



# **Specialforeningen BL&S Invest**

## **Halvårsrapport 2011**



# Indholdsfortegnelse

---

Foreningsoplysninger.....	2
Ledelsespåtegning.....	3
Ledelsesberetning.....	4
Danske Aktier.....	9
Globale Aktier.....	11
Foreningens noter.....	13
<i>Anvendt regnskabspraksis.....</i>	<i>13</i>
<i>Hoved- og nøgletaloversigt.....</i>	<i>14</i>

Nærværende halvårsrapport for 2011 for Specialforeningen BL&S Invest indeholder forventninger om fremtiden, som foreningens ledelse og rådgivere havde medio august 2011. 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 BL&S Invest blev stiftet den 7. november 2007. Medio 2011 omfattede foreningen 2 afdelinger: Danske Aktier og Globale Aktier.

Specialforeningen BL&S 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, Danmark

## **Revision**

Deloitte Statsautoriseret Revisionsaktieselskab

## **Porteføljerådgiver**

BLS Capital Fondsmæglerselskab A/S

# Ledelsespåtegning

---

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato aflagt og godkendt halvårsrapporten for 2011 for Specialforeningen BL&S 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 2011.

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 18. august 2011

## **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

## BL&S Invest – 1. halvår 2011

En stor del af første halvår 2011 har været karakteriseret ved et næsten dagligt, mediemæssigt bombardement med negative økonomiske nyheder om astronomiske, statslige gældsætninger, arbejdsløshed, svagt privatforbrug samt bekymringer for ejendomsmarkedene i blandt andet Kina, USA og Danmark.

Det kunne give grobund for et ensidigt sortsyn på fremtiden, men trods de åbenlyse makroøkonomiske udfordringer oplever verden fortsat vækst i Europa og USA samt ikke mindst i udviklingslandene.

Porteføljeselskaberne i BL&S Invests to afdelinger har skabt fortsat fremgang i såvel absolut indtjening som i deres indtjeningsevne gennem første halvår 2011, og foreningen har et fortsat positivt syn på de kommende års udvikling i porteføljeselskabernes indtjening, frie pengestrømme og uddeling af kapital til aktionærerne i form af udbytter samt tilbagekøb af aktier. Man kan kun filosofere over dommedagsstrategernes egne interesser og økonomiske motiver for at forudse et fald ud over afgrunden.

Aktiemarkedene i udviklingslandene leverede i 1. halvår svage aktieafkast globalt set, med et samlet tab for MSCI Emerging Markets på -6,66 pct., mens amerikanske, europæiske og japanske aktier leverede afkast på henholdsvis -2,03 pct., 0,91 pct. og -11,87 pct., målt i DKK inkl. nettoudbytter. Det danske aktiemarked, målt ved OMX Copenhagen Capped-indekset inkl. udbytter, faldt i 1. halvår med 6,64 pct., hvilket var lidt svagere end aktier globalt, målt ved MSCI AC World indekset, der tabte 3,09 pct. i halvåret.

I de negative aktiemarkeder både i Danmark og globalt, er det dog tilfredsstillende, at begge foreningens afdelinger opnåede positive afkast på henholdsvis 2,01 pct. for afdeling Danske Aktier og 3,37 pct. for afdeling Globale Aktier efter omkostninger.

Siden etableringen 26. februar 2008 har afdeling Danske Aktier opnået et afkast inkl. geninvesterede udbytter på 24,90 pct. efter omkostninger. Afdelingen har intet benchmark, men til sammenligning er OMX Copenhagen Capped indekset i samme periode i alt faldet med 11,59 pct.

Afdeling Globale Aktier har givet et afkast efter omkostninger på 39,62 pct. siden etableringen 30. september 2008. Denne afdeling styres ikke efter noget benchmark, men til sammenligning er MSCI verdensin-

dekset<sup>1</sup> steget med 15,19 pct. i afdelingens levetid. Afdelingen har endnu ikke eksisteret i tre år.

Foreningens fokus på stabile og forudsigeligt voksende og markedsledende selskaber har sammen med en fortsat bred fremgang i både omsætning, rentabilitet og frie pengestrømme hos porteføljeselskaberne skabt fundamentet for foreningens afkastudvikling.

Trods den svagere kursudvikling på aktiemarkedene i udviklingslandene gennem første halvår er vækstmulighederne her fortsat større end i de modne markeder i Europa, USA og Japan. Afdelingernes eksponeringer mod udviklingslandene sker overvejende indirekte gennem selskaber med væsentligt salg på disse markeder som eksempelvis FLSmidt, ØK og Carlsberg i afdeling Danske Aktier samt L'Oréal, Danone og LVHM i afdeling Globale Aktier. Efter foreningens opfattelse er risikoen ved den indirekte eksponering mod vækstmarkederne lavere, da langt fra alle selskaber, der har hjemsted i udviklingslandene lever op til de højeste standarder for god ledelses- og regnskabsførelse. Af afdeling Globale Aktiers direkte investeringer på disse markeder har Carlsberg Malaysia bidraget positivt i halvåret med en stigning på 23 pct. i malaysiske ringgit eller 15 pct. i DKK, mens Hongkong baserede Sa Sa International, der primært afsætter produkter til kunder fra udviklingslande og i særdeleshed fra Kina, faldt i Hongkong-dollar 3 pct., mens sydkoreanske Daegu Bank faldt 2 pct. målt i koreanske won, for begge selskaber svarende til -5 pct. i DKK.

De sydeuropæiske, offentlige budget- og finansieringsudfordringer kom ikke overraskende igen på de finansielle markeders agenda, især i andet kvartal. PIIGS-landenes (Portugal, Irland, Italien, Grækenland, Spanien) manglende muligheder for at føre en selvstændig pengepolitik for valutakurs og renteniveau er stærkt begrænsende for landenes muligheder for at løse de aktuelle, makroøkonomiske udfordringer og fastholder afhængigheden af tysk/fransk politisk velvilje.

Der er fundamentale forskelle på de europæiske landes budget- og gældsudfordringer i forhold til situationen i USA, der har en selvstændig pengepolitik til styrkelse af konkurrenceevne og økonomisk stimulans, en statsgæld finansieret i egen valuta, som USA selv kan trykke og styre, samt væsentlige beskatningsmæssige muligheder. Diskussioner omkring det amerikanske gælds-

---

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

loft i sommeren 2011 forekommer eksempelvis politisk motiveret snarere end af væsentlig, makroøkonomisk betydning.

Fortsatte budgetmæssige stramninger i de sydeuropæiske lande sammenholdt med en høj arbejdsløshed har utvivlsomt en afdæmpende effekt på forbrugsadfærden i landene. BL&S Invest ejer ingen aktier i PIIGS landene, og afdelingernes porteføljeselskaber er alene i begrænset omfang indirekte eksponeret mod Sydeuropa.

Atomkraftkatastrofen i Japan har ikke i væsentligt omfang påvirket foreningens investeringer, da BL&S Invest ikke aktuelt ejer aktier i Japan. Men selskaber som eksempelvis Novo Nordisk har dog en betydelig omsætning på det japanske marked. Forsyningssektoren – som BL&S Invest ikke har investeret i – er globalt blevet ramt kursmæssigt efter atomkatastrofen, der har medført en stigende folkelig og politisk modstand mod atomkraft i specielt Tyskland.

BL&S Invests selektive og fokuserede aktieudvælgelse, baseret på aktive tilvalg af et begrænset antal porteføljeselskaber, betyder, at alene selskaber med vedvarende konkurrencemæssige fordele og værdiskabelse udvælges til porteføljerne. Foreningen vurderer, at afdelingernes langsigtede afkast maksimeres gennem en nøje selektiv udvælgelse af virksomheder, ligesom den absolutte risiko efter foreningens opfattelse bedst beskyttes gennem investeringer i forudsigelige og stabile pengestrømsgenererende selskaber.

En illustration af porteføljeselskabernes langsigtede tilpasnings- og overlevelsessevne under ændrede rammebetingelser kan eksempelvis ske ved at undersøge det gennemsnitlige stiftelsesår for porteføljeselskaberne. Selskaberne i afdeling Danske Aktier har gennemsnitlig 100 års virke bag sig, mens virksomhederne i afdeling Globale Aktier i gennemsnit er stiftet i 1901. Det yngste selskab i afdeling Globale Aktier er kosmetikkæden Sa Sa International, der blev stiftet i 1978 og i øvrigt fortsat har det stiftende ægtepar i ledelsen, mens det yngste selskab i afdeling Danske Aktier er it-virksomheden SimCorp, der blev grundlagt i 1971.

Foreningens risikovurdering viser, at velafprøvede, værdiskabende forretningsmodeller skaber mere forudsigelige afkast end at forsøge at gætte, hvem morgendagens vindere er. Af samme grund har eksempelvis biotekselskaber aldrig indgået i foreningens porteføljer.

Porteføljesammensætningen har en væsentlig tyngde mod forbrugsselskaber, som foreningen vurderer, er

velledet, voksende og værdiskabende, som Carlsberg, Nestlé, L'Oréal, McDonald's, Walmart, LVMH og den Hongkong-baserede kosmetikkæde Sa Sa International.

De markedsledende mærkevarereselskaber demonstrerede under det seneste råvareboom i 2007/08, at selskaberne gennem prisstigninger og effektivitetsforbedringer kunne kompensere for de hastigt stigende råvarepriser og således fastholde en vækst i driftsindtjeningen. De stigende råvarepriser gennem 2010 og i begyndelsen af 2011 skabte bekymringer i aktiemarkedet for indtjeningsudviklingen i råvareforbrugende forbrugsselskaber, hvilket udløste – efter foreningens vurdering – ubegrundede kursfald i en række forbrugsaktier.

Kursfaldene blev udnyttet til at tilkøbe den franskbase- rede fødevarer virksomhed Danone og øge beholdningerne selektivt i andre forbrugsselskaber. Danone er globalt markedsledende inden for en række mejeriprodukter som yoghurt og er velpositioneret i forhold til fødevarer kategorier med vækst, og salget i udviklingslande udgør 45 pct., eller 50 pct. hvis USA, hvor Danone oplever høj vækst, inkluderes. Danone klassificerer selv USA som et udviklingsmarked for yoghurt set i lyset af USA's lave, men voksende forbrug per person.

Afdelingerne er ikke i væsentligt omfang direkte eksponeret mod dansk forbrug, hvor den danske forbruger fortsat har en tilbageholdende forbrugsvillighed.

## **Kontinuerlig salgsvækst og erobringer af markedsandele**

Salgsvækst skaber bedre muligheder for at fastholde og/eller forbedre indtjeningsevnen i alle selskaber, da der årligt er et løbende opadgående pres i omkostningsbasen bl.a. i form af lønstigninger.

Det er således glædeligt, at over 3/4 af selskaberne i både afdeling Danske Aktier og afdeling Globale Aktier erobrede markedsandele i 2010. En udvikling, som foreningen forventer, vil kunne fortsætte i de kommende år. I denne forbindelse kan Carlsberg fremhæves, da bryggeriet eksplicit i forventningerne til 2011 formulerede, at dets forventninger er at øge markedsandelen på markeder, der samlet udgør to-tredjedele af omsætningen.

Kontinuerlige markedsandelserobringer er ligeledes en integreret del af Nestlés succesfulde forretningsmodel, hvor adm. direktør Paul Bulcke i foråret gentog, at vækst ikke alene var et spørgsmål om eksponering til udviklingslande, men at mulighederne for erobring af

markedsandele i modne markeder som Europa og USA er uanede.

Markedsmæssig medvind skaber selvsagt lettere vilkår for omsætningsvækst og rentabilitetsforbedringer. Under et nyligt møde med den succesfulde, schweiziske speditør Kühne & Nagel fremhævede finansdirektøren vigtigheden af deres vedvarende omsætningsvækst for udnyttelse af den operationelle gearing, hvor selskabet forventer at kunne omsætte en 10 pct. salgsvækst til en 15 pct. vækst i driftsresultatet.

Kühne & Nagel er den største speditørindkøber af containerkapacitet globalt med en markedsandel på under 2 pct. i et marked, som langsigtet ventes at vokse med 5-6 pct. årligt. Kühne & Nagel fremhævede, at speditørernes andel af den samlede, globale containervolumen alene udgør 35 pct. mod rederiernes 65 pct., med en kontinuerligt stigende speditørandel. Det er foreningens vurdering, at danske DSV står over for tilsvarende vækst og operationelle gearingsmuligheder.

Den ledende detailkæde for salg af kosmetik og parfume i Hongkong, Sa Sa International, oplever for tiden en voldsom strukturel, markedsdrevet salgsvækst på over 20 pct. p.a., da forbrugere fra det kinesiske hovedland i tiltagende grad rejser til Hongkong for at købe kosmetik uden luksusafgifter og moms samt opnå et bredere udvalg af de kendte parfume- og kosmetikmærkevarer. I de første måneder af Sa Sas nye regnskabsår, der begyndte 1. april, har kæden oplevet en salgsvækst på over 40 pct. og tilsvarende imponerende vækst på hele 29 pct. i salgsudviklingen i eksisterende butikker. Til sammenligning opnår succesfulde Hennes & Mauritz normalt 1-3 pct. salgsvækst i eksisterende butikker.

Den markedsmæssige modvind, som eksempelvis telekommunikationsselskaber står overfor, med et vedvarende pres på salgspriser og et kontinuerligt behov for tilpasning af omkostningsbasen blot for at fastholde det eksisterende indtjeningsniveau, er .bl.a. baggrunden for, at telekommunikationsselskaber ikke indgår i BL&S Invests afdelinger. Det er alt andet lige betydeligt lettere at skabe fremgang med strukturel, markedsmæssig medvind end i evigt udfordrende Sisufos-sektorer. Derfor er det foreningens opfattelse, at det er en fordel at fokusere på den enkelte industri- og selskabsattraktion frem for at skulle sammensætte en portefølje, som i store træk afspejler aktiemarkedets og dermed et benchmarks sammensætning.

## **Robust og bredt funderet indtjeningsfremgang samt attraktive aktionæruddelninger**

Indtjeningsfremgangen i porteføljeselskaberne i 2010 var over 30 pct. i afdeling Danske Aktier og over 20 pct. i afdeling Globale Aktier. I 2011 forventer foreningen, at langt hovedparten af porteføljeselskaberne vil præstere en fortsat indtjeningsfremgang.

Porteføljeselskaberne har styrket balancerne efter den finansielle og bankmæssige krise i 2009. UIE, Novo Nordisk, FLSmidth, SimCorp, Kühne & Nagel, Sa Sa International og den amerikanske apotekerkæde Walgreens har alle betydelige nettolikvide beholdninger, og porteføljeselskabernes gæld er generelt lav i forhold til forudsigeligheden i deres pengestrømme og indtjeningsniveauer.

Samlede aktionæruddelninger gennem udbytter og aktietilbagekøb på omkring 5 pct. af porteføljerne markedsværdi vurderes af foreningen som særdeles attraktivt og udgør en fornuftig, langsigtet beskyttelse af aktionærværdierne. For 2011 forventes fortsat en udlodning på omkring 5 pct. af markedsværdierne gennem værdiskabende og aktionærvenlige kapitaldistributioner.

Foreningens fokus på udvælgelse af selskaber med inflationssikrede og stærkt pengegenererende forretningsmodeller betyder, at de frie pengestrømme og aktionæruddelninger forventes at stige over tid trods det allerede høje udlodningsniveau. Set i lyset af de stærke balancer kombineret med en forventet, fortsat indtjeningsvækst forventes mere end 3/4 af porteføljeselskaberne at ville forøge udbyttebetalingerne for 2011.

I afdelingerne indgår en række selskaber, som har en lang historik for årligt at øge deres udbytte. Dette gælder eksempelvis for Johnson & Johnson og Walgreens i afdeling Globale Aktier, der har øget deres udbytte i henholdsvis 58 år og 35 år i træk.

En række selskaber forventes tilmed at tilbagekøbe over 5 pct. af selskabernes udestående aktier, således at de langsigtede aktionærers andel af selskabernes fremtidige overskud og pengestrømme forøges. Eksempelvis har amerikanske Autozone, der i år er blevet tilkøbt afdeling Globale Aktier, tilbagekøbt 75 pct. af selskabets udestående aktier siden 1998, og tilsvarende har Topdanmark, der har indgået i afdeling Danske Aktier i hele dens levetid, tilbagekøbt 62 pct. af selskabets udestående aktier ligeledes siden 1998.

Selskabet UIE, der indgår i begge afdelinger, har skabt væsentlig værdi for dets langsigtede aktionærer gen-

# Ledelsesberetning

---

nem påbegyndelse af et aktietilbagekøb. Denne værdiskabelse skal særligt ses i lyset af den store holding discount, UIE handles med i forhold til markedsværdien af det - efter foreningens vurdering - i forvejen undervurderede, malaysiske plantageselskab, United Plantations, som UIE ejer 46 pct. af, og som UIE tilmed langsomt forøger ejerandelen i.

UIE har siden aflæggelsen af dets 3. kvartalsregnskab i november 2010 opkøbt knap 4 pct. af dets udestående aktier. Udnyttelse af den imponerende likviditetsgenerering og det betydelige likviditetsberedskab i United Plantations giver langsigtede muligheder for yderligere aktietilbagekøb til glæde for selskabets langsigtede aktionærer, uden at selskabets stærke og konservative, finansielle position svækkes væsentligt.

## **Fortsatte udfordringer i banksektoren**

Den internationale banksektor står fortsat over for væsentlige udfordringer omkring styrkede egenkapitalgrundlag, likviditetsberedskab, refinansiering og latente, yderligere nedskrivningsbehov, ligesom sektorens fremtidige regulering af kapitalgrundlag og likviditetsberedskab endnu ikke er færdige i hverken USA eller Europa.

Efter foreningens vurdering står den amerikanske banksektor i en væsentlig bedre situation end den europæiske, da den amerikanske banksektor dels under finanskrisen gennem kapitaludvidelser styrkede egenkapitalgrundlagene og dels har akkumuleret betydelig indtjening og likviditet de seneste par år. I Europa er det foreningens vurdering, at sektorens kapitalgrundlag er væsentligt svagere, samt at PIIGS-landenes gældsudfordringer ikke i tilstrækkelig grad er reflekteret i de europæiske bankers regnskabsaflæggelse.

I Danmark var kursudviklingen i banksektoren svag i første halvår, som det også har været tilfældet for den europæiske banksektor. Ud over hele den europæiske banksektors udfordringer i forhold til bl.a. egenkapitalen, kan den svage kursudvikling i den danske banksektor dog i høj grad henføres til lokale, danske forhold. Det er ikke foreningens vurdering, at rekonstruktionen af PIIGS-landenes gældsbyrde direkte afleder væsentlige tab i den danske banksektor, som det utvivlsomt er tilfældet i franske og tyske banker - ud over naturligvis PIIGS-landenes egne banksektorer.

Den danske banksektor står over for væsentlige refinansieringsudfordringer for en række pengeinstitutter med ubalancer mellem ind- og udlån, når de statsgaranterede obligationsudstedelser udløber i 2013. De

samlede, statsgaranterede udstedelser udgør knap 200 mia. DKK.

Refinansieringsudfordringen er ikke blevet mindre af udlandets tiltagende skepsis og risikovurdering, efter at ikke alene aktionærerne, men også långiverne i Amagerbanken og Fjordbank Mors har lidt tab i forbindelse med pengeinstitutternes overdragelse til Finansiell Stabilitet. Amagerbankens og Fjordbank Mors overdragelse til Finansiell Stabilitet - samt ikke mindst de danske politikeres enegang med hensyn til kreditordelegation ved rekonstruktioner af nødlidende banker - har utvivlsomt bidraget til den negative kursudvikling for sektoren.

Danske Bank valgte i forbindelse med aflæggelsen af årsregnskabet at offentliggøre en forestående 20 mia. DKK egenkapitaludvidelse til styrkelse af kernekapitalgrundlaget samt til anvendelse til tilbagebetaling af koncernens 26 mia. DKK store, statslige hybridlån.

Endelig har kreditvurderingsbureauet Moody's bekymringer for det danske ejendomsmarked og Moody's kreditmæssige nedjusteringer af en række realkredit- og pengeinstitutter reduceret adgangen til udenlandsk lånoptagelse, og ikke mindst øget de renter, som udstedende pengeinstitutter i fremtiden skal betale for hybrid- og pengemarkedsudstedelser.

Den velkapitaliserede og særdeles omkostningseffektive Ringkjøbing Landbobank har siden andet halvår 2010 indgået som eneste bank i afdeling Danske Aktier. Topdanmark, der har indgået i afdeling Danske Aktier siden etableringen, er afdelingens andet finansielle selskab. Topdanmark har i første halvår leveret den største kursstigning i afdelingen med en stigning på 30 pct.

Moody's indgår i afdeling Globale Aktier. Udskældte Moody's har i halvåret givet afdeling Globale Aktiers højeste afkast med 46 pct. i US-dollars, svarende til 34 pct. i DKK, mens den amerikanske investeringsbank Goldman Sachs har givet det svageste afkast i afdelingen med et tab på 20 pct. i US dollars eller -32 pct. i DKK.

Foreningen vurderer, at prisfastsættelsen af Goldman Sachs til aktuelt under indre værdi - trods selskabets væsentligt styrkede egenkapital og likviditetsberedskab - er særdeles attraktiv, og beholdningen er derfor blevet øget gennem halvåret.

## 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 BL&S Invest i lov om investeringsforeninger m.v. Overholdelse heraf overvåges løbende af foreningens ledelse.

## Øvrige forhold

Ved regnskaberne for de enkelte afdelinger 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 balanceposter.

## 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

Efter halvåret har aktiemarkedene udviklet sig negativt som følge af usikkerhed om den globale økonomi-

ske udvikling. Denne markedsudvikling har påvirket afkastet i foreningens afdelinger negativt siden udgangen af første halvår.

Der er derudover ikke indtrådt særlige begivenheder efter halvårets udløb, der kan påvirke vurderingen af halvårsregnskaberne.

## Forventninger til andet halvår

Der forestår ubestridt væsentlige, fremtidige makroøkonomiske udfordringer i specielt den vestlige verden, men det er foreningens klare forventning, at den globale samfundsøkonomiske vækst vil fortsætte, og at udviklingslandene utvivlsomt vil opnå en stadig større del af den samlede velstand. Trods de fremtidige udfordringer vurderer foreningen, at afdelingernes porteføljeselskaber er stærkt eksponeret mod fortsat langsigtet vækst i driftsresultatet, frie pengestrømme og i udlodningerne til aktionærerne. Ligeledes er selskaberne generelt kendetegnet ved at besidde en væsentlig pricing power over for kunderne gennem stærke mærkevarer, svært substituerbare produkter og/eller gennem opretholdelse af en høj innovationskraft. De fremtidige makroøkonomiske udfordringer ændrer ikke ved foreningens langsigtede investeringsstrategi med fokus på selskaber eksponeret mod vækst.

Frie pengestrømme i forhold til markedsværdien i niveauet 5-7 pct. efter vækst i anlægsinvesteringer for en række stabile selskaber er efter foreningens vurdering attraktivt, særligt taget selskabernes høje stabilitet, inflationsbeskyttelse og underliggende vækstudsigter i mente.

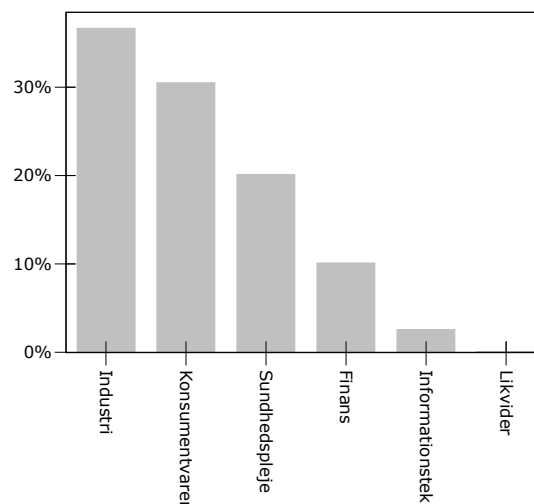
Set i lyset af de historisk lave renteniveauer forekommer inflationsbeskyttede aktieinvesteringer med stigende udbyttebetalinger og aktietilbagekøb, der giver et direkte afkast på niveau med renteniveauerne, som et fornuftigt alternativ til fastforrentede fordringer.

## Investeringsområde

Afdelingen Danske Aktier 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.

Specifikation af værdipapirbeholdningen kan findes på hjemmesiden [bls-invest.dk](http://bls-invest.dk). Beholdningsoversigter kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.

## Sektorfordeling



## Nøgletal i 1.000 kr.

Periodens afkast i procent  
Indre værdi pr. andel<sup>\*\*)</sup>  
A conto udlodning pr. andel (i kr.)  
Omkostningsprocent<sup>\*)</sup>  
Sharpe ratio  
Periodens nettoresultat  
Medlemmernes formue ultimo  
Andele ultimo (i 1.000 stk.)  
ÅOP<sup>\*)</sup>

	1. halvår 2011	2010	1. halvår 2010
Periodens afkast i procent	2,01	34,60	8,58
Indre værdi pr. andel <sup>**)</sup>	1.213,80	1.198,28	966,63
A conto udlodning pr. andel (i kr.)	0,00	10,00	0,00
Omkostningsprocent <sup>*)</sup>	0,71	3,34	0,46
Sharpe ratio	0,19	-	-
Periodens nettoresultat	9.084	98.144	23.405
Medlemmernes formue ultimo	415.747	398.459	304.285
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	343	332	315
ÅOP <sup>*)</sup>	-	4,04	-

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

\*\*\*) Afdelingen har den 9. september 2009 ændret stykstørrelse fra 50.000 kr. til 1.000 kr. Der er foretaget tilpasning af sammenligningstal.

# Danske Aktier

---

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>	<b>1. halvår 2011</b>	<b>1. halvår 2010</b>
Renter og udbytter	7.806	6.353
Kursgevinster og -tab	4.410	18.666
Administrationsomkostninger	-3.026	-1.397
Resultat før skat	9.190	23.622
Skat	-106	-217
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>9.084</b>	<b>23.405</b>

<b>Balance i 1.000 kr.</b>	<b>30. juni 2011</b>	<b>31. dec. 2010</b>
<b>Aktiver</b>		
Likvide midler	567	10
Kapitalandele	416.967	395.692
Andre aktiver	5.699	3.675
<b>Aktiver i alt</b>	<b>423.233</b>	<b>399.377</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue	415.747	398.459
Anden gæld	7.486	918
<b>Passiver i alt</b>	<b>423.233</b>	<b>399.377</b>
<b>Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,8	98,9
Øvrige finansielle instrumenter	3,2	1,2
<b>Finansielle instrumenter i procent</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

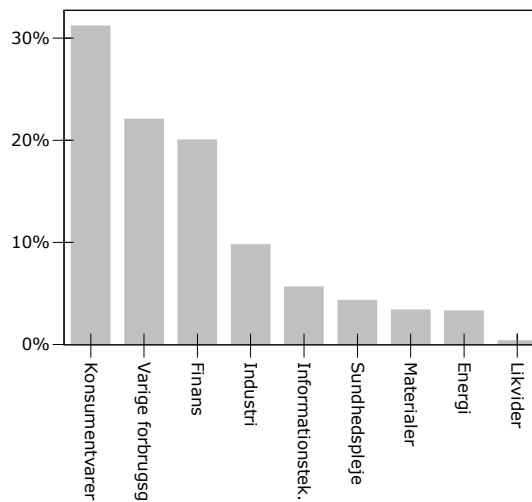
# Globale Aktier

## Investeringsområde

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

Specifikation af værdipapirbeholdningen kan findes på hjemmesiden [bls-invest.dk](http://bls-invest.dk). Beholdningsoversigter kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.

## Sektorfordeling



## Nøgletal i 1.000 kr.

Periodens afkast i procent  
Indre værdi pr. andel<sup>\*)</sup>  
A conto udlodning pr. andel (i kr.)  
Omkostningsprocent<sup>\*)</sup>  
Sharpe ratio  
Periodens nettoresultat  
Medlemmernes formue ultimo  
Andele ultimo (i 1.000 stk.)  
ÅOP<sup>\*)</sup>

1. halvår 2011	2010	1. halvår 2010
3,37	22,59	3,45
1.345,09	1.349,97	1.139,25
0,00	50,00	0,00
0,75	3,19	0,77
-	-	-
9.632	40.146	4.910
308.208	258.954	180.483
230	191	158
-	3,77	-

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

\*\*) Afdelingen har den 9. september 2009 ændret stykstørrelse fra 50.000 kr. til 1.000 kr. Der er foretaget tilpasning af sammenligningstal.

## Globale Aktier

---

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>	<b>1. halvår 2011</b>	<b>1. halvår 2010</b>
Renter og udbytter	5.149	3.060
Kursgevinster og -tab	7.416	3.476
Administrationsomkostninger	-2.307	-1.340
Resultat før skat	10.258	5.196
Skat	-626	-286
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>9.632</b>	<b>4.910</b>

<b>Balance i 1.000 kr.</b>	<b>30. juni 2011</b>	<b>31. dec. 2010</b>
<b>Aktiver</b>		
Likvide midler	441	2.990
Kapitalandele	308.516	256.034
Andre aktiver	10.436	370
<b>Aktiver i alt</b>	<b>319.393</b>	<b>259.394</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue	308.208	258.954
Anden gæld	11.185	440
<b>Passiver i alt</b>	<b>319.393</b>	<b>259.394</b>
<b>Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	93,3	98,5
Øvrige finansielle instrumenter	6,7	1,5
<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 2010. Årsrapporten 2010 indeholder den fulde beskrivelse af anvendt regnskabspraksis.

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 retningslinier fra InvesteringsForeningsRådet.

Der er ingen ændringer i beregningsprincipper i forhold til årsrapporten 2010.

### Afkast i procent

Afkast i procent angiver det samlede afkast i den pågældende afdeling i året. Afkastet opgøres som ændring i indre værdi fra primo til ultimo året 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 året.

### Omkostningsprocent

Omkostningsprocenten beregnes som afdelingens administrationsomkostninger for året divideret med gennemsnitsformuen, hvor gennemsnitsformuen opgøres som et simpelt gennemsnit af formuens værdi ved udgangen af hver måned i året.

### 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 gennemsnitlige investeringshorisont.

# Foreningens noter

	1. halvår 2011	2010	1. halvår 2010
<b>Hoved- og nøgletaloversigt</b>			
<b>Årets afkast i procent</b>			
Danske Aktier	2,01	34,60	8,58
Globale Aktier	3,37	22,59	3,45
<b>Indre værdi pr. andel</b>			
Danske Aktier	1.213,80	1.198,28	966,63
Globale Aktier	1.345,09	1.349,97	1.139,25
<b>A conto udlodning pr. andel (i kr.)</b>			
Danske Aktier	0,00	10,00	0,00
Globale Aktier	0,00	50,00	0,00
<b>Omkostningsprocent</b>			
Danske Aktier *)	0,71	3,34	0,46
Globale Aktier *)	0,75	3,19	0,77
<b>Sharpe ratio</b>			
Danske Aktier	0,19	-	-
Globale Aktier	-	-	-
<b>Periodens nettoresultat (i 1.000 kr.)</b>			
Danske Aktier	9.084	98.144	23.405
Globale Aktier	9.632	40.146	4.910
<b>Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)</b>			
Danske Aktier	415.747	398.459	304.285
Globale Aktier	308.208	258.954	180.483
<b>Andele ultimo (i 1.000 stk.)</b>			
Danske Aktier	343	332	315
Globale Aktier	230	191	158
<b>ÅOP</b>			
Danske Aktier *)	-	4,04	-
Globale Aktier *)	-	3,77	-

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

