eller indirekte er knyttet til dollar, vil blive afdækket mod euro. Afdelingen er aktivt styret.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra lande i de nye markeder udstedt i lokal valuta. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativ usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder.

Hovedparten af andelsklassens valutaeksponering, der direkte eller indirekte er knyttet til USD, vil blive afdækket mod NOK. Andelsklassen påvirkes derfor kun af udsving i lokale valutaer. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet eller kan gøre det med kort varsel. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, valuta, event-risici, nye markeder/emerging markets samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede

vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afkastet fra andelsklassens start d. 21. januar 2015 blev 0,50 pct. målt i NOK, mens benchmark faldt 2,51 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og udviklingen i benchmark. Andelsklassen indfrie de vores forventninger om et moderat positivt afkast som følge af styrkelsen af US dollar og den lave oliepris.

Markedet

Inden for obligationer, renter og valuta på de nye markeder opnåede Rusland og Nigeria det bedste afkast i siden andelsklassens start d. 21. januar 2015, mens Tyrkiet, Brasilien og Peru klarede sig dårligst. Afkastene har været præget af svækkede valutaer, som primært har udviklet sig negativt i forhold til US dollar dog med undtagelse af den russiske rubel, som er steget med 18 pct. Den amerikanske dollar er styrket som følge af de lysere økonomiske udsigter og øget sandsynlighed for, at den amerikanske centralbank (Fed) begynder at hæve renten efter længe at have ført en lempelig pengepolitik. Olieprisen faldt indledningsvist og steg derefter igen i første halvår, men den ligger fortsat på et niveau, som ventes at ramme nettoeksportørerne af olie ganske hårdt. Gevinsten for nettoimportørerne har man endnu ikke helt overblik over, da faktorer som opbremsningen i Kina og usikkerheden i Grækenland fortsat tynger investorernes tillid.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 3,01 procentpoint højere end benchmark. Der var et positivt bidrag fra lokale obligationsvalg, mens valutavalget trak en smule ned i det relative resultat. Vores undervægt af Tyrkiet og overvægt af Brasilien bidrog mest til det relative resultat, mens vores overvægt af obligationer fra Rusland og positionering i Indonesien trak ned i det relative resultat. Vores overvægt i den indiske rupee bidrog positivt til det relative resultat, mens vores undervægt i den polske zloty trak ned sammen med vores moderate undervægt i den russiske rubel.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Januar 2015
Risikoindeksator (1-7): 4
Benchmark: JP Morgan Global Bond Index - Emerging Markets Global Diversified, den implicitte USD risiko er hedged til EUR
Fondskode: DK0060575355
Porteføljeradgiver: Goldman Sachs Asset Management International

VARIGHEDER

0-1 år	5,8%
1-3 år	16,8%
3-5 år	10,9%
5-10 år	49,7%
Over 10 år	2,0%
Øvrige inkl. likvide	14,8%

Nye Markeder Obligasjon Lokal Valuta, klasse NOK

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Tidspunktet for den amerikanske centralbanks (Fed) første renteforhøjelse er fortsat usikkert, men vi forventer, at Fed vil gå langsomt frem. Der er efter vores vurdering tre forhold, som vil afbøde virkningen af Feds renteforhøjelser. For det første har der i markedet været talt meget om de kommende renteforhøjelser, og Fed har igennem lang tid varslet de renteforhøjelser, der formentlig er på vej. For det andet førte det nylige kursfald på amerikanske statsobligationer ikke til markante kursfald på de nye markeder, som det skete i forbindelse med usikkerheden om Fed's neddrøsling af sine obligationsopkøb tidligere. For det tredje synes investorerne på de nye markeder nu i højere grad at kunne modstå udsving på de internationale markeder.

Styrken af USD har været et gennemgående tema i 2015 indtil nu, og det har tynget valutaerne på de nye markeder og skabt udfordringer for obligationer udstedt i disse lande. Vi mener, at der er to forhold, som opvejer dollarens styrke. For det første er styrkelsen aftaget siden årets begyndelse, og nogle valutaer har desuden vist sig at være mindre sårbare end andre. Vi forventer, at vores overvægt af mexicanske peso vil nyde godt af den stærke dollar.

Vi forventer, at udsving i olieprisen fortsat vil give både vindere og tabere i landene fra de nye markeder, og det bliver svært at udvælge vinderne, hvis der kommer yderligere udsving i olieprisen. Vi har fortsat overvægtet obligationer fra Den Dominikanske Republik, som måske vil blive svækket, hvis olieprisen stiger markant, da landet er nettoimportør af olie.

Geopolitiske faktorer vil uundgåeligt udgøre en risiko for de nye markeder, og den lange række af parlamentsvalg i 2014 mærkes fortsat i 2015. Vi fastholder vores positive syn på Brasilien og Indien som følge af parlamentsvalg og fastholder en overvægt i brasilianske obligationer. Inflationen i Brasilien har overrasket positivt på det seneste, hvilket udgør en risiko for vores position, så vi har investeret i inflationsindekserede obligationer for at reducere noget af denne risiko. I Indien har det været vanskeligt at gennemføre politiske reformer, og landets økonomiske fremgang er bremset lidt heraf. De makroøkonomiske udsigter for Kina er usikre. De seneste nøgletal har været lidt skuffende, og inflationen på producentpriser er faldet 38 måneder i træk, hvilket således tyder på lav efterspørgsel og fortsat nedadgående pres på inflationen. Forholdet mellem økonomierne i de nye markeder og den kinesiske efterspørgsel samt økonomiske vækst

udgør en risiko for den resterende del af 2015, og landene i det sydøstlige Asien vil formentlig opleve en negativ afsmittende effekt.

Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i de nye markeder har været skuffende, og det indbyrdes forhold mellem den svingende, men dog stadig lave, oliepris og den svingende, men dog stadig høje, dollarkurs har tynget valutaerne fra de nye markeder. De aktuelle pessimistiske forventninger til valutaerne fra de nye markeder får os til at tro, at værdiansættelserne for disse valutaer går en mere positiv udvikling i møde.

De faktorer, der gør det svært for de nye markeder, kan således i sidste ende give lidt medvind. Specifikt har den amerikanske centralbank fremhævet den seneste tids styrkelse af USD og den efterfølgende virkning på inflationen og væksten som forhold, der måske vil få Fed til at udskyde sine renteforhøjelser. Dette vil igen være med til at udskyde og måske begrænse den frygtede strammingskurs. Endvidere har de omfattende pengepolitiske lempelser presset renterne ned på mange renteprodukter, og jagten på positive afkast vil formentlig fortsat motivere forskellige institutionelle investorer til fortsat at investere i lokale obligationer fra de nye markeder.

Andelsklassen er positioneret med en overvægt af lokale obligationer i Brasilien, Thailand og Rusland og har undervægtet Malaysia, Sydafrika og Rumænien. Efter præsidentvalget i 2014 forventer vi, at forholdene i Brasilien vil fortsætte med at blive forbedret, og vi ser positivt på landets nuværende økonomiske beslutningstagere. Vi forventer fortsat svære økonomiske vilkår i Thailand samt en lempelig pengepolitik fra centralbanken, hvilket vil understøtte obligationer. Vi er positioneret med overvægts- og undervægtspositioner i Østeuropa, da vi prøver at finde vindere og tabere fra de pengepolitiske lempelser, der er gennemført i euroområdet. Vi holder fortsat øje med virkningen af den lavere oliepris og har en undervægt i Malaysia, da vi forventer stigende pres på vækstforventningerne i lyset af landets råvareeksport.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Nye Markeder Obligasjon Lokal Valuta, klasse NOK

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	21.1.-30.06.15
Andel af resultat af fællesporteføljen	342
Klassespecifikke transaktioner:	
Kursgevinster og tab på terminsforretninger	524
Administrationsomkostninger	-185
Klassens resultat	680

MEDLEMMERNES FORMUE	21.1.-30.06.15
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i perioden	50.543
Indløsninger i perioden	-38.368
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	252
Periodens resultat	680
Medlemmernes formue ultimo	13.108

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015
Medlemmernes formue (t.DKK)	13.108
Antal andele	153.252
Stykstørrelse i NOK	100
Indre værdi (NOK pr. andel)	100,50
Afkast i NOK (pct)*]	0,50
Benchmarkafkast i NOK (pct)*]	-2,51
Administrationsomk. (pct)*]	0,62

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

Nye Markeder Obl. Lokal Valuta – Akk, klasse DKK

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

Investerer primært i statsobligationer fra emerging markets-landene udstedt i lokal valuta. Hovedparten af afdelingens valutaeksponering, der direkte eller indirekte er knyttet til dollar, vil blive afdækket mod euro. Afdelingen er aktivt styret.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra lande i de nye markeder udstedt i lokal valuta. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativ usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder.

Hovedparten af andelsklassens valutaeksponering, der direkte eller indirekte er knyttet til USD, vil blive afdækket mod EUR. Andelsklassen påvirkes derfor kun af udsving i lokale valutaer. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet eller kan gøre det med kort varsel. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, valuta, event-risici, nye markeder/emerging markets samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede

vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et afkast på 0,73 pct., mens benchmark steg 0,84 pct. Andelsklassens afkast var tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og udviklingen i benchmark. Andelsklassen indfriele vores forventninger om et moderat positivt afkast som følge af styrkelsen af US dollar og den lave oliepris.

Markedet

Inden for obligationer, renter og valuta på de nye markeder opnåede Rusland og Filippinerne de bedste afkast i første halvår, mens Tyrkiet, Brasilien og Peru klarede sig dårligst. Afkastene har været præget af svækkede valutaer, som primært har udviklet sig negativt i forhold til USD dog med undtagelse af den russiske rubel, som er steget med over 9 pct. USD er styrket som følge af de lysere økonomiske udsigter og øget sandsynlighed for, at den amerikanske centralbank (Fed) begynder at hæve renten efter længe at have ført en lempelig pengepolitik. Olieprisen faldt indledningsvist og steg derefter igen i første halvår, men den ligger fortsat på et niveau, som ventes at ramme nettoeksportørerne af olie ganske hårdt. Gevinsten for nettoimportørerne har man endnu ikke helt overblik over, da faktorer som opbremsningen i Kina og usikkerheden i Grækenland fortsat tynger investorerens tillid.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,11 procentpoint lavere end benchmark. Der var et positivt bidrag fra lokale obligationsvalg, mens valutavalget trak en smule ned i det relative resultat. Vores undervægt af Tyrkiet og overvægt af Brasilien bidrog mest til det relative resultat, mens vores overvægt af obligationer fra Rusland og positionering i Indonesien trak ned i det relative resultat. Vores overvægt i den indiske rupee bidrog positivt til det relative resultat, mens vores undervægt i den polske zloty trak ned sammen med vores moderate undervægt i den russiske rubel.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: April 2014
Risikoindikator [1-7]: 4
Benchmark: JP Morgan Global Bond Index - Emerging Markets Global Diversified, den implicitte USD risiko er hedged til EUR
Fondskode: DK0060548899
Porteføljeraðgiver: Goldman Sachs Asset Management International

VARIGHEDER

0-1 år	5,8%
1-3 år	16,7%
3-5 år	10,8%
5-10 år	49,6%
Over 10 år	2,0%
Øvrige inkl. likvide	15,1%

Nye Markeder Obl. Lokal Valuta – Akk, klasse DKK

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Tidspunktet for den amerikanske centralbanks (Fed) første renteforhøjelse er fortsat usikkert, men vi forventer, at Fed vil gå langsomt frem. Der er efter vores vurdering tre forhold, som vil afbøde virkningen af Feds renteforhøjelser. For det første har der i markedet været talt meget om de kommende renteforhøjelser, og Fed har igennem lang tid varslet de renteforhøjelser, der formentlig er på vej. For det andet førte det nylige kursfald på amerikanske statsobligationer ikke til markante kursfald på de nye markeder, som det skete i forbindelse med usikkerheden om Fed's neddrøsing af sine obligationsopkøb tidligere. For det tredje synes investorerne på de nye markeder nu i højere grad at kunne modstå udsving på de internationale markeder.

Styrken af USD har været et gennemgående tema i 2015 indtil nu, og det har tyngt valutaerne på de nye markeder og skabt udfordringer for obligationer udstedt i disse lande. Vi mener, at der er to forhold, som opvejer dollarens styrke. For det første er styrkelsen aftaget siden årets begyndelse, og nogle valutaer har desuden vist sig at være mindre sårbare end andre. Vi forventer, at vores overvægt af mexicanske peso vil nyde godt af den stærke dollar.

Vi forventer, at udsving i olieprisen fortsat vil give både vindere og tabere i landene fra de nye markeder, og det bliver svært at udvælge vinderne, hvis der kommer yderligere udsving i olieprisen. Vi har fortsat overvægtet obligationer fra Den Dominikanske Republik, som måske vil blive svækket, hvis olieprisen stiger markant, da landet er nettoimportør af olie.

Geopolitiske faktorer vil uundgåeligt udgøre en risiko for de nye markeder, og den lange række af parlamentsvalg i 2014 mærkes fortsat i 2015. Vi fastholder vores positive syn på Brasilien og Indien som følge af parlamentsvalg og fastholder en overvægt i brasilianske obligationer. Inflationen i Brasilien har overrasket positivt på det seneste, hvilket udgør en risiko for vores position, så vi har investeret i inflationsindekserede obligationer for at reducere noget af denne risiko. I Indien har det været vanskeligt at gennemføre politiske reformer, og landets økonomiske fremgang er bremsset lidt heraf. De makroøkonomiske udsigter for Kina er usikre. De seneste nøgletal har været lidt skuffende, og inflationen på producentpriser er faldet 38 måneder i træk, hvilket således tyder på lav efterspørgsel og fortsat nedadgående pres på inflationen. Forholdet mellem økonomierne i de nye markeder og den kinesiske efterspørgsel samt økonomiske vækst udgør en risiko for den resterende del af 2015, og landene i det sydøstlige Asien vil formentlig opleve en negativ afsmitende effekt.

Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i de nye markeder har været skuffende, og det indbyrdes forhold mellem den svingende, men dog stadig lave, oliepris og den svingende, men dog stadig høje, dollarkurs har tyngt valutaerne fra de nye markeder. De aktuelle pessimistiske forventninger til valutaerne fra de nye markeder får os til at tro, at værdiansættelserne for disse valutaer går en mere positiv udvikling i møde.

De faktorer, der gør det svært for de nye markeder, kan således i sidste ende give lidt medvind. Specifikt har den amerikanske centralbank fremhævet den seneste tids styrkelse af USD og den efterfølgende virkning på inflationen og væksten som forhold, der måske vil få Fed til at udskyde sine renteforhøjelser. Dette vil igen være med til at udskyde og måske begrænse den frygtede strammingskurs. Endvidere har de omfattende pengepolitiske lempelser presset renterne ned på mange renteprodukter, og jagten på positive afkast vil formentlig fortsat motivere forskellige institutionelle investorer til fortsat at investere i lokale obligationer fra de nye markeder.

Andelsklassen er positioneret med en overvægt af lokale obligationer i Brasilien, Thailand og Rusland og har undervægtet Malaysia, Sydafrika og Rumænien. Efter præsidentvalget i 2014 forventer vi, at forholdene i Brasilien vil fortsætte med at blive forbedret, og vi ser positivt på landets nuværende økonomiske beslutningstagere. Vi forventer fortsat svære økonomiske vilkår i Thailand samt en lempelig pengepolitik fra centralbanken, hvilket vil understøtte obligationer. Vi er positioneret med overvægts- og undervægtspositioner i Østeuropa, da vi prøver at finde vindere og tabere fra de pengepolitiske lempelser, der er gennemført i euroområdet. Vi holder fortsat øje med virkningen af den lavere oliepris og har en undervægt i Malaysia, da vi forventer stigende pres på vækstforventningerne i lyset af landets råvareeksport.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Nye Markeder Obl. Lokal Valuta – Akk, klasse DKK

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	8.4.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	84.608	19.734
Klassespecifikke transaktioner:		
Kursgevinster og tab på terminsforretninger	-39.029	-1.428
Administrationsomkostninger	-8.424	-1.702
Klassens resultat	37.155	16.604

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	8.4.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	1.567.910	0
Emissioner i perioden	312.273	899.902
Indløsninger i perioden	-803.331	0
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	3.752	1.500
Periodens resultat	37.155	16.604
Medlemmernes formue ultimo	1.117.760	918.006

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.117.760	918.006
Antal andele	11.155.286	8.909.913
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	100,20	103,03
Afkast i DKK (pct)*]	0,73	3,03
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	0,84	3,00
Administrationsomk. (pct)*]	0,55	0,55
ÅOP	1,33	1,40

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

Tillväxtmarknadsobligationer Lokal Val., Klass SEK

Andelsklasse under Nye Markeder Obl. Lokal Valuta – Akk. KL

Investerer primært i statsobligationer fra emerging markets-landene udstedt i lokal valuta. Hovedparten af afdelingens valutaeksponering, der direkte eller indirekte er knyttet til dollar, vil blive afdækket mod euro. Afdelingen er aktivt styret.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra lande i de nye markeder udstedt i lokal valuta. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativ usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder.

Hovedparten af andelsklassens valutaeksponering, der direkte eller indirekte er knyttet til USD, vil blive afdækket mod SEK. Andelsklassen påvirkes derfor kun af udsving i lokale valutaer. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet eller kan gøre det med kort varsel. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, valuta, event-risici, nye markeder/emerging markets samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede

vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Siden andelsklassens start d. 21. januar 2015 har andelsklassen givet et negativt afkast på 4,77 pct. målt i SEK, mens benchmark faldt 3,29 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var mindre tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og udviklingen i benchmark. Andelsklassen indfrieede ikke vores forventninger om et moderat positivt afkast.

Markedet

Inden for obligationer, renter og valuta på de nye markeder opnåede Rusland og Nigeria det bedste afkast i siden andelsklassens start d. 21. januar 2015, mens Tyrkiet, Brasilien og Peru klarede sig dårligst. Afkastene har været præget af svækkede valutaer, som primært har udviklet sig negativt i forhold til US dollar dog med undtagelse af den russiske rubel, som er steget med 18 pct. Den amerikanske dollar er styrket som følge af de lysere økonomiske udsigter og øget sandsynlighed for, at den amerikanske centralbank (Fed) begynder at hæve renten efter længe at have ført en lempelig pengepolitik. Olieprisen faldt indledningsvist og steg derefter igen i første halvår, men den ligger fortsat på et niveau, som ventes at ramme nettoeksportørerne af olie ganske hårdt. Gevinsten for nettoimportørerne har man endnu ikke helt overblik over, da faktorer som opbremsningen i Kina og usikkerheden i Grækenland fortsat tynger investorernes tillid.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 1,48 procentpoint lavere end benchmark. Der var et positivt bidrag fra lokale obligationsvalg, mens valutavalget trak en smule ned i det relative resultat. Inden for obligationsvalg bidrog vores undervægt af Tyrkiet og overvægt af Brasilien mest til det relative resultat, mens vores overvægt af obligationer fra Rusland og positionering i Indonesien trak ned i det relative resultat. Vores overvægt i den indiske rupee bidrog positivt til det relative resultat, mens vores undervægt i den polske zloty trak ned sammen med vores moderate undervægt i den russiske rubel.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Januar 2015
Risikoindikator [1-7]: 4
Benchmark: JP Morgan Global Bond Index - Emerging Markets Global Diversified, den implicitte USD risiko er hedged til EUR
Fondskode: DK0060575272
Porteføljeradgiver: Goldman Sachs Asset Management International

VARIGHEDER

0-1 år	5,8%
1-3 år	16,6%
3-5 år	10,7%
5-10 år	49,2%
Over 10 år	2,0%
Øvrige inkl. likvide	15,7%

Tillväxtmarknadsobligationer Lokal Val., Klass SEK

Andelsklasse under Nye Markeder Obl. Lokal Valuta – Akk. KL

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Tidspunktet for den amerikanske centralbanks (Fed) første renteforhøjelse er fortsat usikkert, men vi forventer, at Fed vil gå langsomt frem. Der er efter vores vurdering tre forhold, som vil afbøde virkningen af Feds renteforhøjelser. For det første har der i markedet været talt meget om de kommende renteforhøjelser, og Fed har igennem lang tid varslet de renteforhøjelser, der formentlig er på vej. For det andet førte det nylige kursfald på amerikanske statsobligationer ikke til markante kursfald på de nye markeder, som det skete i forbindelse med usikkerheden om Fed's neddrøsling af sine obligationsopkøb tidligere. For det tredje synes investorerne på de nye markeder nu i højere grad at kunne modstå udsving på de internationale markeder.

Styrken af USD har været et gennemgående tema i 2015 indtil nu, og det har tyngt valutaerne på de nye markeder og skabt udfordringer for obligationer udstedt i disse lande. Vi mener, at der er to forhold, som opvejer dollarens styrke. For det første er styrkelsen aftaget siden årets begyndelse, og nogle valutaer har desuden vist sig at være mindre sårbare end andre. Vi forventer, at vores overvægt af mexicanske peso vil nyde godt af den stærke dollar.

Vi forventer, at udsving i olieprisen fortsat vil give både vindere og tabere i landene fra de nye markeder, og det bliver svært at udvælge vinderne, hvis der kommer yderligere udsving i olieprisen. Vi har fortsat overvægtet obligationer fra Den Dominikanske Republik, som måske vil blive svækket, hvis olieprisen stiger markant, da landet er nettoimportør af olie.

Geopolitiske faktorer vil uundgåeligt udgøre en risiko for de nye markeder, og den lange række af parlamentsvalg i 2014 mærkes fortsat i 2015. Vi fastholder vores positive syn på Brasilien og Indien som følge af parlamentsvalg og fastholder en overvægt i brasilianske obligationer. Inflationen i Brasilien har overrasket positivt på det seneste, hvilket udgør en risiko for vores position, så vi har investeret i inflationsindekserede obligationer for at reducere noget af denne risiko. I Indien har det været vanskeligt at gennemføre politiske reformer, og landets økonomiske fremgang er bremset lidt heraf. De makroøkonomiske udsigter for Kina er usikre. De seneste nøgletal har været lidt skuffende, og inflationen på producentpriser er faldet 38 måneder i træk, hvilket således tyder på lav efterspørgsel og fortsat nedadgående pres på inflationen. Forholdet mellem økonomierne i de nye markeder og den kinesiske efterspørgsel samt økonomiske vækst udgør en risiko for den resterende del af 2015, og landene i det sydøstlige Asien vil formentlig opleve en negativ afsmitende effekt.

Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i de nye markeder har været skuffende, og det indbyrdes forhold mellem den svingende, men dog stadig lave, oliepris og den svingende, men dog stadig høje, dollarkurs har tyngt valutaerne fra de nye markeder. De aktuelle pessimistiske forventninger til valutaerne fra de nye markeder får os til at tro, at værdiansættelserne for disse valutaer går en mere positiv udvikling i møde.

De faktorer, der gør det svært for de nye markeder, kan således i sidste ende give lidt medvind. Specifikt har den amerikanske centralbank fremhævet den seneste tids styrkelse af USD og den efterfølgende virkning på inflationen og væksten som forhold, der måske vil få Fed til at udskyde sine renteforhøjelser. Dette vil igen være med til at udskyde og måske begrænse den frygtede strammingskurs. Endvidere har de omfattende pengepolitiske lempelser presset renterne ned på mange renteprodukter, og jagten på positive afkast vil formentlig fortsat motivere forskellige institutionelle investorer til fortsat at investere i lokale obligationer fra de nye markeder.

Andelsklassen er positioneret med en overvægt af lokale obligationer i Brasilien, Thailand og Rusland og har undervægtet Malaysia, Sydafrika og Rumænien. Efter præsidentvalget i 2014 forventer vi, at forholdene i Brasilien vil fortsætte med at blive forbedret, og vi ser positivt på landets nuværende økonomiske beslutningstagere. Vi forventer fortsat svære økonomiske vilkår i Thailand samt en lempelig pengepolitik fra centralbanken, hvilket vil understøtte obligationer. Vi er positioneret med overvægts- og undervægtspositioner i Østeuropa, da vi prøver at finde vindere og tabere fra de pengepolitiske lempelser, der er gennemført i euroområdet. Vi holder fortsat øje med virkningen af den lavere oliepris og har en undervægt i Malaysia, da vi forventer stigende pres på vækstforventningerne i lyset af landets råvareeksport.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Tillväxtmarknadsobligationer Lokal Val., Klass SEK

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	21.1.-30.06.15
Andel af resultat af fællesporteføljen	-7.586
Klassespecifikke transaktioner:	
Kursgevinster og tab på terminsforretninger	-2.289
Administrationsomkostninger	-1.902
Klassens resultat	-11.777

MEDLEMMERNES FORMUE	21.1.-30.06.15
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i perioden	362.872
Indløsninger i perioden	-3.072
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	260
Periodens resultat	-11.777
Medlemmernes formue ultimo	348.283

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015
Medlemmernes formue (t.DKK)	348.283
Antal andele	4.532.523
Stykstørrelse i SEK	100
Indre værdi (SEK pr. andel)	95,23
Afkast i SEK [pct]*]	-4,77
Benchmarkafkast i SEK [pct]*]	-3,29
Administrationsomk. [pct]*]	0,62

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

Nye Markeder Small Cap

Investerer i aktier i mindre selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i emerging markets-lande. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i udenlandske aktier i selskaber, der arbejder i de nyindustrialiserede lande, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på disse markeder. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativ usikker økonomisk udvikling samt et aktiemarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet eller kan gøre det med kort varsel. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, nye markeder/emerging markets, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekset er afdelingen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 6,84 pct., mens benchmark steg 17,78 pct. Afdelingens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteuro og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Markedet

Den fortsat lempelige pengepolitik var med til at udløse aktiekursstigninger for mindre selskaber på de nye markeder trods større volatilitet mod slutningen af perioden. Side-løbende med Den Europæiske Centralbank, som indledte sine kvantitative lempelser, var der mange centralbanker i hele verden, som sænkede renten for at afværge deflation. Forhåbninger om yderligere stimuli i Kina for at fremme væksten og den amerikanske centralbanks (Fed) signaler om, at den vil gå langsomt frem med sine renteforhøjelser, var langt hen ad vejen med til at understøtte markederne. I maj og juni begyndte markederne imidlertid at falde lidt tilbage som følge af stigende usikkerhed om Grækenlands gældsproblemer og Kinas volatile markeder. I Brasilien førte politisk usikkerhed og bekymring om yderligere økonomisk opbremsning til et faldende marked.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 10,94 procentpoint lavere end benchmark. Det skyldes primært, at vi har undervægtet Asiens to største indekskomponenter, Kina og sydkorea, som udgjorde næsten halvdelen af indekset, og som har givet solide afkast i perioden.

De latinamerikanske markeder faldt lidt tilbage som reaktion på de globale usikkerheder, så opmærksomheden blev rettet mod kursstigningerne på små asiatiske selskaber. Ikke mindst det kinesiske marked oplevede yderligere kursstigninger i april og maj som følge af lempelser, som giver flere adgang til at handle aktier samt pengepolitiske lempelser. Markedet endte dog med et dyk som følge af gevinsthjemtagning og svage makroøkonomiske data. Kina var ikke desto

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Maj 2007
Risikoindeks (1-7): 5
Benchmark: MSCI Emerging Markets Small Cap inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060080380
Porteføljeradgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

LANDEFORDELING

Brasilien	13,1%
Indien	11,9%
Sydafrika	8,7%
Malaysia	6,9%
Indonesien	6,6%
Øvrige inkl. likvide	52,8%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,69
Standardafvigelse	13,03
Tracking error	8,01
Information Ratio	0,33
Sharpe Ratio (benchm.)	0,45
Standardafvigelse (benchm.)	14,18
Active share	98,21

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Nye Markeder Small Cap

mindre det marked, der gav det højeste afkast i første halvår, og det trak ned i afdelingens relative resultat, da vi har undervægtet Kina.

Der var et positivt bidrag fra et stærkt aktievalg i Indien, hvor især vores aktier i Godrej Consumer steg kraftigt som følge af højere omsætning og forbedrede indtjeningsmarginer. Vores eksponering uden for benchmark mod Hviderusland via EPAM Systems bidrog også til resultatet, da softwareudviklingsfirmaet rapporterede et fremragende kvartalsresultat baseret på stor omsætningsfremgang både i Nordamerika og Europa. Der var omvendt kursfald i infrastrukturselskabet Grana y Montero som følge af en opbremsning i den økonomiske vækst i Peru og problemer omkring selskabets fremtidige projekter. Den brasilianske skokæde Arezzo blev ramt af den svage indenlandske efterspørgsel.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

De kommende pengepolitiske ændringer i USA udgør en væsentlig risikofaktor. Blandede økonomiske nøgletal i USA har skabt usikkerhed om tidspunktet for den første renteforhøjelse, men bekymringen går på, at når den amerikanske centralbank (Fed) begynder at hæve renten, så kan det skabe fornyet kapitaludstrømning fra udviklingslandene, herunder særligt lande med underskud på betalingsbalancen som f.eks. Brasilien og Tyrkiet, hvor afdelingen er overvægtet. Den gode nyhed er, at markederne i nogen udstrækning har indpriset højere renter, så usikkerheden bliver ikke så stor som dengang, hvor Fed annoncerede planerne om at udfase sine obligationsopkøb i 2013. Kvantitative lempelser fra andre store centralbanker som f.eks. i Europa og Japan bør også afbøde lidt af modvinden fra Fed's renteforhøjelser.

Der er også risiko forbundet med udviklingen i Kina. Yderligere uro på Kinas aktiemarked er en usikkerhedsfaktor, da denne uro kan destabilisere fastlandets økonomi på et tidspunkt, hvor den økonomiske aktivitet allerede er faldende. En kraftig økonomisk opbremsning kan få negativ afsmitning ud over landets grænser som følge af størrelsen af Kinas økonomi. I den vestlige verden er det Brasilien, der som råvareproducent og fastlands-Kinas største handelspartner er

mest sårbar, og det gælder også eksportorienterede lande som Sydkorea og Taiwan. Den kinesiske regering har dog det økonomiske råderum til at holde hånden under landets økonomi og bør være i stand til at forhindre en omfattende økonomisk nedtur. Økonomisk fremgang i USA ville også i nogen grad opveje den svage aktivitet i Kina. Vi har overvægtet Brasilien og undervægtet Sydkorea og Taiwan. Vi har også en mindre eksponering mod Kina, da landet har problemer med at overholde principperne om god selskabsledelse, og de selskaber, vi har investeret i, har en solid brancheposition og taget skridt til at implementere internationale ledelsesprincipper.

Forventninger til markedet samt strategi

Trods markedsuroen ser vi fortsat positivt på det langsigtede potentiale på de mindre aktier i de nye markeder. Mange af vores selskaber er markedsførende og har klaret sig igennem krisetider, og det bør ikke være anderledes denne gang. Vi stoler på vores filosofi om at udvælge investeringer på aktieniveau, hvor vi vælger grundlæggende sunde og veldrevne selskaber.

Vi har fortsat primært overvægt af indenlandskorienterede virksomheder inden for f.eks. konsumentvarer. Afdelingens overvægt af forbrugssektoren vil formentlig kunne udnytte en strukturel vækst i det indenlandske forbrug i nye økonomier, som drives af den voksende middelklasse og dens stigende velstand. Samtidig bør afdelingens undervægt af den cykliske it-sektor med dens evigt forandrende forretningsmodeller og stadig kortere produktlevetider give et godt bidrag til det relative resultat, da vi ikke forventer, at denne tendens vil ændre sig på længere sigt.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

Nye Markeder Small Cap

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	28.127	32.667
Kursgevinster og tab	130.167	119.226
Administrationsomkostninger	-13.683	-13.939
Resultat før skat	144.611	137.954
Rente- og udbytteskat	-2.315	-2.903
Halvårets nettoresultat	142.295	135.052

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	19.209	21.458
Kapitalandele	1.436.252	2.049.126
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	157
Andre aktiver	2.088	2.463
Aktiver i alt	1.457.548	2.073.203

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	1.455.285	2.071.704
Mellemværende vedr. handelsafvikling	359	0
Anden gæld	1.904	1.500
Passiver i alt	1.457.548	2.073.203

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	2.071.704	1.753.230
Udlodning fra sidste år	-50.888	-107.946
Emissioner i perioden	139.844	237.500
Indløsninger i perioden	-854.939	-60.879
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	7.270	2.216
Periodens resultat	142.295	135.052
Medlemmernes formue ultimo	1.455.285	1.959.172

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,7	98,9
I alt finansielle instrumenter	98,7	98,9
Øvrige aktiver og passiver	1,3	1,1
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.455.285	1.959.172
Antal andele	8.462.346	12.385.372
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	171,97	158,18
Afkast i DKK (pct)*]	6,84	7,95
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	17,78	9,60
Administrationsomk. (pct)*]	0,80	0,80
ÅOP	1,97	2,03

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

Nye Markeder Small Cap – Akkumulerende KL



Investorerer i aktier i mindre selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i emerging markets-lande. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingen udbydes i en andelsklasse:

- Emerging Marketes Small Cap, klasse NOK

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassens egne investeringer, findes på de følgende sider.

Ledelsesberetning og noter for klassen, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider.

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

Nye Markeder Small Cap – Akkumulerende KL

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	26.3.-30.06.15
Renter og udbytter	540
Kursgevinster og tab	-1.930
Administrationsomkostninger	-215
Resultat før skat	-1.605
Rente- og udbytteskat	-40
Halvårets nettoresultat	-1.645

BALANCE	30.06.15
AKTIVER	
Likvide midler	1.003
Kapitalandele	40.808
Andre aktiver	63
Aktiver i alt	41.873

PASSIVER	
Medlemmernes formue 1]	41.761
Mellemværende vedr. handelsafvikling	35
Anden gæld	77
Passiver i alt	41.873

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	26.3.-30.06.15
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i perioden	44.246
Indløsninger i perioden	-848
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	8
Periodens resultat	-1.645
Medlemmernes formue ultimo	41.761

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,7
I alt finansielle instrumenter	97,7
Øvrige aktiver og passiver	2,3
I alt	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015
Medlemmernes formue (t.DKK)	41.761

*] Afdelingen er opdelt i andelsklasser, hvorfor en række af nøgletallene herefter vises under de enkelte klasser.

Emerging Markets Small Cap, klasse NOK

Andelsklasse under Nye Markeder Small Cap – Akkumulerende KL

Investorerer i aktier i mindre selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i emerging markets-lande. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i aktier i mindre selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i emerging markets, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på disse markeder. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et aktiemarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet eller kan gøre det med kort varsel. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, nye markeder/emerging markets, selskabsspecifikke forhold, risici tilknyttet investeringsstilen, modpartsrisiko og valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen har siden starten den 26. marts givet et afkast på 0,67 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 5,28 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal. Renteuro og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte dog betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Markedet

Aktiemarkederne i de nye økonomier viste en moderat positiv udvikling siden andelsklassens start. Risikovilligheden steg i første omgang på forhåbningen om pengepolitiske lempelser i Kina, men faldt hurtigt igen på grund af fortsat økonomisk mathed på fastlandet og usikkerhed omkring Grækenlands fremtid i Europa. Forventningen om, at den amerikanske centralbank (Fed) ville normalisere pengepolitikken i andet halvår, havde også negativ afsmitning på optimismen, selvom Fed forsikrede, at de kun vil gå langsomt til værks med renteforhøjelserne.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 4,61 procentpoint lavere end benchmark. Det skyldes primært, at vi har undervægtet Asiens to største indeksskomponenter, Kina og sydkorea, som udgør næsten halvdelen af indekset, og som har givet solide afkast i perioden.

Det kinesiske marked oplevede yderligere kursstigninger i april og maj som følge af lempelser, som giver flere adgang til at handle aktier samt pengepolitiske lempelser. Markedet endte dog med et dyk som følge af gevinsthjemtagning og svage makroøkonomiske data. Kina var ikke desto mindre det marked, der gav det højeste afkast i første halvår, og det trak ned i andelsklassens relative resultat, da vi har undervægtet Kina. Korea klarede sig også godt, og specielt medicinalaktier oplevede store kursstigninger.

Vores manglende eksponering mod Hanmi Pharma trak derfor ned i det relative afkast, da aktiekursen røg til vejrs. Indtjeningen i E-Mart var bedre end forventet, hvilket gavnede

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Marts 2015
Risikoindeks (1-7): 5
Benchmark: MSCI Emerging Markets Small Cap inkl. nettoudbytter målt i NOK
Fondskode: DK0060587012
Porteføljerådgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

LANDEFORDELING

Brasilien	12,9%
Indien	11,4%
Sydafrika	8,7%
Malaysia	7,2%
Indonesien	6,4%
Øvrige inkl. likvide	53,4%

NØGLETAL

Active share	98,30
--------------	-------

Måleperiode: til jun. 2015

Emerging Markets Small Cap, klasse NOK

Andelsklasse under Nye Markeder Small Cap – Akkumulerende KL

vores position i aktien, men vores undervægt af Korea trak i sidste ende ned i andelsklassens relative resultat. På aktieniveau leverede mange af vores selskaber flotte resultater i lyset af de svære markedsforhold, men deres resultat blev udvandet af svækkede lokalvalutaer. Blandt disse investeringer kan nævnes Localiza og Iguatemi i Brasilien. Vi mener, at disse udfordringer primært er af konjunkturmæssig karakter og fastholder vores tro på selskabernes langsigtede muligheder.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

De kommende pengepolitiske ændringer i USA udgør en væsentlig risikofaktor. Blandede økonomiske nøgletal i USA har skabt usikkerhed om tidspunktet for den første renteforhøjelse, men bekymringen går på, at når den amerikanske centralbank (Fed) begynder at hæve renten, så kan det skabe fornyet kapitaludstrømning fra udviklingslandene, særligt lande med underskud på betalingsbalancen som f.eks. Brasilien og Tyrkiet, hvor andelsklassen er overvægtet. Den gode nyhed er, at markederne i nogen udstrækning har indpriset højere renter, så usikkerheden bliver ikke så stor som dengang, da Fed annoncerede planerne om at udfase sine obligationsopkøb i 2013. Kvantitative lempelser fra andre store centralbanker som f.eks. i Europa og Japan bør også afbøde lidt af modvinden fra Fed's renteforhøjelser.

Der er også risiko forbundet med udviklingen i Kina. Yderligere uro på Kinas aktiemarked er en usikkerhedsfaktor, da denne uro kan destabilisere fastlandets økonomi på et tidspunkt, hvor den økonomiske aktivitet allerede er faldende. En kraftig økonomisk opbremsning kan få negativ afsmitning ud over landets grænser som følge af størrelsen af Kinas økonomi. I den vestlige verden er det Brasilien, der som råvareproducent og fastlands-Kinas største handelspartner er mest sårbar, og det gælder også eksportorienterede lande som Sydkorea og Taiwan. Den kinesiske regering har dog det økonomiske råderum til at holde hånden under landets økonomi og bør være i stand til at forhindre en omfattende øko-

nomisk nedtur. Økonomisk fremgang i USA ville også i nogen grad opveje den svage aktivitet i Kina. Vi har overvægtet Brasilien og undervægtet Sydkorea og Taiwan. Vi har også en mindre eksponering mod Kina, da landet har problemer med at overholde principperne om god selskabsledelse, og de selskaber, vi har investeret i, har en solid brancheposition og taget skridt til at implementere internationale ledelsesprincipper.

Forventninger til markedet samt strategi

Trods markedsuroen ser vi fortsat positivt på det langsigtede potentiale på de mindre aktier i de nye markeder. Mange af vores selskaber er markedsførende og har klaret sig igennem krisetider, og det bør ikke være anderledes denne gang. Vi stoler på vores filosofi om at udvælge investeringer på aktieniveau, hvor vi vælger grundlæggende sunde og veldrevne selskaber.

Vi har fortsat primært overvægt af indenlandsk-orienterede virksomheder inden for f.eks. konsumentvarer. Andelsklassens overvægt af forbrugssektoren vil formentlig kunne udnytte en strukturel vækst i det indenlandske forbrug i nye økonomier, som drives af den voksende middelklasse og dens stigende velstand. Samtidig bør andelsklassens undervægt af den cykliske it-sektor med dens evigt forandrende forretningsmodeller og stadigt kortere produktlevetider give et godt bidrag til det relative resultat, da vi ikke forventer at denne tendens vil ændre sig på længere sigt.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

Emerging Markets Small Cap, klasse NOK

Andelsklasse under Nye Markeder Small Cap – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	26.3.-30.06.15
Andel af resultat af fællesporteføljen	-1.430
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	-215
Klassens resultat	-1.645

MEDLEMMERNES FORMUE	26.3.-30.06.15
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i perioden	44.246
Indløsninger i perioden	-848
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	8
Periodens resultat	-1.645
Medlemmernes formue ultimo	41.761

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015
Medlemmernes formue (t.DKK)	41.761
Antal andele	487.472
Stykstørrelse i NOK	100
Indre værdi (NOK pr. andel)	100,67
Afkast i NOK [pct]*]	0,67
Benchmarkafkast i NOK [pct]*]	5,28
Administrationsomk. [pct]*]	0,96

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

Teknologi

Investerer globalt i aktier i selskaber, der drager fordel af udvikling, produktion, distribution og anvendelse af teknologi i bred forstand. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investo- rernes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halv- årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til invester- ingsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risiko- styring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår ne- denfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer globalt i aktier i selskaber, der dra- ger fordel af udvikling, produktion, distribution og anvendelse af teknologi i bred forstand, har afdelingen en investerings- mæssig risiko i forhold til denne type af aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyt- tet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, risikovillig kapital, modpartsri- siko og valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risi- koforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i halvårs- rapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 12,90 pct., mens benchmark steg 11,30 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkur- renter, og har mere end indfriet vores forventninger om posi-

tive men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteuuro og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte udsving.

Markedet

Inden for teknologisektoren har selskaber inden for sik- kerhedsteknologi generelt klaret sig godt i perioden. Virk- somheder har historisk set investeret for lidt i netværkssik- kerhed, og stadigt mere avancerede brud på it-sikkerheden kompromitterer fortsat følsomme data og understreger, at de traditionelle firewalls ikke yder tilstrækkelig beskyttelse mod disse nye trusler.

Selskaber inden for cloud computing har tilsvarende klaret sig godt i perioden, efterhånden som flere store selskaber migrerer til en cloud-løsning. Disse cloud-løsninger kan potentielt skabe stor værdi for de store selskaber, da det er med til at øge produktiviteten og fremme implementeringen af forbedringer, så man hurtigere kan opnå innovation. Om- vendt har PC- og hardware-selskaber ikke haft et godt halvår. Efterspørgslen efter PC'er er tyngt af de svage internatio- nale markeder og valutauro samt lavere efterspørgsel efter PC'er i erhvervslivet.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 1,60 procentpoint højere end ændrin- gen i benchmark. Dette kan blandt andet tilskrives aktieval- get inden for halvledere og software. Inden for sikkerheds- software gav Palo Alto Networks et af de største relative bidrag til afdelingens resultat. Selskabet fastholder evnen til at levere høj omsætningsvækst, vinde markedsandele og opnå et overskud, som overstiger det forventede. Vores investeringer i halvlederselskaberne Avago Technologies og Skyworks Solutions var også blandt de største relative bidragsydere til afdelingens resultat. Begge selskaber leverer vigtige komponenter til Apples nye produkter og til nye tek- nologier til mobiltelefoner, som kan hjælpe med overgangen til 3G- og 4G-netværk.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juni 1999
Risikoindeks (1-7): 6
Benchmark: S&P North American Technology Sector Index inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0016023229
Porteføljeradgiver: RCM Capital Management LLC

BRANCHEFORDELING

Udvikling af operativsystemer mm.	19,1%
Internet, software og serviceydels- er	15,5%
Halvledere	11,3%
Internet detailsalg	8,0%
Computere	7,9%
Øvrige inkl. likvide	38,2%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,32
Standardafvigelse	13,08
Tracking error	6,30
Information Ratio	-0,10
Sharpe Ratio (benchm.)	1,54
Standardafvigelse (benchm.)	11,65
Active share	55,00

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Teknologi

Vores undervægt i Amazon og Microsoft var begge med til at trække ned i det relative resultat, da begge selskaber har opnået gode resultater med deres cloud-løsninger. Udover den hastigt voksende vækst i forretningsområdet cloud-løsninger har Amazon meldt ud, at de vil være mere disciplinerede i deres investeringer. Microsoft udviser en robust indtjenings- evne og omkostningsstyring til trods for kraftig modvind uden for USA. Således ser vi mere optimistisk på udsigterne for begge selskaber.

Vores investeringer på det svage marked for PC'er og hardware trak også ned i det relative resultat. Vi forventer fortsat sløj vækst på dette område, da fremgangen inden for cloud computing synes at reducere efterspørgslen efter hardware. Vi har derfor reduceret vores eksponering mod PC- og hardwarevirksomheder samt halvlederproducenter, som leverer PC- og hardwarekomponenter.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Vi har fortsat kun lave forventninger til den globale vækst, inflationen holdes fortsat i ave, og pengepolitikken er fortsat lempelig i de fleste dele af verden. Vi er fortsat forsigtigt optimistiske omkring en bedring af den globale økonomi, selvom væksten formentlig bliver ujævnt fordelt. Dette er situationen i Grækenland et godt eksempel på. Usikkerhed omkring virkningen af en græsk statsbankerot eller udtræden af euro-samarbejdet og den potentielle effekt på den europæiske og den globale økonomi har medført større udsving på markederne, og det kan påvirke afdelingen på kort sigt.

Vi har fortsat store positioner i flere mellemstore selskaber, særligt inden for mobilt internet, data netværkssikkerhed og cloud computing til private, som vi mener bliver fremtidens vindere i teknologisektoren. I den udstrækning at investorerne går mere efter kortsigtet afkast og likviditet end efter langsigtet vækst, har vi erfaret, at vores strategi ikke altid virker så godt. I en sådan situation vil vores strategi kunne komme til kort som følge af lavere eksponering mod større selskaber. Vores fokus på højvækstselskaber indebærer desuden den risiko, at visse selskaber enten af driftsmæssige eller konkurrencemæssige årsager ikke formår at leve op til markedets omsætnings- og indtjeningsforventninger.

Forventninger til markedet samt strategi

Fremadrettet forventer vi stadig, at teknologisektoren kan indeholde nogle af de bedste absolutte og relative afkastmuligheder på aktiemarkedet. I øjeblikket ser vi en bølge af innovation i sektoren, som vi mener, potentielt kan skabe attraktive afkast for selskaber med best-in-class løsninger. Vi ser også en række selskaber, hvis nuværende værdiansættelse efter vores opfattelse ikke fuldt afspejler en positiv selskabs- og eller branchespecifik udvikling.

Vi er enige i, at værdiansættelsen af nogle cloud- og internetvirksomheder er blevet for høj. Således mener vi, at opbremsningen i kursstigningen i deres aktier var en sund måde at slippe af med noget af den overdrevne entusiasme, der er set i markederne. Når det er sagt, ser vi fortsat enorme potentielle markeder for disse dynamiske teknologiområder, der langt overstiger den nuværende omsætning. Vi har dog konsolideret vores eksponering mod disse områder på kvalitetsselskaber, som efter vores mening har de mest lovende løsninger, og som med deres forretningsmodeller udviser klart potentiale til stor indtjenings- og pengestrømsvækst i de kommende år.

Netværkssikkerhed er et andet væsentligt vækstområde inden for teknologi, som tiltrækker sig mere og mere opmærksomhed. Det skyldes især de mere og mere avancerede cyber-angreb, som får selskaberne til at bruge flere penge på ny sikkerhedsteknologi. Vi tror, at denne tendens vil fortsætte i mange år, og de selskaber, som fortsat forbedrer deres sikkerhedsteknologi, kan med tiden få gevinst af deres investering.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteudviklingen.

Teknologi

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	4.350	3.501
Kursgevinster og tab	142.518	59.736
Administrationsomkostninger	-9.542	-6.476
Resultat før skat	137.325	56.761
Rente- og udbytteskat	-606	-430
Halvårets nettoresultat	136.719	56.331

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	31.295	50.200
Kapitalandele	1.217.128	977.096
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	58
Andre aktiver	575	632
Aktiver i alt	1.248.998	1.027.986

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	1.247.345	1.025.070
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	2.116
Anden gæld	1.653	800
Passiver i alt	1.248.998	1.027.986

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	1.025.070	794.227
Emissioner i perioden	102.859	15.803
Indløsninger i perioden	-17.598	-18.807
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	295	89
Periodens resultat	136.719	56.331
Medlemmernes formue ultimo	1.247.345	847.642

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,6	95,3
I alt finansielle instrumenter	97,6	95,3
Øvrige aktiver og passiver	2,4	4,7
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.247.345	847.642
Antal andele	14.133.122	12.877.821
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	88,26	65,82
Afkast i DKK [pct]*]	12,90	7,06
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	11,30	7,62
Administrationsomk. [pct]*]	0,80	0,79
ÅOP	1,94	2,22

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

Tyskland

Investerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i Tyskland. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i Tyskland, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til denne type aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, enkeltlanderisiko, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 12,55 pct., mens benchmark steg 15,83 pct. Afdelingens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har mere end indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteuero og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Markedet

Det tyske aktiemarked udviklede sig - såvel som de europæiske aktiemarkeder samlet set - yderst positivt i første halvår 2015. Det tyske DAX indeks over de største aktier gav et afkast på 11,62 pct., mens de små og mellemstore aktier klarede sig bedre med et afkast på henholdsvis 19,36% og 15,87%. Kursudviklingen var særdeles stærk i de første måneder af året drevet af Den Europæiske Centralbanks beslutning om at påbegynde kvantitative lempelser og dermed stimulere den økonomiske vækst ved en særdeles lempelig pengepolitik. Renterne faldt dramatisk, og den 10-årige tyske statsobligation kunne notere historisk lave niveauer på 0,05 pct. for derefter overraskende at stige til 0,76 pct. Indtjeningsudviklingen var positiv med en moderat indtjeningsvækst, hvor effekten af de økonomiske vækststimuli og en forbedret konkurrenceevne for eksportvirksomheder endnu ikke er slået igennem. Aktiemarkederne blev i slutningen af perioden negativt påvirket af usikkerheden omkring Europa og Grækenlands forhandlinger om gældspakken samt folkeafstemning herom d. 5. juli 2015.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 3,28 pct. lavere end ændringen i benchmark. Den mindre tilfredsstillende performance skyldes i høj grad forbrugsgodesektoren, der sidste år var blandt foreningens bedste sektor. Vindistributøren Hawesko har fået ny storaktionær, der i starten af året fremsatte et frivilligt købstilbud. Det har medført, at aktiekursen har haft en flad udvikling og bidrager derfor væsentligt til den negative performance. Tøjproducenten Hugo Boss har ligeledes haft en flad kursudvikling i første halvår. Udviklingen med at konvertere til egne butikker går langsommere end ventet, ligesom omkostningerne hertil er højere, hvilket har påvirket resultatet negativt. Endelig har underleverandøren til bilindustrien ElringKlinger klaret sig dårligt efter selskabets annoncerede skuffende forventninger til årets resultat, hvor det især er den manglende fremgang i profitabilitet, der bekymrer. Der var dog også positive bidrag i sektoren, hvor billet- og eventselskabet CTS Eventim er en af halvårets bedste aktier. Selskabet har aflagt stærke regnskaber, der viser øget fremgang i online-salg og derved bedre mix og stigende profitabilitet. Den bedste aktie var dog Sartorius, der producerer

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juli 2006
Risikoindeks (1-7): 6
Benchmark: 1 3 DAX, 1 3 MDAX og 1 3 SDAX inkl. bruttoudbytte
Fondskode: DK0060041564
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

BRANCHEFORDELING

Forbrugsgoder	32,5%
Industri	18,3%
Materialer	13,8%
Sundhedspleje	13,6%
Konsumtvarer	10,8%
Øvrige inkl. likvide	11,0%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,95
Standardafvigelse	16,34
Tracking error	4,10
Information Ratio	0,17
Sharpe Ratio (benchm.)	0,98
Standardafvigelse (benchm.)	15,17
Active share	70,03

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Tyskland

produktionsudstyr til pharma-industrien. I forbindelse med selskabets kvartalsregnskab opjusterede selskabet vækst og profitabilitets forventningerne.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

Afdelingen har en overvægt af små og mellemstore aktier, hvilket vil påvirke det relative afkast i tilfælde af stærkere resultater blandt de største aktier.

Sektormæssigt er afdelingen klart overvægtet i forbrugsgodersektoren, hvor afdelingen har en række eksponeringer mod bilindustrien. En dårligere end ventet udvikling i denne type aktier vil derfor påvirke afdelingens afkast negativt.

Afdelingens største undervægt er indenfor finans, hvor vi har svært ved at finde interessante investeringer, og forsikringsgiganten Allianz er således eneste eksponering. En stærk udvikling indenfor denne sektor vil ligeledes påvirke afdelingens relative afkast negativt.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer moderat positive aktiemarkeder i resten af 2015 understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne.

Generelt forventer vi, at den tyske økonomi fortsat vil være blandt de stærkeste i Europa. Den tyske økonomi forventes også i 2015 at være blandt de stærkeste i Europa. Eksport er en vigtig faktor for vækst i tysk økonomi, hvor en lang række selskaber med baggrund i stærk teknologisk viden opererer globalt. Faldet i euroen og en lavere oliepris vil være med til at understøtte eksporten. Vi forventer, at de kvalitetsselskaber, vi investerer i, vil være i stand til at drage fordel af en stærk tysk økonomi.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

Tyskland

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	25.621	28.035
Kursgevinster og tab	135.335	36.376
Administrationsomkostninger	-10.823	-10.276
Resultat før skat	150.133	54.135
Rente- og udbytteskat	-3.422	-4.250
Halvårets nettoresultat	146.712	49.885

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	12.972	28.207
Kapitalandele	1.310.590	1.124.144
Mellemværende vedr. handelsafvikling	8.989	0
Andre aktiver	14.342	11.821
Aktiver i alt	1.346.893	1.164.172
PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	1.345.113	1.163.270
Anden gæld	1.780	901
Passiver i alt	1.346.893	1.164.172

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	1.163.270	1.261.810
Udlodning fra sidste år	-33.313	0
Emissioner i perioden	114.695	38.143
Indløsninger i perioden	-46.654	-48.252
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	404	213
Periodens resultat	146.712	49.885
Medlemmernes formue ultimo	1.345.113	1.301.799

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,4	96,6
I alt finansielle instrumenter	97,4	96,6
Øvrige aktiver og passiver	2,6	3,4
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.345.113	1.301.799
Antal andele	6.629.009	7.186.156
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	202,91	181,15
Afkast i DKK [pct]*]	12,55	4,01
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	15,83	4,32
Administrationsomk. [pct]*]	0,80	0,79
ÅOP	1,80	1,86

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

Udenlandske Obligationsmarkeder

Kan investere i erhvervsobligationer, herunder obligationer med høj kreditrisiko (high yield), realkredit- samt statsobligationer fra lande med såvel lav som høj kreditrisiko. Andelen af hver obligationstype kan variere. Hovedparten af afdelingens investeringer valutaafdækkes. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen kan investere i alle obligationstyper uanset kreditvurdering og valuta. Afdelingen kan investere i erhvervsobligationer, herunder obligationer med lav kreditkvalitet, realkredit-obligationer samt statsobligationer fra lande med såvel høj som lav kreditkvalitet. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle obligationstyper og valutaer. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, event-risici og nye markeder emerging markets, selskabsspecifikke forhold og modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekoren er afdelingen placeret i kategori 3 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 0,09 pct. Afdelingen har intet benchmark. Afkastet var således tilfredsstillende set i lyset af udviklingen på de forskellige obligationsmarkeder. Afdelingen har delvist indfriet vores

forventninger om positive afkast, bl.a. grundet uændret merrente på obligationer fra lande i de nye markeder udstedt i USD i forhold til tilsvarende amerikanske statsobligationer samt positive afkast fra europæiske virksomhedsobligationer med lav kreditvurdering.

Markedet

Obligationsmarkedet var i perioden præget af store udsving. Som resultat af frygt for japanske tilstande med meget lav vækst og deflation, kombineret med obligationsopkøb af Den Europæiske Centralbank faldt obligationsrenter i årets første måneder til et rekordlavt niveau. Da nøgletal for inflation og økonomisk vækst ikke pegede på deflation og nulvækst, steg obligationsrenterne igen. Dette fik stor betydning for såvel virksomhedsobligationer som statsobligationer udstedt i udviklingslandene.

Sidst i perioden førte usikkerheden omkring situationen i Grækenland til yderligere kursfald. De første måneder af året gav derfor pæne afkast, hvorefter rentestigninger førte til kursfald, og dermed lavere afkast for hele perioden.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingen er sammensat af flere strategier. Cirka halvdelen af afdelingen bestod af obligationer udstedt af europæiske virksomheder med en høj kreditvurdering. Omkring 30 pct. af afdelingen bestod af obligationer i USD udstedt af udviklingslande. Den resterende del bestod af obligationer udstedt af amerikanske og europæiske virksomheder med forholdsvis lav kreditvurdering. Afdelingen havde i perioden ikke valutarisici. Den forholdsvis høje andel af obligationer udstedt af udviklingslande bidrog positivt, da disse obligationer gav det højeste afkast i markedet med virksomhedsobligationer med lav og høj kreditvurdering på de næste pladser.

Sammensætningen af afdelingen i flere strategier sker ud fra et ønske og forventning om, at disse strategier passer godt til hinanden, og at de giver afdelingen en samlet profil, som vil bidrage til et godt afkast samtidig med, at strategiernes karakteristika samlet set giver en afbalanceret risikoprofil for afdelingen.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: December 2003
Risikoindeks (1-7): 3
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0016255193
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	16,3%
1-3 år	11,1%
3-5 år	32,3%
5-10 år	36,8%
Over 10 år	0,8%
Øvrige inkl. likvide	2,7%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,05
Standardafvigelse	4,55

Udenlandske Obligationsmarkeder

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Afdelingen har en eksponering til obligationer udstedt i US dollar af udviklingslande. Afkastet på disse er i høj grad bestemt af renteutviklingen i USA og af risici knyttet til den økonomiske vækst i Kina. Stærkere end forventet vækst og inflation kan medføre højere obligationsrenter i USA. Det vil smitte af på alle obligationer udstedt i USD, herunder obligationer i udviklingslande, men også virksomhedsobligationer vil blive ramt. En væsentlig nedgang i den økonomiske vækst i Kina forårsaget af en krise på f.eks. boligmarkedet med afsmittende virkning via de finansielle markeder på den økonomiske vækst i USA og Europa vil ramme obligationer udstedt af virksomheder i USA og Europa negativt.

Forventninger til markedet samt strategi

I USA er arbejdsmarkedet præget af betydelig fremgang, men vi forventer ikke, at inflationen stiger væsentligt. Den amerikanske centralbank (Fed) vil derfor føre en pengepolitik, hvor den ledende rente forhøjes, men holdes på forholdsvis lavt niveau. Vi forventer, at den første stramning sker i løbet af efteråret, og at renteforhøjelserne herefter sker i et moderat tempo. Det skyldes, at centralbanken hellere vil vente med renteforhøjelserne og være sikker på, at væksten er selv bærende frem for at starte for tidligt og risikere en ny vækstnedgang. Renten på obligationer knyttet til udviklingen på det amerikanske obligationsmarked, herunder obligationer udstedt af udviklingslande, vil dermed kun stige gradvist og i begrænset omfang.

I Europa har Den Europæiske Centralbank haft succes med at stimulere den økonomiske vækst via opkøb af statsobligationer. Trods den seneste tids rentestigninger er renteniveauet dog fortsat lavt, og vi forventer, at renteniveauet fortsat vil være lavt i Europa. Et lavt og lidt stigende renteniveau i de udviklede lande bevirker, at obligationer udstedt af udviklingslande er attraktive. Renteniveauet i disse lande er nemlig noget højere. Vi forventer derfor, at disse obligationer vil give et højere afkast end statsobligationer i de udviklede lande. Afdelingen vil derfor have en høj andel af obligationer udstedt af udviklingslande.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end udviklingen i de forskellige obligationsmarkeder - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Udenlandske Obligationsmarkeder

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	18.800	29.034
Kursgevinster og tab	-10.504	43.200
Administrationsomkostninger	-5.958	-5.536
Halvårets nettoresultat	2.337	66.698

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	27.596	15.540
Obligationer	714.345	728.566
Kapitalandele	331.736	419.255
Afledte finansielle instrumenter	85	520
Andre aktiver	10.150	12.764
Aktiver i alt	1.083.911	1.176.644

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	1.079.370	1.169.786
Afledte finansielle instrumenter	770	5.453
Mellemværende vedr. handelsafvikling	3.149	1.039
Anden gæld	623	365
Passiver i alt	1.083.911	1.176.644

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	1.169.786	1.468.938
Udlodning fra sidste år	-65.164	-75.174
Emissioner i perioden	40.272	16.137
Indløsninger i perioden	-68.229	-182.574
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	367	724
Periodens resultat	2.337	66.698
Medlemmernes formue ultimo	1.079.370	1.294.749

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,9	98,1
Øvrige finansielle instrumenter	-0,1	-0,4
I alt finansielle instrumenter	96,9	97,7
Øvrige aktiver og passiver	3,1	2,3
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.079.370	1.294.749
Antal andele	10.947.659	12.465.065
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	98,59	103,87
Afkast i DKK [pct]*]	0,09	5,05
Administrationsomk. [pct]*]	0,52	0,52
ÅOP	1,16	1,29

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

USA

Investerer i amerikanske og canadiske aktier. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i amerikanske eller canadiske aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til amerikanske og canadiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, enkeltlanderrisiko, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 7,94 pct., mens benchmark steg 10,33 pct. Afdelingens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har mere end indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteuero og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte udsving.

Markedet

Sundhedssektoren var den største bidragsyder til markedsafkast, da sektoren blev løftet af lovgivningen Affordable Care Act og mulighederne for yderligere konsolidering i branchen. Inden for teknologi fortsatte konsolideringen i andet kvartal med Avagos opkøb af Broadcom og Intels køb af Altera i henholdsvis maj og juni. Finans viste fremgang som følge af øget aktivitet på boligmarkedet, stigende økonomisk aktivitet og lidt højere renter. Forsyningssektoren trak markedsafkastet ned.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 2,39 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Det kan henføres til afdelingens aktievalg. Aktievalget inden for finans, materialer og konsumentvarer bidrog positivt til resultatet. Vores position i Eli Lilly gav det største relative bidrag til afdelingens resultat. Vores aktievalg inden for sundhedspleje, energi, forbrugsgoder og teknologi trak til gengæld ned i det relative resultat. Afdelingens undervægtning af it-selskabet Apple og detailvirksomheden Amazon.com bidrog også negativt til det relative resultat.

Særlige risici i forbindelse med markedsudviklingen

Vi har fortsat kun lave forventninger til den globale vækst, inflationen holdes fortsat i ave, og pengepolitikken er fortsat lempelig i de fleste dele af verden. Vi er fortsat forsigtigt optimistiske omkring en bedring af den globale økonomi, selvom væksten formentlig bliver ujævnt fordelt. Dette er situationen i Grækenland et godt eksempel på. Usikkerhed omkring virkningen af en græsk statsbankerot eller udtræden af euro-samarbejdet og den potentielle effekt på den europæiske og den globale økonomi har medført større udsving på markederne, og det kan påvirke afdelingen på kort sigt.

Afdelingens største absolutte og relative eksponering er inden for finans, hvor vi har fokus på banker af høj kvalitet, som står til at nyde godt af den generelle økonomiske fremgang, væksten på boligmarkedet og stigende renter. Den primære risiko forbundet hermed er muligheden for, at renten

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: November 1999
Risikoindeksator (1-7): 5
Benchmark: MSCI USA inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010257757
Porteføljerådgiver: Wellington Management Co.

BRANCHEFORDELING

Finans	22,4%
Informationsteknologi	18,3%
Sundhedspleje	17,2%
Industri	10,9%
Energi	8,9%
Øvrige inkl. likvide	22,3%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,63
Standardafvigelse	9,19
Tracking error	2,13
Information Ratio	-0,95
Sharpe Ratio (benchm.)	1,80
Standardafvigelse (benchm.)	9,43
Active share	66,39

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

USA

falder til under det nuværende niveau. Vi vurderer, at krisen i Grækenland ikke vil påvirke de globale markeder eller rentevækningen i USA i så høj grad, som markederne forventer det.

En væsentlig del af vores undervægt i teknologiaktier skyldes undervægten af Apple. Vi er blevet mere fortrolige med ledelsens fokus på udbytte, og selskabet genererer fortsat et pænt frit cashflow, men vi er bekymrede for, om Apple fortsat vil være udsat for stigende konkurrence og pres på marginerne på den korte bane. Vi mener ikke, at aktiens nuværende kursniveau giver en attraktiv afkast risikoprofil.

Forventninger til markedet samt strategi

For andet halvår af 2015 forventer vi et moderat positivt aktiemarked. De globale markeder har indtil videre i 2015 været præget af større udsving end i de senere år. Det amerikanske marked oplever fremgang med relativ moderat vækst i BNP. Europæisk økonomi er blevet styrket, og de grundlæggende økonomiske faktorer er mere opmuntrende på tværs af regionen med Grækenland som undtagelsen. Lave energipriser og svækkede lokale valutaer har presset værdiansættelserne i Europa og Japan tættere på markedsværdien, og Kina har oplevet store stigninger på aktiemarkedet kombineret med aftagende økonomisk vækst.

Vi fastholder vores overvægt inden for finans med særlig fokus på store amerikanske banker. Vores største aktive position er Wells Fargo, som er en kvalitetsbank, der vinder markedsandele. Banken nyder med sin førende division for boliglån godt af fremgangen på boligmarkedet.

Vi overvægtter fortsat selskaber inden for sundhedspleje, der genererer stabile pengestrømme og et højt afkast og handles til attraktive kurser. Til det formål leder vi efter selskaber med nye stærke produkter på markedet eller i deres pipelines. Eli Lilly, det globale amerikanske medicinalsselskab, har i år haft succes med Solanezumaban, et middel mod Alzheimers sygdom.

Afdelingen er undervægtet i forbrugsgoder, teknologi og konsumentvarer som følge af vores proces om at udvælge investeringer på aktieniveau. Vi prioriterer selskaber med tilbagevendende udbyttebetalinger, førende aktiviteter i underkapitaliserede brancher, og som er markedsførende og har et anerkendt brand. Vi er på udkig efter selskaber, som har disse kvaliteter, uanset sektor.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt rentevækningen

USA

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	57.498	56.413
Kursgevinster og tab	435.705	293.762
Administrationsomkostninger	-32.992	-31.451
Resultat før skat	460.211	318.723
Rente- og udbytteskat	-8.052	-7.747
Halvårets nettoresultat	452.159	310.977

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	77.120	215.915
Kapitalandele	4.148.137	5.073.664
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	101
Andre aktiver	6.297	6.497
Aktiver i alt	4.231.554	5.296.178

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	4.223.453	5.288.171
Mellemværende vedr. handelsafvikling	3.221	4.469
Anden gæld	4.881	3.537
Passiver i alt	4.231.554	5.296.178

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	5.288.171	4.572.834
Udlodning fra sidste år	-152.272	0
Emissioner i perioden	161.558	93.170
Indløsninger i perioden	-1.529.267	-249.730
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	3.104	658
Periodens resultat	452.159	310.977
Medlemmernes formue ultimo	4.223.453	4.727.909

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,2	95,9
I alt finansielle instrumenter	98,2	95,9
Øvrige aktiver og passiver	1,8	4,1
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	4.223.453	4.727.909
Antal andele	37.070.764	50.906.541
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	113,93	92,87
Afkast i DKK (pct)*]	7,94	7,00
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	10,33	7,44
Administrationsomk. (pct)*]	0,70	0,69
ÅOP	1,53	1,66

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

USA – Akkumulerende KL

Investerer i amerikanske eller canadiske aktier. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i tre andelsklasser:

- USA, klass SEK
- USA, klasse NOK
- USA - Akkumulerende, klasse DKK h

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på de følgende sider.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider.

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

USA – Akkumulerende KL

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	50.418	38.757
Kursgevinster og tab	187.621	194.797
Administrationsomkostninger	-30.148	-22.399
Resultat før skat	207.891	211.155
Rente- og udbytteskat	-7.038	-5.357
Halvårets nettoresultat	200.853	205.798

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	102.460	145.742
Kapitalandele	3.987.738	4.028.610
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	1.296
Afledte finansielle instrumenter	327	0
Andre aktiver	5.640	4.973
Aktiver i alt	4.096.165	4.180.621

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	4.060.902	4.149.377
Afledte finansielle instrumenter	22.707	28.094
Mellemværende vedr. handelsafvikling	7.622	178
Anden gæld	4.935	2.973
Passiver i alt	4.096.165	4.180.621

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	4.149.377	3.054.687
Emissioner i perioden	225.438	878.915
Indløsninger i perioden	-516.253	-795.391
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.488	720
Periodens resultat	200.853	205.798
Medlemmernes formue ultimo	4.060.902	3.344.729

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,2	97,1
Øvrige finansielle instrumenter	-0,6	-0,7
I alt finansielle instrumenter	97,6	96,4
Øvrige aktiver og passiver	2,4	3,6
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	4.060.902	3.344.729

*] Afdelingen er opdelt i andelsklasser, hvorfor en række af nøgletallene herefter vises under de enkelte klasser.

USA, klass SEK

Andelsklasse under USA – Akkumulerende KL

Investerer i amerikanske eller canadiske aktier. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i amerikanske eller canadiske aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til amerikanske og canadiske aktier. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, enkeltlandrisiko, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår af 2015 et afkast på 5,17 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 7,48 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteuoro og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte udsving.

Markedet

Sundhedssektoren var den største bidragsyder til markedsafkast, da sektoren blev løftet af lovgivningen Affordable Care Act og mulighederne for yderligere konsolidering i branchen. Inden for teknologi fortsatte konsolideringen i andet kvartal med Avagos opkøb af Broadcom og Intels køb af Altera i henholdsvis maj og juni. Finans viste fremgang som følge af øget aktivitet på boligmarkedet, stigende økonomisk aktivitet og lidt højere renter. Forsyningssektoren trak markedsafkastet ned.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 2,31 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Det kan henføres til andelsklassens aktievalg. Aktievalget inden for finans, materialer og konsumentvarer bidrog positivt til resultatet. Vores position i Eli Lilly gav det største relative bidrag til andelsklassens resultat. Vores aktievalg inden for sundhedspleje, energi, forbrugsgoder og teknologi trak til gengæld ned i det relative resultat. Andelsklassens undervægtning af It-selskabet Apple og detailvirksomheden Amazon.com bidrog også negativt til det relative resultat.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Vi har fortsat kun lave forventninger til den globale vækst, inflationen holdes fortsat i ave, og pengepolitikken er fortsat lempelig i de fleste dele af verden. Vi er fortsat forsigtigt optimistiske omkring en bedring af den globale økonomi, selvom væksten formentlig bliver ujævnt fordelt. Dette er situationen i Grækenland et godt eksempel på. Usikkerhed omkring virkningen af en græsk statsbankerot eller udtræden af euro-samarbejdet og den potentielle effekt på den europæiske og den globale økonomi har medført større udsving på markederne, og det kan påvirke andelsklassen på kort sigt.

Andelsklassens største absolutte og relative eksponering er inden for finans, hvor vi har fokus på banker af høj kvalitet, som står til at nyde godt af den generelle økonomiske fremgang, væksten på boligmarkedet og stigende renter. Den primære risiko forbundet hermed er muligheden for, at renten falder til under det nuværende niveau. Vi vurderer,

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: August 2010
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: MSCI USA inkl. nettoudbytte omregnet til SEK
Fondskode: DK0060485795
Porteføljeraðgiver: Wellington Management Co.

BRANCHEFORDELING

Finans	22,3%
Informationsteknologi	18,3%
Sundhedspleje	16,7%
Industri	10,8%
Energi	8,8%
Øvrige inkl. likvide	23,1%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,82
Standardafvigelse	8,73
Tracking error	2,18
Information Ratio	-0,97
Sharpe Ratio (benchm.)	2,06
Standardafvigelse (benchm.)	8,74
Active share	66,35

Måleperiode: Sep. 2010 til jun. 2015

USA, klass SEK

Andelsklasse under USA – Akkumulerende KL

at krisen i Grækenland ikke vil påvirke de globale markeder eller renteutviklingen i USA i så høj grad, som markederne forventer det.

En væsentlig del af vores undervægt i teknologiaktier skyldes undervægten af Apple. Vi er blevet mere fortlørlige med ledelsens fokus på udbytte, og selskabet genererer fortsat et pænt frit cashflow, men vi er bekymrede for, om Apple fortsat vil være udsat for stigende konkurrence og pres på marginerne på den korte bane. Vi mener ikke, at aktiens nuværende kursniveau giver en attraktiv afkast risikoprofil.

Forventninger til markedet samt strategi

For andet halvår af 2015 forventer vi et moderat positivt aktiemarked. De globale markeder har indtil videre i 2015 været præget af større udsving end i de senere år. Det amerikanske marked oplever fremgang med relativ moderat vækst i BNP. Europæisk økonomi er blevet styrket, og de grundlæggende økonomiske faktorer er mere opmuntrende på tværs af regionen med Grækenland som undtagelsen. Lave energipriser og svækkede lokale valutaer har presset værdiansættelserne i Europa og Japan tættere på markedsværdien, og Kina har oplevet store stigninger på aktiemarkedet kombineret med aftagende økonomisk vækst.

Vi fastholder vores overvægt inden for finans med særlig fokus på store amerikanske banker. Vores største aktive position er Wells Fargo, som er en kvalitetsbank, der vinder markedsandele. Banken nyder med sin førende division for boliglån godt af fremgangen på boligmarkedet.

Vi overvægter fortsat selskaber inden for sundhedspleje, der genererer stabile pengestrømme og et højt afkast, der handles til attraktive kurser. Til det formål leder vi efter selskaber med nye stærke produkter på markedet eller i deres pipelines. Eli Lilly, det globale amerikanske medicinalsselskab, har i år haft succes med Solanezumaban, et middel mod Alzheimers sygdom.

Andelsklassen er undervægtet i forbrugsgoder, teknologi og konsumentvarer som følge af vores proces om at udvælge investeringer på aktieniveau. Vi prioriterer selskaber med tilbagevendende udbyttebetalinger, førende aktiviteter i underkapitaliserede brancher, og som er markedsførende og har et anerkendt brand. Vi er på udkig efter selskaber, som har disse kvaliteter, uanset sektor.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

USA, klass SEK

Andelsklasse under USA – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	136.918	90.607
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-11.745	-9.222
Klassens resultat	125.173	81.385

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	1.547.815	1.617.033
Emissioner i perioden	24.589	91.362
Indløsninger i perioden	-185.048	-681.463
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	419	228
Periodens resultat	125.173	81.385
Medlemmernes formue ultimo	1.512.948	1.108.545

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.512.948	1.108.545
Antal andele	9.041.422	8.435.138
Stykstørrelse i SEK	100	100
Indre værdi (SEK pr. andel)	207,38	161,35
Afkast i SEK (pct)*]	5,17	10,77
Benchmarkafkast i SEK (pct)*]	7,48	11,20
Administrationsomk. (pct)*]	0,75	0,74

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

USA, klasse NOK

Andelsklasse under USA – Akkumulerende KL

Investerer i amerikanske eller canadiske aktier. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i amerikanske eller canadiske aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til amerikanske og canadiske aktier. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, enkeltlandrisiko, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et afkast på 4,24 pct. i NOK, mens benchmark steg 6,41 pct. i NOK. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteuero og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte udsving.

Markedet

Sundhedssektoren var den største bidragsyder til markedsafkast, da sektoren blev løftet af lovgivningen Affordable Care Act og mulighederne for yderligere konsolidering i branchen. Inden for teknologi fortsatte konsolideringen i andet kvartal med Avagos opkøb af Broadcom og Intels køb af Altera i henholdsvis maj og juni. Finans viste fremgang som følge af øget aktivitet på boligmarkedet, stigende økonomisk aktivitet og lidt højere renter. Forsyningssektoren trak markedsafkastet ned.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 2,17 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Det kan henføres til andelsklassens aktievalg. Aktievalget inden for finans, materialer og konsumentvarer bidrog positivt til resultatet. Vores position i Eli Lilly gav det største relative bidrag til andelsklassens resultat. Vores aktievalg inden for sundhedspleje, energi, forbrugsgoder og teknologi trak til gengæld ned i det relative resultat. Andelsklassens undervægtning af It-selskabet Apple og detailvirksomheden Amazon.com bidrog også negativt til det relative resultat.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Vi har fortsat kun lave forventninger til den globale vækst, inflationen holdes fortsat i ave, og pengepolitikken er fortsat lempelig i de fleste dele af verden. Vi er fortsat forsigtigt optimistiske omkring en bedring af den globale økonomi, selvom væksten formentlig bliver ujævnt fordelt. Dette er situationen i Grækenland et godt eksempel på. Usikkerhed omkring virkningen af en græsk statsbankerot eller udtræden af euro-samarbejdet og den potentielle effekt på den europæiske og den globale økonomi har medført større udsving på markederne, og det kan påvirke andelsklassen på kort sigt.

Andelsklassens største absolutte og relative eksponering er inden for finans, hvor vi har fokus på banker af høj kvalitet, som står til at nyde godt af den generelle økonomiske fremgang, væksten på boligmarkedet og stigende renter. Den primære risiko forbundet hermed er muligheden for, at renten falder til under det nuværende niveau. Vi vurderer,

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Oktober 2013
Risikoindikator [1-7]: 5
Benchmark: MSCI USA inkl. nettoudbytte omregnet til NOK
Fondskode: DK0060517076
Porteføljerådgiver: Wellington Management Co.

BRANCHEFORDELING

Finans	22,3%
Informationsteknologi	18,3%
Sundhedspleje	16,7%
Industri	10,8%
Energi	8,8%
Øvrige inkl. likvide	23,1%

NØGLETAL

Active share	66,35
--------------	-------

Måleperiode: til jun. 2015

USA, klasse NOK

Andelsklasse under USA – Akkumulerende KL

at krisen i Grækenland ikke vil påvirke de globale markeder eller renteutviklingen i USA i så høj grad, som markederne forventer det.

En væsentlig del af vores undervægt i teknologiaktier skyldes undervægten af Apple. Vi er blevet mere fortlørlige med ledelsens fokus på udbytte, og selskabet genererer fortsat et pænt frit cashflow, men vi er bekymrede for, om Apple fortsat vil være udsat for stigende konkurrence og pres på marginerne på den korte bane. Vi mener ikke, at aktiens nuværende kursniveau giver en attraktiv afkast risikoprofil.

Forventninger til markedet samt strategi

For andet halvår af 2015 forventer vi et moderat positivt aktiemarked. De globale markeder har indtil videre i 2015 været præget af større udsving end i de senere år. Det amerikanske marked oplever fremgang med relativ moderat vækst i BNP. Europæisk økonomi er blevet styrket, og de grundlæggende økonomiske faktorer er mere opmuntrende på tværs af regionen med Grækenland som undtagelsen. Lave energipriser og svækkede lokale valutaer har presset værdiansættelserne i Europa og Japan tættere på markedsværdien, og Kina har oplevet store stigninger på aktiemarkedet kombineret med aftagende økonomisk vækst.

Vi fastholder vores overvægt inden for finans med særlig fokus på store amerikanske banker. Vores største aktive position er Wells Fargo, som er en kvalitetsbank, der vinder markedsandele. Banken nyder med sin førende division for boliglån godt af fremgangen på boligmarkedet.

Vi overvægtter fortsat selskaber inden for sundhedspleje, der genererer stabile pengestrømme, et højt afkast og handles til attraktive kurser. Til det formål leder vi efter selskaber med nye stærke produkter på markedet eller i deres pipelines. Eli Lilly, det globale amerikanske medicinalsselskab, har i år haft succes med Solanezumaban, et middel mod Alzheimers sygdom.

Andelsklassen er undervægtet i forbrugsgoder, teknologi og konsumentvarer som følge af vores proces om at udvælge investeringer på aktieniveau. Vi prioriterer selskaber med tilbagevendende udbyttebetalinger, førende aktiviteter i underkapitaliserede brancher, og som er markedsførende og har et anerkendt brand. Vi er på udkig efter selskaber, som har disse kvaliteter, uanset sektor.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

USA, klasse NOK

Andelsklasse under USA – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	99.697	49.197
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-8.513	-4.033
Klassens resultat	91.184	45.164

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	1.099.888	69.742
Emissioner i perioden	187.821	777.871
Indløsninger i perioden	-222.216	-2.236
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	820	241
Periodens resultat	91.184	45.164
Medlemmernes formue ultimo	1.157.497	890.782

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.157.497	890.782
Antal andele	8.786.784	8.624.082
Stykstørrelse i NOK	100	100
Indre værdi (NOK pr. andel)	154,79	116,40
Afkast i NOK [pct]*]	4,24	7,49
Benchmarkafkast i NOK [pct]*]	6,41	8,05
Administrationsomk. [pct]*]	0,75	0,75

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

USA – Akkumulerende, klasse DKK h

Andelsklasse under USA – Akkumulerende KL

Investerer i amerikanske eller canadiske aktier. Afdelingen er aktivt styret. Hovedparten af afdelingens investeringer i udenlandsk valuta er afdækket mod danske kroner.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i amerikanske eller canadiske aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til amerikanske og canadiske aktier. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, enkeltlandrisiko, selskabsspecifikke forhold og modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et negativt afkast på 1,05 pct., mens benchmark steg 0,54 pct. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har ikke indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteuero og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen var med til at holde markedet nede.

Ændringen i andelsklassens benchmark var lavere end ændringen i det benchmark, der ikke er valutasikret. Valutasikringen havde dermed en negativ effekt.

Markedet

Sundhedssektoren var den største bidragsyder til markedsafkast, da sektoren blev løftet af lovgivningen Affordable Care Act og mulighederne for yderligere konsolidering i branchen. Inden for teknologi fortsatte konsolideringen i andet kvartal med Avagos opkøb af Broadcom og Intels køb af Altera i henholdsvis maj og juni. Finans viste fremgang som følge af øget aktivitet på boligmarkedet, stigende økonomisk aktivitet og lidt højere renter. Forsyningssektoren trak markedsafkastet ned.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 1,59 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Det kan henføres til andelsklassens aktievalg. Aktievalget inden for finans, materialer og konsumentvarer bidrog positivt til resultatet. Vores position i Eli Lilly gav det største relative bidrag til andelsklassens resultat. Vores aktievalg inden for sundhedspleje, energi, forbrugsgoder og teknologi trak til gengæld ned i det relative resultat. Andelsklassens undervægtning af It-selskabet Apple og detailvirksomheden Amazon.com bidrog også negativt til det relative resultat.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Vi har fortsat kun lave forventninger til den globale vækst, inflationen holdes fortsat i ave, og pengepolitikken er fortsat lempelig i de fleste dele af verden. Vi er fortsat forsigtigt optimistiske omkring en bedring af den globale økonomi, selvom væksten formentlig bliver ujævnt fordelt. Dette er situationen i Grækenland et godt eksempel på. Usikkerhed omkring virkningen af en græsk statsbankerot eller udtræden af euro-samarbejdet og den potentielle effekt på den europæiske og den globale økonomi har medført større udsving på markederne, og det kan påvirke andelsklassen på kort sigt.

Andelsklassens største absolutte og relative eksponering er inden for finans, hvor vi har fokus på banker af høj kvalitet, som står til at nyde godt af den generelle økonomiske

ANDELSKLASSENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: December 2004
Risikoindeksator (1-7): 5
Benchmark: MSCI USA inkl. nettoudbytte hedget til DKK
Fondskode: DK0016290349
Porteføljerådgiver: Wellington Management Co.

BRANCHEFORDELING

Finans	22,7%
Informationsteknologi	18,6%
Sundhedspleje	17,0%
Industri	11,0%
Energi	9,0%
Øvrige inkl. likvide	21,7%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,08
Standardafvigelse	11,44
Tracking error	2,17
Information Ratio	-0,79
Sharpe Ratio (benchm.)	1,17
Standardafvigelse (benchm.)	11,94
Active share	66,35

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

USA – Akkumulerende, klasse DKK h

Andelsklasse under USA – Akkumulerende KL

fremgang, væksten på boligmarkedet og stigende renter. Den primære risiko forbundet hermed er muligheden for, at renten falder til under det nuværende niveau. Vi vurderer, at krisen i Grækenland ikke vil påvirke de globale markeder eller renteutviklingen i USA i så høj grad, som markederne forventer det.

En væsentlig del af vores undervægt i teknologiaktier skyldes undervægten af Apple. Vi er blevet mere fortlørlige med ledelsens fokus på udbytte, og selskabet genererer fortsat et pænt, frit cashflow, men vi er bekymrede for, om Apple fortsat vil være udsat for stigende konkurrence og pres på marginerne på den korte bane. Vi mener ikke, at aktiens nuværende kursniveau giver en attraktiv afkast risikoprofil.

Forventninger til markedet samt strategi

For andet halvår af 2015 forventer vi et moderat positivt aktiemarked. De globale markeder har indtil videre i 2015 været præget af større udsving end i de senere år. Det amerikanske marked oplever fremgang med relativ moderat vækst i BNP. Europæisk økonomi er blevet styrket, og de grundlæggende økonomiske faktorer er mere opmuntrende på tværs af regionen med Grækenland som undtagelsen. Lave energipriser og svækkede lokale valutaer har presset værdiansættelserne i Europa og Japan tættere på markedsværdien, og Kina har oplevet store stigninger på aktiemarkedet kombineret med aftagende økonomisk vækst.

Vi fastholder vores overvægt inden for finans med særlig fokus på store amerikanske banker. Vores største aktive position er Wells Fargo, som er en kvalitetsbank, der vinder markedsandele. Banken nyder med sin førende division for boliglån godt af fremgangen på boligmarkedet.

Vi overvægtter fortsat selskaber inden for sundhedspleje, der genererer stabile pengestrømme og et højt afkast og handles til attraktive kurser. Til det formål leder vi efter selskaber med nye stærke produkter på markedet eller i deres pipelines. Eli Lilly, det globale amerikanske medicinalsselskab, har i år haft succes med Solanezumaban, et middel mod Alzheimers sygdom.

Andelsklassen er undervægtet i forbrugsgoder, teknologi og konsumentvarer som følge af vores proces om at udvælge investeringer på aktieniveau. Vi prioriterer selskaber med tilbagevendende udbyttebetalinger, førende aktiviteter i underkapitaliserede brancher, som er markedsførende og har et anerkendt brand. Vi er på udkig efter selskaber, som har disse kvaliteter, uanset sektor.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

USA – Akkumulerende, klasse DKK h

Andelsklasse under USA – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	84.010	109.140
Klassespecifikke transaktioner:		
Kursgevinster og tab på terminsforretninger	-89.624	-21.006
Administrationsomkostninger	-9.890	-8.885
Klassens resultat	-15.504	79.249

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	1.501.674	1.367.912
Emissioner i perioden	13.028	9.683
Indløsninger i perioden	-108.989	-111.691
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	249	251
Periodens resultat	-15.504	79.249
Medlemmernes formue ultimo	1.390.458	1.345.402

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.390.458	1.345.402
Antal andele	8.780.890	8.786.127
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	158,35	153,13
Afkast i DKK (pct)*]	-1,05	6,29
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	0,54	6,56
Administrationsomk. (pct)*]	0,70	0,69
ÅOP	1,51	1,67

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

Østeuropa

Investerer fortrinsvis i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i Østeuropa eller Tyrkiet. En mindre del kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i lande, der grænser op til Østeuropa. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i Østeuropa eller Tyrkiet. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i lande, der grænser op til Østeuropa. Afdelingen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på østeuropæiske aktier. De østeuropæiske lande er fortsat karakteriserede ved at være en del af emerging markets-landene, selv om en række er medlemmer af EU. Dette betyder, at den politiske og økonomiske udvikling i landene kan udvise højere risici end i udviklede økonomier, hvorfor der kan forekomme større udsving på landenes aktiemarkeder end på aktiemarkederne i de udviklede lande. Blandt særlige økonomiske risici kan nævnes, at visse lande har relativt store budgetunderskud, der kan udgøre en destabiliserende faktor i perioder. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, nye markeder/emerging markets, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 1. halvår 2015 et afkast på 14,51 pct., mens benchmark steg med 15,49 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteuro og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Markedet

De fleste af de østeuropæiske aktiemarkeder leverede positive afkast i 1. halvår 2015. Landene imellem varierede udviklingen dog. Særligt godt klarede Rusland og Ungarn sig, mens Tyrkiet leverede negativt afkast. De centraløsteuropæiske lande blev hjulpet af de bedre udsigter for Europa, men mod slutningen af halvåret faldt markederne dog tilbage blandt andet grundet usikkerheden omkring Grækenland. Globalt var Rusland blandt de bedste aktiemarkeder, hvilket blev hjulpet af en højere oliepris og færre spændinger i Ukraine samt en knap så svag udvikling i den russiske økonomi sammenholdt med forventningerne ved årets begyndelse. Ungarn blev understøttet af mere positive politiske meldinger, hvor regeringen lovede at sænke bankskatterne, og dette, kombineret med den økonomiske bedring, gav medvind til markedet. Polen leverede også positivt afkast hjulpet af fornuftige vækstudsigter. Mod slutningen af halvåret faldt markederne lidt tilbage dels grundet den internationale udvikling, herunder uroen i Grækenland, og dels grundet usikkerhed op til parlamentsvalget i Polen i efteråret.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: November 1999
Risikoindikator [1-7]: 6
Benchmark: MSCI EM Europe 10 40 inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010257914
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

LANDEFORDELING

Rusland	45,6%
Tyrkiet	20,2%
Polen	20,2%
Grækenland	3,6%
Tjekkiet	3,5%
Øvrige inkl. likvide	6,9%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,06
Standardafvigelse	19,69
Tracking error	2,71
Information Ratio	0,69
Sharpe Ratio (benchm.)	-0,04
Standardafvigelse (benchm.)	19,56
Active share	71,22

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Østeuropa

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,98 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Aktieudvælgelse i Rusland og Rumænien samt undervægt i Ungarn bidrog negativt til performance, mens aktieudvælgelse i Tyrkiet og Polen bidrog positivt.

Blandt de negative selskabsbidrag i Rusland var aluminiumsproducenten Rusal, It-selskabet Yandex og fødevarerkæden Dixy, i Rumænien investerings-selskabet S.C. Fondul Proprietatea og i Polen banken PKO BP. Blandt de positive selskabsbidrag var den polske skokæde CCC, den tyrkiske bilproducent Tofas og det polske energiselskab PKN.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

I Rusland hører en eskalering af konflikten i Ukraine og flere sanktioner mellem Rusland og Vesten til blandt risikofaktorerne for markedsudviklingen. Et fornyet fald i olieprisen og andre råvarer er sammen med en forværring af den nuværende svage økonomiske udvikling i Rusland blandt andre risikofaktorer.

En lavere vækst i Europa udgør en risiko for væksten i Polen, og de øvrige lande eksklusive Rusland, som følge af det økonomiske samkvem. I Tyrkiet er den politiske usikkerhed øget lidt efter parlamentsvalget i juni, da Ak Partiet, som har været ved magten siden 2002, nu skal forsøge at skabe en koalitionsregering, da de ikke længere har absolut flertal selv. I Polen er der parlamentsvalg i efteråret, og hvis oppositionen vinder dette, er der risiko for, at de vil øge beskatningen af de polske banker. Resultatet af forhandlingerne mellem Grækenland og landets kreditorer om en gældsaftale udgør en anden risiko for markedsudviklingen.

Rusland, Polen og Tyrkiet er afdelingens største investeringsområder, og derfor vil den økonomiske og politiske situation i landene samt selskabernes indtjeningsudvikling have særlig stor betydning.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkedene i 2. halvår 2015, understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på, at de europæiske økonomier vil vise positiv vækst i 2. halvår, og at den fornuftige økonomiske vækst, vi har set i Østeuropa udenfor Rusland hidtil i år, vil fortsætte. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer. I Rusland forventer vi, at markedet vil blive understøttet af en lav værdifastsættelse sammenlignet med andre nye markeder samt en fortsættelse af den mere stabile udvikling i Ukraine-konflikten og olieprisen. Disse faktorer udgør dog samtidig en risiko for markedet, hvis udviklingen skuffer.

Ved indgangen til 2. halvår 2015 er de største landevægte Rusland, Tyrkiet og Polen, og vi forventer, at disse tre lande også i den resterende del af 2015 vil udgøre en væsentlig andel af afdelingen. Aktieudvælgelsen er en meget vigtig del af den løbende porteføljepleje.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteudviklingen.

Østeuropa

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	6.473	11.589
Kursgevinster og tab	98.222	-10.588
Administrationsomkostninger	-4.768	-6.960
Resultat før skat	99.927	-5.959
Rente- og udbytteskat	-31	-1.042
Halvårets nettoresultat	99.896	-7.002

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	3.387	2.224
Kapitalandele	446.061	720.383
Mellemværende vedr. handelsafvikling	3.378	0
Andre aktiver	1.648	5.518
Aktiver i alt	454.474	728.125

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	451.286	726.269
Mellemværende vedr. handelsafvikling	2.594	1.342
Anden gæld	594	514
Passiver i alt	454.474	728.125

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	726.269	954.828
Udlodning fra sidste år	0	-45.522
Emissioner i perioden	2.088	36.929
Indløsninger i perioden	-378.114	-34.061
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.146	259
Periodens resultat	99.896	-7.002
Medlemmernes formue ultimo	451.286	905.430

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,8	99,2
I alt finansielle instrumenter	98,8	99,2
Øvrige aktiver og passiver	1,2	0,8
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	451.286	905.430
Antal andele	1.360.063	2.616.218
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	331,81	346,08
Afkast i DKK (pct)*]	14,51	0,06
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	15,49	0,93
Administrationsomk. (pct)*]	0,83	0,80
ÅOP	1,97	1,92

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

Østeuropa Konvergens

Investerer fortrinsvis i aktier i selskaber, hjemmehørende i eller som har væsentlige aktiviteter i Østeuropa ex. Rusland, i Tyrkiet, i nye EU-lande og/eller i EU-kandidatlande. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i lande, der grænser op til Østeuropa. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har væsentlige aktiviteter i Østeuropa eksklusive Rusland, i nye EU-lande og eller i EU-kandidatlande. En mindre andel kan investeres i selskaber hjemmehørende i lande, der grænser op til Østeuropa. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på disse østeuropæiske aktier. De østeuropæiske lande er fortsat karakteriserede ved at være en del af emerging markets-landene, selv om en række er medlemmer af EU. Dette betyder, at den politiske og økonomiske udvikling i landene kan udvise højere risici end i udviklede økonomier, hvorfor der kan forekomme større udsving på landenes aktiemarkeder end på aktiemarkederne i de udviklede lande. Blandt særlige økonomiske risici kan nævnes, at visse lande har relativt store budgetunderskud, der kan udgøre en destabiliserende faktor i perioder. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, nye markeder/emerging markets, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 9,49 pct., mens benchmark steg 5,53 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteuero og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Markedet

De fleste af de østeuropæiske aktiemarkeder leverede positive afkast i første halvår. Landene imellem varierede udviklingen dog, særligt godt klarede Ungarn sig, mens Tyrkiet leverede negativt afkast. De centraløsteuropæiske lande blev hjulpet af de bedre udsigter for Europa, men mod slutningen af halvåret faldt markederne dog tilbage blandt andet grundet usikkerheden omkring Grækenland. Ungarn blev understøttet af mere positive politiske meldinger, hvor regeringen lovede at sænke bankskatterne, og dette, kombineret med den økonomiske bedring, gav medvind til markedet. Polen, der er det største marked for afdelingen, leverede også positivt afkast hjulpet af fornuftige vækstudsigter. Mod slutningen af halvåret faldt markederne lidt tilbage både dels grundet den internationale udvikling herunder uroen i Grækenland, og dels grundet usikkerhed op til parlamentsvalget i Polen i efteråret.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 3,96 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Generelt trak aktieudvælgelsen i de fleste lande op, og største positive bidrag kom fra aktieudvælgelsen i Polen og Tyrkiet.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juni 2004
Risikoindikator (1-7): 6
Benchmark: 85% Dow Jones STOXX EU Enlarged TMI inkl. nettoudbytter og 15% MSCI Turkey inkl. udbytter
Fondskode: DK0016275464
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

LANDEFORDELING

Polen	52,7%
Tyrkiet	12,6%
Ungarn	8,5%
Tjekkiet	6,6%
Rumænien	4,6%
Øvrige inkl. likvide	15,0%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,26
Standardafvigelse	17,39
Tracking error	2,74
Information Ratio	0,95
Sharpe Ratio (benchm.)	0,11
Standardafvigelse (benchm.)	17,72
Active share	41,67

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Østeuropa Konvergens

Blandt de positive selskabsbidrag var den polske skokæde CCC, det østrigske cateringselskab Do & Co, den tyrkiske autodistributør Dogus Otomotiv, og det polske byggeselskab Budimex. Blandt de negative selskabsbidrag var Komercijalna Banka i Serbien og Mbank i Polen.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

En lavere vækst i Europa udgør en risiko for væksten i Polen, og de øvrige lande eksklusive Rusland, som følge af det økonomiske samkvem. En eskalering af konflikten mellem Rusland og Ukraine er en anden risikofaktor for markederne. I Tyrkiet er den politiske usikkerhed øget en smule efter parlamentsvalget i juni, da Ak Partiet, som har været ved magten siden 2002, nu skal forsøge at skabe en koalitionsregering, da de ikke længere har absolut flertal selv. I Polen er der parlamentsvalg i efteråret, og hvis oppositionen vinder dette, er der risiko for, at de vil øge beskatningen af de polske banker.

Polen og Tyrkiet er afdelingens største investeringsområder, og derfor vil den økonomiske og politiske situation i landene samt selskabernes indtjeningsudvikling have særlig stor betydning.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkedene i 2. halvår 2015, understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på, at de europæiske økonomier vil vise positiv vækst i 2. halvår, og at den fornuftige økonomiske vækst, vi har set i Østeuropa eksklusive Rusland hidtil i år, vil fortsætte. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer,

Ved halvåret er de største landevægte hhv. Polen, Tyrkiet, Ungarn og Tjekkiet, og vi forventer, at disse tre lande også i resten 2015 vil udgøre en væsentlig andel af afdelingen. Aktieudvælgelsen er en meget vigtig del af den løbende porteføljepleje.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

Østeuropa Konvergens

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	6.959	1.544
Kursgevinster og tab	-13.885	1.164
Administrationsomkostninger	-1.687	-622
Resultat før skat	-8.613	2.086
Rente- og udbytteskat	-369	-146
Halvårets nettoresultat	-8.983	1.940

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	13.798	908
Kapitalandele	380.233	84.067
Andre aktiver	4.102	241
Aktiver i alt	398.133	85.216
PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	397.620	85.152
Anden gæld	513	64
Passiver i alt	398.133	85.216

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	85.152	82.781
Emissioner i perioden	335.586	2.630
Indløsninger i perioden	-15.636	-7.975
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.501	54
Periodens resultat	-8.983	1.940
Medlemmernes formue ultimo	397.620	79.429

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	95,6	98,7
I alt finansielle instrumenter	95,6	98,7
Øvrige aktiver og passiver	4,4	1,3
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	397.620	79.429
Antal andele	2.947.835	636.289
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi [DKK pr. andel]	134,89	124,83
Afkast i DKK [pct]*]	9,49	2,53
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	5,53	5,36
Administrationsomk. [pct]*]	0,80	0,80
ÅOP	1,96	1,96

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



Danske Invest

Danske Invest
Parallelvej 17
2800 Kgs. Lyngby
Tlf. 33 33 71 71
www.danskeinvest.dk
danskeinvest@danskeinvest.com