

# **Specialforeningen BLS Invest**

## **Halvårsrapport 2012**



# Indholdsfortegnelse

---

Foreningsoplysninger.....	2
Ledelsespåtegning.....	3
Ledelsesberetning.....	4
Halvårsregnskaber.....	11
<i>Danske Aktier.....</i>	<i>11</i>
<i>Globale Aktier.....</i>	<i>13</i>
<i>Foreningens noter.....</i>	<i>15</i>
<i>Anvendt regnskabspraksis.....</i>	<i>15</i>
<i>Hoved- og nøgletalsoversigt.....</i>	<i>16</i>

Nærværende halvårsrapport for 2012 for Specialforeningen BLS Invest indeholder forventninger om fremtiden, som foreningens ledelse og rådgivere havde ultimo august 2012. Erfaringerne viser, at forudsigelser vedrørende den makroøkonomiske udvikling og markedsforhold for foreningens forskellige investeringsuniverser løbende vil blive revideret og kan være behæftet med stor usikkerhed. Forventninger udtrykt i halvårsrapporten må således ikke opfattes som en konkret anbefaling.

# Foreningsoplysninger

---

Specialforeningen BLS Invest blev stiftet den 7. november 2007. Medio 2012 omfattede foreningen 2 afdelinger: Danske Aktier og Globale Aktier.

Specialforeningen BLS Invest  
Otto Mønstedes Plads 9  
1780 København V

Telefon: 44 55 92 00  
Fax: 44 55 91 72  
CVR nr: 31 06 17 17  
Finanstilsynets reg.nummer: 16.074  
bls-invest.dk

## **Direktion**

Nykredit Portefølje Administration A/S

## **Bestyrelse**

Poul Almlund (formand)  
Chris Bigler  
Flemming Duus  
Soulaima Gourani

## **Depotselskab**

Skandinaviska Enskilda Banken

## **Revision**

Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

## **Porteføljerådgiver**

BLS Capital Fondsmæglerselskab A/S

# Ledelsespåtegning

---

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato aflagt og godkendt halvårsrapporten for 2012 for Specialforeningen BLS Invest.

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, passiver, finansielle stilling samt resultatet for perioden 1. januar - 30. juni 2012.

Foreningens ledelsesberetning indeholder en retvisende redegørelse 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 3. september 2012

## **Direktion**

### **Nykredit Portefølje Administration A/S**

Tage Fabrin-Brasted

Peter Jørn Jensen

Jim Isager Larsen

## **Bestyrelse**

Poul Almlund

Formand

Chris Bigler

Flemming Duus

Soulaima Gourani

## BLS Invest – 1. halvår 2012.

Gennem første halvår af 2012 er aktiemarkederne nærmest blevet tæppebombet med triste økonomiske analyser og elendige forudsigelser. Om konsekvenserne af euroens mulige forestående sammenbrud, stigende statslig gældsætning, lavere global økonomisk vækst og om en bekymrende prisudvikling på flere ejendomsmarkeder. Og så videre.

Al den ensidige fokus på de negative nyheder har uden tvivl både dæmpet forbrugernes trang til forbrug og virksomhedernes investeringslyst. Men trods den triste stemning kunne aktiemarkederne vejre morgenluft med positive afkast i første halvår 2012. Det gjaldt både i Danmark og globalt.

Det amerikanske aktiemarked førte an i kursstigningerne med et afkast på 11,6 procent, mens aktier i udviklingslandene leverede 6,3 procent, de japanske aktier leverede 5,5 procent og europæiske 4,8 procent, når man måler i danske kroner inklusive nettoudbytter. Samlet steg de globale aktier med 8,1 procent i halvåret, mens det danske aktiemarked, målt ved OMX Copenhagen Capped indekset inklusive udbytter, steg med 10,8 procent.

Det er tilfredsstillende, at begge BLS Invests afdelinger opnåede positive afkast i første halvår 2012. Afdeling Danske Aktier nåede et afkast på 15,1 procent, og afdeling Globale Aktier nåede et afkast på 10,1 procent efter omkostninger.

De højeste afkast i afdeling Danske Aktier leverede Novo Nordisk, Coloplast og ØK, mens elevatorproducenten Kone, spiritusselskabet Diageo og supermarkeds-kæden Walmart Stores opnåede de største kursstigninger i afdeling Globale Aktier. Kun ét selskab i afdeling Danske Aktier havde en negativ kursudvikling i første halvår. I afdeling Globale Aktier oplevede to selskaber en negativ kursudvikling i halvåret.

Siden etableringen den 26. februar 2008 har afdeling Danske Aktier opnået et afkast inklusive geninvesterede udbytter på 28,5 procent efter omkostninger. Afdelingen har intet benchmark, men til sammenligning er OMX Copenhagen Capped indekset i samme periode faldet med 15,9 procent. Det er også værd at fremhæve, at afdelingen siden etableringen har opnået det højeste afkast blandt alle investeringsforeninger med fokus på danske aktier.

Afdeling Globale Aktier har givet et afkast efter omkostninger på 51,9 procent siden etableringen den 30. september 2008. Afdelingen har ikke noget benchmark, men til sammenligning er MSCI verdensindekset<sup>1</sup> kun steget med 22,7 procent i afdelingens levetid. Om afdeling Globale Aktier skal også nævnes, at afdelingen siden etableringen har opnået det bedste afkast blandt de danske investeringsforeninger med fokus på globale aktier.

Halvårets nettoresultat for afdeling Danske Aktier blev på 56,7 mio. kr. Formuen i afdelingen ultimo halvåret var 449,4 mio. kr., svarende til 1.234,69 kr. pr. andel.

Halvårets nettoresultat for afdeling Globale Aktier blev på 28,1 mio. kr. Formuen i afdelingen ultimo halvåret var 531,1 mio. kr., svarende til 1.345,67 kr. pr. andel.

### Positive forventninger til USA

Godt halvdelen af BLS Invests afdeling Globale Aktier er placeret i amerikanske børsnoterede selskaber, blandt andre MasterCard, Berkshire Hathaway, American Express, Autozone og McDonald's.

Det har foreningen gjort ud fra en række årsager, hvoraf tre skal fremhæves:

Værdiskabelse. De amerikanske selskabers ledelser har som regel mere kontant fokus på værdiskabelse end lederne i de øvrige globale selskaber. Især er amerikanerne gode til at styre og geninvestere de frie pengestrømme med en klar målsætning om at optimere aktionærernes afkast. Den gennemsnitlige egenkapitalforrentning er derfor også væsentligt højere blandt amerikanske selskaber end blandt selskaberne i den øvrige verden.

De økonomiske vækstbetingelser i USA er nu efter vores vurdering generelt gode. Man har fået tilført tilstrækkelig kapital til banksystemet, man har et fleksibelt arbejdsmarked, boligmarkedet er blevet stabiliseret og der er betydelige øgede beskæftigelsesmuligheder. Den amerikanske økonomi understøttes af en årlig befolkningstilvækst på 1-1½ procent og en bedre demografisk sammensætning med flere amerikanere i den arbejdsdygtige alder.

---

<sup>1</sup> MSCI World indtil 31. december 2010 og MSCI AC World fra 1. januar 2011, begge inkl. nettoudbytter.

Pengepolitikken. Den selvstændige amerikanske pengepolitik giver bedre værktøjer end dem, man råder over i Euro-zonen. Den amerikanske centralbank har selvstændig kontrol med udstedelsen af dollars og fastsættelsen af rentesatser, hvilket understøtter amerikanernes politiske handlemuligheder. Dertil kommer, at den amerikanske dollar med sin internationale reservestatus får en særlig betydning i krisetider.

Standard & Poors foretog sidste efterår en uforståelig - eller måske politisk motiveret - nedgradering af den amerikanske kreditværdighed fra den højeste AAA rating. Alligevel vurderer foreningens rådgiver, at de amerikanske finanspolitiske udfordringer er til at løse. Det forestående amerikanske præsidentvalg og den igangværende valgkamp betyder et beslutningsmæssigt vakuum, hvor væsentlige politiske reformer af forbundsregeringens budgetter eller regulering af finansielle systemer først kan forventes efter valget.

## **Øget eksponering til udviklingslandene**

Udviklingslande med høj økonomisk vækst er naturligvis særdeles interessante. Foreningen har derfor også en ganske betydelig eksponering mod disse lande i begge afdelinger. Foreningen har dog relativt få direkte investeringer i selskaber, der er hjemmehørende i udviklingslande. Som regel er Foreningen eksponeret mod udviklingslandenes attraktive økonomiske vækst gennem vestlige selskaber med gennemskuelige selskabsstrukturer og rationelt fungerende, tillidsvækkende ledelser.

Trods de gunstige vækstudsigter og den aktuelle vækst hos en række af foreningens porteføljeselskaber med høj eksponering mod udviklingslandene har det kortsigtede og humørsyge aktiemarked gennem første halvår haft mere fokus på de aftagende vækstrater og risikoaversion end på vækstmulighederne.

Denne tilbageholdenhed har så til gengæld medført nogle attraktive kursniveauer, som foreningen har udnyttet til at forøge eksponeringen mod de porteføljeselskaber, der har væsentlig aktivitet i udviklingslandene.

## **Fortsat høj vækst i Kina**

Den kinesiske økonomi har i flere år haft vækstrater tæt op under 10 procent pr. år, men centralregeringen i Beijing har nu reduceret forventningen til 7½ procent. Det har fået en række økonomiske iagttagere til at blive højlydt nervøse. Det ser vi som en overreaktion. Dels er en vækst på 7½ procent i sig selv særdeles gedigen, dels er den kinesiske middelstand under kraftig

udvikling, så det kinesiske marked bliver stadig mere værdifuldt. Og endelig er der skalaen - den kinesiske økonomi er svimlende stor.

Skal vi sætte det i perspektiv, kan vi nævne, at den kvartalsvise økonomiske tilvækst i Kina i absolutte kroner overstiger det samlede græske bruttonationalprodukt. Så trods makroøkonomiske udfordringer i Sydeuropa oplever verden fortsat samlet økonomisk vækst.

Udviklingen i det kinesiske marked skaber særdeles fornuftige muligheder for fortsat salgsvækst i en række brancher. Begge foreningens afdelinger har en indirekte - men betydelig - eksponering mod disse muligheder.

YUM! Brands, der ejer fastfoodkæden Kentucky Fried Chicken (KFC), luksusmastodonten LVMH/Louis Vuitton, kosmetikkæden Sa Sa og den schweiziske urkoncern Swatch henter alle mere end 40 procent af deres indtjening fra kineserne. Og trods aktiemarkedets store bekymringer omkring lavere kinesiske vækstrater oplever de alle en fortsat pæn tocifret vækst fra Kina.

YUM!-ejede KFC forventes i år at øge salget i eksisterende kinesiske fastfood restauranter med 10 procent, og samtidig øges antallet af KFC restauranter med knap 20 procent til op mod samlet 4.400 enheder ved udgangen af 2012.

Også afdeling Danske Aktier er godt eksponeret mod de højere økonomiske vækstrater i udviklingslandene gennem blandt andre FLSmidth, ØK og United Plantations, der alle henter mere end 75 procent af selskabernes omsætning fra udviklingslandene.

Kinas overvældende kapitalreserver og konkurrencekraft giver den nye kinesiske centralregering store penge- og finanspolitiske muligheder for at stimulere den økonomiske aktivitet. Efter vores rådgivers opfattelse er regeringen fokuseret på at opretholde en høj økonomisk vækst for at sikre social og politisk stabilitet i Kina. Gennem de seneste måneder er den kinesiske økonomi blevet stimuleret pengepolitisk gennem lempekrav til bankernes reserver. Det øger bankernes udlånsmuligheder.

Andelen af det kinesiske bruttonationalprodukt, der anvendes til privatforbruget, er på godt 30 procent, hvilket er meget lavt i forhold til andre økonomier, men skaber betydelige fremtidige muligheder for øget privatforbrug i takt med Kinas voksende middelklasse.

For godt et år siden var inflationen centralregeringens store bekymring med kraftigt stigende fødevarepriser og en øget social uro, men siden er råvarepriserne faldet, og inflationsudviklingen i Kina afdæmpet tilsvarende. Udsigten til en svag 2012 høst har dog senest øget fødevarepriserne.

De stigende fødevarepriser kan så i øvrigt begunstige foreningens investering i palmeoliekoncernen UIE, der indgår i begge afdelinger.

Manglen på fødevarer kan også genstarte diskussionen omkring fornuften i at anvende mere end 40 procent af den amerikanske majsproduktion til ethanolindustrien, hvor den tilsigtede CO2 reducerende effekt er stærkt tvivlsom.

## **Et familieportræt af vores yndlingselskaber**

Det er iøjnespringende, at visse dominerende træk går igen i stort set alle BLS Invests porteføljeselskaber – både de danske og de globale. De befinder sig i velkonsoliderede og forudsigeligt voksende brancher med høje afkast af den investerede kapital eller har aktiver, der skaber langsigtede attraktive investeringsafkast.

Foreningen holder meget af markedsledende selskaber. Som oftest nyder de samtidig de største skalafordele på blandt andet salgs-, distributions- og markedsføringsomkostninger. Tilsammen betyder det som regel, at de opnår branchens højeste indtjeningsmarginaler og bedste forrentning af egenkapitalen.

I udvælgelsen fokuseres også meget på det enkelte selskabs ledelse. Og her ser vi både på kompetence og holdning, ligesom ledelsen både skal evne at skabe store og stigende aktionærværdier, og den skal håndtere resultatet – de frie pengestrømme – på en måde, der er til gavn for investorerne.

Efter vores opfattelse kan en moderne ledelse kun disponere selskabets store og voksende frie pengestrømme på tre forskellige måder: Den kan geninvestere i selskabets kerneforretning med høje afkast, hvorved den bliver større og mere værdifuld. Den kan tilbagekøbe egne aktier, hvorved de bestående aktier stiger i værdi, eller den kan sende pengene som udbytte direkte til aktionærene.

## **Langtidsholdbare forretningsmodeller**

Selskabernes forretningsmodeller er centrale for udvælgelsen af porteføljeselskaberne. En forretningsmodel skal være klar, gennemskuelig, effektiv – og så skal den være langtidsholdbar. Her kan vi nævne, at det gennemsnitlige stiftelsesår for vores porteføljeselskaber ligger tæt på 100 år tilbage i tiden. En så lang periode i markedet vidner om selskabernes tilpasningsevne og evne til at opretholde vedvarende konkurrencemæssige fordele.

Foreningen fokuserer på sikkerhed og tryghed. Så det er kun selskaber, der har vist en historisk vedvarende værdiskabelse, der indgår i BLS Invests porteføljer. Og nye, spændende selskaber – måske endda med meget høje vækstrater, men med uprøvede forretningsmodeller og kort historie – vil aldrig finde vej til foreningens porteføljer.

BLS Invests foretrækker at investere i voksende selskaber med høje afkast af den investerede kapital. For – selv om disse selskaber hele tiden udvider deres forretningsomfang – så skaber de samtidig væsentlige overskydende frie pengestrømme til aktionæruddelninger.

## **Udbytter og aktietilbagekøb**

I foreningens globale portefølje udbetaler 23 af de 26 porteføljeselskaber udbytter, og 90 procent af selskabernes udbytter forventes at stige i 2012 i forhold til 2011. Amerikanske Autozone og Bed Bath & Beyond udbetaler ikke udbytte, men de tilbagekøbte til gengæld henholdsvis 10 og 7 procent af de udestående aktier i deres seneste regnskabsår.

Endelig står Warren Buffetts investeringsselskab Berkshires Hathaway tilbage som eneste selskab i vores globale portefølje, der ikke er udbyttebetalende eller har betydelige aktietilbagekøb. Men det er vi – som en forening af langsigtede medaktionærer – begejstrede for. For aktierne i Berkshire Hathaway har en høj værditilvækst, der mere end kompenserer for de manglende udbyttebetalinger. Berkshire Hathaway lever smukt op til Warren Buffetts erklærede mål om kun at investere, hvor fremtidsværdien af nye investeringers pengestrømme klart og uden tvivl overstiger værdien af investeringen.



BLS Invests porteføljesammensætning har højere salgs- og indtjeningsvækst end den globale markedsammensætning. Gennem halvåret har vi øget eksponeringen mod hastigere voksende porteføljeselskaber. Det gælder blandt andre Mastercard, der præsterer en konsistent voksende værdiskabelse, men som alligevel handles til en attraktiv pris.

I BLS Invests afdeling Danske Aktier udbetaler 12 af porteføljens 14 selskaber udbytte, og udbyttet ventes øget for mindst 10 af selskaberne i 2012. De ikke-udbyttebetalende selskaber er Topdanmark og William Demant, der begge løbende gennemfører væsentlige aktietilbagekøb.

Samlet udgør de årlige aktionæruddelinger fra BLS Invests porteføljeselskaber gennem udbytter og aktietilbagekøb knap 5 procent. Her bør man i øvrigt lægge mærke til den store andel af selskaber med årligt stigende udbytter. De globale porteføljeselskaber er yderligere særdeles velkonsoliderede, idet 10 ud af de 26 selskaber i afdelingen har større kontantbeholdninger end gæld. Det tilsvarende tal for afdeling Danske Aktier er 5 ud af afdelingens 15 selskaber.

## **Banker i USA vs. banker i Europa**

Den internationale banksektor har fortsat ikke fået genskabt tilliden til banksystemet. Især i Europa har banksektoren fortsatte problemer. Sektoren står overfor væsentlige udfordringer omkring styrkelsen af egenkapital- og likviditetsgrundlaget. Og sektoren afventer fortsat en fastlæggelse af de fremtidige forretningsmæssige rammebetingelser. De er på vej, men man kender endnu ikke de forventede reguleringsmæssige opstramninger.

Foreningens rådgiver mener, at den amerikanske banksektor står i en væsentligt bedre situation end den europæiske. Rådgiver vurderer endda, at den amerikanske banksektor ligefrem vil kunne drage fordel af de europæiske bankers hovedkuld af afhændelse af salgbare udlånsporteføljer. De forestående salg af udlånsporteføljer kommer næppe til at adskille sig ret meget fra den måde, det foregår på ethvert frugtmarked, hvor de mest attraktive frugter selvsagt bliver solgt før de stødte og rynkede af slagsen. De amerikanske investeringsbanker vurderes til at indtage en afgørende rolle i både strukturering og gennemførelse, når en række europæiske banker afhænder deres udlånsporteføljer.

Europæiske virksomheder vil efter rådgivers vurdering søge mod andre finansieringskilder end det traditionelle banksystem. Dels fordi det reducerer virksomhedernes afhængighed af et svagt og uforudsigeligt banksystem, og dels fordi virksomhederne nu faktisk kan opnå lavere finansieringsomkostninger ved andre kapitalkilder. Dette forhold vil utvivlsomt sætte bankernes fremtidige indtjeningsudvikling under pres, og sætte yderligere fokus på omkostningsreduktioner. Til eksempel annoncerede Danske Banks nye ledelse i august, at banken skal reducere omkostningsbasen med 3 milliarder kroner.

## **Øget forretningsomfang for kreditbureauer**

Når virksomhederne søger alternative finansieringskilder, så begunstiger det BLS Invests medlemmer gennem dets investeringer i de to kreditratingbureauer Moody's og Standard & Poors. Begge oplever en stigende tilgang af nye ratingkunder og en stor refinansieringsaktivitet fra kreditstærke større virksomheder. Foreningens rådgiver mener i øvrigt, at de øgede politiske dokumentationskrav til ratingbureauerne vil gøre det svært for nye ratingaktører at komme ind på markedet.

Især i Europa har der været utilfredshed med de store, egenrådige amerikanske ratingbureauer, og flere europæiske politikere har ytret ønske om at etablere et fælles alternativ i Europa. Man kunne sikkert sagtens lave et sådant bureau, men troværdigheden hos et politisk EU-styret ratingbureau ville formentlig komme til ligge i niveau med Saddam Hussein styrets kendte virkelighedsfornægtende propagandaminister, Komiske Ali.

## **En forening er en forening, eller hvad?**

I det forgangne halvår har der igen været debat i medierne om danske investeringsforeningers omkostningsniveauer. Udgangspunktet i denne debat har været, at man får samme ydelse – ligegyldig hvilken forening, man vælger, og det er naturligvis noget vrøvl.

Efter foreningens opfattelse er debattens ensidige fokus på omkostninger alt for unuanceret. Omkostningerne har selvsagt betydning for det afkast, medlemmerne opnår, men de kan ikke stå alene, når man skal bedømme en investeringsforenings kvalitet.

BLS Invests bestyrelse vurderer, at foreningens medlemmers væsentligste interesser er sammenfaldende med BLS Invests målsætning: At opnå konkurrencedygtige positive absolutte afkast efter alle omkostnin-

## Ledelsesberetning

---

ger ved et behersket risikoniveau over en mindst 3-årig horisont og at overgå det alternative markedsafkast.

Her noterer BLS Invests bestyrelse med stor tilfredshed, at den aktive investeringsstrategi, som foreningen har valgt, opfylder begge målsætninger: Positive afkast i foreningens levetid trods de udfordrende markedsforhold finanskrisen har bragt. Begge afdelinger har opnået væsentligt bedre afkast end indeksforeninger med lave omkostninger, og begge ligger i den absolutte afkastmæssige top blandt det samlede udbud af danske investeringsforeninger.

BLS Invest vil fortsat fokusere investeringerne i forudsigeligt voksende, stærke selskaber med høje kapitalafkast – selskaber som over tid vil skabe tilfredsstillende og konkurrencedygtige afkast.

## Risikofaktorer

De primære risikofaktorer for afdeling Danske Aktier og afdeling Globale Aktier er markedsrisiko samt selskabsspecifik risiko. Da afdeling Danske Aktiers investeringssunivers er begrænset til Danmark, anses afdelingens markedsrisiko som værende højere end for investeringer i det globale aktiemarked. Afdeling Globale aktier indeholder derudover valutarisiko, dvs. risiko for at værdien af selskaber noteret i anden valuta end danske kroner, reduceres som følge af svækkelse af den fremmede valuta i forhold til danske kroner.

Afdelingernes markedsrisiko – og valutarisikoen i afdeling Globale aktier – søges ikke begrænset, idet der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til afdækning, ligesom kontantbeholdningen normalt holdes på et minimum.

Selskabsspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne i afdelingerne på en række selskaber fordelt på mange brancher. Spredningen sker efter de regler, som er påkrævet for afdelinger i en specialforening som BLS Invest i lov om investeringsforeninger m.v. Overholdelse heraf overvåges løbende af foreningens ledelse.

Risikoen målt ved standardafvigelsen på afdeling Danske Aktiers ugentlige afkast har de seneste 5 år været 25,1% p.a., svarende til risikoniveau 7 på CI-risikoskalaen. Risikoprofilen i afdelingen anses som værende høj.

Risikoen målt ved standardafvigelsen på afdeling Globale Aktiers ugentlige afkast har de seneste 5 år været 18,1% p.a., svarende til risikoniveau 6 på CI-risikoskalaen. Risikoprofilen i afdelingen anses som værende høj.

For yderligere uddybning af risiciene i afdelingerne henvises til afsnittet om risiko i foreningens årsberetning for 2011.

## Øvrige forhold

I den efterfølgende gennemgang af de enkelte afdelingers regnskab er indeholdt en beskrivelse af afdelingsprofilen, aktivernes procentvise fordeling efter de mest hensigtsmæssige kriterier under hensyntagen til afdelingernes investeringspolitik. Disse beskrivelser indgår som en del af den samlede ledelsesberetning.

## Samarbejdsaftaler

Foreningen har indgået en samarbejdsaftale med BLS Capital Fondsmæglerselskab A/S med sigte på at øge serviceringen af foreningens medlemmer samt potentielle og nye investorer. Aftalen vedrører særligt forpligtelsen for BLS Capital Fondsmæglerselskab A/S til at orientere nuværende og potentielle medlemmer om foreningens investeringer.

## Usikkerhed ved indregning eller måling

Det er ledelsens vurdering, at der ikke forefindes væsentlig usikkerhed ved indregning eller måling af balancelopposter.

## Usædvanlige forhold der kan have påvirket indregningen eller målingen

Der er ikke konstateret usædvanlige forhold, der kan have påvirket indregningen eller målingen.

## Begivenheder efter halvårets udløb

Der er fra balancedagen og til dato ikke indtrådt forhold, som forrykker vurderingen af halvårsrapporten.

## Forventninger til 2. halvår 2012

Trods sortsynet i de finansielle markeder viste første halvår 2012 generelt fremgang i salg, indtjening og frie pengestrømme hos de fleste af selskaberne i foreningens to afdelinger. Foreningens rådgiver vurderer, at afdelingernes kursstigninger i dette halvår helt konkret er begrundet i selskabernes fortsatte stigende indtjening og frie pengestrømme. Det kan måske virke overraskende i lyset af det vedvarende negative fokus, der har været på den lave vækst i Europa og de lavere vækstrater i USA og i udviklingslandene.

I 2011 oplevede selskaberne i afdeling Globale Aktier en samlet vækst på mere end 15 procent, der ikke blev belønnet med tilsvarende aktiekursstigninger, og dette forhold medførte således en lavere prissætning i forhold til selskabernes indtjeningsevne. Og trods den aftagende vækst ventes selskaberne i afdeling Globale Aktier også i 2012 at opnå en pæn forbedring – både i indtjening og i de frie pengestrømme. Mere end halvdelen af selskaberne forventes af opnå tocifrede vækstrater.

For selskaberne i afdeling Danske Aktier blev væksten i 2011 ligeledes ikke belønnet af aktiemarkedet med tilsvarende kursstigninger med en lavere prissætning i forhold til indtjeningen til følge. Trods den aftagende vækst forventes selskaberne i afdeling Danske Aktier også i 2012 at opnå resultatmæssigt fremgang.

Når man ejer en aktie, får man en langsigtet ret til en evigt løbende andel af et selskabs indtjening og frie pengestrømme. Derfor er aktiens langsigtede værdi kun i begrænset omfang bestemt af de (uforudsigelige) kortsigtede konjunkturer. BLS Invest er helt enige i rådgivers vurdering: At det er af langt større betydning at vurdere hvert enkelt selskabs forretningsmodel, dets langtidsholdbarhed, værdiskabelse og værdisætning – frem for at deltage i den svære disciplin markedstimning.

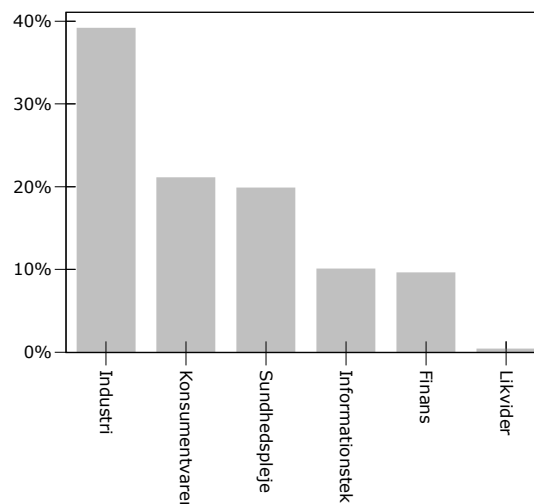
Det er fortsat foreningens rådgivers vurdering, at værdiansættelsen af foreningens solide og forudsigelige selskaber med voksende frie pengestrømme, fortsat er attraktive, ikke mindst set i forhold til afkastene ved alternative investeringsmuligheder.

## Investeringsområde og profil

Afdelingen har til formål at investere i selskaber handlet på NASDAQ OMX Copenhagen A/S samt i selskaber, hvis aktier handles på et andet reguleret marked i Danmark.

Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.

## Sektorfordeling



## Nøgletal

	1. halvår 2012	2011	1. halvår 2011	1. halvår 2010
Periodens afkast i procent	15,07	-8,69	2,01	8,58
Indre værdi pr. andel	1.234,69	1.085,23	1.213,80	966,63
A conto udlodning pr. andel (i kr.)	-	15,00	-	-
Omkostningsprocent <sup>*)</sup>	1,05	1,03	0,71	0,46
Sharpe ratio	0,17	0,04	0,19	-
Periodens nettoresultat (i 1.000 kr.)	56.662	-34.676	9.084	23.405
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	449.366	372.163	415.747	304.285
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	364	343	343	315
ÅOP <sup>*)</sup>	-	1,73	-	-

\*) Da afdelingen benytter resultatafhængig aflønning, forventes omkostningsprocent og ÅOP at variere fra år til år.

# Danske Aktier

---

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>	<b>1. halvår 2012</b>	<b>1. halvår 2011</b>
Renter og udbytter	7.006	7.806
Kursgevinster og -tab	54.307	4.410
Administrationsomkostninger	-4.651	-3.026
Resultat før skat	56.662	9.190
Skat	-	-106
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>56.662</b>	<b>9.084</b>

<b>Balance i 1.000 kr.</b>	<b>30. juni 2012</b>	<b>31. dec. 2011</b>
<b>Aktiver</b>		
Likvide midler	3.151	143
Kapitalandele	450.596	372.776
<b>Aktiver i alt</b>	<b>453.747</b>	<b>372.919</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue	449.366	372.163
Anden gæld	4.381	756
<b>Passiver i alt</b>	<b>453.747</b>	<b>372.919</b>

<b>Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,4	99,8
Øvrige finansielle instrumenter	1,6	0,2
<b>Finansielle instrumenter i procent</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

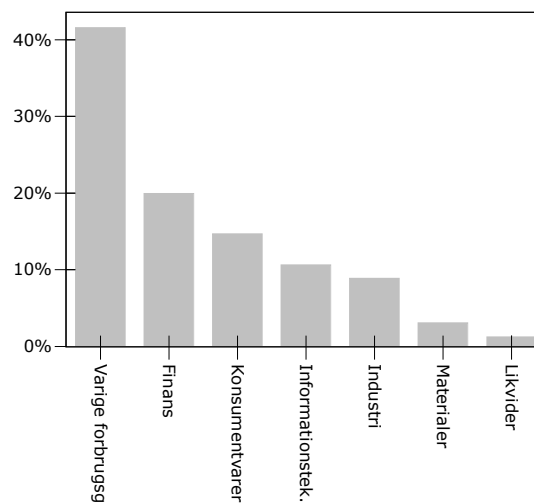
# Globale Aktier

## Investeringsområde og profil

Afdeling Globale Aktier har til formål at investere globalt i aktier handlet på regulerede markeder.

Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.

## Sektorfordeling



## Nøgletal

	1. halvår 2012	2011	1. halvår 2011	1. halvår 2010
Periodens afkast i procent	10,12	2,19	3,37	3,45
Indre værdi pr. andel	1.345,67	1.329,04	1.345,09	1.139,25
A conto udlodning pr. andel (i kr.)	-	120,00	-	-
Omkostningsprocent <sup>*)</sup>	1,58	1,17	0,75	0,77
Sharpe ratio	0,67	0,55	-	-
Periodens nettoresultat (i 1.000 kr.)	28.119	7.106	9.632	4.910
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	531.137	295.786	308.208	180.483
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	395	222	230	158
ÅOP <sup>*)</sup>	-	1,96	-	-

\*) Da afdelingen benytter resultatafhængig aflønning, forventes omkostningsprocent og ÅOP at variere fra år til år.

## Globale Aktier

---

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>	<b>1. halvår 2012</b>	<b>1. halvår 2011</b>
Renter og udbytter	6.912	5.149
Kursgevinster og -tab	28.647	7.416
Administrationsomkostninger	-6.600	-2.307
Resultat før skat	28.959	10.258
Skat	-840	-626
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>28.119</b>	<b>9.632</b>

<b>Balance i 1.000 kr.</b>	<b>30. juni 2012</b>	<b>31. dec. 2011</b>
<b>Aktiver</b>		
Likvide midler	6.962	120
Kapitalandele	529.415	296.047
Andre aktiver	845	3.718
<b>Aktiver i alt</b>	<b>537.222</b>	<b>299.885</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue	531.137	295.786
Anden gæld	6.085	4.099
<b>Passiver i alt</b>	<b>537.222</b>	<b>299.885</b>
<b>Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,4	97,4
Øvrige finansielle instrumenter	2,6	2,6
<b>Finansielle instrumenter i procent</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>



## Anvendt regnskabspraksis

### Generelt

Halvårsrapporten er udarbejdet i overensstemmelse med regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger m.v., herunder Finanstilsynets bekendtgørelse om finansielle rapporter for investeringsforeninger og specialforeninger m.v.

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten 2011. Årsrapporten 2011 indeholder den fulde beskrivelse af anvendt regnskabspraksis, hvortil der henvises.

Der er ikke foretaget review eller revision af halvårsrapporten.

### Præsentation af regnskabstal

Alle tal i regnskabet præsenteres i hele 1.000 i afdelingens funktionelle valuta uden decimaler. Sumtotaler i regnskabet er udregnet på baggrund af de faktiske tal, hvilket er den matematisk mest korrekte metode. En efterregning af sumtotalerne vil i visse tilfælde give en afrundingsdifference, som er udtryk for, at de bagvedliggende decimaler ikke fremgår for regnskabslæseren. Tal, der i regnskabet er anført med "-", betyder, at det reelle tal for denne regnskabspost er 0,00 i afdelingens funktionelle valuta, mens anførelse af "0" betyder, at der for denne regnskabspost er et tal mellem 0,01 og 499,99 i afdelingens funktionelle valuta, der således er blevet afrundet til "0".

### Nøgletal

Regnskabs- og nøgletal er opgjort i henhold til bekendtgørelse om finansielle rapporter for investeringsforeninger og specialforeninger m.v. samt retningslinjer fra InvesteringsForeningsRådet.

Der er ingen ændringer i beregningsprincipper i forhold til årsrapporten 2011.

#### Afkast i procent

Afkast i procent angiver det samlede afkast i den pågældende afdeling i halvåret. Afkastet opgøres som ændring i indre værdi fra primo til ultimo perioden med korrektion for evt. udlodning til medlemmerne i året.

#### Indre værdi pr. andel

Indre værdi pr. andel beregnes som medlemmernes formue divideret med antal cirkulerende andele ultimo halvåret.

#### Omkostningsprocent

Omkostningsprocenten beregnes som afdelingens administrationsomkostninger for halvåret divideret med gennemsnitsformuen, hvor gennemsnitsformuen opgøres som et gennemsnit af de daglige formueværdier i regnskabsperioden.

#### Sharpe ratio

Sharpe ratio er et udtryk for en afdelings afkast set i forhold til den påtagede risiko. Nøgletallet beregnes som det historiske afkast minus den risikofri rente divideret med standardafvigelsen på det månedlige afkast i perioden. Sharpe ratio opgøres alene, hvis afdelingens levetid er minimum 36 måneder og højst for en 60-måneders periode.

#### ÅOP

Årlige omkostninger i procent er et udtryk for summen af administrationsomkostninger i procent, direkte handelsomkostninger ved løbende drift i procent, samt (maksimalt emissionstillæg i procent plus maksimalt indløsningsfradrag i procent) delt med 7, idet 7 år anses som investors gennemsnitlige investeringshorisont. Til beregningen af ÅOP anvendes en gennemsnitsformue opgjort som et gennemsnit af de daglige formueværdier i regnskabsåret. ÅOP opgøres på årsbasis.

## Foreningens noter

<b>Hoved- og nøgletaloversigt</b>	<b>1. halvår 2012</b>	<b>2011</b>	<b>1. halvår 2011</b>	<b>1. halvår 2010</b>
<b>Periodens afkast i procent</b>				
Danske Aktier	15,07	-8,69	2,01	8,58
Globale Aktier	10,12	2,19	3,37	3,45
<b>Indre værdi pr. andel</b>				
Danske Aktier	1.234,69	1.085,23	1.213,80	966,63
Globale Aktier	1.345,67	1.329,04	1.345,09	1.139,25
<b>A conto udlodning pr. andel (i kr.)</b>				
Danske Aktier	-	15,00	-	-
Globale Aktier	-	120,00	-	-
<b>Omkostningsprocent</b>				
Danske Aktier *)	1,05	1,03	0,71	0,46
Globale Aktier *)	1,58	1,17	0,75	0,77
<b>Sharpe ratio</b>				
Danske Aktier	0,17	0,04	0,19	-
Globale Aktier	0,67	0,55	-	-
<b>Periodens nettoresultat (i 1.000 kr.)</b>				
Danske Aktier	56.662	-34.676	9.084	23.405
Globale Aktier	28.119	7.106	9.632	4.910
<b>Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)</b>				
Danske Aktier	449.366	372.163	415.747	304.285
Globale Aktier	531.137	295.786	308.208	180.483
<b>Andele ultimo (i 1.000 stk.)</b>				
Danske Aktier	364	343	343	315
Globale Aktier	395	222	230	158
<b>ÅOP</b>				
Danske Aktier *)	-	1,73	-	-
Globale Aktier *)	-	1,96	-	-

\*) Da afdelingen benytter resultatafhængig aflønning, forventes omkostningsprocent og ÅOP at variere fra år til år.

