

Meddelelse nr. 45/2006

Københavns Fondsbørs  
Udstederrelationer  
Nicolai Plads 6,  
1107 København K

# Sparinvest

## Halvårsrapport 2006

### Halvåret i overskrifter

#### Tilfredsstillende resultat

Foreningerne i Sparinvest opnåede på trods af uroen på aktiemarkederne og de faldende obligationskurser et tilfredsstillende samlet overskud på 360,6 mio. kr. for første halvår af 2006.

#### Størst formuevækst i Danmark

Den samlede formue i alle afdelingerne i Sparinvest er i løbet af årets første seks måneder steget fra 28.871 mio. kr. ved udgangen af 2005 til 36.009 mio. kr. Det svarer til en vækst på knap 25 %. Som følge af den store tilgang af nye midler var Sparinvest den danske investeringsforening, der i første halvår havde den største tilvækst i formuen på i alt 7,1 mia. kr. - et pænt stykke foran de nærmeste konkurrenter.

#### Fortsat stor interesse for Sparinvest

I samme periode er der kommet mere end 20.000 nye navnenoterede medlemmer til foreningen, som nu har en medlemsskare på mere end 90.000 - svarende til over 10 % af alle danskere, der opsparer i investeringsforeninger.

#### Stadig i toppen

Sparinvest er igen i 2006 placeret i toppen på både danske og udenlandske ranglister. Blandt andet vandt investeringsforeningen for femte år i træk prisen som Danmarks bedste investeringsforening og som den bedste investeringsforening inden for aktier, da Økonomisk Ugebrev kårede de danske investeringsforeninger på baggrund af en Sharpe-analyse, hvor afkastet sættes i forhold til risikoen.

#### Fortsat Danmarks største aktieafdeling

Mange danskere har fået øjnene op for fordelene ved at placere deres opsparinger i Sparinvest Value Aktier. Derfor er formuen i afdelingen i dette halvår vokset med mere end 4 mia. kr. Med en samlet formue på over 16 mia. kr. er afdelingen derved fortsat Danmarks markant største aktieafdeling - mere end tre gange større end de største aktieafdelinger fra Danmarks allerstørste investeringsforeninger.

## Halvårets resultat

Sparinvest har i første halvår 2006 opnået et overskud på 360,6 mio. kr. efter kursavancer, kurstab og omkostninger mv. i forhold til et samlet overskud på 1.526 mio. kr. i første halvår 2005. Resultatet for dette halvår er tilfredsstillende set i forhold til den generelle udvikling på et til tider turbulent finansmarked, der har været mærket af rentestigninger fra flere centralbanker.

Det er især den amerikanske centralbanks fortsatte rentestigninger, der har lagt pres på de finansielle markeder. Efter de markante stigninger på aktiemarkederne i 2005 har nervøsiteten for en opbremsning i den økonomiske vækst resulteret i faldende aktiekurser i starten af 2006. Obligationsmarkederne har også været påvirket af centralbankernes handlinger og har reageret med negative afkast på de fleste markeder i første halvår.

	Resultat	Formue
	1. halvår 2006	1. halvår 2006
<b>Obligationsafdelinger</b>		
Bolig	-5.470	275.267
Danske Obligationer	-92.245	4.699.158
Indeksobligationer	-3.080	457.845
Korte Obligationer	-18.832	5.066.043
Lange Obligationer	-121.095	3.440.223
Nye Obligationsmarkeder	-29.402	1.329.323
<b>Aktieafdelinger</b>		
Europæiske Finansielle Aktier	241.212	2.012.493
EURO STOXX 50	5.922	174.898
Fjernøsten Aktier	-3.395	215.426
OMX C20 Aktier	-14.734	303.652
S&P 500	-17.652	355.885
Value Aktier	390.088	16.810.761
Cumulus Value	27.632	624.200
<b>Total</b>	<b>360.579</b>	<b>36.009.135</b>

## Afkast for halvåret

### Aktier

Aktiemarkedet har ikke kunnet fastholde den stærke start på 2006 i årets andet kvartal. Men til trods for nervøsiteten i markedet og dramatiske kursfald i flere toneangivende indeks har Sparinvests aktieinvestorer kun oplevet begrænsede tilbagefald.

Sparinvest Europæiske Finansielle Aktier (tidligere Sparinvest Danske Provinsbanker) har på trods af uroen og kursfald fortsat leveret et imponerende afkast på knap 15 % for første halvår. Også selvom Sparinvests mest konservative aktieafdelinger Value Aktier og Cumulus Value ikke har kunnet undvige de massive kursfald i maj, har de to afdelinger leveret positive afkast på omkring 4 % for første halvår.

De største europæiske virksomheder har vist sig at været væsentlig mere modstandsdygtige end både de amerikanske og japanske. Derfor blev tabet for investorerne i Sparinvest EURO STOXX 50 ikke helt så stort som det globale gennemsnit. For første halvår var afkastet i afdelingen stadig på 3,85 % efter det stærke første kvartal, som gav 7,1 %.

Det var dog ikke alle Sparinvests afdelinger, der formåede at klare sig så fint igennem uroen. Sparinvest Fjernøsten Aktier tabte lidt over 5 % i andet kvartal, hvilket næsten opvejes af gevinsten på 4 % i 1. kvartal. Det gik lidt værre ud over nogle af verdens største virksomheder i det amerikanske S&P 500 indeks. Vores investorer i denne afdeling, der havde tjent knap 2 % i 1. kvartal, oplevede et fald på 6,4 %.

Nedenfor ses udviklingen i aktieafdelingernes afkast i første halvår af 2006 i forhold til de sidste fire år.

Afkast - aktieafdelinger					
	1. halvår 2006	1. halvår 2005	1. halvår 2004	1. halvår 2003	1. halvår 2002
Europæiske Finansielle Aktier*	14,75 %	21,7 %	7,4 %	32,2 %	8,9 %
EURO STOXX 50	3,85 %	9,6 %	3,6 %	2,6 %	-16,6 %
Fjernøsten Aktier	-1,2 %	17,1 %	2,9 %	3,7 %	-11,1 %
OMX C20 Aktier**	-4,32 %	21,2 %	10,8 %	9,2 %	-7,8 %
S&P 500	-4,43 %	10,7 %	6,5 %	0,9 %	-23,3 %
Value Aktier	4,29 %	16,1 %	16,8 %	9,2 %	4,0 %
Cumulus Value***	4,72 %	11,5 %	4,0 %	4,5 %	2,9 %

\* Afdelingen har skiftet navn fra Danske Provinsbanker

\*\* Afdelingen har skiftet navn fra KFX Aktier

\*\*\* Afdelingen har skiftet navn fra Cumulus. Afkastene for 2002 til og med 2004 er efter 28 % skat i afdelingen.

Ud fra markedsforholdene er afkastene for halvåret tilfredsstillende. Hovedparten af de aktiebaserede afdelinger (med undtagelse af EURO STOXX 50 og Fjernøsten Aktier) har generelt klaret sig bedre end deres respektive sammenligningsgrundlag (benchmark). Det skyldes en gennemtænkt og stabil investeringsstrategi.

### **Investeringsstrategi for aktieafdelinger**

Vores kompetencer inden for value- og markedskonform investering danner grundlaget for investeringsstrategien i de aktiebaserede afdelinger.

#### **Value-investering**

I Sparinvest Value Aktier og Sparinvest Cumulus Value investeres der udelukkende i børsnoterede virksomheder, hvis markedsværdi ligger 40 - 50 % lavere end deres forretningsmæssige værdi. En virksomheds forretningsmæssige værdi fastsættes ud fra, hvor meget man vil kunne få for virksomheden ved et frasalg eller en fusion med en konkurrent, mens markedsværdien svarer til prisen, man kan købe selskabets aktier til på børsen. Forskellen mellem den forretningsmæssige værdi og markedsværdien defineres som investeringens sikkerhedsmargin og er med til at sikre investeringen mod permanent tab af kapital - også selvom kortsigtede kursfald kan og vil forekomme. Investeringerne sælges, når markedskursen nærmer sig den forretningsmæssige værdi, og beløbet reinvesteres i andre selskaber, som igen købes med en stor discount i forhold til den forretningsmæssige værdi. Denne investeringsstrategi tager hverken udgangspunkt i sektorer eller lande men lægger vægt på at minimere risikoen for permanent tab af kapital samtidig med, at den optimerer muligheden for at opnå et tilfredsstillende afkast.

#### **Markedskonform investering**

Sparinvests markedskonforme afdelinger - S&P 500, EUROSTOXX 50, Fjernøsten Aktier og OMX C20 Aktier - sigter mod at følge udviklingen i et givet indeks med en på forhånd defineret tracking-error (udsving i forhold til afdelingens benchmark).

### **Obligationer**

Udviklingen på aktiemarkedet har også sat sit tydelige præg på obligationskurserne i årets første halvår. På det ene side har de større kurstab på aktier betydet, at investorer i perioder har flyttet midler fra aktier til obligationer. Markedspsykologien har derfor til tider holdt hånden under obligationskurserne. Men samtidig har både den amerikanske og den europæiske centralbank forsat de løbende rentestigninger. Det har resulteret i, at den generelle bekymring om inflation er blevet af en mere permanent karakter. Det afspejler sig også i, at obligationer med lang løbetid har været hårdere ramt end korte obligationer, hvilket også gælder for Sparinvests obligationsafdelinger.

I første halvår af 2006 har afdelingerne Korte Obligationer og Indeksobligationer klaret sig bedst igennem rentestigninger og oplevet de laveste kursfald. De to afdelinger har således haft afkast på henholdsvis 0,13 % og -0,40 %. I lighed med aktieafdelingerne har de fleste af Sparinvests obligationsafdelinger dog leveret afkast, der er bedre end deres respektive benchmark, før omkostningerne indregnes.

Nedenfor ses udviklingen i obligationsafdelingernes afkast i det første halvår af 2006 i forhold til de sidste fire år.

Afkast - obligationsafdelinger					
	1. halvår 2006	1. halvår 2005	1. halvår 2004	1. halvår 2003	1. halvår 2002
Bolig	-1,99 %	4,4 %	1,7 %	3,4 %	2,5 %
Danske Obligationer	-2,02 %	3,7 %	1,7 %	3,5 %	2,6 %
Indeksobligationer	-0,13 %	3,8 %	2,9 %	5,5 %	2,0 %
Korte Obligationer	-0,40 %	2,4 %	1,8 %	2,8 %	2,7 %
Lange Obligationer	-3,61 %	5,2 %	1,6 %	4,7 %	2,4 %
Nye Obligationsmarkeder	-2,21 %	4,6 %	-0,8 %	8,8 %	2,1 %

### Investeringsstrategi for obligationsafdelinger

Investeringskonceptet for de obligationsbaserede afdelinger er baseret på, at al tilgængelig information allerede er indarbejdet i priserne på danske obligationer. Vores målsætning er derfor at optimere porteføljerne, så vi skaber stabile afkast uanset markedsudviklingen.

Indledningsvist udpeger vi tre udstedertyper: statsobligationer, inkonverterbare obligationer og real-kreditobligationer, hvor den sidstnævnte efterfølgende opdeles i lavkuponer, parkuponer og højkuponer. Sparinvest ønsker at være repræsenteret i alle tre segmenter. Det skyldes, at det på obligationsområdet har vist sig, at den overordnede allokering bestemmer niveauet for det langsigtede afkast.

## Langsigtede stabile afkast

I Sparinvest fokuserer vi på at sikre vores investorer et fornuftigt langsigtet afkast i forhold til den individuelle risiko, de ønsker at tage. Vi ser altid investeringer i et langsigtet perspektiv og har samtidig en klar målsætning om, at alle vores produkter skal være placeret i den bedste tredjedel af markedet. For kun ved at levere produkter af høj kvalitet, sikrer vi fremtiden for vores investorer - og for os selv.

Sparinvests afdelinger lever fortsat generelt op til vores målsætning om at ligge i den bedste tredjedel af markedet på 3 til 5 års sigt.

Nedenfor ses hvad en investering på 100 kr. i Sparinvests afdelinger er blevet til over de sidste ti år. Hvis man eksempelvis investerede 100 kr. i Sparinvest Europæiske Finansielle Aktier for fem år siden, ville man i dag have 436, 74 kr.

	Akkumuleret værdi						
	1 md.	år til dato	1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
<b>Realisationsbeskattede afdelinger</b>							
Sparinvest Bolig	100,87	98,86	99,01	111,09	127,63		
Sparinvest Cumulus Value	99,45	104,15					
Sparinvest Danske Obligationer	100,81	98,77	98,81	110,25	127,15	140,29	179,00
Sparinvest EURO STOXX 50	101,31	105,21	112,37	152,30	98,40		
Sparinvest Europæiske Finansielle Aktier	101,66	116,66	123,10	265,39	436,74	608,08	848,01
Sparinvest Fjernøsten aktier	100,81	99,61	110,18	168,62	146,76	154,10	152,98
Sparinvest Indeksobligationer	99,87	99,74	103,86	116,89	138,46	144,07	167,33
Sparinvest Korte obligationer	100,52	100,12	100,47	108,32	122,38	133,37	161,99
Sparinvest Lange obligationer	101,15	97,49	97,44	112,07	131,57	145,17	
Sparinvest Nye Obligationsmarkeder	102,71	100,44	104,28	118,86	146,48		
Sparinvest OMX C20 Aktier	99,58	95,27	106,35	178,41	125,54	163,49	155,93
Sparinvest S&P 500	100,97	96,49	100,89	116,50	73,68	77,76	153,53
Sparinvest Value Aktier	99,44	103,70	114,54	188,30	184,38	247,87	408,37

Kilde: [www.ifr.dk](http://www.ifr.dk)

## Priser og omtale i første halvår af 2006

Sparinvest har i den første del af 2006 modtaget flere både danske og internationale priser og kåringer på baggrund af vores stabile performance.

### I top 5 hos Morningstar

Efter at være blevet kåret som Danmarks bedste investeringsforening tre år i træk indledte Sparinvest 2006 med at blive placeret på en femteplads i Morningstars rating af danske investeringsforeninger. Igennem de fire år, hvor Morningstar har ratet danske investeringsforeninger, har Sparinvest dermed konsekvent ligget i toppen blandt landets bedste.

### Sparinvest topper i årets Sharpe-kåringer

Da Økonomisk Ugebrev i 2006 vurderede danske investeringsforeninger i den årlige Sharpe-kåring, vandt Sparinvest for femte år i træk i de to kategorier: "Bedste investeringsforening 2005" og "Årets bedste forening på aktier".

Økonomisk Ugebrev kårer årligt danske investeringsforeninger i ni forskellige kategorier på baggrund af en såkaldt Sharpe-analyse, hvor afkastet ses i forhold til risikoen. Ud fra målingerne i de første fem måneder af 2006 tegner det ydermere til, at Sparinvest fortsætter på førstepladserne i det kommende år. Det gælder både i de to kategorier, Sparinvest har vundet i 2005, men også i kategorierne "Årets bedste afdeling i Investeringsforeningsrådets (IFR) kategori globale aktier" og "Årets højeste afkast på

aktier.

Men det er ikke kun inden for Danmarks grænser, at Sparinvest placerer sig blandt de førende i feltet.

### **International anerkendelse**

I Holland modtog Value Aktiers udenlandske søsterafdeling Sparinvest Global Value to priser, da de anerkendte nationale Lipper Awards blev uddelt i marts. Afdelingen blev både kåret som den bedste globale aktieafdeling i Holland og som den bedste investeringsafdeling over tre år.

Samtidig rykkede Sparinvests aktiechef Jens Moestrup Rasmussen ind i Europas Top 20, da han avancerede til en 16. plads i en engelsk opgørelse over Europas 100 bedste porteføljeforvaltere. Han er i øvrigt den eneste dansker på listen, som er udarbejdet af det uafhængige engelske bladhus Citywire, der har opgjort europæiske porteføljeforvalteres individuelle performance over tre år.

Jens Moestrup Rasmussen og hans value team modtog endvidere i januar 2006 den første AAA-rating fra Citywire i Tyskland for forvaltningen af Sparinvest Global Value. Det er den højeste udmærkelse, som Citywire tildeler.

### **Sparinvest Value Aktier - Danmarks største aktieafdeling**

Sparinvests value-koncept har fortsat tiltrukket nye midler i de første halvår af 2006. Siden udgangen af 2005 er Sparinvest Value Aktier vokset med 4,4 mia. kr. og er derved stadig Danmarks absolut største aktiebaserede afdeling med en samlet formue på over 16 mia. kr. Dermed er afdelingen mere end tre gange større end de største aktieafdelinger fra andre danske investeringsforeninger.

## **Danske Priser**

### ***Sharpe awards***

Bedste investeringsforening: Nr. 1 i 2001, 2002, 2003, 2004 og 2005

Bedste obligationshus: Nr. 1 i 2000, 2002, 2003 og 2004, Nr. 2 i 2005

Bedste forening på aktier: Nr. 1 i 2001, 2002, 2003, 2004 og 2005

Bedste på globale aktier: Nr. 1 i 2001, 2002, 2003 og 2004

Højeste afkast på aktier: Nr. 1. 2002

### ***Morningstar***

Bedst ratede investeringsforening: Nr. 1 i 2002, 2003 og 2004, Nr. 5 i 2005

### ***Jyllandsposten og Dansk Aktieanalyse:***

Bedste aktieafdeling: Nr. 1 i 2005, Nr. 2 i 2004

## **Udenlandske priser - Global Value**

**2005 National Lipper Awards** - bedste globale aktieafdeling og bedste afdeling over tre år i Holland.

**Standard & Poors** - bedste globale aktieafdeling i Europa blandt 517 konkurrenter.

**Scope Analysis OEF og FONDS-katalog** - bedste globale aktieafdeling i Tyskland blandt 259 konkurrenter.

## Fortsat stor vækst i formue og markedsandel

Den store interesse for Sparinvests produkter har fortsat med samme styrke i 2006.

**Formuevækst på over 7 mia. kr.**

Sparinvest har også i den første halvdel af 2006 fortsat den imponerende udvikling, som i 2005 gav en stigning i den samlede formue på 75 %. Den samlede formue i alle afdelingerne i Sparinvest er steget fra 28.871 mio. kr. ved udgangen af 2005 til 36.009 mio. kr. i slutningen af juni 2006, svarende til en vækst på knap 25 %. Den fortsatte vækst skyldes flere investeringer fra vores nuværende investorer og en støt stigning i antallet af nye medlemmer.

**20.000 nye medlemmer**

Siden udgangen af 2005 er antallet af navnenoterede medlemmer i Sparinvest steget fra knap 70.000 til mere end 90.000. Det svarer til en stigning på knap 30 % gennem de seneste seks måneder. Ifølge opgørelser fra InvesteringsForeningsRådet er der i Danmark omkring 900.000, der placerer deres opsparing i investeringsforeninger. Derved udgør medlemmerne i Sparinvest over 10 % af samtlige danskere, der investerer i investeringsforeninger.

Formuevæksten skyldes også nye og større investeringer fra institutionelle investorer, hvor bl.a. Lægernes Pensionskasse og PFA Pension har placeret et større samlet milliardbeløb i Sparinvest Value Aktier.

På grund af den store tilgang af investeringer fra både private og institutionelle investorer var Sparinvest den investeringsforening, der i årets seks første måneder har oplevet den største tilvækst i formuen ifølge opgørelser fra InvesteringsForeningsRådet. I denne periode har Sparinvest haft en formuevækst på mere end 7,1 mia. kr., hvilket er 2 mia. kr. mere end den nærmeste konkurrent.

Efter en gradvis stigning gennem årets fem første måneder rundede Sparinvest dermed i maj en markedsandel på 6 %. Sparinvest har således øget sin danske markedsandel fra 5,18 % ved udgangen af 2005 til 6,18 % i juni 2006. Det bevirker, at Sparinvest fortsat er Danmarks 6. største investeringsforening. Dog haler vi hastigt ind på de nærmeste konkurrenter, der har markedsandele på henholdsvis 6,48 % og 7,66 %.

## Nye tiltag i afdelingerne i første halvår 2006

Den 23. marts 2006 blev der afholdt ordinær generalforsamling i investeringsforeningerne i Sparinvest. Her blev de forslag, der var fremsat om fusion mellem to afdelinger og vedtægtsændringer i to andre afdelinger, vedtaget. Da ændringerne kræver, at mere end halvdelen af kapitalen er til stede, blev forslagene først endeligt vedtaget på to ekstraordinære generalforsamlinger den 2. maj. Ændringerne, der er beskrevet nedenfor, trådte officielt i kraft i juni, hvor de blev godkendt af Finanstilsynet.

**Pantebreve fusioneret med Korte obligationer**

Finanstilsynet har således godkendt fusionen mellem Sparinvest Pantebreve og Sparinvest Korte Oblig-

gationer - med den sidstnævnte som den fortsættende afdeling. I lyset af at markedet for pantebreve er ved at svinde ind på grund af en stigende efterspørgsel på andre og nye låneformer, har Sparinvest valgt at fusionere afdelingen med Korte Obligationer, der investeringsmæssigt ligner pantebreve.

#### **Navne- og vedtægtsændringer i to afdelinger**

Finanstilsynet har også godkendt en ændring af vedtægterne, sådan at afdelingen Sparinvest Danske Provinsbanker ændrer navn til Sparinvest Europæiske Finansielle Aktier samtidigt med, at afdelingens investeringsunivers er blevet præciseret. Endeligt har Tilsynet godkendt, at Sparinvest Cumulus ændrer navn til Sparinvest Cumulus Value.

#### **Investeringsbeviser handles fortsat på Fondsbørsen**

På den ordinære generalforsamling i marts fik vi bemyndigelse til at afnotere vores børsnoterede afdelinger fra Fondsbørsen. Denne bemyndigelse har vi ikke benyttet. I stedet er det lykkedes Investeringsforeningsrådet at indgå en ny aftale med Fondsbørsen på mere gunstige vilkår end tidligere. Som følge af den nye aftale vil Sparinvests investeringsbeviser derfor også i fremtiden handles via Fondsbørsen, hvilket vi mener, vil give vores investorer et bedre overblik over de forskellige afdelinger på markedet.

## **Fokus på omkostninger**

I maj 2006 udgav konkurrencestyrelsen en rapport, der satte fokus på konkurrencedygtigheden blandt danske investeringsforeninger. I rapporten fremgår det, at de danske investeringsforeninger er særdeles konkurrencedygtige i forhold til udlandet. Dog fremhæver rapporten også, at der generelt mangler gennemsigtighed omkring omkostningerne på det danske marked.

#### **Behov for en mere nuanceret omkostningsdebat**

I dag sammenligner man typisk de forskellige afdelinger på baggrund af deres samlede omkostningsprocent. Men der er nogle omkostninger i forbindelse med investeringer, der slet ikke indregnes i den samlede omkostningsprocent. Det gælder for eksempel de løbende handelsomkostninger, der ikke er af en ubetydelig størrelse. Derfor giver den samlede omkostningsprocent ikke et klart billede for investorerne. Vi mener, at vi kan få en langt mere nuanceret og interessant omkostningsdebat, hvis vi går væk fra at have et ensidigt fokus på høje og lave omkostninger og i stedet ser på omkostningerne i forhold til, hvilken type produkt der købes, og om der i den forbindelse er gennemsigtighed i, hvad det koster for investoren. Vi er tilhængere af, at der indføres en samlet omkostningsprocent, der klart og overskueligt viser, hvad man som investor betaler for, så man bedre kan sammenligne de forskellige produkter.

## **Markedsudviklingen i første halvår 2006**

#### **Kreditboblen dominerer fortsat verdensøkonomien**

Den amerikanske økonomi - og dermed også det meste af den vestlige verdens økonomier - er fortsat fanget i en af vor tids største kreditbobler. Private amerikanere og finansielle institutioner har ganske enkelt optaget massive lån siden 4. kvartal af 2001. De private har gjort det med henblik på at bruge

de store friværdier, der er opsparet i fast ejendom til et uhørt stort forbrug, mens finansielle institutioner har taget lån for at forøge deres indtægter gennem gearede investeringer. Med disse mekanismer på spil er det ikke overraskende, at den amerikanske økonomi er vokset kraftigt i perioden. Og denne tendens er fortsat i løbet af første halvår 2006.

### **Stigende gældsætning er tidens risikable trend**

Lande som England, Australien, Norge, Frankrig, Japan og andre asiatiske økonomier har kopieret USA og oplever derfor en tilsvarende stigende gældssætning. Men dette er ikke sket uden risiko, og svaghestegnene er dukket op i løbet af 2006.

Et eksempel er den stigende gældsætning i Japan, som ikke længere kun eksisterer inden for erhvervslivet, men nu også har bredt sig til den private opsparing, der er på vej ned. Dette er igen et tegn på en øget nedsparring, som har medført, at den japanske centralbank for nylig fraveg den meget lempelige rentepolitik og hævede renterne.

Signalerne fra den japanske centralbank har vidtrækkende konsekvenser for verdens økonomiske markeder. Den finansielle sektor i Japan er med ét blevet tilbageholden overfor yderligere investeringer i både indenlandske og udenlandske statsobligationer. Obligationerne har ellers i lang tid været en god forretning på grund af de billige finansieringsmuligheder, der har været på det japanske marked. Disse har igen været med til at finansiere en stor del af opsvinget i den vestlige verden - og det er klart, at fraværet af en så stor aktør nu har påvirket markedet.

### **Risiko for øget inflation**

Samtidigt tyder det på, at amerikanske distributører har indkøbt varige forbrugsgoder fra Østen til lager, hvilket forstærker situationen. Det er sket sideløbende med, at der også er stigende efterspørgsel fra andre dele af verden. Konsekvenserne er, at kinesiske og andre asiatiske producenter har kunnet hæve priserne oven på den øgede efterspørgsel. Det forbedrer selvfølgelig situationen i disse økonomier, men øger samtidig inflationen i vesten. Situationen ligner således det, vi oplevede i både 2004 og 2005 midt på året, hvilket vækker bekymring.

### **Det økonomiske dilemma**

De fleste analytikere havde forventet, at fremgangen i den amerikanske økonomi ville have toppet i løbet af 2005. Men de sidste ni måneder har været præget af fortsat høje vækstrater. Første halvår af 2006 har været karakteriseret af et stadigt højt privatforbrug i den amerikanske økonomi - på trods af stigende korte renter og stilstand i lønstigningerne. De amerikanske forbrugere har finansieret det høje privatforbrug ved at tage yderligere lån i deres boliger - og ved at trække på allerede opsparede midler. Og det vel og mærke sket i en periode, hvor huspriserne ikke længere stiger. Der har altså været tale om en reel øget gældsætning hos de amerikanske forbrugere.

### **Renteparadokset**

På trods af at den forhenværende amerikanske centralbankchef Allan Greenspan igennem en periode på to et halvt år gentagende gange har hævet de officielle korte rentesatser i USA, har de lange renter paradoksalt nok holdt sig på et forholdsvist stabilt niveau. Det skyldes, at de store kommercielle investeringsbanker har udnyttet renteforskellen og skabt efterspørgsel efter obligationer med lang løbetid ved at låne penge i det korte marked og placere dem til højere renter i det lange marked. Det har været med til at holde de lange renter nede og har samtidig skabt mulighed for den øgede gældsæt-

ning - og vækst - i økonomierne i 2006.

Det er opfattelsen, at dette "rente-paradoks" er forårsaget af de store kommercielle investeringsbanker, som har udnyttet renteforskellen til deres egen og deres kunders fordel. Selvom deres transaktioner ved første øjekast synes at være uvæsentlige for den almene investor, har de har været med til at finansiere næsten halvdelen af alle obligationsudstedelser i den vestlige verden i 2005. Og det har holdt de lange renter forholdsvis stabile. Derved har effekterne af de officielle renteforhøjelser ikke ramt forbrugerne i så høj grad som forventet, og opsvinget har kunnet fortsætte.

### **Rentespekulationens tid er forbi**

Imidlertid er billedet ændret i løbet af 2006. De korte renter i USA er hævet 17 gange siden sommeren 2004 og har nu nået et niveau, hvor mulighederne for at spekulere i renteforskellen er fjernet. Det skaber bekymring for fremtiden. Tilsvarende er udsigterne til stigende renter i Japan og Europa med til at dæmpe de spekulative handler fra investeringsbankerne i disse lande. Det skønnes, at renteutviklingen på den måde har fjernet over 2 billioner USD fra markedet. Resultatet er, at markederne er gået fra at have rigelig med likviditet - som understøtter aktiemarkederne - til at mangle likviditet, hvilket har en tendens til at presse de finansielle markeder yderligere.

I Japan er der eksempelvis kun private investorer, pensionskasser og investeringsforeninger til at købe de nyudstedte statsobligationer, da de kommercielle investeringsbanker ikke længere er så aktive i markedet. Disse investorer har en tendens til at kræve et højere afkast på deres investeringer samtidig med, at de typisk skal sælge aktier for at købe obligationer. Det kan medføre pressede aktiemarkeder, hvilket også har været tilfældet i Japan. Udviklingen er den samme i USA og Europa. Derfor befinder den globale økonomi sig i en situation, hvor de finansielle markeder - på trods af god økonomisk vækst - har været under pres de sidste par måneder.

### **Forventninger til resten af 2006**

Der er dog udsigt til, at tilstanden kan udvikle sig i en positiv retning i den resterende del af 2006. Sommerperioden er normalt en tid med mindre udstedelser af statsobligationer og andre obligationer, hvilket vil afhjælpe situationen. Men i 4. kvartal kan tendensen vende tilbage, og markederne vil komme under pres igen. De europæiske markeder vil formodentlig kunne håndtere udviklingen bedst, fordi den underliggende vækst i økonomierne her er mest solid. Derimod er udsigterne for de eksotiske markeder mere pressede.

I den sidste ende vil de svagere finansielle markeder - og de renteforhøjelser, der er foretaget - også ramme den underliggende økonomi. Det vil primært ske, fordi det lånefinansierede privatforbrug i USA vil aftage. 2007 kan blive året, hvor væksten aftager, men det vil samtidig betyde, at frygten for inflation vil falde. Når det sker, vil der igen være plads til, at de korte renter kan sænkes. Mulighederne for at spekulere i forskellen mellem den korte og lange rente vil genopstå, og markederne vil igen blive tilført likviditet, som kan skabe grundlag for et økonomisk og finansielt opsving.

## Aktiemarkederne i første halvår

### Pæn start på året

Som følge af vækstudviklingen startede 2006 flot med pæne kursstigninger på tværs af de toneangivende aktiemarkeder. Midt i januar fik især japanske investorer dog et lille chok efter en voldsom markedsreaktion på endnu en regnskabsskandale. Internetselskabet Livedoor kom i vanskeligheder, da det Japanske børstilsyn fik mistanke om brud på regnskabsreglerne. Markedet var dog hurtigt tilbage på sporet med en stigning på 3,3 % for måneden og 5,9 % for kvartalet.

Målt ved MSCI World indekset i danske kroner steg det globale aktiemarkedsindeks 3,9 % i første kvartal - fordelt på 1,6 % i januar; 1,9 % i februar og 0,4 % i marts. Endnu bedre gik det for small cap indekset med et repræsentativt udsnit af mindre virksomheder, som steg hele 8,9 % målt i danske kroner.

### Fald i toneangivende aktieindeks

I april fortsatte de gode takter fra første kvartal. Det var stort set kun danske aktier, som ikke præsterede et positivt afkast. Men da den amerikanske centralbank Federal Reserve hævede renten endnu engang med 0,25 % ved sit møde den 10. maj, satte det en stopper for stigningerne. Faktisk faldt verdensindekset hele 6,3 % frem til månedens udgang. Endnu værre gik det for Emerging Markets-investorer, som i maj tabte mere end 12 % af deres investering. I juni faldt der igen ro over markedet, og verdensmarkedsindekset fik et lille, men dog positivt afkast på halvåret.

Den stærke start på 2006 kunne således ikke fastholdes i andet kvartal. Den gennemsnitlige globale aktieinvestor gik fra at have tjent knap 4 % ved udgangen af marts til at have tabt 2,2 % ved udgangen af første halvår af 2006, når der måles ved MSCI World indekset. Virksomhederne i både USA, Japan og Europa afleverede ellers generelt pæne regnskaber for første kvartal. Men det var ikke nok til at dæmpe frykten for stigende renter, da der blev rapporteret om overraskende høj amerikansk inflation i første halvdel af maj. Flere toneangivende aktiemarkeder faldt efterfølgende så meget, at mange markedsanalytikere har talt om, at de lavere niveauer er af en mere permanent karakter.

### Virksomhedshandler og opkøb

Den heftige aktivitet med virksomhedshandler og afnoteringer fortsatte i første halvår af 2006. Meget store selskaber modtog købstilbud, som det var tilfældet for det franske stålfirma Arcelor, hvis aktionærer blev tilbudt 140 mia. kroner for deres aktier af den større konkurrent Mittal. På det danske marked blegnede tilbudet på aktierne i danske TDC ved siden af amerikanske AT&T's bud på hele 615 mia. kroner for BellSouth Corporation i begyndelsen af marts. Men det var ikke kun i teleindustrien, at både kapitalfonde og industrielle købere greb dybt i lommerne. Også den engelske lufthavnsdistributør BAA var eftertragtet, og australske Macquarie, som for nyligt købte aktiemajoriteten i Københavns Lufthavne, var også involveret i denne handel. Tilsvarende var medicinalbranchen og den finansielle sektor centrum for større virksomhedshandler.

### Forventninger til 2006

Ved udgangen af halvåret tyder det på, at rentestigningerne er ved at være forbi, og det giver umiddelbart luft til aktiemarkederne igen.

### **Fasthold investeringsstrategien**

Aktier er og bliver en langsigtet opsparingsform. Det er derfor netop i situationer som denne, at man skal holde fast i sin strategi. Hvis man har hele sin opsparing placeret i aktier, så vil et halvår som dette alt andet lige give anledning til bekymring. Men når man investerer langsigtet, må man i perioder på 5-10 år flere gange opleve uro og dramatik, som vi har set i perioder af første halvår 2006.

Hos Sparinvest er det 'business as usual'. Vi forbliver disciplinerede og ændrer ikke investeringsstrategien, når eksempelvis japanske aktier oplever de største kursfald i fem år. Situationen er snarere den omvendte. Vi har i dag fået adgang til endnu flere gode investeringsmuligheder, end vi havde i marts, hvor aktiemarkederne var steget uafbrudt i mere end tre år.

## **Det danske obligationsmarked i første halvår**

### **Markante rentestigninger og kursfald**

Første kvartal af 2006 bød på ganske betragtelige rentestigninger. For statsobligationer med en løbetid over et år var stigningen mellem 0,4 % og 0,6 %, og trenden fra sensommeren 2005 fortsatte således med rentestigninger og kursfald på obligationerne.

At kurserne på obligationer er faldet skyldes hovedsageligt, at de respektive nationalbanker har hævet de korte styringsrenter og samtidigt udmeldt, at deres intentioner er at fortsætte i samme retning. Deres argument har været, at den stigende vækst i samfundsøkonomierne kombineret med stigende råvarepriser øger inflationen. Centralbankerne bruger altså styringsrenterne til at regulere den økonomiske udvikling, og disse renter er samtidig retningsangivende for de korte obligationsrenter.

De lange renter har derimod i langt højere grad været påvirket af de globale kursfald på aktiemarkederne i maj måned. Kursfaldene ramte dog ikke kun aktiemarkederne men også råvarer og obligationer udstedt af Emerging Markets-lande. I turbulente perioder på de finansielle markeder søger mange investorer mod det sikre, der dog stadig giver et vist afkast, hvilket først og fremmest vil sige lange statsobligationer fra de vestlige lande. Denne trend har været med til at holde hånden under bl.a. de lange obligationer.

### **Udfordringer fortsætter**

Obligationinvestorerens udfordringer er fortsat ind i 2. kvartal. Den amerikanske centralbank FED og i mindre grad den europæiske centralbank ECB har i løbet af kvartalet klart udmeldt, at renteændringerne vil fortsætte i opadgående retning i et forsøg på at tæmme den fortsatte vækst. Derfor har markederne reageret med højere renter.

### **Udsigt til 70'er fænomenet 'stagflation'**

De vedvarende amerikanske rentestigninger har udløst bekymring blandt økonomer, der frygter en overreaktion, hvor den økonomiske vækst bliver slået ned af stigende renteudgifter. Stigende renter slår kun langsomt igennem i økonomien, men udviklingen i forbrugerprisindeks indikerer, at udgifter til husleje og andre renteafhængige poster er steget. Det betyder at rentestigningerne i sig selv har skabt inflation, selvom formålet netop skulle være at bekæmpe inflation. Flere økonomer har derfor talt om en tilbagevenden af et 70'er fænomen - stagflation - nemlig høj inflation kombineret med lav økono-

misk vækst. I en sådan situation er rentevåbnet uden virkning for centralbankerne. Og der er ikke tvivl om, at den amerikanske centralbankchef Ben Bernanke vil gøre alt for at undgå dette.

Et historisk tilbageblik forklarer den nuværende situation på obligationsmarkedet. I løbet af de seneste 50 år er den sidste rentestigning i en rentestigningscyklus i gennemsnit blevet afløst af en rentenedsættelse efter tre måneder. I 2000 gik der dog hele otte måneder fra sidste rentestigning til, at styringsrenten blev nedsat igen. Når vi har set den sidste amerikanske rentestigning (i den igangværende cyklus), er der således formodentligt ikke langt til, at vi igen begynder at se rentefald. Det forklarer obligationsmarkedets fokus på, hvorvidt den amerikanske centralbank har hævet renten for sidste gang.

### **Forventninger til 2006**

Alles øjne har i løbet af andet kvartal derfor været rettet imod udmeldinger og nøgletal, der kan indikere, om renteniveauet har nået toppen. Denne situation vil fortsætte ind i 3. kvartal, hvilket betyder, at der vil blive en del usikkerhed og nervøsitet på obligationsmarkedet i forbindelse med offentliggørelse af vigtige nøgletal som forbrugerpristal og arbejdsløshedstal.

Samtidig er der en tendens til, at mange investorer søger mod mere sikre investeringer i turbulente perioder - og det vil først og fremmest sige lange statsobligationer fra de vestlige lande. Denne trend har til tider holdt hånden under de lange obligationsrenter. Men som man kan se ud fra kvartalets renteændringer, har obligationer med lang løbetid været hårdere ramt end obligationer med kort løbetid. Derfor er appetitten og efterspørgslen på lange obligationer blandt institutionelle investorer aftaget ved udgangen af 2. kvartal i forhold til sommeren 2005, hvor de lange renter nåede et foreløbigt lavpunkt.

Dog er opsparingslysten og placeringsbehovet fortsat stor ved indgangen til 3. kvartal, hvor kursfaldene på mere eksotiske aktivklasser er med til at fastholde en vis interesse for lange obligationer.

## **Væsentlige aftaler**

### **Aftale om depotbankfunktionen**

Foreningerne har indgået en aftale med Danske Andelskassers Bank A/S om, at denne som depotbank opbevarer værdipapirer og likvide midler for hver af foreningernes afdelinger i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt Finanstilsynets bestemmelser og påtager sig heri fastlagte kontrolopgaver og forpligtelser.

### **Aftaler om markedsføring og formidling**

Foreningerne har indgået aftale med en kreds af pengeinstitutter i Danmark om, at pengeinstitutterne til enhver tid med udgangspunkt i kundernes behov formidler salg af investeringsbeviser i foreningernes afdelinger samt opbevarer investeringsbeviserne, når ejerne ønsker det. Pengeinstitutterne fastlægger selv sine markedsføringstiltag med henblik på at fremme salg af foreningernes investeringsbeviser.

Foreningerne har indgået aftale med Danske Andelskassers Bank A/S om, at banken i forbindelse med nyttegning af andele forestår emissionsaktiviteterne.

Foreningen har endvidere indgået aftale om markedsføring af foreningens andele med Sparinvest Holding A/S. Ifølge aftalen varetager Sparinvest Holding A/S visse markedsføringsopgaver; herunder annoncering, brochurer og designopgaver. Sparinvest Holding A/S varetager endvidere opgaver af uddannelsesmæssig karakter. I forhold til markedsføring medvirker Sparinvest Holding A/S i denne forbindelse til fremme af salg og profilering af foreningen, som primært sker via samarbejde med pengeinstitutter, der har indgået aftale med ID-Sparinvest A/S om formidling af investeringsbeviser.

#### **Aftale om investeringsrådgivning**

Foreningernes investeringsforvaltningsselskab ID-Sparinvest A/S har indgået aftaler med henholdsvis Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S og Sparinvest S.A.. Aftalerne indebærer, at Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S yder rådgivning til ID-Sparinvest A/S om transaktioner, som Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S anser som fordelagtige som led i porteføljestyningen i foreningerne i Sparinvest. Der skal tilstræbes et optimalt afkast med samtidig hensyntagen til fornøden risikospredning. Rådgivningen skal ske i overensstemmelse med de retningslinier, som foreningernes bestyrelse har fastlagt i individuelle investeringsrammer for de enkelte afdelinger. De enkelte forslag til investeringer skal forelægges ID-Sparinvest A/S, der tager stilling til, om de skal føres ud i livet.

#### **Aftale om prisstillelse i markedet**

ID-Sparinvest A/S har med Danske Andelskassers Bank A/S indgået aftale om, at banken i bl.a. København Fondsbørs' handelssystemer løbende - med forbehold for særlige situationer - stiller priser i afdelingernes investeringsbeviser med det formål at fremme likviditeten ved handel med beviserne. Prisstillelsen skal ske med såvel købs- som salgspriser og på baggrund af aktuelle emissions- og indløsningspriser.

#### **Aftale om aktiebog**

Foreningerne har indgået aftale med ID-Sparinvest A/S om, at investeringsforvaltningsselskabet på vegne af foreningerne fører den såkaldte aktiebog, hvori navnenotering af afdelingernes andel foretages. Aftalen indebærer foruden den løbende registrering af noteringsforhold og ændringer i disse, at administrationselskabet forestår udstedelse af adgangskort og stemmesedler til foreningernes generalforsamlinger og de hertil knyttede aktiviteter.

#### **Aftale om administration**

Foreningerne har indgået aftale med ID-Sparinvest A/S om, at selskabet udfører foreningernes administrative og investeringsmæssige opgaver i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger og specialforeninger, foreningernes vedtægter, anvisninger fra foreningernes bestyrelser, herunder investeringsrammer for de enkelte afdelinger, og aftale om investeringsrådgivning indgået med henholdsvis Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S og Sparinvest S.A. som investeringsrådgivere.

## Anvendt regnskabspraksis

Halvårsrapporten for Investeringsforeningen Sparinvest, Specialforeningen Sparinvest, Investeringsforeningen Sparinvest Globale Vækstmarkeder og Investeringsforeningen Sparinvest Bolig er aflagt i henhold til de regler, der gælder ifølge Lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v., bekendtgørelse om investeringsforeningers og specialforeningers regnskaber samt de krav, Københavns Fondsbørs stiller til regnskabsaflæggelsen for børsnoterede foreninger.

Der er foretaget ændringer i regnskabspraksis, som følge af tilpasning til bekendtgørelse nr. 723 af 07/07/2005.

- Kursregulering på valutakonti er flyttet fra kursregulering øvrige aktiver/passiver til kursregulering valutakonti.
- Udbytteskat er flyttet fra udbytter til skat.
- Tilgodehavende refunderbar udbytteskat er flyttet fra andre tilgodehavender til aktuelle skatteaktiver.

Sammenligningstal er rettet tilsvarende. Ændringerne giver ikke virkning på afdelingernes resultat eller medlemmernes formue. Udover de nævnte ændringer er der ikke foretaget ændringer i anvendte regnskabspraksis i forhold til foregående år.

# Ledelsespåtegning

## Investeringsforeningen Sparinvest

Bestyrelsen og direktionen har dags dato behandlet og vedtaget halvårsrapporten for 2006 for Investeringsforeningen Sparinvest.

Halvårsrapporten er aflagt i overensstemmelse med Lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v., samt de retningslinier, der følger af bekendtgørelsen om investeringsforeningers og specialforeningers regnskaber.

Halvårsrapporten opfylder de af Københavns Fondsbørs stillede krav til regnskabsaflæggelse for børs-noterede investeringsforeninger.

Vi anser den valgte regnskabspraksis for hensigtsmæssig, ligesom halvårsrapporten efter vores opfattelse indeholder de oplysninger der er relevante for at bedømme afdelingernes økonomiske forhold. Det er vores opfattelse at halvårsrapporten giver et retvisende billede af investeringsforeningens aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultat for regnskabsperioden 1. januar til 30. juni 2006.

Hammershøj, den 28. august 2006

Direktion ID-Sparinvest A/S

Peter Møller Lassen

Bestyrelse

Ole Bjørn  
(formand)

Flemming Skov Jensen

Verner Puggaard

Jørgen Kjældgaard

Niels Fog

Linda Nielsen

# Investeringsforeningen Sparinvest

## Beretning og nøgletal på afdelinger

### Afd. 7, Korte Obligationer

#### Halvårsberetning 2006

Den officielle indre værdi pr. 30. juni 2006 udgjorde 112,39, hvilket svarer til et værditab inkl. geninvestering af udbytte (DKK 3,25) på -0,40 % i første halvår 2006. Benchmark, EFFAS 1-3 faldt -0,27 % i samme periode. EFFAS 1-3 er danske statsobligationer med en løbetid på 1-3 år. Afdelingens benchmark er pr. 1. januar 2006 ændret til 50 % Nordea Constant Maturity 2 Year Government Bond Index og 50 % Nordea Constant Maturity 3 Year Government Bond Index, som består af en vægtning af de toneangivende korte danske obligationer.

#### Regnskabsresultat

Afdelingen fik i første halvår 2006 et driftsresultat på DKK -18,8 mio., heraf udgør renter DKK 86 mio. og kurstab DKK 90 mio. De samlede omkostninger udgør DKK 14,8 mio.

#### Fremtiden

Alles øjne er rettet imod centralbankernes kommende udmeldinger, der kan indikere, om renteniveauet har nået toppen. Det betyder, at der fortsat kan komme en del usikkerhed og nervøsitet på obligationsmarkedet i forbindelse med offentliggørelse af vigtige nøgletal såsom forbrugerpristal og arbejdsløshedstal. Samtidig er der dog en tendens til, at mange investorer søger mod mere sikre investeringer i turbulente perioder, som perioder af 1. halvår 2006 har været præget af.

Det lånefinansierede privatforbrug i USA vil aftage i resten af 2006, og frygten for inflation vil falde. Når det sker, vil der igen være plads til, at de korte renter kan sænkes og slutningen af 2006 eller starten af 2007 kan blive tidspunktet, hvor obligationsinvestorer igen kan se frem til mere varige kursstigninger.

### Afdeling 9, Europæiske finansielle aktier (tidligere Danske Provinsbanker)

#### Halvårsberetning 2006

Den officielle indre værdi pr. 30. juni 2006 udgjorde DKK 910,64, hvilket svarer til en værdistigning inkl. geninvestering af udbytte (DKK 29,75) på 14,75 % i 2006. Afdelingens benchmark steg med 6,02 % i samme periode. Afdelingens benchmark er pr. 1. september 2005 ændret fra udelukkende at være CSE4010 Banker PI, som beregnes af Københavns Fondsbørs, til at være 2/3 CSE4010 Banker PI og 1/3 Dow Jones EUROPE STOXX Banks (Price) indeks.

#### Regnskabsresultat

Afdelingen fik i første halvår 2006 et driftsresultat på DKK 241,2 mio., heraf udgør renter og udbytter DKK 37,4 mio. og kursgevinster DKK 223,3 mio. De samlede omkostninger udgør DKK 15,5 mio. og skat

DKK 4 mio.

### **Fremtiden**

Finansielle aktier nyder stadig godt af den gode udvikling i samfundsøkonomierne med stor efterspørgsel på kapital og lave hensættelser til tab. Det præger regnskaberne, som fortsat kendetegnes af en solid indtjening. Kursmæssigt synes den imponerende udvikling at fortsætte, men forventningerne til den fremtidige indtjening i danske pengeinstitutter skal fortsætte på et højt niveau, for at markedet ikke skuffes.

Afdelingen har indenfor det sidste år investeret midler i europæiske pengeinstitutter, som er væsentlig billigere end de tilsvarende danske. Udsigterne er tilsvarende gode, men risikoen synes at være mindre, og det forventes, at specielt tyske pengeinstitutter vil opleve samme positive udvikling, som har kendetegnet de danske igennem de sidste år.

## **Afd. 14, Lange Obligationer**

### **Halvårsberetning 2006**

Den officielle indre værdi pr. 30. juni 2006 udgjorde 107,26, hvilket svarer til en værdistigning inkl. geninvestering af udbytte (DKK 5,00) på 3,61 % i første halvår 2006. Afdelingens benchmark steg 3,37 % i samme periode. Afdelingens benchmark EFFAS 7-10, der består af danske statsobligationer med en løbetid på 7-10 år, blev pr. 1. september 2005 ændret til 37,5 % Nordea Constant Maturity 5 Year Government Bond Index og 62,5 % Nordea Constant Maturity 7 Year Government Bond Index, hvilket index består af en vægning af de toneangivende lange danske obligationer.

### **Regnskabsresultat**

Afdelingen fik i første halvår 2006 et driftsresultat på -121,1 DKK mio., heraf udgør renter DKK 54,5 mio. og kurstab DKK 162,3 mio. De samlede omkostninger udgør DKK 13,3 mio.

### **Fremtiden**

Alles øjne er rettet imod centralbankernes kommende udmeldinger, der kan indikere, om renteniveauet har nået toppen. Det betyder, at der fortsat kan komme en del usikkerhed og nervøsitet på obligationsmarkedet i forbindelse med offentliggørelse af vigtige nøgletal som forbrugerpristal og arbejdsløshedstal. Samtidig er der dog en tendens til, at mange investorer søger mod mere sikre investeringer i turbulente perioder, som perioder af første halvår 2006 har været præget af.

Det lånefinansierede privatforbrug i USA vil aftage i resten af 2006, og frygten for inflation vil falde. Når det sker, vil der igen være plads til, at de korte renter kan sænkes og slutningen af 2006 eller starten af 2007 kan blive tidspunktet hvor obligationsinvestorer igen kan se frem til mere varige kursstigninger.

## Afdeling 15, S&P 500

### Halvårsberetning 2006

Den officielle indre værdi pr. 30. juni 2006 udgjorde 73,35, hvilket svarer til et værditab inkl. geninvestering af udbytte (DKK 0,00) på -4,43 % i 2006. Benchmark, S&P 500 faldt i samme periode -5,25 %. S&P 500 er et bredt udsnit af de 500 største amerikanske selskaber.

### Regnskabsresultat

Afdelingen fik i første halvår 2006 et driftsresultat på DKK -17,7 mio., heraf udgør renter og udbytter DKK 3,3 mio. og kurstab DKK 18,3 mio. De samlede omkostninger udgør DKK 2,2 mio. og skat DKK 0,5 mio.

### Fremtiden

Den kraftige vækst i den amerikanske økonomi er ved at aftage, og de gentagende renteforhøjelser synes nu at have gjort sit til at lægge en dæmper på økonomien. Aktiemarkedet i USA har været presset af renteutviklingen, og det forventes derfor, at der fremover i højere grad bliver fokus på virksomhedernes underliggende indtjening. Denne udvikler sig fornuftigt, og de senere års fokusering på omkostningsstyring afspejler sig i fornuftige regnskaber fra selskaberne. Den økonomiske afdæmpning kan dog påvirke selskaberne sidst på året, men forventes samtidig på sigt at føre til lavere renter igen. Det vil gavne aktiemarkedet i 2007.

## Afd. 16, Cumulus Value (tidligere Cumulus)

### Halvårsberetning 2006

Den officielle indre værdi pr. 30. juni 2006 udgjorde 162,54, hvilket svarer til en stigning på 4,72 % i første halvår 2006 efter skat i afdelingen. Benchmark er i samme periode faldet med -2,16 %. Frem til 29. november 2005 bestod afdelingens benchmark af 60 % JP Morgan Danmark efter skat og 40 % MSCI World Cap. JP Morgan Danmark er alle danske statsobligationer. Varigheden på dette indeks svinger mellem 4-5 år. MSCI World Cap er et indeks, der repræsenterer ændringer i markedsværdien af et bredt udsnit af hele verdens noterede selskaber. Fra den 29. november 2005 er afdelingen en aktieafdeling, og afdelingens benchmark er MSCI World Cap.

### Regnskabsresultat

Afdelingen fik i første halvår 2006 et driftsresultat før skat på DKK 27,6 mio., heraf udgør renter og udbytter DKK 10,4 mio. og kursgevinster DKK 23,7 mio. De samlede omkostninger udgør DKK 5,5 mio., samt tilbageførelse af udskudt skat DKK 1 mio. Afdelingen har med virkning fra 1. januar 2005 ændret status fra en akkumulerende til en udloddende aktieafdeling.

### Fremtiden

Value filosofien sikrede investorerne et acceptabelt afkast i første halvår 2006. På trods af generelle tab på flere markeder i perioden var afkastet positivt. Efter flere fantastiske aktieår, er det næsten uundgåeligt, at markederne korrigerer i nedadgående retning, og her har strategien vist sin styrke. I perioder med kraftige aktiefald er afdelingen selvfølgelig ikke immun overfor markedsudviklingen,

men den forsigtige strategi har en dæmpende effekt, når markederne falder. Udviklingen i den resterende del af 2006 kan byde på yderligere korrektioner i markedet, men den forstående afslutning på flere års rentestigninger, bør have en positiv effekt på aktiemarkedene sidst på året.

Målsætning for Sparinvest Cumulus Value er at kunne generere et langsigtet årligt afkast i niveauet 12-15 %, og det forventer vi fortsat at kunne levere. Dog er det ikke umuligt, at der i enkelte år opstår tab, men over 3-5 årige investeringsperioder, bør målsætningen nås. Hos Sparinvest er det 'business as usual', hvis markederne i perioder oplever fald. Vi forbliver disciplinerede og ændrer ikke investeringsstrategien, men ser det som en adgang til endnu flere gode langsigtede investeringsmuligheder.

## **Afd. 17, Value Aktier**

### **Halvårsberetning 2006**

Den officielle indre værdi pr. 30. juni 2006 udgjorde DKK 407,01, hvilket svarer til en stigning inkl. geninvestering af udbytte (DKK 12,00) på 4,29 % i 2006. Benchmark MSCI World faldt i samme periode - 2,16 %. MSCI World er et indeks, der repræsenterer ændringer i markedsværdien af et bredt udsnit af hele verdens noterede selskaber.

### **Regnskabsresultat**

Afdelingen fik i første halvår 2006 et driftsresultat på DKK 390,1 mio., heraf udgør renter og udbytter DKK 245,9 mio. og kursgevinster DKK 300,1 mio. De samlede omkostninger udgør DKK 133 mio. og skat DKK 22,9 mio.

### **Fremtiden**

Value filosofien sikrede investorerne et acceptabelt afkast i første halvår 2006. På trods af generelle tab på flere markeder i perioden, var afkastet positivt. Efter flere fantastiske aktieår, er det næsten uundgåeligt, at markederne korrigerer i nedadgående retning, og her har strategien vist sin styrke. I perioder med kraftige aktiefald er afdelingen selvfølgelig ikke immun overfor markedsudviklingen, men den forsigtige strategi har en dæmpende effekt, når markederne falder. Udviklingen i den resterende del af 2006 kan byde på yderligere korrektioner i markedet, men den forstående afslutning på flere års rentestigninger, bør have en positiv effekt på aktiemarkedene sidst på året.

Målsætning for Sparinvest Value Aktier er at kunne generere et langsigtet årligt afkast i niveauet 12-15 %, og det forventer vi fortsat at kunne levere. Dog er det ikke umuligt, at der i enkelte år opstår tab, men over 3-5 årige investeringsperioder, bør målsætningen nås. Hos Sparinvest er det 'business as usual', hvis markederne i perioder oplever fald. Vi forbliver disciplinerede og ændrer ikke investeringsstrategien, men ser det som en adgang til endnu flere gode langsigtede investeringsmuligheder.

## **Afd. 18, EURO STOXX 50**

### **Halvårsberetning 2006**

Den officielle indre værdi pr. 30. juni 2006 udgjorde 207,71, hvilket svarer til en værdistigning inkl. geninvestering af udbytte (DKK 2,00) på 3,85 % i 2006. Benchmark, EURO STOXX 50 steg i samme peri-

ode 3,98 %. EURO STOXX 50 er et indeks af de halvtreds største selskaber i de 11 Eurolande fordelt på 19 brancher.

#### **Regnskabsresultat**

Afdelingen fik i første halvår 2006 et driftsresultat på DKK 5,9 mio., heraf udgør renter og udbytter DKK 5,1 mio. og kursgevinster DKK 2,5 mio. De samlede omkostninger udgør DKK 1,2 mio. og skat 0,5 mio.

#### **Fremtiden**

De gentagende renteforhøjelser har presset de europæiske aktiemarkeder i første halvår 2006. Men i lyset af den amerikanske centralbanks udmeldinger om, at renteforhøjelserne snart er forbi, forventes der fremover i højere grad at blive fokuseret på virksomhedernes underliggende indtjening. Denne udvikler sig fornuftigt, og de senere års fokusering på omkostningsstyring afspejler sig i fornuftige regnskaber fra selskaberne. Den økonomiske afdæmpning kan dog påvirke selskaberne sidst på året, men forventes samtidig på sigt at føre til lavere renter igen. Det vil gavne aktiemarkedet i 2007. De europæiske markeder formodes at kunne håndtere en eventuel afmatning bedst på grund af, at den underliggende vækst i økonomierne her er mest solid.

### **Afd. 19, Fjernøsten Aktier**

#### **Halvårsberetning 2006**

Den officielle indre værdi pr. 30. juni 2006 udgjorde 197,60, hvilket svarer til et værditab inkl. geninvestering af udbytte (DKK 4,00) på -1,2 % i 2006. Benchmark, MSCI AC Pacific free ex. Japan faldt i samme periode -0,45 %. MSCI AC Pacific free ex. Japan er et indeks, der repræsenterer landene i Fjernøsten eksklusiv Japan.

#### **Regnskabsresultat**

Afdelingen fik i første halvår 2006 et driftsresultat på DKK -3,4 mio., heraf udgør renter og udbytter DKK 4,4 mio. og kurstab DKK 6,1 mio. De samlede omkostninger udgør DKK 1,4 mio. og skat DKK 0,3 mio.

#### **Fremtiden**

Efter lidt turbulens på de fjernøstlige markeder i første halvår 2006, synes den økonomiske udvikling igen at bevæge sig fremad på grund af øget eksport til Vesten. Stigningen i eksporten øger omsætningen i regionen, men stigende omkostninger og lønpres hæmmer dog selskabernes indtjening. Den fremtidige udvikling vil derfor være afhængig af vestens fortsatte mulighed for at aftage varer - og regionens evne til at øge priserne og dermed rentabiliteten.

### **Afd. 20, Danske Obligationer**

#### **Halvårsberetning 2006**

Den officielle indre værdi pr. 30. juni 2006 udgjorde 105,53, hvilket svarer til et værditab inkl. geninvestering af udbytte (DKK 4,25) på -2,02 % i 2006. Benchmark faldt -1,97 % i samme periode. Afdelin-

gens benchmark var frem til 1. september 2005 JP Morgan Danmark, der er et indeks baseret på danske statsobligationer. Pr. 1. september 2005 er benchmark ændret til 25 % Nordea Constant Maturity 3 Year Government Bond Index og 75 % Nordea Constant Maturity 5 Year Government Bond Index, hvilket index består af en vægtning af de toneangivende mellemlange danske obligationer.

#### **Regnskabsresultat**

Afdelingen fik i første halvår 2006 et driftsresultat på DKK -92,2 mio., heraf udgør renter DKK 79,8 mio. og kurstab DKK 156 mio. De samlede omkostninger udgør DKK 16 mio.

#### **Fremtiden**

Alles øjne er rettet imod centralbankernes kommende udmeldinger, der kan indikere, om renteniveauet har nået toppen. Det betyder, at der fortsat kan komme en del usikkerhed og nervøsitet på obligationsmarkedet i forbindelse med offentliggørelse af vigtige nøgletal som forbrugerpristal og arbejdsløshedstal. Samtidig er der dog en tendens til, at mange investorer søger mod mere sikre investeringer i turbulente perioder, som perioder af 1. halvår 2006 har været præget af.

Det lånefinansierede privatforbrug i USA vil aftage i resten af 2006, og frygten for inflation vil falde. Når det sker, vil der igen være plads til, at de korte renter kan sænkes, og slutningen af 2006 eller starten af 2007 kan blive tidspunktet, hvor obligationsinvestorer igen kan se frem til mere varige kursstigninger.

### **Afd. 24, OMX C20 Aktier**

#### **Halvårsberetning 2006**

Den officielle indre værdi pr. 30. juni 2006 udgjorde 235,88, hvilket svarer til et værditab inkl. geninvestering af udbytte (DKK 2,25) på -4,32 % i 2006. Benchmark, Københavns Fondsbørs' OMX C20-indeks faldt i samme periode -5,72 %. OMX C20-indekset er Københavns Fondsbørs' ledende aktieindeks. Indekset skiftede den 1. oktober 2005 navn fra KFX Aktier til OMX C20 Aktier. Det består af de 20 aktier, som er de mest omsatte i handelssystemet i den forudgående periode.

#### **Regnskabsresultat**

Afdelingen fik i første halvår 2006 et driftsresultat på DKK -14,7 mio., heraf udgør renter og udbytter DKK 8,6 mio. og kurstab DKK 22,3 mio. De samlede omkostninger udgør DKK 0,9 mio. og skat DKK 0,1 mio.

#### **Fremtiden**

Danmark oplever fortsat økonomisk fremgang, men de sidste års kraftige stigninger på aktiemarkedet har ikke kunnet fortsætte. Rentestigninger og frygten for inflation generelt, har presset det brede marked. Regnskabssæsonen forventes at byde på gode halvårsregnskaber, men fokus vil være på forventningerne til den resterende del af 2006. Hvor meget vil en forestående lettere global økonomisk afmatning ramme de danske virksomheder, og hvor længe vil den vare? Bliver det, som forventet, en kortvarig dæmpet økonomisk udvikling, forventes den danske aktiemarked at klare sig igennem uden de store negative reaktioner.

# Ledespåtegning Specialforeningen Sparinvest

Bestyrelsen og direktionen har dags dato behandlet og vedtaget halvårsrapporten for 2006 for Investeringsforeningen Sparinvest.

Halvårsrapporten er aflagt i overensstemmelse med Lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v., samt de retningslinier, der følger af bekendtgørelsen om investeringsforeningers og specialforeningers regnskaber.

Halvårsrapporten opfylder de af Københavns Fondsbørs stillede krav til regnskabsafklæggelse for børs-noterede investeringsforeninger.

Vi anser den valgte regnskabspraksis for hensigtsmæssig, ligesom halvårsrapporten efter vores opfattelse indeholder de oplysninger der er relevante for at bedømme afdelingernes økonomiske forhold. Det er vores opfattelse at halvårsrapporten giver et retvisende billede af investeringsforeningens aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultat for regnskabsperioden 1. januar til 30. juni 2006.

Hammershøj, den 28. august 2006

Direktion ID-Sparinvest A/S

Peter Møller Lassen

Bestyrelse

Ole Bjørn  
(formand)

Flemming Skov Jensen

Verner Puggaard

Jørgen Kjældgaard

Niels Fog

Linda Nielsen

# Specialforeningen Sparinvest

## Beretning og nøgletal på afdelinger

### Afd. 1, Indeksobligationer

#### Halvårsberetning 2006

Den officielle indre værdi pr. 30. juni 2006 udgjorde DKK 164,89, hvilket svarer til et værdi tab inkl. geninvestering af udbytte (DKK 4,00) på - 0,13 % i 2006. Den toneangivende indeksobligation 2,5% RD 2026 faldt med -0,83 % i samme periode.

#### Regnskabsresultat

Afdelingen fik i første halvår 2006 et driftsresultat på DKK -3,1 mio., heraf udgør renter DKK 5,5 mio. og kurstab DKK 6,8 mio. De samlede omkostninger udgør DKK 1,6 mio.

#### Investeringsstrategi

Afdelingen investerer udelukkende i danske børsnoterede indeksobligationer udstedt før 1. januar 1999 med en samlet varighed på 6-9 år. Ændringer i pensionsafkastbeskatningsloven den 15. december 2000 betød, at afdelingen fra 1. januar 2001 blev omdannet til en lukket afdeling.

#### Fremtiden

Alles øjne er rettet imod centralbankernes kommende udmeldinger, der kan indikere, om renteniveauet har nået toppen. Det betyder, at der fortsat kan komme en del usikkerhed og nervøsitet på obligationsmarkedet i forbindelse med offentliggørelse af vigtige nøgletal som forbrugerpristal og arbejdsløshedstal. Samtidig er der dog en tendens til, at mange investorer søger mod mere sikre investeringer i turbulente perioder, som perioder af 1. halvår 2006 har været præget af.

Det lånefinansierede privatforbrug i USA vil aftage i resten af 2006, og frygten for inflation vil falde. Når det sker, vil der igen være plads til, at de korte renter kan sænkes, og slutningen af 2006 eller starten af 2007 kan blive tidspunktet hvor obligationsinvestorer igen kan se frem til mere varige kursstigninger.

# Ledelsespåtegning

## Investeringsforeningen Globale Vækstmarkeder

Bestyrelsen og direktionen har dags dato behandlet og vedtaget halvårsrapporten for 2006 for Investeringsforeningen Sparinvest.

Halvårsrapporten er aflagt i overensstemmelse med Lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v., samt de retningslinier, der følger af bekendtgørelsen om investeringsforeningers og specialforeningers regnskaber.

Halvårsrapporten opfylder de af Københavns Fondsbørs stillede krav til regnskabsaflæggelse for børs-noterede investeringsforeninger.

Vi anser den valgte regnskabspraksis for hensigtsmæssig, ligesom halvårsrapporten efter vores opfattelse indeholder de oplysninger der er relevante for at bedømme afdelingernes økonomiske forhold. Det er vores opfattelse at halvårsrapporten giver et retvisende billede af investeringsforeningens aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultat for regnskabsperioden 1. januar til 30. juni 2006.

Hammershøj, den 28. august 2006

Direktion ID-Sparinvest A/S

Peter Møller Lassen

Bestyrelse

Ole Bjørn  
(formand)

Flemming Skov Jensen

Verner Puggaard

Jørgen Kjældgaard

Niels Fog

Linda Nielsen

# Investeringsforeningen Globale Vækstmarkeder

## Beretning og nøgletal på afdelinger

### Afd. 2, Nye Obligationsmarkeder

#### Halvårsberetning 2006

Den officielle indre værdi pr. 30. juni 2006 udgjorde DKK 103,71, hvilket svarer til et værdi tab inkl. geninvestering af udbytte (DKK 0,00) på - 2,21 % i 2006. Afdelingens benchmark faldt i samme periode med - 1,49 %. Frem til 2. juni 2005 var afdelingens benchmark 70 % JP Morgan EMBI Global Constrained og 30 % JP Morgan ELMI+ (USD). JP Morgan Global Constrained er statsobligationer i nye vækstmarkeder udstedt i USD. JP Morgan ELMI+ er statsobligationer i nye vækstmarkeder udstedt i lokal valuta. Pr. 2. juni 2005 blev afdelingens benchmark ændret til obligationsindekset "JP Morgan EMBI Global Diversified".

#### Investeringsstrategi

Afdelingen investerer i statsobligationer i nye vækstlande. Afdelingen omfatter investering i udenlandske obligationer med en placering og en fordeling, der til enhver tid svarer til den placering og fordeling, der indgår i det løbende offentliggjorte obligationsindeks under navnet "JP Morgan EMBI Global Diversified". Risikoen i afdelingen ligger generelt mellem en aktie og en obligation.

#### Regnskabsresultat

Afdelingen fik i første halvår 2006 et driftsresultat på DKK -29,4 mio., heraf udgør renter DKK 46,4 mio. og kurstab DKK -67,2 mio. De samlede omkostninger udgør DKK 8,6 mio.

#### Fremtiden

Markedet har været præget af stigende globale renter og investorer, der har trukket sig ud af de eksotiske obligationsmarkeder. Resultatet har været større udsving på markederne og et afkast omkring 0 i første halvår 2006. Fundamentalt er risikoen i flere af de berørte markeder faldet over de senere år i takt med økonomisk fremgang og lavere lånebehov. Markederne har kvitteret med stigninger, og aktivklassen har været et godt input i enhver portefølje. Fremover forventes de økonomiske faktorer at have stadig større betydning for udviklingen på markedet, og på langt sigt forventes regionen stadig at kunne forbedre vilkårene for at servicere sin gæld - til gavn for obligationsinvestorerne. Global renteu-ro vil selvfølgelig kunne have en negativ påvirkning. Men en del tyder på, at dette er ved at være overstået.

# Ledelsespåtegning

## Investeringsforeningen Sparinvest Bolig

Bestyrelsen og direktionen har dags dato behandlet og vedtaget halvårsrapporten for 2006 for Investeringsforeningen Sparinvest.

Halvårsrapporten er aflagt i overensstemmelse med Lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v., samt de retningslinier, der følger af bekendtgørelsen om investeringsforeningers og specialforeningers regnskaber.

Halvårsrapporten opfylder de af Københavns Fondsbørs stillede krav til regnskabsaflæggelse for børs-noterede investeringsforeninger.

Vi anser den valgte regnskabspraksis for hensigtsmæssig, ligesom halvårsrapporten efter vores opfattelse indeholder de oplysninger der er relevante for at bedømme afdelingernes økonomiske forhold. Det er vores opfattelse at halvårsrapporten giver et retvisende billede af investeringsforeningens aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultat for regnskabsperioden 1. januar til 30. juni 2006.

Hammershøj, den 28. august 2006

Direktion ID-Sparinvest A/S

Peter Møller Lassen

Bestyrelse

Ole Bjørn  
(formand)

Flemming Skov Jensen

Verner Puggaard

Jørgen Kjældgaard

Niels Fog

Linda Nielsen

# Investeringsforeningen Sparinvest Bolig Beretning og nøgletal på afdelinger

## Afd. 1, Bolig

### Halvårsberetning 2006

Den officielle indre værdi pr. 30. juni 2006 udgjorde DKK 103,86, hvilket svarer til et værdi tab inkl. geninvestering af udbytte (DKK 5,00) på - 1,99 % i 2006. Afdelingens benchmark faldt - 1,97 % i samme periode. JP Morgan Danmark er et indeks baseret på danske statsobligationer. Pr. 1. januar 2006 er benchmark ændret til 25 % Nordea Constant Maturity 3 Year Government Bond Index og 75 % Nordea Constant Maturity 5 Year Government Bond Index, hvilket index består af en vægtning af de toneangivende mellemlange danske obligationer.

### Investeringsstrategi

Afdelingen henvender sig udelukkende til almene boligselskaber og investerer i danske obligationer.

### Regnskabsresultat

Afdelingen fik i første halvår 2006 et driftsresultat på DKK -5,5 mio., heraf udgør renter DKK 5 mio. og kurstab DKK 9,8 mio. De samlede omkostninger udgjorde DKK 0,7 mio.

### Fremtiden

Alles øjne er rettet imod centralbankernes kommende udmeldinger, der kan indikere, om renteniveauet har nået toppen. Det betyder, at der fortsat kan komme en del usikkerhed og nervøsitet på obligationsmarkedet i forbindelse med offentliggørelse af vigtige nøgletal som forbrugerpristal og arbejdsløshedstal. Samtidig er der dog en tendens til, at mange investorer søger mod mere sikre investeringer i turbulente perioder, som perioder af 1. halvår 2006 har været præget af.

Det lånefinansierede privatforbrug i USA vil aftage i resten af 2006, og frygten for inflation vil falde. Når det sker, vil der igen være plads til, at de korte renter kan sænkes og slutningen af 2006 eller starten af 2007 kan blive tidspunktet hvor obligationsinvestorer igen kan se frem til mere varige kursstigninger.

## Korte Obligationer

Regnskab pr. 30.06.2006

### Nøgletal

	2006	2005	2004	2003	2002
Afkast (pct.)*)	-0,40	2,42	1,76	2,84	2,66
Benchmarkafkast (pct.)*)	-0,27	2,34	1,53	3,12	2,28
Indre værdi**)	112,39	116,11	116,75	117,43	118,23
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)*)	-18.832	82.626	34.727	30.726	8.714
Cirkulerende kapital (t.kr.)**)	4.507.549	3.794.559	2.602.472	1.595.932	626.360
Medlemmernes formue (t.kr.)**)	5.066.043	4.405.673	3.038.307	1.874.110	740.533
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue ***)	0,60	0,70	0,80	0,83	0,82

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

\*\*\*) Sammenligningstal er fra balancen ultimo året.

\*\*\*) Dette nøgletal er omregnet til helårstal.

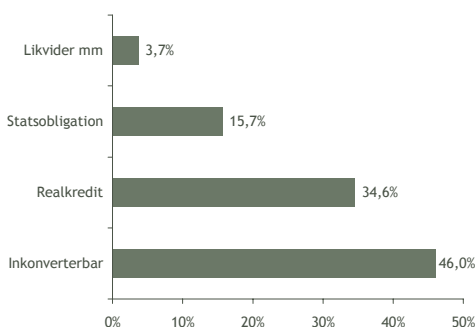
### Nøgletal for risiko - 5 år\*)

Sharpe ratio	1,04
Standardafvigelse	1,34%
Sharpe ratio (benchmark)	0,80
Standardafvigelse (benchmark)	1,37%

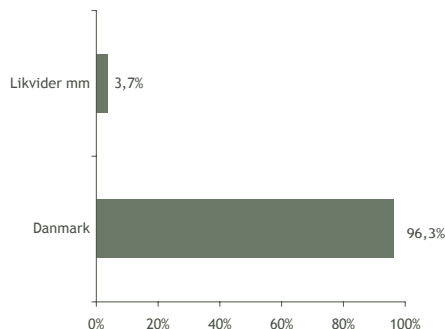
### 5 største beholdninger

	Type	Land	Andel
2,00% Nordea Kredit 2007	Inkonverterbar	Danmark	7,35%
2,00% Brfkredit 2011	Inkonverterbar	Danmark	7,27%
2,00% Realk. Danmark 2009	Inkonverterbar	Danmark	6,39%
2,00% Nykredit 2007	Inkonverterbar	Danmark	6,36%
3,00% Dansk Stat 2006	Statsobligation	Danmark	5,91%

### Obligationstyper



### Geografisk fordeling



## Korte Obligationer

Regnskab pr. 30.06.2006

Resultatopgørelse, balance og formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>
Renteindtægter	86.752	58.975
Renteudgifter	724	0
Kursregulering, obligationer	-87.331	35.855
Kursregulering, pantebreve	-2.736	0
Administrationsomkostninger	14.793	12.204
Halvårets nettoresultat	-18.832	82.626
<b>Aktiver</b>		
Likvide midler	12.873	12.606
Not. obl. fra danske udstedere	4.984.594	4.338.065
Tilgodehavende renter, udbytte m.v.	68.576	55.000
Andre tilgodehavender	0	2
Aktiver i alt	5.066.043	4.405.673
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue	5.066.043	4.405.673
Passiver i alt	5.066.043	4.405.673
<b>Formueopgørelse</b>		
Medlemmernes formue (primo)	4.405.673	3.038.307
Korrektion ved fusion eller spaltning (+/-)	137.874	0
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12	-123.323	-97.593
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning	2.803	-973
Emissioner i perioden	758.238	1.387.107
Indløsninger i perioden	-97.174	-17.006
Emissionstillæg	368	1.156
Indløsningsfradrag	416	2
Periodens resultat	-18.832	94.673
I alt medlemmernes formue	5.066.043	4.405.673

# Europæiske Finansielle Aktier

Regnskab pr. 30.06.2006

## Nøgletal

	2006	2005	2004	2003	2002
Afkast (pct.) <sup>*)</sup>	14,75	21,72	7,33	32,22	8,85
Benchmarkafkast (pct.) <sup>*)</sup>	6,02	14,23	5,19	11,80	5,48
Indre værdi <sup>**)</sup>	910,61	819,15	613,41	469,82	280,13
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.) <sup>*)</sup>	241.212	243.265	49.382	95.889	19.111
Cirkulerende kapital (t.kr.) <sup>**)</sup>	221.005	205.774	185.154	151.190	92.590
Medlemmernes formue (t.kr.) <sup>**)</sup>	2.012.493	1.685.597	1.135.747	710.323	259.373
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue <sup>***)</sup>	1,50	1,50	1,50	1,53	1,53

<sup>\*)</sup> Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten.

<sup>\*\*)</sup> Sammenligningstal er fra balancen ultimo året.

<sup>\*\*\*)</sup> Dette nøgletal er omregnet til helårstal.

## Nøgletal for risiko - 5 år<sup>\*)</sup>

Sharpe ratio

Standardafvigelse

Sharpe ratio (benchmark)

0,59

Standardafvigelse (benchmark)

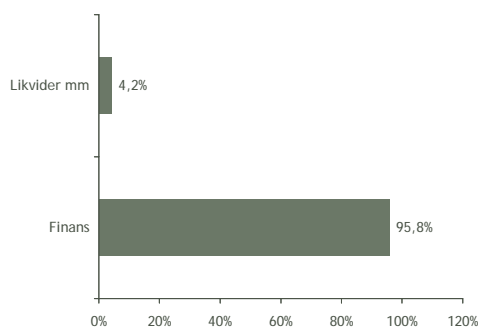
15,15%

<sup>\*)</sup> Sharpe og standardafvigelse beregnes kun, hvis afdelingens investeringsstrategi har haft en levetid på 3 år eller mere.

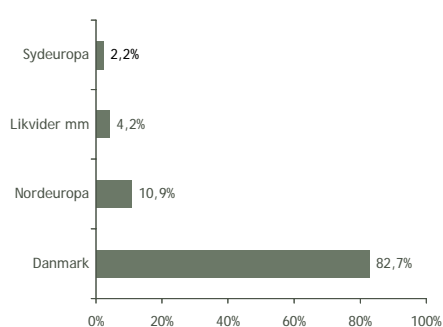
## 5 største beholdninger

	Sektor	Land	Andel
Danske Bank A/S	Finans	Danmark	7,13%
Jyske Bank	Finans	Danmark	6,04%
Grønlandsbanken	Finans	Danmark	5,69%
Ringkjøbing Landbobank A/S	Finans	Danmark	5,31%
Roskilde Bank	Finans	Danmark	5,10%

## Sektorfordeling



## Geografisk fordeling



## Resultatopgørelse, balance og formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>
Renteindtægter	1.942	865
Udbytter	35.434	24.391
Kursregulering, kapitalandele	223.603	230.102
Kursregulering, valutakonti	-291	0
Administrationsomkostninger	15.448	9.121
Skat	4.028	2.972
Halvårets nettoresultat	241.212	243.265
<b>Aktiver</b>		
Likvide midler	80.665	119.424
Noterede aktier fra danske selskaber	1.664.071	1.442.320
Noterede aktier fra udenl. selskaber	264.685	121.354
Unot. kapitalandele danske selskaber	2.628	2.117
Tilgodehavende renter, udbytte m.v.	0	200
Aktuelle skatteaktiver	444	182
Aktiver i alt	2.012.493	1.685.597
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue	2.012.493	1.685.597
Passiver i alt	2.012.493	1.685.597
<b>Formueopgørelse</b>		
Medlemmernes formue (primo)	1.685.597	1.135.747
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12	-61.218	-43.511
A'conto udlodning vedr. året før	0	0
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning	-3.570	1.523
Emissioner i perioden	291.732	380.317
Indløsninger i perioden	-143.752	-243.325
Emissionstillæg	1.180	2.820
Indløsningsfradrag	1.312	1.759
Periodens resultat	241.212	450.267
I alt medlemmernes formue	2.012.493	1.685.597

## Lange Obligationer

Regnskab pr. 30.06.2006

### Nøgletal

	2006	2005	2004	2003	2002
Afkast (pct.)*)	-3,61	5,15	1,61	4,67	2,41
Benchmarkafkast (pct.)*)	-3,37	7,04	2,13	5,98	2,28
Indre værdi**)	107,27	116,37	116,48	116,25	116,70
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)*)	-121.095	116.343	19.873	22.240	10.593
Cirkulerende kapital (t.kr.)**)	3.207.158	2.635.172	1.642.696	819.487	437.194
Medlemmernes formue (t.kr.)**)	3.440.223	3.066.627	1.913.392	952.685	510.218
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue ***)	0,80	0,80	0,85	0,87	0,87

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

\*\*\*) Sammenligningstal er fra balancen ultimo året.

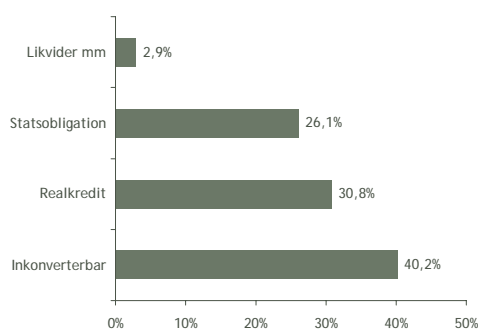
\*\*\*) Dette nøgletal er omregnet til helårstal.

### Nøgletal for risiko - 5 år\*)

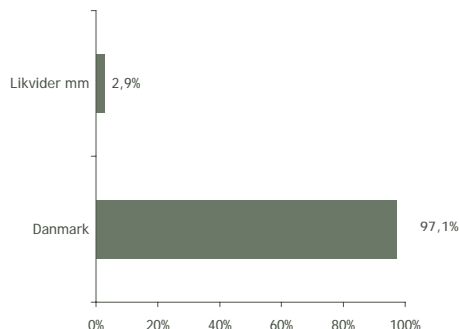
Sharpe ratio	0,77
Standardafvigelse	3,64%
Sharpe ratio (benchmark)	0,85
Standardafvigelse (benchmark)	4,35%

5 største beholdninger	Type	Land	Andel
4,00% Dansk Stat 2015	Statsobligation	Danmark	23,24%
4,00% Totalkredit 2035	Realkredit	Danmark	11,30%
2,00% Skibskreditfond 2013	Inkonverterbar	Danmark	9,94%
4,00% Totalkredit 2025	Realkredit	Danmark	6,04%
2,00% Brfkredit 2011	Inkonverterbar	Danmark	4,37%

### Obligationstyper



### Geografisk fordeling



## Lange Obligationer

Regnskab pr. 30.06.2006

Resultatopgørelse, balance og formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>
Renteindtægter	54.474	40.065
Kursregulering, obligationer	-162.341	85.762
Administrationsomkostninger	13.228	9.484
Halvårets nettoresultat	-121.095	116.343
<b>Aktiver</b>		
Likvide midler	36.299	8.965
Not. obl. fra danske udstedere	3.350.145	3.025.950
Tilgodehavende renter, udbytte m.v.	53.779	31.712
Aktiver i alt	3.440.223	3.066.627
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue	3.440.223	3.066.627
Passiver i alt	3.440.223	3.066.627
<b>Formueopgørelse</b>		
Medlemmernes formue (primo)	3.066.627	1.913.392
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12	-131.759	-90.348
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning	-8.875	-1.018
Emissioner i perioden	661.726	1.201
Indløsninger i perioden	-26.800	4
Emissionstillæg	390	1.153.953
Indløsningsfradrag	9	-18.078
Periodens resultat	-121.095	107.521
I alt medlemmernes formue	3.440.223	3.066.627

## Nøgletal

	2006	2005	2004	2003	2002
Afkast (pct.)*)	-4,43	10,71	6,51	0,91	-23,34
Benchmarkafkast (pct.)*)	-5,25	11,57	7,06	1,69	-23,64
Indre værdi**)	73,35	76,75	64,23	64,13	61,42
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)*)	-17.652	20.831	9.524	1.336	-23.720
Cirkulerende kapital (t.kr.)**)	485.213	397.713	264.540	207.040	156.740
Medlemmernes formue (t.kr.)**)	355.885	305.232	169.904	132.769	96.265
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue ***)	1,25	1,40	1,50	1,53	1,54

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

\*\*\*) Sammenligningstal er fra balancen ultimo året.

\*\*\*) Dette nøgletal er omregnet til helårstal.

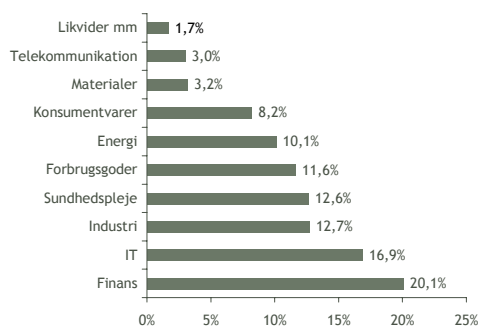
## Nøgletal for risiko - 5 år\*)

Sharpe ratio	-0,62
Standardafvigelse	16,02%
Sharpe ratio (benchmark)	-0,50
Standardafvigelse (benchmark)	16,80%

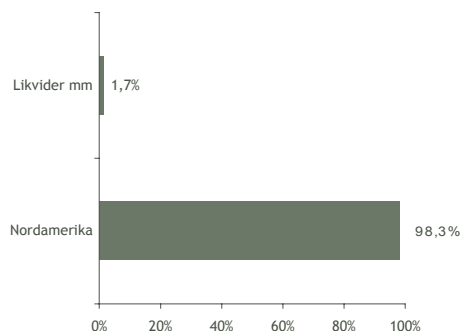
## 5 største beholdninger

	Sektor	Land	Andel
General Electric Co	Industri	USA	3,82%
Exxon Mobil Corp	Energi	USA	2,78%
Jp Morgan Chase & Co	Finans	USA	2,27%
Citigroup Inc	Finans	USA	2,09%
Microsoft Corp	IT	USA	2,00%

## Sektorfordeling



## Geografisk fordeling



## Resultatopgørelse, balance og formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>
Renteindtægter	120	39
Udbytter	3.216	1.923
Kursregulering, kapitalandele	-18.526	20.593
Kursregulering, valutakonti	227	8
Administrationsomkostninger	2.216	1.456
Skat	473	276
Halvårets nettoresultat	-17.652	20.831
<b>Aktiver</b>		
Likvide midler	5.436	7.807
Noterede aktier fra udenl. selskaber	350.005	294.936
Unot. kapitalandele danske selskaber	0	2.117
Tilgodehavende renter, udbytte m.v.	437	371
Andre tilgodehavender	10	42
Aktiver i alt	355.888	305.273
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue	355.885	305.232
Skyldige omkostninger	3	41
Passiver i alt	355.888	305.273
<b>Formueopgørelse</b>		
Medlemmernes formue (primo)	305.232	169.904
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12	0	0
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning	0	0
Emissioner i perioden	74.823	94.376
Indløsninger i perioden	-6.922	-641
Emissionstillæg	368	575
Indløsningsfradrag	36	-41
Periodens resultat	-17.652	41.059
I alt medlemmernes formue	355.885	305.232

## Cumulus Value

Regnskab pr. 30.06.2006

### Nøgletal

	2006	2005	2004	2003	2002
Afkast (pct.)*)	4,72	11,53	3,95	4,47	2,85
Benchmarkafkast (pct.)*)	-2,16	5,54	1,76	4,98	-
Indre værdi**)	162,55	167,55	137,88	129,21	120,39
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)*)	27.632	39.787	21.842	17.930	17.657
Cirkulerende kapital (t.kr.)**)	384.010	344.461	423.161	444.461	479.261
Medlemmernes formue (t.kr.)**)	624.200	577.139	583.452	574.282	576.982
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue ***)	1,75	1,10	1,40	1,43	1,31

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

\*\*\*) Sammenligningstal er fra balancen ultimo året.

\*\*\*) Dette nøgletal er omregnet til helårstal.

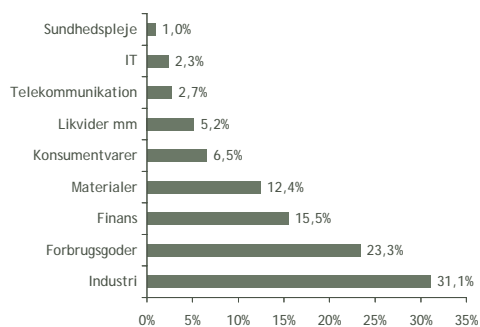
### Nøgletal for risiko - 5 år\*)

Sharpe ratio	
Standardafvigelse	
Sharpe ratio (benchmark)	-0,08
Standardafvigelse (benchmark)	5,01%

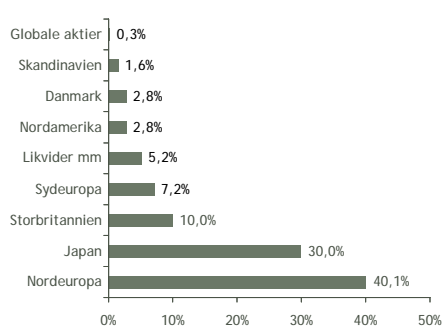
\*)Sharpe og standardafvigelse beregnes kun, hvis afdelingens investeringsstrategi har haft en levetid på 3 år eller mere.

5 største beholdninger	Sektor/Type	Land	Andel
Salzgitter Ag	Materialer	Tyskland	3,65%
Baa Plc	Industri	England	3,49%
Man Ag	Industri	Tyskland	3,19%
Volkswagen Ag	Forbrugsgoder	Tyskland	3,10%
Nipponkoa Insurance	Finans	Japan	2,74%

### Aktivfordeling



### Geografisk fordeling



## Resultatopgørelse, balance og formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>
Renteindtægter	571	8.044
Udbytter	9.843	3.648
Kursregulering, obligationer	0	7.680
Kursregulering, kapitalandele	23.698	37.432
Kursregulering, pantebreve	0	10
Kursregulering, øvrige aktiver/passiver	0	7
Administrationsomkostninger	5.538	3.268
Skat	942	13.766
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>27.632</b>	<b>39.787</b>
<b>Aktiver</b>		
Likvide midler	29.577	19.782
Noterede aktier fra danske selskaber	11.350	0
Noterede aktier fra udenl. selskaber	574.231	549.603
Unot. kapitalandele danske selskaber	6.978	7.018
Tilgodehavende renter, udbytte m.v.	1.151	214
Aktuelle skatteaktiver	1.225	600
Øvrige aktiver	0	0
<b>Aktiver i alt</b>	<b>624.512</b>	<b>577.217</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue	624.200	577.139
Skyldige omkostninger	312	78
<b>Passiver i alt</b>	<b>624.512</b>	<b>577.217</b>
<b>Formueopgørelse</b>		
Medlemmernes formue (primo)	577.139	583.452
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12	-46.502	0
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning	378	0
Emissioner i perioden	77.587	739
Indløsninger i perioden	-12.477	-124.905
Emissionstillæg	377	2
Indløsningsfradrag	66	362
Periodens resultat	27.632	117.489
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>624.200</b>	<b>577.139</b>
<b>Unoterede kapitalandele over 5%</b>		
Keops A/S		
Scandiagade 8		
2450 København SV		
Egenkapitalen pr. 31.12.2005	107.631	
Heraf ejes	5,80%	

## Value Aktier

Regnskab pr. 30.06.2006

### Nøgletal

	2006	2005	2004	2003	2002
Afkast (pct.)*)	4,29	16,13	16,79	9,21	4,02
Benchmarkafkast (pct.)*)	-2,16	11,69	7,13	2,01	-19,24
Indre værdi**)	406,99	401,24	308,06	258,70	200,09
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)*)	390.088	739.730	341.067	102.197	32.812
Cirkulerende kapital (t.kr.)**)	4.130.516	2.886.660	1.232.229	655.464	524.108
Medlemmernes formue (t.kr.)**)	16.810.761	11.582.562	3.795.987	1.695.700	1.048.704
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue ***)	1,75	1,75	1,50	1,53	1,53

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

\*\*\*) Sammenligningstal er fra balancen ultimo året.

\*\*\*) Dette nøgletal er omregnet til helårstal.

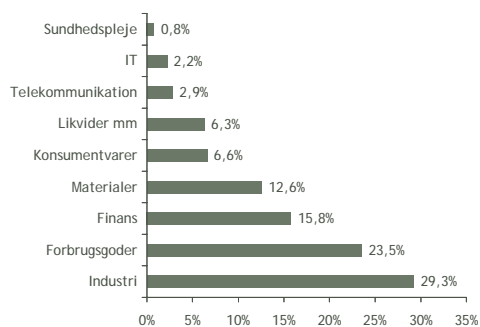
### Nøgletal for risiko - 5 år\*)

Sharpe ratio	0,76
Standardafvigelse	11,66%
Sharpe ratio (benchmark)	-0,34
Standardafvigelse (benchmark)	15,91%

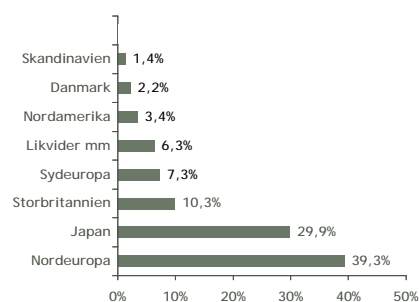
### Største beholdninger

	Sektor	Land	Andel
Salzgitter Ag	Materialer	Tyskland	3,40%
Man Ag	Industri	Tyskland	3,35%
Baa Plc	Industri	England	3,32%
Volkswagen Ag	Forbrugsgoder	Tyskland	2,98%
Nipponkoa Insurance	Finans	Japan	2,92%

### Sektorfordeling



### Geografisk fordeling



**Value Aktier**

Regnskab pr. 30.06.2006

Resultatopgørelse, balance og formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>
Renteindtægter	14.309	4.171
Udbytter	231.591	107.333
Kursregulering, kapitalandele	300.176	686.275
Kursregulering, valutakonti	-92	-693
Administrationsomkostninger	132.967	47.563
Skat	22.929	9.793
Halvårets nettoresultat	390.088	739.730
<b>Aktiver</b>		
Likvide midler	984.063	1.015.489
Noterede aktier fra danske selskaber	372.296	91.275
Noterede aktier fra udenl. selskaber	15.376.917	10.167.242
Unot. kapitalandele danske selskaber	19.763	11.059
Tilgodehavende renter, udbytte m.v.	29.806	10.743
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	273.039
Aktuelle skatteaktiver	27.962	13.773
Aktiver i alt	16.810.807	11.582.620
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue	16.810.761	11.582.562
Skyldige omkostninger	46	58
Passiver i alt	16.810.807	11.582.620
<b>Formueopgørelse</b>		
Medlemmernes formue (primo)	11.582.562	3.795.987
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12	-346.399	-70.853
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning	-11.592	-3.286
Emissioner i perioden	5.634.502	6.106.982
Indløsninger i perioden	-462.527	-94.697
Emissionstillæg	23.200	38.785
Indløsningsfradrag	927	0
Periodens resultat	390.088	1.809.644
I alt medlemmernes formue	16.810.761	11.582.562
<b>Unoterede kapitalandele over 5%</b>		
Sparinvest Holding		
Kingsvej 1		
2630 Taastrup		
Egenkapitalen pr. 31.12.2005	127.538	
Heraf ejes	12,50%	

## Nøgletal

	2006	2005	2004	2003	2002
Afkast (pct.)*	3,85	9,59	3,63	2,59	-16,64
Benchmarkafkast (pct.)*	3,98	10,21	3,54	1,46	-17,75
Indre værdi**	207,70	201,88	167,37	155,93	135,33
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)*	5.922	10.862	3.795	474	-25.123
Cirkulerende kapital (t.kr.**)	84.205	81.080	66.944	67.620	74.721
Medlemmernes formue (t.kr.**)	174.898	163.683	112.044	105.443	101.120
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue ***)	1,25	1,40	1,50	1,53	1,54

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

\*\*\*) Sammenligningstal er fra balancen ultimo året.

\*\*\*) Dette nøgletal er omregnet til helårstal.

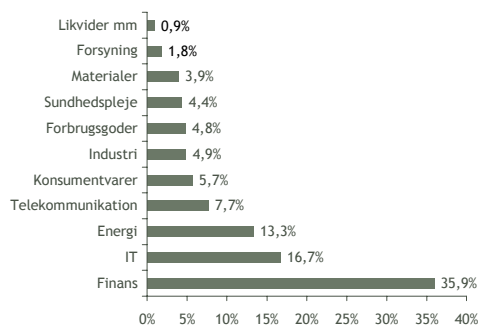
## Nøgletal for risiko - 5 år\*)

Sharpe ratio	-0,20
Standardafvigelse	20,08%
Sharpe ratio (benchmark)	-0,17
Standardafvigelse (benchmark)	20,79%

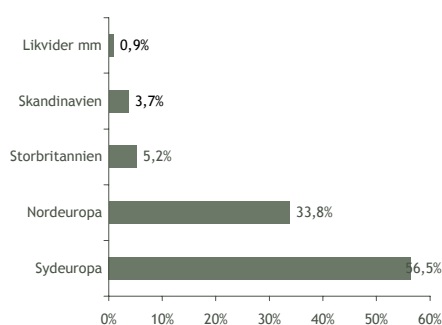
## 5 største beholdninger

	Sektor	Land	Andel
Sanofi-Aventis	Sundhedspleje	Frankrig	4,36%
Royal Dutch Shell Plc-A Shs	Energi	England	4,35%
Total Sa	Energi	Frankrig	4,16%
Nokia Oyj	IT	Finland	3,67%
Banco Santander Ctrl Hisp.	Finans	Spanien	3,60%

## Sektorfordeling



## Geografisk fordeling



## Resultatopgørelse, balance og formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>
Renteindtægter	59	22
Udbytter	5.031	3.004
Kursregulering, kapitalandele	2.497	8.973
Kursregulering, valutakonti	-15	-1
Administrationsomkostninger	1.151	826
Skat	499	310
Halvårets nettoresultat	5.922	10.862
<b>Aktiver</b>		
Likvide midler	836	1.448
Noterede aktier fra udenl. selskaber	173.190	159.469
Unot. kapitalandele danske selskaber	0	2.117
Tilgodehavende renter, udbytte m.v.	0	1
Aktuelle skatteaktiver	913	658
Aktiver i alt	174.939	163.693
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue	174.898	163.683
Skyldige omkostninger	41	10
Passiver i alt	174.939	163.693
<b>Formueopgørelse</b>		
Medlemmernes formue (primo)	163.683	112.044
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12	-1.622	-1.506
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning	-172	-29
Emissioner i perioden	20.374	27.514
Indløsninger i perioden	-13.460	-840
Emissionstillæg	104	211
Indløsningsfradrag	69	7
Periodens resultat	5.922	26.282
I alt medlemmernes formue	174.898	163.683

## Nøgletal

	2006	2005	2004	2003	2002
Afkast (pct.)*	-1,20	17,14	2,89	3,72	-11,07
Benchmarkafkast (pct.)*	-0,45	16,64	1,41	3,08	-7,98
Indre værdi**	197,60	203,87	154	138	116
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)*	-3.395	21.390	2.986	1.914	-10.813
Cirkulerende kapital (t.kr.)**	109.022	97.312	79.092	67.350	58.750
Medlemmernes formue (t.kr.)**	215.426	198.391	122.130	92.750	67.922
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue ***)	1,25	1,40	1,50	1,53	1,53

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

\*\*\*) Sammenligningstal er fra balancen ultimo året.

\*\*\*) Dette nøgletal er omregnet til helårstal.

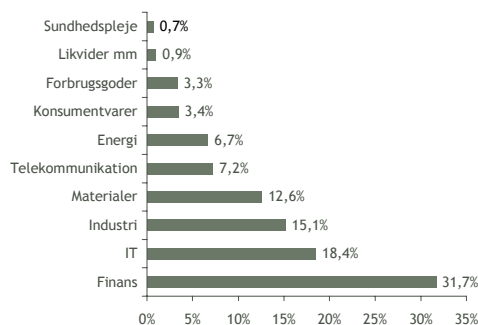
## Nøgletal for risiko - 5 år\*)

Sharpe ratio	0,21
Standardafvigelse	18,35%
Sharpe ratio (benchmark)	0,25
Standardafvigelse (benchmark)	19,36%

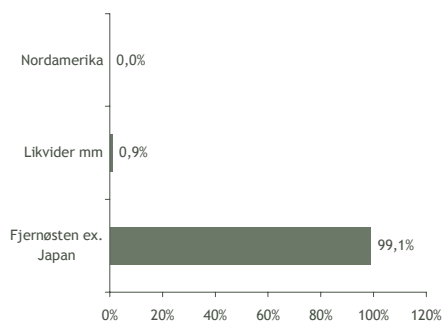
## 5 største beholdninger

	Sektor	Land	Andel
Samsung Electronics Gdr	IT	Korea	5,37%
Posco Adr	Materialer	Korea	4,98%
Bhp Billiton Ltd	Materialer	Australien	4,02%
Kookmin Bank Adr	Finans	Korea	3,98%
Taiwan Semiconductor Adr	IT	Taiwan (Formosa)	3,96%

## Sektorfordeling



## Geografisk fordeling



## Resultatopgørelse, balance og formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>
Renteindtægter	74	31
Udbytter	4.318	2.680
Kursregulering, kapitalandele	-5.904	19.818
Kursregulering, valutakonti	-185	14
Administrationsomkostninger	1.405	966
Skat	293	187
Halvårets nettoresultat	-3.395	21.390
<b>Aktiver</b>		
Likvide midler	1.123	5.181
Noterede aktier fra udenl. selskaber	213.416	190.731
Unot. kapitalandele danske selskaber	0	2.117
Tilgodehavende renter, udbytte m.v.	888	367
Aktiver i alt	215.427	198.396
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue	215.426	198.391
Skyldige omkostninger	1	5
Passiver i alt	215.427	198.396
<b>Formueopgørelse</b>		
Medlemmernes formue (primo)	198.391	122.130
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12	-3.892	-2.175
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning	-476	-99
Emissioner i perioden	29.118	36.881
Indløsninger i perioden	-4.484	-3.544
Emissionstillæg	141	248
Indløsningsfradrag	23	25
Periodens resultat	-3.395	44.925
I alt medlemmernes formue	215.426	198.391

## Danske Obligationer

Regnskab pr. 30.06.2006

### Nøgletal

	2006	2005	2004	2003	2002
Afkast (pct.)*	-2,02	3,68	1,71	3,51	2,59
Benchmarkafkast (pct.)*	-1,97	5,48	1,82	4,34	2,51
Indre værdi**	105,53	112,01	113,12	113,13	113,82
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)*	-92.245	113.736	39.541	63.727	34.830
Cirkulerende kapital (t.kr.**)	4.452.921	3.797.291	2.469.783	1.972.947	1.600.785
Medlemmernes formue (t.kr.**)	4.699.158	4.253.257	2.793.866	2.232.086	1.822.051
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue ***)	0,70	0,75	0,85	0,87	0,86

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

\*\*\*) Sammenligningstal er fra balancen ultimo året.

\*\*\*) Dette nøgletal er omregnet til helårstal.

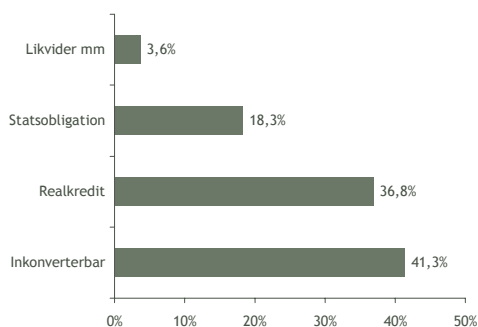
### Nøgletal for risiko - 5 år\*)

Sharpe ratio	0,85
Standardafvigelse	2,49%
Sharpe ratio (benchmark)	0,88
Standardafvigelse (benchmark)	3,05%

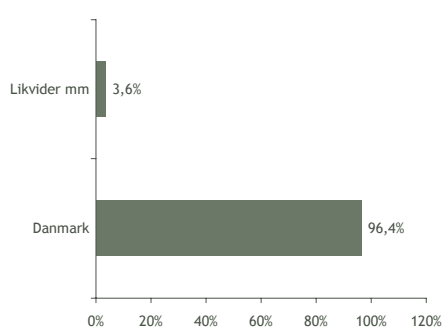
### 5 største beholdninger

	Type	Land	Andel
4,00% Dansk Stat 2015	Statsobligation	Danmark	13,21%
2,00% Skibskreditfond 2013	Inkonverterbar	Danmark	8,90%
4,00% Totalkredit 2035	Realkredit	Danmark	6,40%
2,00% Realk. Danmark 2011	Inkonverterbar	Danmark	5,82%
2,00% Brfkredit 2011	Inkonverterbar	Danmark	5,44%

### Obligationstyper



### Geografisk fordeling



**Danske Obligationer**

Regnskab pr. 30.06.2006

**Resultatopgørelse, balance og formueopgørelse i 1.000 kr.**

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>
Renteindtægter	79.793	55.399
Kursregulering, obligationer	-156.029	70.338
Administrationsomkostninger	16.009	12.001
Halvårets nettoresultat	-92.245	113.736
<b>Aktiver</b>		
Likvide midler	30.737	79.195
Not. obl. fra danske udstedere	4.598.970	4.127.202
Tilgodehavende renter, udbytte m.v.	69.465	46.874
Aktiver i alt	4.699.172	4.253.271
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue	4.699.158	4.253.257
Skyldige omkostninger	14	14
Passiver i alt	4.699.172	4.253.271
<b>Formueopgørelse</b>		
Medlemmernes formue (primo)	4.253.257	2.793.866
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12	-161.385	-123.489
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning	-1.063	4.661
Emissioner i perioden	876.736	1.609.288
Indløsninger i perioden	-176.738	-141.445
Emissionstillæg	504	1.347
Indløsningsfradrag	92	115
Periodens resultat	-92.245	108.914
I alt medlemmernes formue	4.699.158	4.253.257

**Nøgletal**

	2006	2005	2004	2003	2002
Afkast (pct.)*	-4,32	21,23	10,81	9,18	-7,78
Benchmarkafkast (pct.)*	-5,72	19,99	9,45	7,72	-9,14
Indre værdi**	235,88	248,71	180,90	154,25	127,23
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)*	-14.734	44.013	18.919	15.045	-15.474
Cirkulerende kapital (t.kr.**)	128.731	119.287	115.335	112.975	123.675
Medlemmernes formue (t.kr.**)	303.652	296.673	208.640	174.263	157.355
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue ***)	0,60	0,80	1,00	1,03	1,03

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

\*\*\*) Sammenligningstal er fra balancen ultimo året.

\*\*\*) Dette nøgletal er omregnet til helårstal.

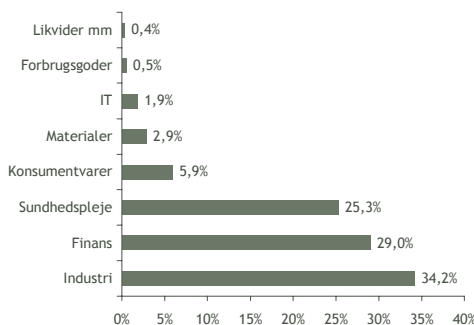
**Nøgletal for risiko - 5 år\*)**

Sharpe ratio	0,08
Standardafvigelse	18,45%
Sharpe ratio (benchmark)	0,03
Standardafvigelse (benchmark)	18,38%

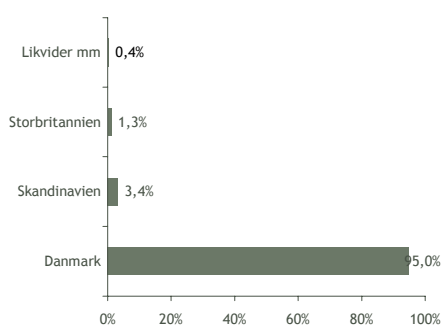
**5 største beholdninger**

	Sektor	Land	Andel
Danske Bank A/S	Finans	Danmark	18,59%
Novo Nordisk A/S B	Sundhedspleje	Danmark	14,59%
A.P. Møller-Mærsk B	Industri	Danmark	13,19%
A.P. Møller-Mærsk A	Industri	Danmark	13,03%
H. Lundbeck A/S	Sundhedspleje	Danmark	4,21%

**Sektorfordeling**



**Geografisk fordeling**



## Resultatopgørelse, balance og formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>
Renteindtægter	51	35
Udbytter	8.512	4.369
Kursregulering, kapitalandele	-22.319	40.564
Administrationsomkostninger	914	922
Skat	64	33
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>-14.734</b>	<b>44.013</b>
 <b>Aktiver</b>		
Likvide midler	1.041	2.913
Noterede aktier fra danske selskaber	288.458	280.992
Noterede aktier fra udenl. selskaber	14.138	10.682
Unot. kapitalandele danske selskaber	0	2.117
Tilgodehavende renter, udbytte m.v.	50	0
<b>Aktiver i alt</b>	<b>303.687</b>	<b>296.704</b>
 <b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue	303.652	296.673
Skyldige omkostninger	35	31
<b>Passiver i alt</b>	<b>303.687</b>	<b>296.704</b>
 <b>Formueopgørelse</b>		
Medlemmernes formue (primo)	296.673	208.640
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12	-2.684	-1.730
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning	-29	-33
Emissioner i perioden	36.750	28.947
Indløsninger i perioden	-12.481	-19.612
Emissionstillæg	118	188
Indløsningsfradrag	39	137
Periodens resultat	-14.734	80.136
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>303.652</b>	<b>296.673</b>

## Indeksobligationer

Regnskab pr. 30.06.2006

### Nøgletal

	2006	2005	2004	2003	2002
Afkast (pct.)*	-0,13	3,79	2,86	5,49	2,03
Benchmarkafkast (pct.)*		1,93	2,72	5,60	3,29
Indre værdi**	163,98	169,08	159,69	152,44	147,46
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)*	-3.080	16.672	12.159	22.478	8.038
Cirkulerende kapital (t.kr.)**	279.216	279.217	281.217	281.217	291.217
Medlemmernes formue (t.kr.)**	457.845	472.094	449.080	428.679	429.436
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue ***)	0,70	0,75	0,85	0,87	0,86

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

\*\*) Sammenligningstal er fra balancen ultimo året.

\*\*\*) Dette nøgletal er omregnet til helårstal.

### Nøgletal for risiko - 5 år\*

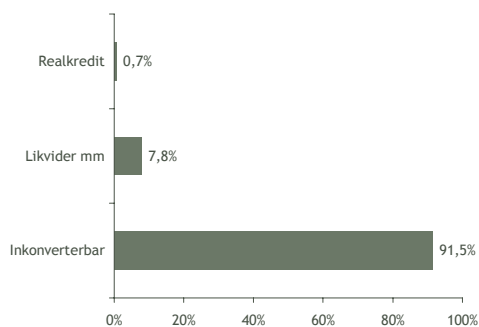
Sharpe ratio	1,83
Standardafvigelse	0,02
Sharpe ratio (benchmark)	
Standardafvigelse (benchmark)	

Afdelingen har ingen benchmark fra 1/1-2006

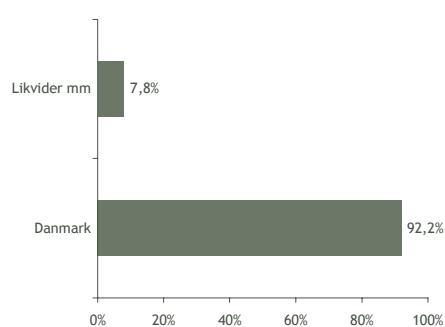
### 5 største beholdninger

	Type	Land	Andel
2,50% Nykredit 2041	Inkonverterbar	Danmark	13,33%
2,50% Landsbank. Real 2050	Inkonverterbar	Danmark	10,07%
2,50% Realk. Danmark 2026	Inkonverterbar	Danmark	10,07%
2,50% Kommunekredit 2050	Inkonverterbar	Danmark	8,73%
2,50% Realk. Danmark 2046	Inkonverterbar	Danmark	7,42%

### Obligationstyper



### Geografisk fordeling



## Indeksobligationer

Regnskab pr. 30.06.2006

Resultatopgørelse, balance og formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>
Renteindtægter	5.355	5.371
Kursregulering, obligationer	-6.803	12.993
Administrationsomkostninger	1.632	1.692
Halvårets nettoresultat	-3.080	16.672
<b>Aktiver</b>		
Likvide midler	17.167	22.342
Not. obl. fra danske udstedere	435.665	444.717
Tilgodehavende renter, udbytte m.v.	5.013	5.035
Aktiver i alt	457.845	472.094
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue	457.845	472.094
Passiver i alt	457.845	472.094
<b>Formueopgørelse</b>		
Medlemmernes formue (primo)	472.094	449.080
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12	-11.169	-9.843
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning	0	0
Emissioner i perioden	0	0
Indløsninger i perioden	0	-3.371
Emissionstillæg	0	0
Indløsningsfradrag	0	12
Periodens resultat	-3.080	36.216
I alt medlemmernes formue	457.845	472.094

## Nye Obligationsmarkeder

Regnskab pr. 30.06.2006

### Nøgletal

	2006	2005	2004	2003	2002
Afkast (pct.)*)	-2,21	4,59	-0,83	8,78	2,08
Benchmarkafkast (pct.)*)	-1,49	6,31	-0,26	11,67	0,37
Indre værdi**)	103,72	106,06	108,83	109,85	104,54
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)*)	-29.402	49.085	-12.247	89.344	11.626
Cirkulerende kapital (t.kr.)**)	1.281.706	1.308.254	1.324.989	1.234.045	834.659
Medlemmernes formue (t.kr.)**)	1.329.323	1.387.558	1.441.938	1.355.646	872.540
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue ***)	1,25	1,50	1,75	1,75	1,75

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

\*\*\*) Sammenligningstal er fra balancen ultimo året.

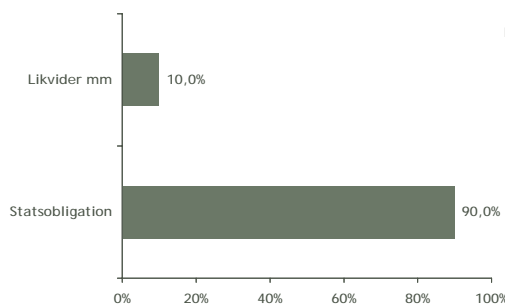
\*\*\*) Dette nøgletal er omregnet til helårstal.

### Nøgletal for risiko - 5 år\*)

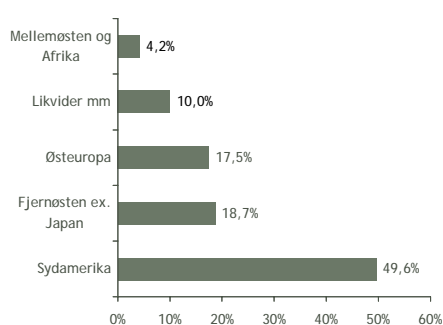
Sharpe ratio	0,84
Standardafvigelse	4,83%
Sharpe ratio (benchmark)	0,92
Standardafvigelse (benchmark)	6,43%

5 største beholdninger	Type	Land	Andel
5,00% Russia 31-03-2030	Statsobligation	Rusland	7,87%
9,875% Philippin 15-01-2019	Statsobligation	Philippinerne	6,03%
11,00% Brazil 17-08-2040	Statsobligation	Brazilien	5,58%
14,50% Brazil 15-10-2009	Statsobligation	Brazilien	5,26%
7,00% Petronas 22-05-2012	Statsobligation	Malaysia	4,57%

### Obligationstyper



### Geografisk fordeling



## Nye Obligationsmarkeder

Regnskab pr. 30.06.2006

Resultatopgørelse, balance og formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>
Renteindtægter	46.405	51.573
Kursregulering, obligationer	-154.252	139.168
Kursregulering, valutakonti	-3.867	12.750
Kursregulering, øvrige aktiver/passiver	90.910	-142.688
Administrationsomkostninger	8.598	11.718
Halvårets nettoresultat	-29.402	49.085
<b>Aktiver</b>		
Likvide midler	86.137	7.501
Not. obl. fra udenlandske udstedere	1.195.770	1.375.409
Afledte finansielle instrumenter	18.606	0
Tilgodehavende renter, udbytte m.v.	28.810	30.992
Aktiver i alt	1.329.323	1.413.902
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue	1.329.323	1.387.558
Afledte finansielle instrumenter	0	26.344
Passiver i alt	1.329.323	1.413.902
<b>Formueopgørelse</b>		
Medlemmernes formue (primo)	1.387.558	1.441.938
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12	0	-139.124
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning	0	4.505
Emissioner i perioden	50.659	216.316
Indløsninger i perioden	-79.739	-234.550
Emissionstillæg	191	473
Indløsningsfradrag	56	627
Periodens resultat	-29.402	97.373
I alt medlemmernes formue	1.329.323	1.387.558

## Bolig

Regnskab pr. 30.06.2006

### Nøgletal

	2006	2005	2004	2003	2002
Afkast (pct.)*)	-1,99	4,39	1,74	3,36	2,46
Benchmarkafkast (pct.)*)	-1,97	5,48	1,82	4,34	2,51
Indre værdi**)	103,86	111,03	110,94	109,71	110,63
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)*)	-5.470	8.419	1.836	2.344	1.316
Cirkulerende kapital (t.kr.)**)	265.045	242.044	153.410	92.192	57.707
Medlemmernes formue (t.kr.)**)	275.267	268.731	170.196	101.148	63.840
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue ***)	0,49	0,49	0,70	0,88	0,87

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

\*\*\*) Sammenligningstal er fra balancen ultimo året.

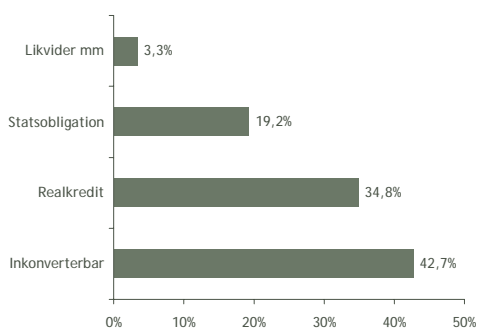
\*\*\*) Dette nøgletal er omregnet til helårstal.

### Nøgletal for risiko - 5 år\*)

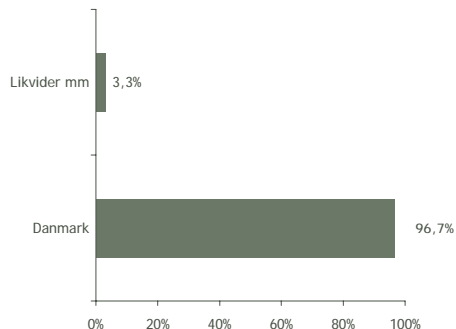
Sharpe ratio	0,87
Standardafvigelse	2,55%
Sharpe ratio (benchmark)	0,87
Standardafvigelse (benchmark)	3,05%

5 største beholdninger	Type	Land	Andel
4,00% Dansk Stat 2015	Statsobligation	Danmark	12,22%
4,00% Totalkredit 2035	Realkredit	Danmark	9,80%
4,00% Dlr Kredit 2008	Inkonverterbar	Danmark	7,48%
4,00% Dansk Stat 2010	Statsobligation	Danmark	6,94%
2,00% Brf Kredit 2010	Inkonverterbar	Danmark	6,14%

### Obligationstyper



### Geografisk fordeling



**Bolig**

Regnskab pr. 30.06.2006

**Resultatopgørelse, balance og formueopgørelse i 1.000 kr.**

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>
Renteindtægter	5.031	3.898
Kursregulering, obligationer	-9.837	5.006
Administrationsomkostninger	664	485
Halvårets nettoresultat	-5.470	8.419
<b>Aktiver</b>		
Likvide midler	1.458	3.184
Not. obl. fra danske udstedere	269.632	260.374
Tilgodehavende renter, udbytte m.v.	4.177	5.173
Aktiver i alt	275.267	268.731
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue	275.267	268.731
Passiver i alt	275.267	268.731
<b>Formueopgørelse</b>		
Medlemmernes formue (primo)	268.731	170.196
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12	-12.102	-6.903
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning	-353	-1.131
Emissioner i perioden	24.446	104.788
Indløsninger i perioden	0	-6.216
Emissionstillæg	15	81
Indløsningsfradrag	0	3
Periodens resultat	-5.470	7.913
I alt medlemmernes formue	275.267	268.731

#### Mere information

Yderligere oplysninger om halvårsrapporten kan fås ved henvendelse til:

**Direktør Peter Møller Lassen**, Investeringsforeningen Sparinvest

Telefon: 3634 7401

E-mail: [pml@sparinvest.dk](mailto:pml@sparinvest.dk)

**Direktør Michael Albrechtslund**, Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S

Telefon: 3634 7502

E-mail: [mia@sparinvest.dk](mailto:mia@sparinvest.dk)

Yderligere information om Sparinvests resultater og afdelinger kan ses på foreningens hjemmeside: [www.sparinvest.dk](http://www.sparinvest.dk)