

# **Investeringsforeningen Dexia Invest**

## **Halvårsrapport 2006**

# Indholdsfortegnelse

---

Foreningsoplysninger	2
Hoved- og nøgletaloversigt	3
Ledelsesberetning	4
Afdeling Danske Small Cap aktier	7
Afdeling Europæiske Ejendomsaktier	8
Regnskabs- og nøgletal mv.	9

Nærværende halvårsrapport 2006 for Investeringsforeningen Dexia Invest indeholder forventninger om fremtiden, som foreningens ledelse og rådgivere havde medio august 2006. Erfaringerne viser, at forudsigelser vedrørende den makroøkonomiske udvikling og markedsforhold for foreningens investeringsunivers løbende vil blive revideret og kan være behæftet med stor usikkerhed. Forventninger udtrykt i halvårsrapporten må således ikke opfattes som en konkret anbefaling.

# Foreningsoplysninger

---

## **Foreningen**

Investeringsforeningen Dexia Invest  
Otto Mønstedts Plads 9  
1780 København V

FT. reg. nr.: 11.108

CVR-nr.: 21 35 35 31

## **Bestyrelse**

Frank Poulsen, formand  
Bent Nyløkke Jørgensen  
Niels Pram Nielsen  
Jacob Saxild

## **Direktion**

Nykredit Portefølje Administration A/S

## **Depotselskab**

Ringkjøbing Landbobank A/S

## **Revision**

Deloitte Statsautoriseret Revisionsaktieselskab

## **Porteføljerådgiver**

Dexia Bank Denmark A/S

## Hoved- og nøgletalsoversigt

	1. halvår 2006	1. halvår 2005	1. halvår 2004	1. halvår 2003	1. halvår 2002
<b>Periodens afkast (i %)</b>					
Danske Small Cap aktier	14,01	27,62	20,60	16,52	9,48
Europæiske Ejendomsaktier	13,05	19,82	10,80 <sup>1)</sup>	-	-
<b>Benchmark afkast (i %)</b>					
Danske Small Cap aktier (KFMX)	13,16	27,91	16,96	20,59	5,77
Europæiske Ejendomsaktier (GPR 250 Europe + 20% UK)	14,50	19,91	12,98 <sup>1)</sup>	-	-
<b>Indre værdi pr. andel (kr.)</b>					
Danske Small Cap aktier	379,82	300,71	194,22	130,17	127,17
Europæiske Ejendomsaktier	170,53	154,46	110,80	-	-
<b>Omkostningsprocent</b>					
Danske Small Cap aktier	0,96	1,04	1,00	1,05	1,04
Europæiske Ejendomsaktier	0,79	0,82	0,90 <sup>1)</sup>	-	-
<b>Periodens nettoresultat (t.kr.)</b>					
Danske Small Cap aktier	32.699	54.102	12.514	6.853	4.844
Europæiske Ejendomsaktier	22.784	23.182	4.764 <sup>1)</sup>	-	-
<b>Medlemmernes formue ult. (t.kr.)</b>					
Danske Small Cap aktier	261.953	262.969	75.940	48.294	48.323
Europæiske Ejendomsaktier	256.166	156.157	52.581	-	-
<b>Andele ult. (nom. t.kr. )</b>					
Danske Small Cap aktier	68.968	87.450	39.100	37.100	38.000
Europæiske Ejendomsaktier	150.216	101.100	47.457	-	-

<sup>1)</sup> For perioden 29. januar til 31. december 2004.

# Ledelsesberetning

## Tilfredsstillende halvår

Første halvår 2006 forløb tilfredsstillende for foreningens to afdelinger. Afkastmæssigt opnåede afdelingerne Danske Small Cap aktier og Europæiske Ejendomsaktier atter gode afkast på henholdsvis 14,0% og 13,1%, hvilket er bedre end ventet af foreningens ledelse i begyndelsen af 2006.

Resultaterne er imidlertid opnået i et volatilt aktiemarked, der i årets første fire måneder var præget af stigninger efterfulgt af en skarp korrektion i maj og juni måned.

Afdeling Danske Small Cap aktier har i første halvår 2006 opretholdt sin gode rating hos Morningstar. Ultimo juni 2006 blev afdelingen således vurderet til 5 stjerner. Afdeling Europæiske Ejendomsaktier har endnu ikke eksisteret i 3 år og har derfor ikke været omfattet af en vurdering fra Morningstar.

De gode resultater bevirkede sammen med en øget emissionsaktivitet, at foreningens samlede formue steg fra 427 mio. kr. pr. 31. december 2005 til 518 mio. kr. pr. 30. juni 2006.

## Ændring i ledelsen

Bestyrelsesmedlem Jørgen Cramon afgik efter kort tids sygdom ved døden den 18. maj 2006. Bestyrelsesposten er ikke blevet genbesat.

## Økonomisk vækst

I årets første måneder fortsatte den positive udvikling i verdensøkonomien. Især den amerikanske økonomi fastholdt en høj vækst gennem første kvartal. Andet kvartal blev præget af en mere kontrolleret udvikling i den økonomiske vækst. BNP væksten i USA blev således 5,6% for første kvartal, men blot 2,5% for andet kvartal. Den aftagende vækst skyldes primært faldende forbrugsvækst og et svagere boligmarked.

Europa har i første halvår været inde i en udvikling med positive økonomiske indikatorer. Eurozonens vækst lå på omkring 2%. Ledigheden i eurozonen har været faldende i første halvår og nåede i maj måned ned på blot 7,9%, hvilket var det laveste siden oktober 2001. På denne baggrund har den europæiske forbrugertillid været stigende og i

juni måned lå EU kommissionens tillidsindikator på det højeste niveau i fem år.

Udviklingen i Danmark tegnede sig ligeledes gunstigt. Væksten blev primært drevet af privatforbruget. Privatforbruget øgedes som i 2005 som følge af fortsat lav realrente, den faldende arbejdsløshed samt stigende friværdier i boligmarkedet.

## Høje energipriser og inflation

I 2006 fortsatte energipriserne med at være et gennemgående tema på de finansielle markeder. Den intensiverede politiske krise mellem Iran og verdenssamfundet omkring landets atomkraftprogram samt den fortsat høje vækst i verdensøkonomien betød, at priserne på råolie slog nye rekorder i 1. halvår 2006. De resulterende prisstigninger på benzin og øvrige råvarer betød, at inflationen i USA i maj måned begyndte at vække bekymring i de finansielle markeder.

## Stigende renter

USA, Euroland samt Danmark har i første halvår af 2006 oplevet stigende renter. Medens kurven i USA fortsat er relativt flad, er rentekurverne i Euroland og Danmark blevet en anelse stejlere i løbet af første halvår.

Med et fortsat mål om styring af inflationen fortsatte Den Europæiske Centralbank, ECB, med at stramme pengepolitikken. ECB hævede renten to gange i løbet af første halvår med i alt 0,50 procentpoint. Den danske rente blev hævet tre gange i løbet af første halvår med i alt 0,6 procentpoint til 3,0%. Samlet set blev forårets rentestigninger fra de respektive centralbanker højere end markedets forventninger primo året.

## Volatile aktiemarkeder

Foreningens ledelse havde positive forventninger til aktiemarkederne ved indgangen til året. Således forventedes stigninger i niveauet 10-15% for hele 2006. Disse stigninger er allerede i første halvår blevet opnået for så vidt angår danske small cap aktier og europæiske ejendomsaktier.

Hovedparten af verdens aktiemarkeder oplevede knap så positive tendenser for halvåret som helhed. Verdensmarkedsindekset, MSCI World, steg

## Ledelsesberetning

6,1% målt i dollar, men på grund af den svækkede dollar i første halvår, blev afkastet omregnet til danske kroner på -2,2%. Det japanske aktiemarked faldt 6% i første halvår omregnet til danske kroner, mens de europæiske markeder gav positive afkast på gennemsnitligt 4,8% i danske kroner.

På det danske aktiemarked blev udviklingen præget af stor forskel i afkastene mellem de største selskaber målt ved OMXC20-indekset og det bredere marked målt ved det cappede OMX indeks. Udviklingen blandt de største selskaber blev præget af en nedjustering fra A.P. Møller – Mærsk og sluttede halvåret med et fald på 5,7%. Det brede marked, OMXCap-indekset, steg derimod 7,2%, hvilket skyldes de relativt gode afkast i segmentet for små og mellemstore virksomheder.

### **Dexia Invest Danske Small Cap aktier**

Afdelingens afkast blev i første halvår 2006 på 14,0%, hvilket overstiger foreningens forventninger til halvåret. Foreningens ledelse finder resultatet tilfredsstillende, idet afkastet ligeledes er højere end sammenligningsgrundlaget, KFMX-indekset, der steg 13,2%.

Afdelingens formue steg fra 238 mio. kr. primo året til 262 mio. kr. ultimo juni, svarende til en stigning på 10 %. Formuertilvæksten kan tilskrives periodens afkast samt en negativ nettoemissionsaktivitet i perioden.

Afdelingen investerer i udvalgte danske selskaber udenfor OMXC20-indekset (tidligere benævnt KFX-indekset). Afdelingens strategi har som i det foregående år været at holde fokus på likvide mellemstore selskaber frem for de helt små, illikvide virksomheder.

Afdelingens afkast er kommet fra forskellige sektorer. En stor del af afkastet i perioden stammer fra bank- og forsikringssektoren, men også NKT, Genmab, Biomar, Rockwool og GPV har givet gode afkast i perioden, mens bl.a. Auriga og SAS har givet negative afkast.

Afdelingen har i løbet af halvåret draget fordel af en relativt høj eksponering mod lokalbanker, der oplevede store stigninger i starten af året. Det lykkedes afdelingen at nedbringe denne eksponering

på et tidspunkt, hvor aktierne stadig var højt prisfastsatte. Ligeledes er positionen i ALK-Abelló solgt, da prisfastsættelsen efterhånden oversteg selskabets fremtidsudsigter.

Nye selskaber i porteføljen omfatter bl.a. SAS, hvor det vurderes at selskabets omkostningsfokus og strategi med enkeltrejser vil medføre bedre belægning på flyene. Udviklingen i olieprisen samt søgningen efter en ny adm. direktør har dog presset aktiekursen i perioden.

### **Dexia Invest Europæiske Ejendomsaktier**

Afdelingens afkast blev på 13,1%, hvilket er højere end forventet primo 2006. Afkastudviklingen i afdelingen er imidlertid lavere end afdelingens benchmark, der gav et afkast på 14,5% i 1. halvår 2006. Foreningens ledelse finder afkastet acceptabelt.

Afdelingens formue steg fra 189 mio. kr. primo året til 256 mio. kr. ultimo juni, svarende til en stigning på 35%. Formuertilvæksten kan tilskrives såvel nytegningsaktivitet som det høje afkast.

Afdelingen investerer i aktier i udvalgte børsnoterede europæiske ejendomsselskaber, der primært indgår i aktieindekset GPR 250 Europe (20% UK).

Det første halvår af 2006 har været drevet af mange positive såvel som negative nyheder. Året startede således med, at de tyske børsnoterede selskaber steg med 24% i januar. Ny fokus på gamle nyheder om svindel i en række tyske ejendomsfonde fik dog en række investorer til at trække deres penge ud af disse fonde. Fondene kunne ikke honorere udbetalingerne og lukkede for indløsning i 3 måneder. Interessen for tyske ejendomsinvesteringer var på trods af dette stadig stigende, og derfor efterspurgt investorerne i stedet de børsnoterede ejendomsselskaber med kursstigninger i disse til følge.

I februar flyttede fokus over på de spanske selskaber. Det spanske selskab Sacresa startede en budkrig om selskabet Metrovacesa. Det første bud lå 25% over prisen på den daværende børskurs. I 2005 var de spanske selskaber blevet fordoblet i

## Ledelsesberetning

---

kurs. Derfor kom budet på Metrovacesa som en overraskelse for markedet.

I marts besluttede den engelske regering at lempe reglerne for den forventede skattestruktur for REIT-fonde (ejendomsfonde). Det betød, at flere ejendomsselskaber end forventet nu får mulighed for at anvende den gunstige REIT-struktur.

Før den generelle korrektion indtraf i maj måned var markedet for ejendomsaktier steget med 20%. På trods af disse kursstigninger var der stadigvæk stor appetit på ejendomsinvesteringer. Der var i april og maj en række nye børsnoteringer, som blev vel modtaget. Aktierne i ejendoms-selskaber gik imidlertid ikke fri, da stigende frygt for inflation og usikkerhed omkring yderligere rentestigninger sendte aktiemarkedet ned. På 10 dage faldt ejendomsaktierne med gennemsnitligt 12%, men genvandt dog siden 4% i den sidste del af halvåret.

### **Forventninger**

I andet halvår forventes yderligere stramninger i pengepolitikken. Renterne forventes på denne baggrund at stige yderligere i andet halvår. Foreningen forventer dog ikke, at den lange række af

rentestigninger, som er gennemført, vil kvæle væksten i den amerikanske økonomi. Væksten forventes at fortsætte, men med en roligere stigningstakt på omkring 2-3%.

Dansk økonomi er inde i en positiv udvikling, der forventes at fortsætte året ud. Den indenlandske efterspørgsel har været stærk, og arbejdsløsheden lavere end ventet. En eventuel afmatning i USA i andet halvår kan dog smitte af på Danmark. Stigende usikkerhed omkring centralbankernes rentepolitik kan herudover medføre korterevarende uro på aktiemarkedet. På denne baggrund forventes i afdeling Small Cap aktier et lavere afkast i andet halvår end opnået i årets første seks måneder.

Vedrørende ejendomsaktier ser foreningen nye muligheder fremadrettet. Med den stigende økonomiske aktivitet ser fx kontorejendomme nu mere attraktive ud. Tyske beboelsesejendomme forventes ligeledes at kunne levere relativt høje afkast som følge af genrejsningen af den tyske økonomi. Afkastet for afdeling Europæiske Ejendomsaktier forventes således at blive på 5-10% i andet halvår.

# Danske Small Cap aktier

## Resultatopgørelse og balance i t.kr.

	1. halvår 2006	1. halvår 2005
<b>Resultatopgørelse</b>		
Renter og udbytte	10.312	5.499
Kursgevinster og -tab	24.976	51.154
Administrationsomkostninger	-2.589	-2.394
Resultat før skat	32.699	54.259
Skat	0	-157
<b>Nettoreultat</b>	<b>32.699</b>	<b>54.102</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>		
Likvide midler	11.614	6.790
Kapitalandele	251.531	259.012
Andre aktiver	53	43
<b>Aktiver i alt</b>	<b>263.198</b>	<b>265.845</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue	261.953	262.969
Anden gæld	1.245	2.876
<b>Passiver i alt</b>	<b>263.198</b>	<b>265.845</b>

## Nøgletal

Cirkulerende andele (t.kr.)	68.968	87.450
Indre værdi pr. andel	379,82	300,71
Udlodning pr. andel	0	0
Afkast i %	14,01	27,62
Omkostningsprocent	0,96	1,04
Standardafvigelse	19,21	13,53
Sharpe ratio	1,34	0,86
<b>Benchmark</b>		
Afkast i %	11,34	27,91
Standardafvigelse	19,46	13,55
Sharpe ratio	1,44	1,06

## Afdelingens investeringsprofil

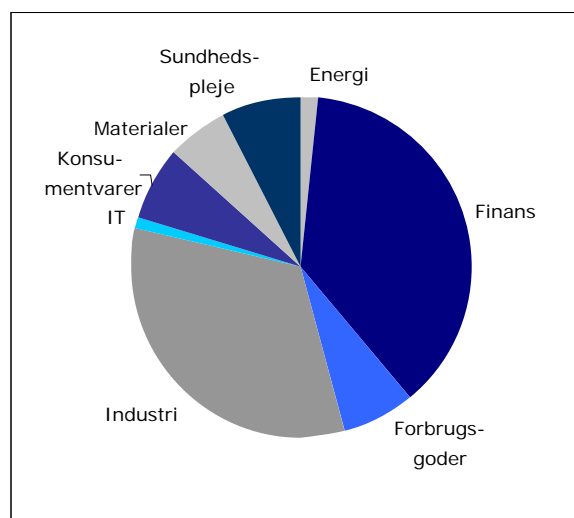
Afdelingen investerer primært i små og mellemstore selskaber, der ikke indgår i OMXC20-indekset. Afdelingen er egnet til langsigtet opsparing, herunder pensionsopsparing.

## Fem største beholdninger

NKT Holding	7,9%
Sydbank	7,5%
Bang & Olufsen B	6,9%
Codan	6,5%
Alm. Brand A/S	5,6%
<b>Total</b>	<b>34,4%</b>

Kapitalandele udgøres af 98,28% noterede værdipapirer og 1,72% unoterede værdipapirer. Hele beholdningsoversigten pr. 30. juni 2006 kan ses på [www.dexiainvest.dk](http://www.dexiainvest.dk)

## Branchefordeling





# Europæiske Ejendomsaktier

## Resultatopgørelse og balance i t.kr.

	1. halvår 2006	1. halvår 2005
<b>Resultatopgørelse</b>		
Renter og udbytte	4.635	5.073
Kursgevinster og -tab	20.421	19.638
Administrationsomkostninger	-1.900	-1.105
Resultat før skat	23.156	23.606
Skat	-372	-424
<b>Nettoresultat</b>	<b>22.784</b>	<b>23.182</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>		
Likvide midler	4.048	11.102
Kapitalandele	244.434	148.939
Andre aktiver	8.787	888
<b>Aktiver i alt</b>	<b>257.269</b>	<b>160.929</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue	256.166	156.157
Anden gæld	1.103	4.772
<b>Passiver i alt</b>	<b>257.269</b>	<b>160.929</b>

## Nøgletal

Cirkulerende andele (t.kr.)	150.216	101.100
Indre værdi pr. andel	170,53	154,46
Udlodning pr. andel	0	0
Afkast i %	13,05	19,82
Omkostningsprocent	0,79	0,82
Standardafvigelse	-	-
Sharpe ratio	-	-
<b>Benchmark</b>		
Afkast i %	14,50	19,91
Standardafvigelse	-	-
Sharpe ratio	-	-

## Afdelingens investeringsprofil

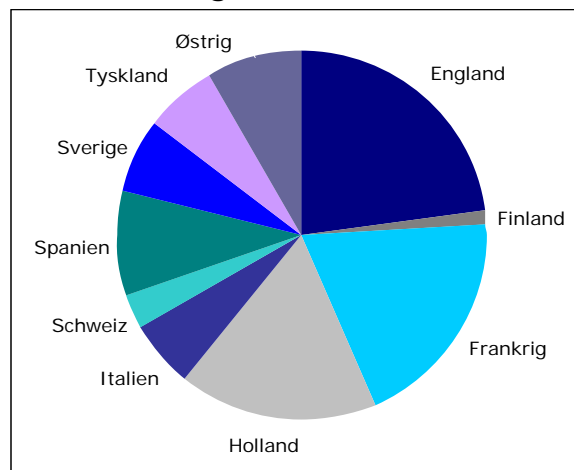
Afdelingen investerer primært i udvalgte børsnoterede europæiske ejendomsaktier, som er optaget i aktieindekset GPR 250 Europe (20% UK). Afdelingen er egnet til langsigtet opsparing, herunder pensionsopsparing.

## Fem største beholdninger

Unibail	8,7%
Land Securities Group Plc.	6,5%
Rodamco Europe NV	6,4%
British Land Co Plc.	5,9%
Klepierre	4,7%
<b>Total</b>	<b>32,2%</b>

Kapitalandele udgøres udelukkende af noterede værdipapirer. Hele beholdningsoversigten pr. 30. juni 2006 kan ses på [www.dexiainvest.dk](http://www.dexiainvest.dk)

## Landefordeling



### **Bemærkninger til anvendt regnskabspraksis**

Der er foretaget ændringer i anvendt regnskabspraksis i forhold til årsrapport for 2005. Ikke-refunderbar udbytte- og renteskat er specificeret i resultatopgørelsesposten "skat" i modsætning til tidligere, hvor regnskabsposten har været fratrukket i "renter og udbytte". Der er foretaget tilpasning af sammenligningstal for halvåret 2005 i overensstemmelse hermed. Ændring i anvendt regnskabspraksis har ikke betydning for medlemmernes formue. For samlet beskrivelse af anvendt regnskabspraksis henvises der til foreningens årsrapport for 2005.

### **Forklaring af nøgletal**

#### **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 halvåret med korrektion for evt. udlodning til medlemmerne i halvåret.

#### **Benchmarkafkast i procent**

Benchmarkafkastet beregnes som ændringen i kr. i det valgte markedsindeks for den pågældende afdeling i halvåret.

#### **Cirkulerende andele**

Den nominelle kapital af den pågældende afdelings udestående antal andele ultimo halvåret.

#### **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 simpelt gennemsnit af formuens værdi ved udgangen af hver måned i halvåret.

#### **Sharpe ratio**

Sharpe ratio er et udtryk for en afdelings afkast eller benchmarkafkastet 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.

#### **Standardafvigelse**

Standardafvigelsen er et udtryk for udsving i afdelingens afkast eller benchmarkafkastet, og er et statistisk risikomål. Nøgletallet er beregnet på basis af månedlige afkasttal. Standardafvigelse opgøres alene, hvis afdelingens levetid er minimum 36 måneder og højst for en 60 måneders periode.

**Dexia Invest**

**Investeringsforeningen  
Dexia Invest  
Otto Mønstedes Plads 9  
1780 København V  
Tlf. 33 75 92 00  
[www.dexiainvest.dk](http://www.dexiainvest.dk)**