

ÅRSRAPPORT 2017 FOR INVESTERINGSFORENINGEN VALUEINVEST DANMARK

Value Invest



Om ValueInvest Danmark

Investeringsforeningen ValueInvest Danmark

c/o BI Management A/S

Sundkrogsgade 7
Postboks 2672
2100 København Ø
Telefon 77 30 90 00
E-mail: kontakt@valueinvest.dk
www.valueinvest.dk

Bestyrelse

Ole Steffensen, formand
Jens Harck, næstformand
Ole Richter-Mikkelsen
Bent Carlsen
Mikael Bernhoft

Investeringsforvalningsselskab

BI Management A/S

Investeringsrådgiver

ValueInvest Asset Management S.A.,
Luxembourg

Revision

Deloitte Statsautoriseret Revisionspartner-
selskab

CVR-nr.

Investeringsforeningen
ValueInvest Danmark 20 93 10 43

FI-nr.

Investeringsforeningen
ValueInvest Danmark 11106

Fondskoder

ValueInvest Global A
DK001024639-6
ValueInvest Global W
DK006082505-7
ValueInvest Global I
DK006084109-6
ValueInvest Global Akkumulerende A
DK006003249-8
ValueInvest Global Akkumulerende W
DK006082521-4
ValueInvest Global Akkumulerende I
DK006084125-2
ValueInvest Japan A

Depotselskab

Spar Nord Bank A/S

Brancheforening

InvesteringsFondsBranchen

Layout og produktion

Kandrups Bogtrykkeri A/S

Køb og salg af beviser

Den mest enkle måde at købe beviser på i en af foreningens afdelinger er gennem Deres eget pengeinstitut.

Ved navnenotering opnår De fordelene ved, at ValueInvest Danmark løbende kan fremsende information om foreningen.

Besøg også vores hjemmeside på www.valueinvest.dk, hvor der ligger en vejledning i, hvordan der kan investeres i ValueInvest Danmark.

Andelsklassernes beviser kan indløses til indre værdi fratrukket indløsningsomkostninger, men kan normalt sælges gennem Deres pengeinstitut til en højere pris.

På www.valueinvest.dk kan De dagligt følge Foreningens indre værdi m.m. Her er det desuden muligt at se bl.a. halvårsrapporter, årsrapporter og månedlige beholdningsoversigter.

Når De henvender Dem i banken, oplys følgende:

- Foreningens navn
- Fondskode på andelsklassen
- Beløb De ønsker at investere
- Deres kontonummer
- Deres depotnummer
- Husk navnenotering

Indhold

Om ValueInvest Danmark.....	2
Ledelsesberetning for 2017.....	4
Ledelsespåtegning.....	12
Den uafhængige revisors revisionspåtegning.....	13
Anvendt regnskabspraksis.....	16
ValueInvest Global.....	19
Kommentarer og forventninger	19
Resultatopgørelse	20
Balance	20
Noter	21
Fusionsnote	22
ValueInvest Global A.....	23
ValueInvest Global W.....	25
ValueInvest Global I	27
ValueInvest Global Akkumulerende.....	29
Kommentarer og forventninger	29
Resultatopgørelse	30
Balance	30
Noter	31
ValueInvest Global Akkumulerende A	33
ValueInvest Global Akkumulerende W.....	34
ValueInvest Global Akkumulerende I.....	35
ValueInvest Japan.....	36
Kommentarer og forventninger	37
Resultatopgørelse	37
Balance	37
Noter	38
ValueInvest Japan A.....	40
Begreber for ValueInvest Danmarks afdelinger	42
Finanskalender	43
Hvad er valueinvestering?.....	44
Hvem er ValueInvest?	45
Til notater	46
Praktiske forhold	47

Foreningens ordinære generalforsamling afholdes
den 12. april 2018 kl. 16.00 på Comwell, Aarhus.

Ledelsesberetning 2017

Investeringsforeningen ValueInvest Danmark består af tre afdelinger med tilhørende andelsklasser. Hver afdeling aflægger separat regnskab og afdelingsberetning. Regnskaberne viser afdelingernes og de tilhørende andelsklassers økonomiske udvikling i regnskabsåret og giver en status ultimo året.

Afdelingsberetningen er placeret før den enkelte afdelings regnskab og regnskabsmæssige opgørelser for de tilhørende andelsklasser. I afdelingsberetningen kommenteres afdelingens og andelsklassernes resultat for året og formueudvikling, samt de specifikke forhold, der gælder for afdelingen.

Foreningens investeringsforvaltningsselskab håndterer en række opgaver inden for administration og investering, som er fælles for Foreningens afdelinger. Det er med til at sikre en omkostningseffektiv drift.

Endvidere påvirkes afdelingerne af mange af de samme forhold, selvom de investerer i forskellige aktier. Eksempelvis kan udsving i den globale vækst påvirke afkast og risiko i alle afdelinger.

Derfor er det valgt at beskrive den overordnede markedsudvikling, de generelle risici og Foreningens risikostyring i et fælles afsnit for alle afdelinger i rapporten. Det anbefales, at disse afsnit læses i sammenhæng med de specifikke afdelingsberetninger for at få et fyldestgørende billede af udviklingen og de særlige forhold og risici, der påvirker de enkelte afdelinger.

Fusion

På den ekstraordinære generalforsamling den 27. februar 2017 blev det besluttet at fusionere afdeling Blue Chip Value med afdeling Global, med sidstnævnte som den fortsættende afdeling.

Fusionen er en konsekvens af, at der gennem flere år har været en faldende interesse for afdeling Blue Chip Value og at der

ikke har været tegn på, at dette billede vil ændre sig i de kommende år. Den faldende interesse har resulteret i en kontinuerlig indløsning i afdelingen. Den faldende efterspørgsel er i vid udstrækning erstattet med øget efterspørgsel i afdeling Global.

Fusionen af de to afdelinger blev gennemført i maj 2017.

Etablering af andelsklasser

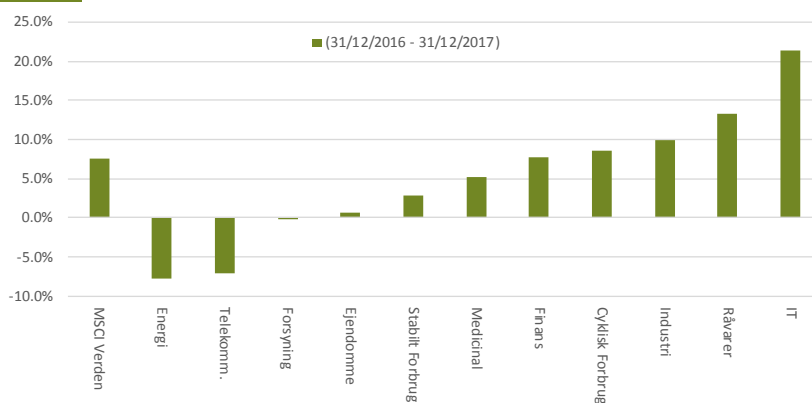
I juni 2017 blev der etableret tre andels-

klasser i hver af foreningens globale afdelinger og en i afdeling Japan.

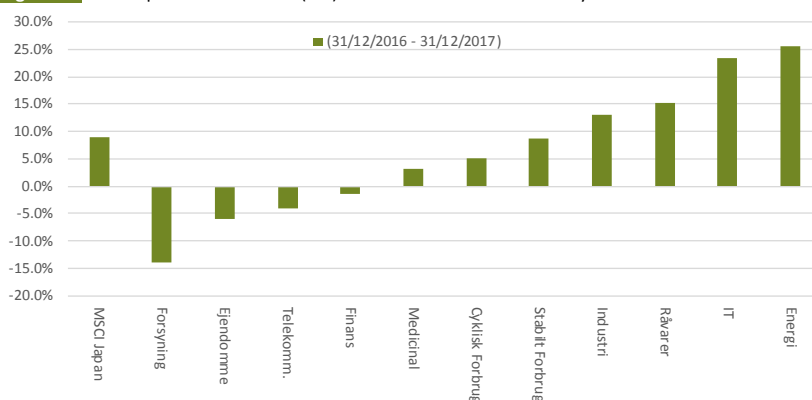
Etablering af andelsklasser er en konsekvens af indførelsen af MiFID II (lovregler, som regulerer de finansielle markeder i EU), der fra den 1. juli 2017 betyder, at pengeinstitutterne ikke kan modtage formidlingsprovisioner for distribution af foreningens beviser, når der er tale om kunder, der har indgået en aftale om porteføljepleje med pengeinstituttet. Som følge heraf er der

	Personbeskatning (aktieindkomst)	Pensionsbeskatning (15,3% afgift)	Selskabsindkomst
ValueInvest Blue Chip Value	27,50	27,50	27,50
ValueInvest Global	26,90	26,90	26,90
ValueInvest Japan	18,70	18,70	18,70

Figur 1 MSCI Verden Net Dividends (ND) i DKK inkl. reinvesterede udbytter



Figur 2 MSCI Japan Net Dividends (ND) i DKK inkl. reinvesterede udbytter



Ledelsesberetning 2017 (fortsat)

etableret en andelsklasse i hver afdeling, hvor der fortsat betales formidlingsprovision til brug for rådgivningskunder og to andelsklasser i hver af de globale afdelinger uden formidlingsprovision til brug for porteføljeplejeaftaler.

Årets udvikling

Den samlede formue er faldet med 1.385.682 t.kr. og udgør ultimo året 6.602.975 t.kr. En formue tilbagegang som hovedsageligt kan tilskrives nettoindløsninger for i alt 936.323 t.kr. Foreningen realiserede et resultat for året på 188.344 t.kr. I forbindelse med generalforsamlingen i 2017 blev der udbetalt hele 637.703 t.kr. i udbytte til Foreningens investorer.

Udbytte

Bestyrelsen foreslår nedenstående udbytter for 2017 i de respektive andelsklasser. Udbytterne er opgjort i overensstemmelse med vedtægterne og lovgivningens regler om minimumsindkomst. Udbytterne er angivet med deres tilhørende indkomstfordeling i kroner pr. bevis. Udbytterne er udbetalt aconto. Udbyttedatoen var den 6. februar 2018 med udbetaling den 8. februar 2018.

Afkastforklaring

I både årsrapporten for 2016 og halvårsrapporteringen for 2017 var vi inde på, at valgene i Europa kunne blive bestemmende for, hvilke drejning Europa ville tage. De protektionistiske strømninger, der kom ud af valget af Donald Trump som præsident i USA, var også på dagsordenen, og de udgjorde en potentiel kilde til friktion for verdenshandlen. Trumps første kvartaler som USA's præsident har vist, at der er flere om at bestemme politikken i USA, og derfor har hans "America First"-kampagne nok primært isoleret ham selv – og i mindre grad USA. Valgene i Holland og Frankrig bragte ikke nogen afgørende højredrejning i retning af mere nationalisme, hvorimod det tyske valg efterlod Angela Merkel med en svær situation for regeringsdannelsen i Tyskland. Gløderne i det geopolitiske bål blev holdt ved lige af Nordkorea, der gentagne gange dels truede omverdenen og specielt USA med

atomvåben, dels affyrede missiler med større eller mindre succes. Ingen af de nævnte begivenheder kunne dog ryste aktiemarkedet i nævneværdig grad, og risikovilligheden forblev intakt igennem året.

Verdensøkonomien i fuldt firspring, men kun svage lønstigninger!

Det cykliske opsving fortsætter med at samle momentum, og væksten ser ud til at accelerere i Europa, Japan, Kina og USA. På trods af at FED, den amerikanske nationalbank, har påbegyndt en normalisering af den meget aggressive monetære politik, blæser der fortsat ekstremt milde vinde over de finansielle markeder med meget lave renter – nogle steder negative – og rigeligt med likviditet fra centralbankerne. Sammen med lav inflation og lave lønstigninger giver det en solid grobund for optimisme på de finansielle markeder. Netop de lave lønstigninger er en del af årsagen til den lave inflation, som igen er en del af årsagen til de meget lave renter. Lave lønstigninger er ikke noget nyt fænomen, og den vedblivende trend er med til at øge uligheden mellem rig og fattig. Denne polarisering er en faktor, der bærer ved til de kræfter, der i nogle modne økonomier taler for antiglobalisering ud fra deisen om at beskytte "hjemlige" jobs og ikke bare outsource alt. IMF oplister i deres seneste "World Economic Outlook" en række årsager til den svage lønudvikling, f.eks.:

- Højere økonomisk integration mellem landene medfører, at lønfastsættelsen bliver mere "global" og dermed påvirkes (typisk negativt) fra flere sider.
- En udbredt stigning i ufrivillig deltidsbeskæftigelse og korttidskontrakter.
- Ønsker fra en række EURO-lande om at øge konkurrenceevnen efter den globale finanskrisen.
- Vigende produktivitetsvækst.

IMF konkluderer således, at lønstigningerne i dag, cirka ti år efter finanskrisen, er væsentligt svagere end før finanskrisen. Svage lønstigninger er på overfladen positivt for virksomhederne, idet det holder produktionsomkostningerne i ave, specielt i

løntunge sektorer. På den baggrund er det ikke overraskende, at forventningerne til aktiemarkederne i 2018 generelt er høje. Den amerikanske skattereform, der nu er vedtaget, giver også grobund for aktiemarkedets optimisme på kort sigt. At den reform så længere ude i fremtiden givetvis skaber et endnu større underskud på statsfinanserne i USA ser ikke ud til at bekymre aktiemarkedet.

Signalforvirring mellem aktie- og obligationsmarkedet

Rentekurven i USA (forskellen mellem korte og lange renter) er blevet fladere i 2017. De korte renter er steget i takt med FED's renteforhøjelser, hvorimod de lange renter er faldet marginalt. Samtidig har aktiemarkederne sat nye rekorder i forventning om fortsat økonomisk vækst. De lange renter er normalt styret af markedsforventninger til vækst og inflation, og en udfladning af rentekurven eller ligefrem en inverteret rentekurve, hvor de korte renter er højere end de lange renter, ses som et varsel på en konjunkturvending og bliver ofte efterfulgt af en recession. Med forventninger om yderligere stigninger i den korte ende af rentekurven i USA er der udsigt til en flad rentekurve, hvis ikke de lange renter begynder at stige. Dermed kan vi konstatere, at der er modstridende signaler omkring den økonomiske udvikling fra obligations- og aktiemarkedet i USA. Med lidt forsinkelse kan disse modsigelser også blive aktuelle i Europa og Japan.

En af drivkræfterne bag det stigende aktiemarked i 2017 har været positive forventninger til vedtagelsen af den længe ventede skattereform i USA. Dertil kommer, at økonomierne i både Europa og Asien også er i fremgang med faldende arbejdsløshed til følge. På den politiske scene blev valget i Tyskland en lidt grumset affære, og efteråret har budt på store udfordringer for Angela Merkel i hendes forsøg på at danne en ny regering, der endnu ved årsskiftet ikke var på plads. Derimod ser det ud til, at der er kommet mere skred i forhandlingerne mellem EU og Storbritannien om at gennem-

Ledelsesberetning 2017 (fortsat)

føre Brexit. I Japan udskrev premierminister Shinzo Abe i efteråret lynvalg, der endte med et styrket mandat til den siddende regering, godt hjulpet på vej af uroen omkring Nordkorea. Styrkelsen af regeringsmagten kan muligvis lede til en forfatningsændring, der kan bane vejen for stærkere militærberedskab som svar på både Nordkoreas trusler og højere militære ambitioner i Kina.

Afkast

Både det generelle aktiemarked og alle ValueInvest-porteføljerne har i 2017 givet positive afkast. Der har været markant forskel på top og bund med hensyn til sektorafkast. Energi, der ellers fik en opblomstring efter valget af Trump i USA, er med et fald på næsten 8% den dårligste sektor, mens IT med en stigning på hele 21% klart er vinderen blandt alle sektorer. Der er ingen investeringer i Energi i ValueInvest-porteføljerne, og i vindersektoren IT er der et enkelt selskab i de Globale porteføljer samt to selskaber i den japanske portefølje. Den store overvægt af selskaber i sektoren Stabilt Forbrug har i de Globale porteføljer lagt en dæmper på afkastet. Både de Globale porteføljer og Japan-porteføljen gav et samlet afkast, der ligger under markedsafkastet. Som altid måler vi afkastene (inklusive alle omkostninger) i forhold til henholdsvis Morgan Stanleys Verdensindeks og Japanindeks, inklusive dividender, men eksklusive alle omkostninger. Vi anvender udelukkende disse indeks som målepunkt for aktiemarkedets generelle afkast, idet vi til sammensætningen af porteføljerne ikke lader os inspirere heraf.

Sektorudvikling - Global

Sektorudviklingen i Morgan Stanleys Verdensindeks var præget af en markant forskel mellem top og bund på 29 procentpoint. Bundskraberen var Energi, der med et negativt afkast på 7,8% var dårligste sektor, efterfulgt af Telekommunikation og Forsyning, der gav afkast på henholdsvis -7,1% og 0,2%. Energi var en af de sektorer, der steg mest efter Trump-sejren, men gassen gik af ballonen i 2017. IT blev bedste sektor

med et afkast på 21,4% efterfulgt af sektorerne Råvarer og Industri med afkast på henholdsvis 13,2% og 10,0%. Hverken de Globale porteføljer eller Japan-porteføljen har investeringer i Energi og er derfor ikke påvirket af de store udsving i denne sektor. I IT-sektoren har de Globale porteføljer en enkelt investering i form af Microsoft, og Japan-porteføljen har to selskaber tilbage i denne sektor. Hverken de Globale porteføljer eller Japan-porteføljen har investeringer i Finans, men har derimod for de Globale porteføljes vedkommende mere end 60% investeret i to af de mest indtjeningsstabile sektorer, Stabilt Forbrug og Medicinal.

Sektorudvikling - Japan

I Morgan Stanleys Japanindeks var der en markant stor spredning i afkastene mellem de ti hovedsektorer. Forskellen mellem top og bund var på hele 40 procentpoint. Forsyning, Ejendomme og Telekommunikation var de dårligste sektorer med negative afkast på henholdsvis -13,9%, -6,0% og -4,0%. De bedste sektorer var Energi, IT og Råvarer med afkast på henholdsvis 25,6%, 23,4% og 15,2%.

Stabil porteføljesammensætning - nye selskaber i både de globale afdelinger og Japan-afdelingen

I starten af 2017 tilføjedes to nye selskaber i de Globale porteføljer i form af engelske NEXT og senere danske Novo Nordisk. De to selskaber blev beskrevet i sommerens udgave af magasinet. I løbet af efteråret blev der tilføjet tre nye selskaber til Japan-porteføljen: NSK (industrimaskiner), Adeka (kemikalier) og Bridgestone (dækproduktion).

Aktiemarkederne er i rekordhumør - tid til at være selektiv

Mange af verdens store aktieindeks ligger på all-time high eller multi-year high, hvilket afspejler den optimisme, der kan spores næsten overalt, når der måles på forbruger- og erhvervstilliden. Kigger man på et simpelt mål for prisfastsættelse, illustreret ved P/E (kurs i forhold til indtjening), så ligger Mor-

gan Stanleys Verdensindeks pt. over både det 10-årige og 5-årige gennemsnit (kilde: Bloomberg) og er derfor dyrt set ud fra et historisk perspektiv. Inden vi anvender dette nøgletal som et pejlemærke for det kommende års afkast, skal vi huske, at renterne tillige er historisk lave, og at dette har betydning for de multipler, markedet er villig til at betale for indtjeningen (lav rente = høj multipl). Skulle de lange renter begynde at stige, vil det lægge pres på P/E-multiplen, og hvis ikke det følges op af stigende indtjening, vil det have negative konsekvenser for aktiemarkederne. Et andet mål til vurdering af prisfastsættelsen af aktiemarkedet er Campbell/Shillers cyklisk justerede P/E-mål (CAPE). Her finder vi ligeledes, at dette P/E-tal ligger pænt over gennemsnittet. Disse "eksterne" indikatorer understøtter vores egne beregninger. Den høje prisfastsættelse af det generelle aktiemarked lægger en dæmper på det fremtidige afkastpotentiale, og derfor skal man som investor være yderst selektiv i sine aktievalg.

Kvalitet og attraktiv prisfastsættelse

Efter en lang periode med stigende risikovillighed og stigende aktiekurser er der opstået en form for tilbagelænhed, hvor investorerne ikke i tilstrækkelig grad har fokus på risiko. Under disse markedsforhold er det særdeles vigtigt at holde fokus på kapitalbeskyttelse (den reelle risiko), hvorfor vi, som altid, forsøger at afdække truslerne mod indtjeningen og profitabiliteten på en sådan måde, at risikoen for permanent tab af indtjeningsevne er så lav som mulig. I vores arbejde med at identificere og udvælge virksomheder til ValueInvest-porteføljerne anvender vi en række værktøjer, hvormed vi – uden at glemme værdiansættelsen – vurderer virksomhedernes indtjeningsstabilitet, profitabilitet og evne til at generere et afkast på investeringerne, der er højere end virksomhedens kapitalomkostninger.

Alle ValueInvest-porteføljerne har en væsentlig højere andel af formuen investeret i mere stabilt indtjenende virksomheder end det generelle aktiemarked og er samti-

Ledelsesberetning 2017 (fortsat)

dig lavere prisfastsat end henholdsvis det globale og det japanske marked. Udover at handle til en rabat i forhold til markedet er virksomhederne i både de Globale porteføljer og Japan-porteføljen gennemsnitligt bedre i stand til at tjene et merafkast på den investerede kapital end det samlede marked.

Sammensætningen af porteføljerne

Afdelingerne har historisk set haft en overvægt af selskaber, der er karakteriseret ved en høj indtjeningsstabilitet. I en nøje tilrettelagt proces bliver alle brancher på aktiemarkedet (128, ekskl. Finans og Ejendomme) inddelt i forskellige grader af indtjeningsstabilitet. Derefter forsøger Foreningen gennem en grundig analyse at afdække de bedste selskaber, typisk inden for de mest indtjeningsstabile brancher, for at ende med en sammensætning af virksomheder, der giver færrest mulige negative overraskelser i indtjeningen. Vi mener, at denne sammensætning er et stærkt udgangspunkt for at levere en af hjørnestenene i Foreningens strategi: kapitalbeskyttelse. At have stor vægt mod indtjeningsstabilitet er et aktivt tilvalg og har betydning for, hvordan porteføljerne klarer sig i forskellige markeds miljøer. Det betyder bl.a., at afkastene typisk svinger mindre end markedsafkastet set over længere perioder. Set i forhold til det generelle aktiemarked (relativt perspektiv) betyder det, at porteføljerne i opgangstider giver lidt mindre afkast, men til gengæld i nedgangstider bør tabe noget mindre end markedet. Disse karakteristika omtaler vi under de enkelte afdelinger. Sammensætningen er hverken inspireret af et referenceindeks eller et makroøkonomisk udsyn. Foreningen er naturligvis afhængig af, at markedet skaber nogle undervurderede selskaber, der kan købes med tilstrækkelig rabat for at revitalisere afdelingernes afkastpotentiale og skabe downside-beskyttelse. Ved hjælp af Foreningens aktiemarkedsscreeninger afsøger vi kontinuerligt markedet for interessante virksomheder med en væsentlig rabat i forhold til deres reelle værdier.

Forventninger

Skattereformen er nu vedtaget i USA, og renterne er stadig og har i mange år været historisk lave. I Europa og Japan pumper centralbankerne fortsat milliarder af euro og yen ud i økonomierne i form af opkøb af finansielle aktiver, selvom ECB (Den Europæiske Centralbank) dog sænker sine månedlige opkøb til 30 milliarder euro fra januar 2018. Nærlæser man ECB's Asset Purchase Program (APP), er intentionen at fortsætte med opkøbene til september 2018 og muligvis længere, såfremt inflationsmålet på "under, men tæt på 2%" ikke er nået. Vi mener, det er usund praksis, at den gæld, der udstedes af stater og virksomheder (ECB køber også virksomhedsobligationer) i Europa (og andre steder med centralbankopkøb) ikke kommer ud til "rigtige" investorer samtidig med, at den prisfastsættes ud fra en normal betragtning om at opkræve en passende risikopræmie i forhold til den underliggende, fundamentale risiko.

Vi forudsiger ikke, hvornår kapitalmarkedet skal tilbage til normale tilstande, men effekten af en eventuel normalisering vil uvægerligt få betydning for aktiemarkedet med højere volatilitet til følge.

Alt i alt øjner vi de bedste økonomiske udsigter, der længe er set over en bred kam. Det synkrone globale opsving tegner umiddelbart et fortsat positivt billede af investeringsklimaet for aktier. Vi må dog ikke glemme, at aktiemarkedet, målt ved Morgan Stanleys Verdensindeks, siden marts 2009 har givet mere end 15% i årligt afkast. Det vil nok være en tand for optimistisk at forvente, at sådanne høje årlige afkast kan fortsætte.

Mange markedsdeltagere nævner geopolitiske chok som den potentielt største fare for aktiemarkederne i 2018. Måske er det i bund og grund den største risiko for aktiemarkedet for tiden: selvtillidshed og en næsten skyfri horisont uden nævneværdige faresignaler.

De lysere udsigter for verdensøkonomien er reflekteret i aktiekurserne og i både kreditspænd og VIX-indekset, der ligger tæt på mange års laveste niveauer. Vi mener, at overvægten af stabilt indtjenende virksomheder i alle afdelinger, typisk med stærke balancer og ringe gæld, vil betyde, at porteføljernes selskaber er godt rustede til at møde de udfordringer, som markedet måtte byde på. Vi leder konstant efter nye investeringsmuligheder i de aktivt forvaltede porteføljer og konstaterer, at der for øjeblikket ikke synes at være bedre afkastmuligheder i den mere konjunkturfølsomme del af aktiemarkedet.

Fund Governance

Foreningens bestyrelse har vedtaget en fund governance-politik, som følger Investeringsfundsbranchens anbefalinger. Politikken vedrører den overordnede styring af rettigheder og ansvar blandt aktørerne i og omkring foreningen og investeringsforvaltningsselskabet. Politikken fastlægger – sammen med øvrige regler, forretningsgange og politikker – samspillet mellem investorer, bestyrelsen, direktionen og øvrige interessenter.

Mål underrepræsenterede køn

Det er bestyrelsens mål, at begge køn er repræsenteret med mindst 20% i bestyrelsen senest i 2020.

Videnressourcer

Investeringsforvaltningsselskabet råder over betydelige og brede videnressourcer, som kan sikre en stabil og sikker drift af foreningen. På områder, hvor selskabet ikke selv besidder de fornødne videnressourcer, varetages opgaverne af eksterne.

Revision

Foreningens revisionshonorar udgjorde i 2017: 88 t.kr. (2016: 98 t.kr.). Andre honorar til foreningens generelforsamlingsvalgte revisor udgjorde i 2017: 962 t.kr. (2016: 6 t.kr.)

Ledelsesberetning 2017 (fortsat)

Usædvanlige forhold

Udover omtale af udviklingen på de finansielle markeder er der ikke i regnskabsåret indtruffet usædvanlige forhold, som har påvirket indregningen og målingen.

Usikkerhed ved indregning og måling

Der er ikke væsentlig usikkerhed forbundet med indregning og måling af balanceposter.

Begivenheder efter regnskabsårets afslutning

Der er fra balancedagen og frem til i dag ikke indtrådt forhold, som påvirker vurderingen af årsregnskabet.

Samfundsansvar

Investeringsforeningen ValueInvest Danmarks rådgiver, ValueInvest Asset Management S.A. (VIAM), har underskrevet PRI, som er et samarbejde for professionelle investorer med henblik på, at fremme FN's principper for ansvarlig investering (PRI).

Bæredygtig og ansvarlig samfundsøkonomi er en forudsætning for at kunne opnå langsigtet positiv værditilvækst fra aktieinvesteringer. I udvælgelsesprocessen analyseres hver enkelt virksomhed med udgangspunkt i en beregning af den reelle værdi ("Fair Value"). Beslutningsgrundlaget er en nøje vurdering af virksomhedens værdier med stor vægt lagt på balancen, nuværende indtjening, ledelsens egne forventninger til fremtiden og ikke mindst stabiliteten i de historiske resultater.

VIAM vurderer samtidig på om de virksomheder, der investeres i, har en samfundsmæssig ansvarlig adfærd, som følger etablerede normer, idet VIAM mener, at det modsatte kan skade aktiens værdi på lang sigt. VIAM evaluerer ud fra en helhedsbetragtning blandt andet socialt ansvar, miljøhensyn, menneskerettigheder, korruption, arbejdstagerrettigheder og våbenproduktion. Læs mere om FN's principper for ansvarlig investering (PRI): www.unpri.org

Foreningens rådgiver har udarbejdet en politik for ansvarlige investeringer, en politik for integrering af ansvarlige investeringsprincipper i investeringsprocessen samt en politik for stemmeafgivelse, hvor samfundsansvar er et særligt punkt.

Som en del af vores (VIAM's) forpligtelse til ESG, monitorerer vi sektorer og selskaber og opdaterer regelmæssigt vores investerings-eksklusionsliste. Eksklusionen kan enten være produktbaseret eller adfærdsbaseret, som beskrevet nedenfor.

Produktbaseret eksklusion inkluderer produktionen af kul eller kul-baseret energi, produktion af antipersonelle landminer, produktionen af klyngevåben, produktionen af atomvåben samt produktionen af tobak.

Adfærdsbaseret eksklusion inkluderer alvorlige overtrædelser af menneskerettigheder, alvorlig miljømæssig ødelæggelse, grov korruption, alvorlig overtrædelse af individuelle rettigheder under krig eller konflikt samt andre særligt alvorlige overtrædelser af fundamentale etiske normer. Ugentligt monitoreres der for opdateringer på eksklusionsområder, sektorer og virksomheder ift. best-practice.

Alle virksomheder, som Foreningen investerer i, monitoreres ift. overtrædelsen af internationale normer. Dette udføres af en tredjeparts ESG samarbejdspartner, der leverer ESG data til Foreningens rådgiver, inkl. informationer om overtrædelser og andre kontroverser.

VIAM vil bruge samarbejdet i PRI til i samspil med andre investorer igennem dialog, at påvirke virksomheder i retning af ansvarlighed og bæredygtighed (på engelsk, ESG Engagements).

Effekten af Engagements vurderes på interne møder, samt i dialog med PRI, og et eventuelt frasalg vurderes på baggrund heraf.

ESG /Ansvarlige investeringer er et emne på bestyrelsesmøder, hvor der rapporteres til Foreningens bestyrelse omkring virksomhedernes aktiviteter samt rådgivers forpligtel-

ser på området, herunder stemmeafgivelse (proxy voting).

På Foreningens hjemmeside findes yderligere informationer om Ansvarlige Investeringer.

Aktivt ejerskab

Foreningens rådgiver, ValueInvest Asset Management S.A., forholder sig til Aktivt Ejerskab, hvilket fremgår af rådgivers redegørelse herom. Se redegørelsen på Foreningens hjemmeside www.valueinvest.dk.

Risici og risikostyring

Som investor i en af de tre afdelinger i Investeringsforeningen ValueInvest Danmark får man en løbende pleje af sin opsparing. Plejen indebærer bl.a. en hensyntagen til de mange forskellige risikofaktorer på investeringsmarkederne.

Risikoen ved at investere via Foreningen kan overordnet knytte sig til tre elementer:

- Investeringsmarkederne
- Investeringsbeslutningerne
- Driften af Foreningen.

Risici knyttet til investeringsmarkederne

Afkastet i Foreningen bliver naturligvis påvirket af alle de risici, som knytter sig til investeringsmarkederne. Disse risikoelementer er for eksempel udviklingen i de økonomiske konjunkturer og politiske forhold – både lokalt og globalt – valutarisici, renterisici og kreditrisici.

Hver af disse risikofaktorer håndterer Foreningen indenfor de givne rammer: Eksempler på risikostyringselementer er rådgivningsaftalen og investeringspolitikker, interne kontroller, lovgivningens krav om risikospredning samt adgangen til at anvende afledte finansielle instrumenter.

Risici knyttet til investeringsbeslutningerne

Investeringerne i de fire afdelinger vælges efter valueprincippet. Det vil sige, at

Ledelsesberetning 2017 (fortsat)

man kun køber aktier i virksomheder, som handles til priser på børsen, der vurderes at ligge væsentligt under deres reelle værdi. Investeringsstrategien medfører en porteføljesammensætning, som ofte afviger betydeligt fra det generelle aktiemarked. Således er den aktuelle sammensætning af afdelingerne væsentligt forskellige fra de respektive referenceindeks, MSCI Verden ND og MSCI Japan ND, hvorved afkastene for afdelingerne ligeledes kan påregnes at afvige væsentligt fra disse indeksafkast, både i positiv og negativ retning.

Dette i modsætning til passivt styrede foreninger og afdelinger – også kaldet indeksbaserede – hvor investeringerne er sammensat, så de følger det valgte indeks. Derved kan investor forvente, at afkastet i store træk svarer til udviklingen i indekset. Afkastet vil dog typisk være lidt lavere end udviklingen i det valgte indeks, fordi omkostningerne trækkes fra i afkastet.

Foreningens bestyrelse har fastsat risikorammer for hver afdeling. Rammerne er fastlagt med reference til den observerede minimums- og maksimumsstandardafvigelse over de seneste 5 år.

I det område har bestyrelsen fastlagt en minimums- og en maksimumsstandardafvigelse, som overvåges af investeringsforvaltningsselskabet.

Risici knyttet til driften af Foreningen

For at undgå fejl i driften af Foreningen har investeringsforvaltningsselskabet etableret en række kontrolprocedurer og forretningsgange, som reducerer disse risici. Der arbejdes hele tiden på udvikling af systemer og højnelse af kontrolniveauet, således at risikoen for menneskelige fejl bliver reduceret mest muligt. Der er desuden opbygget et ledelsesinformationssystem, som sikrer, at der løbende følges op på omkostninger og afkast. Afkast vurderes dagligt, og er der områder, som ikke udvikler sig tilfredsstillende, tages dette op med rådgiver med henblik på at få vendt udviklingen. Der anvendes

desuden betydelige ressourcer på at sikre en korrekt prisfastsættelse. I de tilfælde hvor den aktuelle børskurs ikke vurderes at afspejle dagsværdien på det pågældende instrument, anvendes en værdiansættelsesmodel i stedet.

Investeringsforvaltningsselskabets complianceafdeling overvåger og kontrollerer, at de førnævnte systemer og forretningsgange virker og anvendes korrekt. Overskridelse af investeringsrammer rapporteres til Foreningens bestyrelse og i visse tilfælde også til Finanstilsynet.

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

Udover at administrationen i den daglige drift har fokus på sikkerhed og præcision, når opgaverne løses, følger Foreningens bestyrelse med på området.

Formålet er dels at fastlægge sikkerhedsniveauet og dels at sikre, at de nødvendige ressourcer er til stede i form af personale, kompetencer og udstyr.

For yderligere oplysninger om Foreningens forskellige afdelinger henvises til de gældende prospekter og Central Investorinformation. Disse kan downloades fra www.valueinvest.dk

Investeringsforeningen er desuden underlagt kontrol ved Finanstilsynet og lovpligtig revision ved generalforsamlingsvalgte revisorer. Her er risici og kontroller i højsædet.

Generelle risikofaktorer

Enkeltlande

Ved investering i værdipapirer i et enkelt land som for eksempel Danmark er der risiko for, at det finansielle marked i landet kan blive udsat for specielle politiske eller re-

guleringsmæssige tiltag. Desuden vil markeds-mæssige eller generelle økonomiske forhold i landet, herunder også udviklingen i landets valuta og rente, påvirke investeringernes værdi.

Eksponering mod udlandet

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

Valuta

Investeringer i udenlandske værdipapirer giver eksponering mod valutaer, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner.

Derfor vil afdelingernes kurs blive påvirket af udsving i valutakurserne mellem disse valutaer og danske kroner.

Selskabsspecifikke forhold

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

Nye markeder/Emerging Markets

Begrebet "nye markeder" omfatter stort set alle lande i Latinamerika, Asien (ek-

Ledelsesberetning 2017 (fortsat)

sempelvis Japan, Hongkong og Singapore), Østeuropa og Afrika. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt aktie- og obligationsmarkedet, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder er forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Et ustabilt politisk system indebærer en øget risiko for pludselige og grundlæggende omvæltninger indenfor økonomi og politik.

For investorer kan dette eksempelvis betyde, at aktiver nationaliseres, at rådigheden over aktiver begrænses, eller at der indføres statslige overvågnings- og kontrolmekanismer. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande

har enten allerede indført restriktioner med hensyn til udførsel af valuta eller kan gøre det med kort varsel. Markedslikviditeten på de nye markeder kan være faldende som følge af økonomiske og politiske ændringer samt naturkatastrofer. Effekten kan også være mere vedvarende.

Særlige risici ved aktieforeninger

Udsving på aktiemarkedet

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

Risikovillig kapital

Afkastet kan svinge meget som følge af selskabernes muligheder for at skaffe risikovillig kapital til for eksempel udvikling af nye produkter. En del af en forenings formue kan investeres i virksomheder, hvis teknologier er helt eller delvist nye, og hvis udbredelse kommercielt og tidsmæssigt kan være vanskeligt at vurdere.

Udsagn om forventninger

De udsagn om fremtiden, som er indeholdt i denne årsrapport, afspejler ledelsens aktuelle forventninger til fremtidige begivenheder og økonomiske resultater samt til konjunkturerne i verdensøkonomien og på finansmarkederne.

Disse typer forventninger er i sagens

natur forbundet med usikkerhed, og vi vurderer, at usikkerheden fortsat er større, end hvad vi historisk har set. Og da det ydermere er behæftet med meget stor usikkerhed at give et bud på den konkrete udvikling på de mange enkeltmarkeder, vi investerer på, vurderer vi, at det ikke er hensigtsmæssigt at komme med

konkrete tal for afkastforventningerne for det kommende år. Investorer og andre, der tager beslutninger på grundlag af informationen i denne rapport, bør generelt foretage deres egne omhyggelige overvejelser om, hvilke usikkerheder der kan have betydning.

Ledelsesberetning 2017 (fortsat)

Bestyrelse & direktion

Der kan oplyses følgende om bestyrelses- og direktionsmedlemmer i Investeringsforeningen ValueInvest Danmark:

Bestyrelse

Ole Steffensen, Formand. Tiltrådt 3. juni 2008

Bestyrelsesformand for:
Boliginvestor A/S

Medlem af bestyrelsen for:

Dit pultekammer Holding A/S, Dit pultekammer Kolding A/S, Dit pultekammer Højbjerg A/S, Dit pultekammer Århus V A/S, Dit pultekammer Århus Nord A/S, Dit pultekammer Randers A/S, Ejendomsselskabet af 01.01.2006, Hadsund A/S, Egedal Maskinfabrik A/S, ASX 1235 A/S, NTR Holding A/S, Det Nissenske Familiefond, Daniamant Holding A/S.

Direktør for:

Olav W. Hansen A/S

Jens Hæck, Næstformand. Tiltrådt 7. november 2002

Medlem af bestyrelsen for:

JTH Consult ApS og Brink Development ApS.

Direktør for:

JTH Consult ApS

Ole Richter-Mikkelsen. Tiltrådt 16. april 1998

Direktør for:

Richter Finans ApS

Mikael Bernhoff. Tiltrådt 25. april 2007

Bestyrelsesformand for:

Andersson og Sørensen Holding A/S, Aktieselskab, Alfr. Andersson og O. Sørensens etf. A/S, Elektas EL-Installationer A/S, Fornais A/S, Fornais Handels og Ingeniørfirma A/S.

Bent Erik Carlsen. Tiltrådt 3. juni 2008.

Direktør for:

B. Carlsen Shipping ApS

Direktion

BI Management A/S

Malene Ehrenskjöld, direktør

Henrik Grønlund, vicedirektør

Bestyrelsens valgperiode er reguleret ifølge Foreningens vedtægter på følgende måde:

Medlemmerne vælges for 2 år ad gangen. Ved første valg vælges 2 medlemmer for 1 år og resten for 2 år.

Genvalg kan finde sted.

Bestyrelsens medlemmer modtager et årligt honorar, der godkendes af generalforsamlingen.

Foreningens samlede bestyrelseshonorar udgjorde i 2017: 575 t.kr. (2016: 572 t.kr.)

Ledelsespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato aflagt og godkendt årsrapporten for 2017 for Investeringsforeningen Value-Invest Danmark (tre afdelinger).

Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv.

Årsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver og passiver, finansielle stilling pr. 31. december 2017 samt af resultatet for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2017.

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

Årsrapporten indstilles til generalforsamlings godkendelse.

København, den 20. marts 2018

Bestyrelse

Ole Steffensen
Formand

Jens Harck
Næstformand

Ole Richter-Mikkelsen
Bestyrelsesmedlem

Mikael Bernhoft
Bestyrelsesmedlem

Bent Carlsen
Bestyrelsesmedlem

Direktion

BI Management A/S

Målene Ehrenskjöld
Direktør

Henrik Granlund
Vicedirektør

Den uafhængige revisors revisionspåtegning

Til investorerne i Investeringsforeningen ValueInvest Danmark

Konklusion

Vi har revideret årsregnskabet for Investeringsforeningen ValueInvest Danmark for regnskabsåret 01.01.2017 - 31.12.2017, der omfatter resultatopgørelse, balance, noter og fællesnoter, herunder anvendt regnskabspraksis, for 3 afdelinger. Årsregnskabet udarbejdes efter lov om investeringsforeninger mv.

Det er vores opfattelse, at årsregnskabet giver et retvisende billede af foreningens og afdelingernes aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31.12.2017 samt af resultatet af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret 01.01.2017-31.12.2017 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv.

Vores konklusion er konsistent med vores revisionsprotokollat til bestyrelsen.

Grundlag for konklusion

Vi har udført vores revision i overensstemmelse med internationale standarder om revision og de yderligere krav, der er gældende i Danmark. Vores ansvar ifølge disse standarder og krav er nærmere beskrevet i revisionspåtegningens afsnit "Revisors ansvar for revisionen af årsregnskabet". Vi er uafhængige af foreningen i overensstemmelse med internationale etiske regler for revisorer (IESBA's Etiske regler) og de yderligere krav, der er gældende i Danmark, ligesom vi har opfyldt vores øvrige etiske forpligtelser i henhold til disse regler og krav. Det er vores opfattelse, at det opnåede revisionsbevis er tilstrækkeligt og egnet som grundlag for vores konklusion.

Efter vores bedste overbevisning er der ikke udført forbudte ikke-revisionsydelser som omhandlet i artikel 5, stk. 1, i forordning (EU) nr. 537/2014.

Vi blev første gang valgt som revisor for Investeringsforeningen ValueInvest Danmark den 19.04.2017 for regnskabsåret 2017.

Centrale forhold ved revisionen

Centrale forhold ved revisionen er de forhold, der efter vores faglige vurdering var mest betydelige ved vores revision af årsregnskabet for regnskabsåret 01.01.2017 - 31.12.2017. Disse forhold blev behandlet som led i vores revision af årsregnskabet som helhed og udformningen af vores konklusion herom. Vi afgiver ikke nogen særskilt konklusion om disse forhold.

Værdiansættelse og tilstedeværelse af børsnoterede finansielle instrumenter

Foreningens og afdelingernes investeringer i børsnoterede finansielle instrumenter til dagsværdi udgør en væsentlig del af foreningens og afdelingernes formuer og afkast.

Vi anser ikke, at disse investeringer er forbundet med betydelig risiko for væsentlig fejlinformation i årsregnskabet eller er forbundet med væsentlige skøn, fordi foreningens og afdelingernes finansielle instrumenter er sammensat af likvide, noterede finansielle instrumenter på et aktivt marked.

Det er dog vores opfattelse, at de børsnoterede finansielle instrumenter udgør en så væsentlig del af foreningens og afdelingernes formuer og afkast, at en betydelig del af vores revision koncentrerer sig om værdiansættelsen og tilstedeværelsen af de børsnoterede finansielle instrumenter.

Kriterierne for indregning og værdiansættelse af de børsnoterede finansielle instrumenter fremgår af foreningens anvendte regnskabspraksis under årsregnskabets fællesnoter.

Sammensætningen af de enkelte afdelingers børsnoterede finansielle instrumenter fremgår af noterne til de enkelte afdelingers balancer.

Forholdet er behandlet således i revisionen

Vores revisionshandling rettet mod værdiansættelse og tilstedeværelse af børsnoterede finansielle instrumenter har blandt andet omfattet, men ikke været begrænset til:

- Vi har opnået en forståelse for og evalueret investeringsforvaltningsselskabets kontroller i de centrale processer, herunder relevante it-systemer.
- Vi har testet investeringsforvaltningsselskabets kontroller, som sikrer korrekt registrering af børs- og valutakurser således, at afdelingernes beholdninger af børsnoterede finansielle instrumenter pr. 31. december 2017 er værdiansat i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv. samt foreningens regnskabspraksis.
- Vi har endvidere testet investeringsforvaltningsselskabets kontrol, som sikrer korrekt afstemning af afdelingernes beholdninger af børsnoterede finansielle instrumenter til foreningens depotbank. Afstemningerne er ligeledes stikprøvevist gennemgået pr. 31. december 2017.

Den uafhængige revisors revisionspåtegning

Ledelsens ansvar for årsregnskabet

Ledelsen har ansvaret for udarbejdelsen af et årsregnskab, der giver et retvisende billede i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv. Ledelsen har endvidere ansvaret for den interne kontrol, som ledelsen anser for nødvendig for at udarbejde et årsregnskab uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl.

Ved udarbejdelsen af årsregnskabet er ledelsen ansvarlig for at vurdere foreningens evne til at fortsætte driften, at oplyse om forhold vedrørende fortsat drift, hvor dette er relevant, samt at udarbejde årsregnskabet på grundlag af regnskabsprincippet om fortsat drift, medmindre ledelsen enten har til hensigt at likvidere foreningen, indstille driften eller ikke har andet realistisk alternativ end at gøre dette.

Revisors ansvar for revisionen af årsregnskabet

Vores mål er at opnå høj grad af sikkerhed for, om årsregnskabet som helhed er uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl, og at afgive en revisionspåtegning med en konklusion. Høj grad af sikkerhed er et højt niveau af sikkerhed, men er ikke en garanti for, at en revision, der udføres i overensstemmelse med internationale standarder om revision og de yderligere krav, der er gældende i Danmark, altid vil afdække væsentlig fejlinformation, når sådan findes. Fejlinformation kan opstå som følge af besvigelser eller fejl og kan betragtes som væsentlige, hvis det med rimelighed kan forventes, at de enkeltvis eller samlet har indflydelse på de økonomiske beslutninger, som regnskabsbrugere træffer på grundlag af årsregnskabet.

Som led i en revision, der udføres i overensstemmelse med internationale standarder om revision og de yderligere krav, der er gældende i Danmark, foretager vi faglige vurderinger og opretholder professionel skepsis under revisionen. Herudover:

- Identificerer og vurderer vi risikoen for

væsentlig fejlinformation i årsregnskabet, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl, udformer og udfører revisionshandlinger som reaktion på disse risici samt opnår revisionsbevis, der er tilstrækkeligt og egnet til at danne grundlag for vores konklusion. Risikoen for ikke at opdage væsentlig fejlinformation forårsaget af besvigelser er højere end ved væsentlig fejlinformation forårsaget af fejl, idet besvigelser kan omfatte sammensværgelser, dokumentfalsk, bevidste udeladelser, vildledning eller tilsidesættelse af intern kontrol.

- Opnår vi forståelse af den interne kontrol med relevans for revisionen for at kunne udforme revisionshandlinger, der er passende efter omstændighederne, men ikke for at kunne udtrykke en konklusion om effektiviteten af foreningens interne kontrol.
- Tager vi stilling til, om den regnskabspraksis, som er anvendt af ledelsen, er passende, samt om de regnskabsmæssige skøn og tilknyttede oplysninger, som ledelsen har udarbejdet, er rimelige.
- Konkluderer vi, om ledelsens udarbejdelse af årsregnskabet på grundlag af regnskabsprincippet om fortsat drift er passende, samt om der på grundlag af det opnåede revisionsbevis er væsentlig usikkerhed forbundet med begivenheder eller forhold, der kan skabe betydelig tvivl om foreningens evne til at fortsætte driften. Hvis vi konkluderer, at der er en væsentlig usikkerhed, skal vi i vores revisionspåtegning gøre opmærksom på oplysninger herom i årsregnskabet eller, hvis sådanne oplysninger ikke er tilstrækkelige, modificere vores konklusion. Vores konklusioner er baseret på det revisionsbevis, der er opnået frem til datoen for vores revisionspåtegning. Fremtidige begivenheder eller forhold kan dog medføre, at foreningen ikke længere kan fortsætte driften.
- Tager vi stilling til den samlede præsentation, struktur og indhold af årsregnskabet, herunder noteoplysningerne, samt om årsregnskabet afspejler de underliggende transaktioner og begiven-

heder på en sådan måde, at der gives et retvisende billede heraf.

Vi kommunikerer med den øverste ledelse om bl.a. det planlagte omfang og den tidsmæssige placering af revisionen samt betydelige revisionsmæssige observationer, herunder eventuelle betydelige mangler i intern kontrol, som vi identificerer under revisionen.

Vi afgiver også en udtalelse til den øverste ledelse om, at vi har opfyldt relevante etiske krav vedrørende uafhængighed, og oplyser den om alle relationer og andre forhold, der med rimelighed kan tænkes at påvirke vores uafhængighed og, hvor dette er relevant, tilhørende sikkerhedsforanstaltninger.

Med udgangspunkt i de forhold, der er kommunikeret til den øverste ledelse, fastslår vi, hvilke forhold der var mest betydelige ved revisionen af årsregnskabet for den aktuelle periode og dermed er centrale forhold ved revisionen. Vi beskriver disse forhold i vores revisionspåtegning, medmindre lov eller øvrig regulering udelukker, at forholdet offentliggøres, eller i de yderst sjældne tilfælde, hvor vi fastslår, at forholdet ikke skal kommunikeres i vores revisionspåtegning, fordi de negative konsekvenser heraf med rimelighed ville kunne forventes at veje tungere end de fordele den offentlige interesse har af sådan kommunikation.

Udtalelse om ledelsesberetningen

Ledelsen er ansvarlig for den fælles ledelsesberetning og ledelsesberetningerne for de enkelte afdelinger, efterfølgende benævnt ledelsesberetningerne.

Vores konklusion om årsregnskabet omfatter ikke ledelsesberetningerne, og vi udtrykker ingen form for konklusion med sikkerhed om ledelsesberetningerne.

I tilknytning til vores revision af årsregnskabet er det vores ansvar at læse ledelsesberetningerne og i den forbindelse overveje, om ledelsesberetningen er væsentligt inkonsistent med årsregnskabet eller vores

Den uafhængige revisors revisionspåtegning

viden opnået ved revisionen eller på anden måde synes at indeholde væsentlig fejlinformation.

Vores ansvar er derudover at overveje, om ledelsesberetningerne indeholder krævede oplysninger i henhold til lov om investeringsforeninger mv.

Baseret på det udførte arbejde er det vores opfattelse, at ledelsesberetningerne er i overensstemmelse med årsregnskabet og er udarbejdet i overensstemmelse med kravene i lov om investeringsforeninger mv. Vi har ikke fundet væsentlig fejlinformation i ledelsesberetningerne.

København, den 20. marts 2018
Deloitte
Statsautoriseret Revisionspartnerselskab
CVR-nr. 33 96 35 56

Jens Ringbæk, mne 27735
statsautoriseret revisor

Tenna Hauge Jørgensen, mne 33800
statsautoriseret revisor

Anvendt regnskabspraksis

Årsrapporten er udarbejdet i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv.

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten for 2016.

Rapporteringsvaluta

Rapporteringsvaluta er danske kroner.

Generelt om indregning og måling

Aktiver indregnes i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilfalde den enkelte afdeling, og aktivets værdi kan måles pålideligt.

Forpligtelser indregnes i balancen, når den enkelte afdeling som følge af en tidligere begivenhed har en retlig eller faktisk forpligtelse, og det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil fragå afdelingen, og forpligtelsens værdi kan måles pålideligt.

Ved første indregning måles aktiver og forpligtelser til dagsværdi.

Finansielle instrumenter indregnes på handelsdagen. Finansielle instrumenter består af finansielle aktiver og finansielle forpligtelser. Finansielle aktiver udgøres af likvide beholdninger, kapitalandele, obligationer og afledte finansielle instrumenter samt mellemværender ved handelsafvikling. Finansielle forpligtelser består af afledte finansielle instrumenter og mellemværender ved handelsafvikling.

Måling efter første indregning sker som beskrevet for hver enkelt regnskabspost nedenfor.

Ved indregning og måling tages hensyn til forudsigelige risici og tab, der fremkommer, inden årsrapporten aflægges, og som be- eller afkræfter forhold, der eksisterede på balancedagen.

I resultatopgørelsen indregnes indtægter i takt med, at de indtjenes, mens omkostninger indregnes med de beløb, der vedrører regnskabsåret. Værdireguleringer af finansielle

aktiver og forpligtelser indregnes i resultatopgørelsen som kursgevinster og -tab.

Transaktioner i fremmed valuta omregnes til transaktionsdagens kurs. Kapitalandele, obligationer, afledte finansielle instrumenter, likvide midler, tilgodehavender og gæld i fremmed valuta omregnes til balancedagens kurs, opgjort som GMT 1600 valutakursen.

Valutakursdifferencer, der opstår mellem transaktionsdagens kurs og kursen på betalingssdag, indregnes i resultatopgørelsen under "Kursgevinster og -tab".

Forskellen mellem balancedagens kurs og kursen på tidspunktet for anskaffelsestidspunktet indregnes i resultatopgørelsen under "Kursgevinster og -tab".

Resultatopgørelse

Renter og udbytter

Renteindtægter består af årets indtjente renter på indestående i pengeinstitutter. Aktieudbytter indtægtsføres på tidspunktet for udbyttets vedtagelse på det udbyttebetalende selskabs generalforsamling.

Kursgevinster og -tab

I resultatopgørelsen medtages såvel realiserede som urealiserede kursgevinster og -tab på valutakonti og kapitalandele. Realiserede kursgevinster og -tab på kapitalandele opgøres som forskellen mellem dagsværdien på salgstidspunktet fratrullet dagsværdien primo året eller dagsværdien på anskaffelsestidspunktet, såfremt kapitalandelen er anskaffet i regnskabsåret. Urealiserede kursgevinster og -tab opgøres som forskellen mellem dagsværdien ultimo året og dagsværdien primo året eller dagsværdien på anskaffelsestidspunktet, såfremt kapitalandelen er anskaffet i regnskabsåret.

Handelsomkostninger

Handelsomkostninger opgøres som alle direkte omkostninger med videre ved handel med finansielle instrumenter.

Den del af handelsomkostningerne, som er

afholdt i forbindelse med køb og salg af finansielle instrumenter, og som er forårsaget af emission og indløsning, indregnes direkte i investorernes formue. Beløbet opgøres, som den andel af brutto-handelsomkostningerne, som forholdsmæssigt kan henføres til omsætning i forbindelse med emission og indløsning beregnet på grundlag af de omsætningstal, som indgår i beregning af omsætningshastigheden.

Administrationsomkostninger

Afdelingens direkte omkostninger består af de omkostninger, som direkte kan henføres til afdelingen.

Foreningen har indgået aftale med Investeringsforvaltningsselskabet BI Management A/S om administration. Administrationsbidraget til BI Management A/S er opført som "Fast administrationshonorar" i den enkelte afdeling.

Skat

Skat består af tilbageholdt udbytteskat og renteskat, som ikke kan refunderes.

Udlodning

De udbyttebetalende afdelinger foretager hvert år en udlodning/udbytte i overensstemmelse med Foreningens vedtægter, der blandt andet opfylder de i ligningslovens §16 C anførte krav til minimumsindkomsten.

Afdelingerne skal derfor ikke betale skat, men skattepligten påhviler modtageren af udbyttet.

Minimumsindkomsten opgøres på grundlag af de i regnskabsåret:

- Indtjente renter og udbytter
- Realiserede nettokursgevinster på valutakonti
- Realiserede nettokursgevinster på aktier
- Afholdte administrationsomkostninger

Udlodningsprocenten beregnes som den opgjorte udlodning (rådhedsbeløb) i procent af afdelingens cirkulerende andele på balancedagen. Den beregnede udlodningsprocent nedrundes efter gældende regler til

Anvendt regnskabspraksis (fortsat)

nærmeste tidendedele procent eller til nul, hvis den beregnede udlodningsprocent er mindre end 0,10 procent. Et overskydende positivt beløb til rådighed for udlodning overføres til udlodning næste år.

Udlodningsregulering fra årets emissioner og indløsninger indgår i de respektive udloddende afdelingers resultat til udlodning og beregnes således, at udlodningsprocenten er af samme størrelse før og efter emission/indløsning.

Udlodningsreguleringen vedrørende årets emissioner tillægges rådighedsbeløbet, mens reguleringen vedrørende årets indløsninger fratrækkes rådighedsbeløbet.

Forslag til udlodning for regnskabsåret indregnes som en særskilt post under investorerne formue. Forskellen mellem det regnskabsmæssige resultat og det skattemæssigt opgjorte udlodningsbeløb tillægges/fradrages den pågældende afdelings formue.

Balancen

Likvide midler

Likvide midler måles til dagsværdi, der svarer til den nominelle værdi.

Kapitalandele og obligationer

Kapitalandele til dagsværdi. På noterede kapitalandele fastsættes dagsværdien som lukkekursen på balancedagen eller en anden markedsbaseret kurs, såfremt denne må antages at være et bedre udtryk for dagsværdien. Hvis denne kurs ikke afspejler dagsværdien, fastlægges værdien på grundlag af værdiansættelsesteknikker, der har til formål at fastlægge den transaktionspris, som ville fremkomme mellem uafhængige parter på måletidspunktet.

Unoterede kapitalandele måles til dagsværdi fastsat efter almindelige anerkendte metoder.

Andre aktiver

Andre aktiver måles til dagsværdi.

Mellemværende vedrørende handelsafvikling består af værdien ved salg af værdipapirer samt emissioner, som er foretaget før balancedagen, og hvor afregning foretages efter balancedagen.

Tilgodehavende rente, udbytte med mere består af periodiserede renter på likvider og obligationer, udbytter deklareret før balancedagen med afregning efter balancedagen samt tilgodehavende udbytteskatter.

Anden gæld

Anden gæld måles til dagsværdi. Mellemværende vedrørende handelsafvikling består af værdien ved køb af værdipapirer samt indløsninger, som er foretaget før balancedagen, og hvor afregning foretages efter balancedagen.

Nøgletal

Årsregnskabet indeholder en række nøgletal under de enkelte afdelinger. Nøgletallene er opgjort i overensstemmelse med Finanstilsynets bekendtgørelse og retningslinier fra Investeringsfondsbranchen.

Indre værdi

Investorerne formue delt med cirkulerende andele på balancedagen.

Udlodning i procent

Udlodning til investorerne i procent af cirkulerende andele på balancedagen.

Omkostningsprocent

Administrationsomkostningerne i procent af afdelingens gennemsnitlige månedlige opgjorte formuer.

Årets afkast i procent

beregnes som:

$$\left(\frac{\text{Indre værdi ultimo året} + \text{geninvesteret udlodning}}{\text{Indre værdi primo året}} - 1 \right) \times 100$$

Hvor geninvesteret udlodning opgøres således: Udlodning x indre værdi ultimo året / indre værdi efter udlodning.

Værdipapiromsætning, brutto og netto

Værdipapiromsætning, brutto, er opgjort som det samlede provenu ved køb og salg af værdipapirer fratrullet handelsomkostninger. Værdipapiromsætning, netto, er opgjort som værdipapiromsætningen, brutto, fratrullet handel i forbindelse med emissioner og indløsninger.

ÅOP

ÅOP beregnes som summen af omkostningsprocenten fra Central Investorinformation, resultatbetinget honorar og direkte handelsomkostninger ved løbende drift i procent af den gennemsnitlige formue tillagt en syvendedel af summen af det maksimale emissionstillæg og maksimale indløsningsfradrag.

Foreningen foretager ikke investeringer i andre afdelinger eller gør brug af resultatafhængigt honorar.

Omsætningshastighed

Omsætningshastigheden afspejler, hvor mange gange om året beholdningen omsættes. Den beregnes som værdipapiromsætningen opgjort til nettoværdi i forhold til den gennemsnitlige formue, opgjort efter samme principper som ved beregning af omkostningsprocenten. Anvendelsen af netttotal medfører, at det alene er handlen i forbindelse med den løbende porteføljepleje, der måles.

Sharpe Ratio

Sharpe Ratio måler afkastet af en investering i forhold til risikoen. Risikoen måles på baggrund af den historiske volatilitet (standardafvigelsen).

Sharpe Ratio måler således et risikojusteret merafkast. Jo højere Sharpe Ratio, jo bedre har investeringen været, såfremt porteføljens merafkast er positivt. Sharpe Ratio beregnes som det historiske afkast minus den risikofrie rente (merafkast) divideret med standardafvigelsen på merafkastet. Sharpe Ratio beregnes så vidt muligt på basis af fem års observationer, dog som minimum på basis af 36 måneders observationer.

Anvendt regnskabspraksis (fortsat)

Standardafvigelse

Standardafvigelse angiver spredningen af afkast i forhold til gennemsnitsafkastet. Under antagelse af at afkast er normalfordelt vil det fremtidige afkast med 68% sandsynlighed fordele sig +/- en standardafvigelse omkring gennemsnitsafkastet og med 95% sandsynlighed fordele sig +/- to standardafvigelser omkring gennemsnittet. Jo højere standardafvigelse desto større udsving i forhold til gennemsnitsafkastet.

Andelsklasser

Afdelingerne udbydes i andelsklasser. En sådan afdeling består således af en fællesportefølje, hvor der foretages den for andelsklassernes fælles investering i værdipapirer og afholdes omkostninger afledt heraf. Der udarbejdes et samlet regnskab for hele fællesporteføljen.

For andelsklasser udarbejdes en opgørelse over årets resultat, herunder de andelsklassespecifikke omkostninger, samt en formueopgørelse for den enkelte andelsklasse.

Nøgletallene vedrørende afkast, indre værdi, omkostninger, antal andele, ÅOP, sharpe ratio og standardafvigelse beregnes for de enkelte andelsklasser. Ligeledes opgøres udlodningen for den enkelte andelsklasse.

Historiske nøgletal, som kan henføres til regnskabsperioder før afdelingen blev opdelt i andelsklasser, vises på afdelingsniveau.

ValueInvest Global

Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle ledelsesberetning, hvor risici ved at investere i porteføljen tillige fremgår, for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

Investeringsområde og -profil

Afdelingens andelsklasser er UCITS-ETF, som er aktivt forvaltet. Hovedparten af pengene investeres globalt i aktier i virksomheder. Aktierne skal være optaget til handel i de modne markeder i Europa, Nordamerika, Oceanien og/eller Asien. Aktierne skal handles på en anerkendt børs.

Investeringsstrategien tager sit udgangspunkt i, at der investeres i selskaber, som handles til under den af investeringsrådgiveren beregnede reelle værdi. Det betyder, at porteføljesammensætningen udspringer af en aktieudvælgelsesproces, der går på tværs af lande og sektorer, og dermed ikke underlægges begrænsninger med hensyn til vægten i enkelte sektorer og/eller enkelte lande. Der kan ikke anvendes afledte finansielle instrumenter.

Målet for andelsklasserne er på lang sigt at opnå et positivt afkast med en risiko, som er lavere end generelt for det globale aktiemarked.

På EU-risikoskalaen er afdelingen placeret i kategori 5. Afdelingen bestræber sig på at fastholde sin risikoprofil gennem løbende overvågning og tilpasning af de foretagne investeringer.

Afkast og formueudvikling

ValueInvest Global andelsklasse A leverede et positivt afkast på 2,4% og andelsklasserne I og W et afkast på 2,9%. MSCI Verden ND leverede i 2017 et afkast på 7,5%.

I de 19 kalenderår ValueInvest Global har eksisteret, har andelsklasserne akkumuleret leveret positive afkast på henholdsvis 421% og 424% mod et positivt afkast på 152% for MSCI Verden ND.

Der henvises til afsnittet Afkastforklaring i ledelsesberetningen side 5 for en detaljeret redegørelse.

Forskellen på klassernes afkast kan tilskrives forskel i omkostningsstruktur.

Afdelingens formue udgjorde 5.153.940 t.kr. ultimo 2017 mod 5.724.616 t.kr. ultimo 2016, svarende til et nettofald på 570.676 t.kr.

I regnskabsperioden er der foretaget nettoindløsninger for i alt 826.190 t.kr., hvoraf der har været nettoindløsninger for i alt 600.055 t.kr. i andelsklasse A, nettoindløsninger for i alt 182.077 t.kr. i andelsklasse W og nettoindløsninger for i alt 44.058 t.kr. i andelsklasse I.

Periodens nettoresultat udgjorde 107.211 t.kr., hvoraf andelsklasse A har realiseret et nettoresultat for året på 83.925 t.kr., andelsklasse W et nettoresultat på 15.906 t.kr. og andelsklasse I et nettoresultat på 7.380 t.kr.

Det foreslås, at der udbetales 27,20 kr. pr. bevis i udbytte for 2017 for andelsklasse A, 28,10 kr. pr. bevis for andelsklasse W og 28,00 kr. pr. bevis for andelsklasse I.

Forventninger

Vi øjner de bedste udsigter for verdensøkonomien, der længe er set. De lysere udsigter er reflekteret i aktiekurserne og kreditspænd samt VIX-indekset. Vi mener, at overvægten af stabilt indtjenende virksomheder i afdelingen, typisk med stærke balancer og ringe gæld, vil betyde, at porteføljens selskaber er godt rustede til at møde de udfordringer, som markedet måtte byde på. Der henvises til afsnittet Forventninger under ledelsesberetningen på side 8 for en mere detaljeret beskrivelse.

Årsrapport > ValueInvest Global

Resultatopgørelse

	2017 (t.kr.)	2016 (t.kr.)
Renter og udbytter		
1 Renteindtægter	183	355
2 Udbytter	170.789	215.006
I alt renter og udbytter	170.972	215.361
Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	37.978	251.581
Øvrige aktiver/passiver	-2.100	-421
3 Handelsomkostninger	2.089	3.299
I alt kursgevinster og -tab	33.789	247.861
I alt indtægter	204.761	463.222
4 Administrationsomkostninger	98.117	108.262
Resultat før skat	106.644	354.960
5 Skat	-567	12.727
Årets nettoresultat:	107.211	342.233
Resultatdisponering og udlodningsopgørelse		
Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	56.309	1.718
Overført fra sidste år	1.139	684
I alt formuebevægelser	57.448	2.402
Til disposition	164.659	344.635
Forslag til anvendelse		
Til rådighed for udlodning	556.643	562.295
Foreslået udlodning	556.265	561.156
Overført til udlodning næste år	378	1.139
Overført til formue	-391.984	-217.660
I alt disponeret	164.659	344.635

Balance pr. 31. december

	2017 (t.kr.)	2016 (t.kr.)
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	0	38.828
I alt likvide midler	0	38.828
Kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	106.438	0
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	5.023.007	5.691.016
I alt kapitalandele	5.129.445	5.691.016
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	5.408	8.101
Andre tilgodehavender	9.095	9.454
Mellemværende vedr. handelsafvikling	21.862	0
I alt andre aktiver	36.365	17.555
Aktiver i alt	5.165.810	5.747.399
Passiver		
7 Investorerne formue	5.153.940	5.724.616
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	9.424	14.518
Optagne lån	2.446	0
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	8.265
I alt anden gæld	11.870	22.783
Passiver i alt	5.165.810	5.747.399
8 Femårsoversigt		
9 Fusion		

Årsrapport > ValueInvest Global

Noter

				2017 (t.kr.)	2016 (t.kr.)
1	Renteindtægter				
	Indestående i pengeinstitutter			183	3
	Andre aktiver			0	352
	I alt renteindtægter			183	355
2	Udbytter				
	Noterede aktier fra danske selskaber			919	0
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber			169.870	215.006
	I alt udbytter			170.789	215.006
3	Handelssomkostninger				
	Bruttohandelssomkostninger			4.885	6.577
	Dækket af emissions- og indløsningsindtægter			-2.796	-3.278
	I alt handelssomkostninger			2.089	3.299
4	Administrationsomkostninger				
		Direkte	fælles	2017 I alt	2016 I alt
	Honorar til bestyrelse mv.	0	451	451	405
	Revisionshonorar	0	75	75	77
	Andre honorarer til revisorer.	13	750	763	5
	Markedsføringsomkostninger	43.171	0	43.171	53.298
	Gebyrer til depotselskab	4.217	0	4.217	3.751
	Andre omk. i forb. med formueplejen	44.466	0	44.466	45.583
	Øvrige omkostninger	97	840	937	1.361
	Fast administrationshonorar	4.035	0	4.035	3.782
	I alt administrationsomkostninger	95.999	2.118	98.117	108.262
5	Skat				
	Ikke refunderbar udbytteskat			-567	12.727
	I alt skat			-567	12.727
6	Finansielle Instrumenter				
	Børsnoterede finansielle instrumenter			99,5%	99,4%
	Andre aktiver og passiver			0,5%	0,6%
Specifikation af afdelingens børsnoterede værdipapirer kan rekvireres via kontakt@valueinvest.dk eller ved at rette henvendelse til BI Management A/S.					
	Formue fordelt på lande				
	USA			36%	40%
	Frankrig			17%	17%
	Japan			15%	17%
	Schweiz			11%	11%
	Storbritannien			7%	0%
	Andre inklusiv kontanter			15%	10%
	Formue fordelt på sektorer				
	Stabile forbrugsgoder			52%	52%
	Health Care			14%	12%
	Cykliske forbrugsgoder			10%	10%
	Industri			10%	10%
	Telekommunikation			7%	5%
	Andre inklusiv kontanter			7%	11%

Årsrapport > ValueInvest Global

7 Investorenes formue	2017 Formue	2016 Formue
Formue primo	5.724.616	5.515.174
Korrektion ved fusion eller spaltning	681.187	0
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser	561.156	332.097
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning	28.272	23.530
Emissioner i året	442.429	940.837
Indløsninger i året	1.268.619	765.061
Udlodningsregulering	-56.309	-1.718
Overført udlodning fra sidste år	-1.139	-684
Overført udlodning til næste år	378	1.139
Foreslået udlodning	556.265	561.156
Overført fra resultatopgørelsen	-391.984	-217.660
Formue ultimo	5.153.940	5.724.616

8 Femårsoversigt	2017	2016	2015	2014	2013
Årets nettoresultat (t.kr.)	107.211	342.233	995.964	606.591	555.730
Investorenes formue ultimo (t.kr.)	5.153.940	5.724.616	5.515.174	4.111.516	3.513.889
Cirkulerende andele (t.kr.)	-	2.086.082	2.012.710	1.772.386	1.666.193
Indre værdi	-	274.42	274.02	231.98	210.89
Udlodning (%)	-	26,90	16,50	11,30	13,60
Omkostningsprocent	-	1,96	1,97	2,03	2,04
Omkostningsprocent, jf. vedtægter	-	1,80	1,78	1,84	1,81
Årets afkast (%)	-	6,69	23,02	17,44	22,21
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	759.018	1.605.477	1.601.910	854.390	1.350.800
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	2.149.568	1.582.057	1.163.419	839.309	826.465
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	2.908.586	3.187.535	2.765.328	1.693.699	2.177.264
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	546.700	1.113.619	1.300.038	842.890	1.484.178
Omsætningshastighed	0,05	0,10	0,13	0,11	0,24
ÅOP	-	2,08	2,25	2,42	2,47

9 Fusion	2017 Formue
Blue Chip Value (ophørende afdeling)	(t.kr.)
Renter og udbytter	7.117
Kursgevinster- og tab	27.840
Administrationsomkostninger	4.709
Skat	-4.128
Periodens resultat	34.376
Likvide midler	5.744
Kapitalandele	672.188
Andre aktiver	3.725
Aktiver i alt	681.657
Medlemmernes formue på sammenlægningstidspunktet	681.187
Anden gæld	470
Passiver i alt	681.657
Formueopgørelse	
Medlemmernes formue primo	750.861
Udbetalt udbytte i perioden	92.840
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning	198
Emissioner i perioden	12.883
Indløsninger i perioden	24.362
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	71
Periodens resultat	34.376
	681.187

Regnskabsperioden for den ophørende afdeling omfatter 01.01.- 29.04.2017

På ombytningsdagen har afdeling Global fået tilført aktiver til dagsværdier.

For investorerne i den fortsættende afdeling har fusionen således haft samme virkning som ved tilgang af midler ved en traditionel emission af andele. Som beskrevet i ledelsesberetningen i afsnittet fusioner, hvor til der henvises, er der redegjort for baggrunden for fusionen.

Årsrapport > ValueInvest Global

ValueInvest Global A

Andelsklasse under ValueInvest Global KL

01.01.17 – 31.12.17
(t.kr.)

Klassens resultatopgørelse

Andel af resultat af fællesporteføljen	105.115
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	21.190
Klassens resultat	83.925

Resultatdisponering og udlodningsopgørelse

Formuebevægelser	
Udlodningsregulering	37.282
Overført fra sidste år	844
I alt formuebevægelser	38.126

Til disposition **122.051**

Foreslag til anvendelse	
Til rådighed for udlodning	411.562
Foreslået udlodning	411.208
Overført til udlodning næste år	354
Overført til formue	-289.511
I alt disponeret	122.051

- 1 Investorenes formue
- 2 Til rådighed for udlodning
- 3 Femårsoversigt

Noter

1 Investorenes formue		31.12.17 (t.kr.)
	Cirk. Beviser	Formue
Formue primo	1.546.096	4.230.899
Korrektion ved fusion eller spaltning	194.400	504.078
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		404.014
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		20.951
Emissioner i året	51.367	119.771
Indløsninger i året	280.067	719.826
Udlodningsregulering		-37.282
Overført udlodning fra sidste år		-844
Overført udlodning til næste år		354
Foreslået udlodning		411.208
Overført fra resultatopgørelsen		-289.511
Formue ultimo	1.511.796	3.835.784

Årsrapport > ValueInvest Global

2 Til rådighed for udlodning	31.12.17
	(t.kr.)
Tab overført fra sidste år	844
Renter og udbytter	147.525
Ikke refunderbar skat	-11.437
Kursgevinster til udlodning	392.869
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-43.096
I alt indkomst før administrationsomkostninger	486.705
Administrationsomkostninger	-80.957
Udlodningsregulering administrationsomkostninger	5.814
I alt rådighed for udlodning	411.562

3 Femårsoversigt	31.12.17
Årets nettoresultat (t.kr.)	83.925
Investorerne formue (t.kr.)	3.835.784
Cirkulerende andele (t.kr.)	1.511.796
Indre værdi	253,72
Udlodning (%)	27,20
Omkostninger (%)	2,04
Afkast (%)	2,40
ÅOP	2,14
Sharpe ratio	1,37
Standardafvigelse (%)	9,67

Årsrapport > ValueInvest Global

ValueInvest Global W

Andelsklasse under ValueInvest Global KL

01.01.17 – 31.12.17
(t.kr.)

Klassens resultatopgørelse

Andel af resultat af fællesporteføljen	16.279
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	373
Klassens resultat	15.906

Resultatdisponering og udlodningsopgørelse

Formuebevægelser	
Udlodningsregulering	12.620
Overført fra sidste år	195
I alt formuebevægelser	12.815

Til disposition **28.721**

Foreslag til anvendelse	
Til rådighed for udlodning	92.544
Foreslået udlodning	92.544
Overført til formue	-63.823
I alt disponeret	28.721

- 1 Investorenes formue
- 2 Til rådighed for udlodning
- 3 Femårsoversigt

Noter

1 Investorenes formue		31.12.17 (t.kr.)
	Cirk. Beviser	Formue
Formue primo	369.513	982.024
Korrektion ved fusion eller spaltning	33.049	115.802
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		96.628
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		4.843
Emissioner i året	48.982	119.460
Indløsninger i året	122.205	301.537
Udlodningsregulering		-12.620
Overført udlodning fra sidste år		-195
Foreslået udlodning		92.544
Overført fra resultatopgørelsen		-63.823
Formue ultimo	329.339	839.870

Årsrapport > ValueInvest Global

2 Til rådighed for udlodning	31.12.17
	(t.kr.)
Udlodning overført fra sidste år	195
Renter og udbytter	33.214
Ikke refunderbar skat	-2.597
Kursgevinster til udlodning	88.395
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-14.373
Frivillig udlodning	4
I alt indkomst før administrationsomkostninger	104.838
Administrationsomkostninger	-14.047
Udlodningsregulering administrationsomkostninger	1.753
I alt rådighed for udlodning	92.544

3 Femårsoversigt	31.12.17
Årets nettoresultat (t.kr.)	15.906
Investorerne formue (t.kr.)	839.870
Cirkulerende andele (t.kr.)	329.339
Indre værdi	255,02
Udlodning (%)	28,10
Omkostninger (%)	1,56
Afkast (%)	2,91
ÅOP	1,16
Sharpe ratio	1,38
Standardafvigelse (%)	9,65

Årsrapport > ValueInvest Global

ValueInvest Global I

Andelsklasse under ValueInvest Global KL

01.01.17 – 31.12.17
(t.kr.)

Klassens resultatopgørelse

Andel af resultat af fællesporteføljen	7.639
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	259
Klassens resultat	7.380

Resultatdisponering og udlodningsopgørelse

Formuebevægelser	
Udlodningsregulering	6.407
Overført fra sidste år	100
I alt formuebevægelser	6.507

Til disposition 13.887

Foreslag til anvendelse	
Til rådighed for udlodning	52.537
Foreslået udlodning	52.513
Overført til udlodning næste år	24
Overført til formue	-38.650
I alt disponeret	13.887

- 1 Investorenes formue
- 2 Til rådighed for udlodning
- 3 Femårsoversigt

Noter

1 Investorenes formue		31.12.17 (t.kr.)
	Cirk. Beviser	Formue
Formue primo	170.474	511.693
Korrektion ved fusion eller spaltning	35.254	61.307
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		60.514
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		2.478
Emissioner i året	80.359	203.198
Indløsninger i året	98.540	247.256
Udlodningsregulering		-6.407
Overført udlodning fra sidste år		-100
Overført udlodning til næste år		24
Foreslået udlodning		52.513
Overført fra resultatopgørelsen		-38.650
Formue ultimo	187.547	478.286

Årsrapport > ValueInvest Global

2 Til rådighed for udlodning	31.12.17
	(t.kr.)
Udlodning overført fra sidste år	100
Renter og udbytter	18.833
Ikke refunderbar skat	-1.463
Kursgevinster til udlodning	49.294
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-7.192
I alt indkomst før administrationsomkostninger	59.572
Administrationsomkostninger	-7.820
Udlodningsregulering administrationsomkostninger	785
I alt rådighed for udlodning	52.537

3 Femårsoversigt	31.12.17
Årets nettoresultat (t.kr.)	7.380
Investorerne formue (t.kr.)	478.286
Cirkulerende andele (t.kr.)	187.547
Indre værdi	255,02
Udlodning (%)	28,00
Omkostninger (%)	1,50
Afkast (%)	2,90
ÅOP	1,16
Sharpe ratio	1,38
Standardafvigelse (%)	9,65

ValueInvest Global Akkumulerende

Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle ledelsesberetning, hvor risici ved at investere i porteføljen tillige fremgår, for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

Investeringsområde og -profil

Afdelingens andelsklasser er UCITS-ETF, som er aktivt forvaltet. Hovedparten af pengene investeres globalt i aktier i virksomheder. Aktierne skal være optaget til handel i de modne markeder i Europa, Nordamerika, Oceanien og/eller Asien. Aktierne skal handles på en anerkendt børs.

Investeringsstrategien tager sit udgangspunkt i, at der investeres i selskaber, som handles til under den af investeringsrådgiveren beregnede reelle værdi. Det betyder, at porteføljesammensætningen udspringer af en aktieudvælgelsesproces, der går på tværs af lande og sektorer, og dermed ikke underlægges begrænsninger med hensyn til vægten i enkelte sektorer og/eller enkelte lande. Der kan ikke anvendes afledte finansielle instrumenter.

Målet for andelsklasserne er på lang sigt at opnå et positivt afkast med en risiko, som er lavere end generelt for det globale aktiemarked.

På EU-risikoskalaen er afdelingen placeret i kategori 5. Afdelingen bestræber sig på at fastholde sin risikoprofil gennem løbende overvågning og tilpasning af de foretagne investeringer.

Afkast- og formueudvikling

ValueInvest Global Akkumulerende andelsklasse A leverede et positivt afkast på 2,6% og andelsklasserne I og W et afkast på 3,1%. MSCI Verden ND leverede i 2017 et afkast på 7,5%.

I de 11 kalenderår ValueInvest Global Akkumulerende har eksisteret, har andelsklasserne akkumuleret leveret positive afkast på 123% og 96% mod et positivt afkast på 152% for MSCI Verden ND.

Der henvises til afsnittet Afkastforklaring i ledelsesberetningen på side 5 for en detaljeret redegørelse.

Forskellen på klassernes afkast kan tilskrives forskel i omkostningsstruktur.

Afdelingens formue udgjorde 1.310.786 t.kr. ultimo 2017 mod 1.353.241 t.kr. ultimo 2016, svarende til et nettofald på 42.455 t.kr.

I regnskabsperioden er der foretaget nettoindløsninger for i alt 79.811 t.kr., hvoraf der har været nettoindløsninger for i alt 140.284 t.kr. i andelsklasse A, nettoemissioner for i alt 10.959 t.kr. i andelsklasse W og nettoemissioner for i alt 49.514 t.kr. på andelsklasse I.

Periodens nettoresultat udgjorde 37.356 t.kr., hvoraf andelsklasse A har realiseret et nettoresultat for året på 28.463 t.kr., andelsklasse W et nettoresultat på 3.017 t.kr. og andelsklasse I et nettoresultat på 5.876 t.kr.

Forventninger

Vi øjner de bedste udsigter for verdensøkonomien, der længe er set. De lysere udsigter er reflekteret i aktiekurserne og kreditspænd samt VIX-indekset. Vi mener, at overvægten af stabilt indtjenende virksomheder i afdelingen, typisk med stærke balancer og ringe gæld, vil betyde, at porteføljens selskaber er godt rustede til at møde de udfordringer, som markedet måtte byde på. Der henvises til afsnittet Forventninger under ledelsesberetningen på side 8 for en mere detaljeret beskrivelse.

Årsrapport > ValueInvest Global Akkumulerende

Resultatopgørelse

	2017 (t.kr.)	2016 (t.kr.)
Renter og udbytter		
1 Renteindtægter	73	88
2 Udbytter	42.267	53.023
I alt renter og udbytter	42.340	53.111
Kursgevinster og -løb		
Kapitalandele	20.477	62.056
Øvrige aktiver/passiver	-492	-100
3 Handelsomkostninger	534	788
I alt kursgevinster og -løb	19.451	61.168
I alt indtægter	61.791	114.279
4 Administrationsomkostninger	24.532	26.963
Resultat før skat	37.259	87.316
5 Skat	-97	3.256
Årets nettoresultat:	37.356	84.060
Forslag til anvendelse		
Overført til formue	37.356	84.060
I alt disponeret	37.356	84.060

Balance pr. 31. december

	2017 (t.kr.)	2016 (t.kr.)
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	7.594	14.437
I alt likvide midler	7.594	14.437
Kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	25.834	0
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.273.804	1.337.734
I alt kapitalandele	1.299.638	1.337.734
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	961	1.915
Andre tilgodehavender	2.158	2.541
Mellemværende vedr. handelsafvikling	2.795	0
I alt andre aktiver	5.914	4.456
Aktiver i alt	1.313.146	1.356.627
Passiver		
7 Investorenes formue	1.310.786	1.353.241
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	2.360	3.386
I alt anden gæld	2.360	3.386
Passiver i alt	1.313.146	1.356.627

8 Femårsoversigt

Årsrapport > ValueInvest Global Akkumulerende

Noter

				2017 (t.kr.)	2016 (t.kr.)
1 Renteindtægter					
Indestående i pengeinstitutter				73	3
Andre aktiver				0	85
I alt renteindtægter				73	88
2 Udbytter					
Noterede aktier fra danske selskaber				217	0
Noterede aktier fra udenlandske selskaber				42.050	53.023
I alt udbytter				42.267	53.023
3 Handelsomkostninger					
Bruttohandelsomkostninger				989	1.505
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter				-455	-717
I alt handelsomkostninger				534	788
4 Administrationsomkostninger					
	direkte	fælles	2017 I alt	direkte	fælles 2016 I alt
Honorar til bestyrelse m.v.	0	112	112	0	99
Revisionshonorar	0	12	12	0	19
Andre honorarer til revisorer	0	199	199	0	1
Markedsføringsomkostninger	10.505	0	10.505	12.938	0
Gebyrer til depotselskab	1.054	0	1.054	927	0
Andre omk. i forb. med formueplejen	10.982	0	10.982	11.272	0
Øvrige omkostninger	74	219	293	184	206
Fast administrationshonorar	1.375	0	1.375	1.317	0
I alt administrationsomkostninger	23.990	542	24.532	26.638	325
5 Skat					
Ikke refunderbar skat				-97	3.256
I alt skat				-97	3.256
6 Finansielle Instrumenter					
Børsnoterede finansielle instrumenter				99,1%	98,9%
Andre aktiver og passiver				0,9%	1,1%
Specifikation af afdelingens børsnoterede værdipapirer kan rekvireres via kontakt@valueinvest.dk eller ved at rette henvendelse til BI Management A/S.					
Formue fordelt på lande					
USA				36%	41%
Frankrig				17%	17%
Japan				15%	17%
Schweiz				10%	11%
Storbritannien				7%	0%
Andre inklusiv kontanter				15%	10%
Holland				0%	4%
Formue fordelt på sektorer					
Stabile forbrugsgoder				52%	52%
Health Care				13%	12%
Industri				10%	10%
Cykliske forbrugsgoder				10%	10%
Telekommunikation				7%	0%
Andre inklusiv kontanter				7%	11%
Råvarer				0%	5%

Årsrapport > ValueInvest Global Akkumulerende

	2017	2016
7 Investorenes formue	Formue	Formue
Formue primo	1.353.241	1.408.946
Emissioner i året	146.428	92.820
Indløsninger i året	226.239	232.644
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag	0	59
Overført fra resultatopgørelsen	37.356	84.060
Formue ultimo	1.310.786	1.353.241

8 Femårsoversigt	2017	2016	2015	2014	2013
Årets nettoresultat (t.kr.)	37.356	84.060	259.621	164.083	151.083
Investorenes formue ultimo (t.kr.)	1.310.786	1.353.241	1.408.946	1.093.257	887.963
Cirkulerende andele (t.kr.)	-	611.048	679.171	648.396	618.927
Indre værdi	-	221,46	207,45	168,61	143,47
Omkostningsprocent	-	1,97	1,99	2,09	2,16
Omkostningsprocent, jf. vedtægter	-	1,85	1,82	1,89	1,94
Årets afkast (%)	-	6,75	23,04	17,52	22,28
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	221.888	318.327	335.999	246.274	348.929
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	285.420	427.275	272.257	198.571	200.820
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	507.308	745.602	608.256	444.845	549.749
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	112.507	390.277	442.106	246.263	328.745
Omsætningshastighed	0,04	0,14	0,17	0,12	0,20
ÅOP	-	2,09	2,28	2,48	2,58

Årsrapport > ValueInvest Global Akkumulerende

ValueInvest Global Akkumulerende A

Andelsklasse under ValueInvest Global Akkumulerende KL

01.01.17 – 31.12.17
(t.kr.)

Klassens resultatopgørelse

Andel af resultat af fællesporteføljen

33.615

Klassenspecifikke transaktioner:

Administrationsomkostninger

5.152

Klassens resultat

28.463

Foreslag til anvendelse

Overført til formue

28.463

I alt disponeret

28.463

I Investorenes formue

2 Femårsoversigt

Noter

I Investorenes formue

31.12.17
(t.kr.)

Cirk. Beviser

Formue

Formue primo

485.137

1.074.396

Emissioner i året

19.118

40.675

Indløsninger i året

80.737

180.959

Overført fra resultatopgørelsen

28.463

Formue ultimo

423.518

962.575

2 Femårsoversigt

31.12.17

Årets nettoresultat (t.kr.)

28.463

Investorenes formue (t.kr.)

962.575

Cirkulerende andele (t.kr.)

423.518

Indre værdi

227,28

Omkostninger (%)

1,97

Afkast (%)

2,65

ÅOP

2,13

Sharpe ratio

1,38

Standardafvigelse (%)

9,68

Årsrapport > ValueInvest Global Akkumulerende

ValueInvest Global Akkumulerende W

Andelsklasse under ValueInvest Global Akkumulerende KL

01.01.17 – 31.12.17
(t.kr.)

Klassens resultatopgørelse

Andel af resultat af fællesporteføljen

3.071

Klassenspecifikke transaktioner:

Administrationsomkostninger

54

Klassens resultat

3.017

Foreslag til anvendelse

Overført til formue

3.017

I alt disponeret

3.017

I Investoreernes formue

2 Femårsoversigt

Noter

I Investoreernes formue

31.12.17
(t.kr.)

Cirk. Beviser

Formue

Formue primo

36.695

81.264

Emissioner i året

7.699

16.959

Indløsninger i året

2.706

6.000

Overført fra resultatopgørelsen

3.017

Formue ultimo

41.688

95.240

2 Femårsoversigt

31.12.17

Årets nettoresultat (t.kr.)

3.017

Investoreernes formue (t.kr.)

95.240

Cirkulerende andele (t.kr.)

41.688

Indre værdi

228,46

Omkostninger (%)

1,47

Afkast (%)

3,14

ÅOP

1,18

Sharpe ratio

1,39

Standardafvigelse (%)

9,67

Årsrapport > ValueInvest Global Akkumulerende

ValueInvest Global Akkumulerende I

Andelsklasse under ValueInvest Global Akkumulerende KL

01.01.17 – 31.12.17

Klassens resultatopgørelse

Andel af resultat af fællesporteføljen

(t.kr.)

6.031

Klassespecifikke transaktioner:

Administrationsomkostninger

155

Klassens resultat

5.876

Foreslag til anvendelse

Overført til formue

5.876

I alt disponeret

5.876

I Investoreernes formue

2 Femårsoversigt

Noter

I Investoreernes formue

31.12.17

(t.kr.)

Cirk. Beviser

Formue

Formue primo

89.217

197.581

Emissioner i året

39.350

88.794

Indløsninger i året

17.852

39.280

Overført fra resultatopgørelsen

5.876

Formue ultimo

110.715

252.971

2 Femårsoversigt

31.12.17

Årets nettoresultat (t.kr.)

5.876

Investoreernes formue (t.kr.)

252.971

Cirkulerende andele (t.kr.)

110.715

Indre værdi

228,49

Omkostninger (%)

1,43

Afkast (%)

3,14

ÅOP

1,18

Sharpe ratio

1,39

Standardafvigelse (%)

9,67

ValueInvest Japan

Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle ledelsesberetning, hvor risici ved at investere i porteføljen tillige fremgår, for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

Investerings- og risikoprofil

Afdelingens andelsklasser er UCITS-ETF, som er aktivt forvaltet. Hovedparten af pengene investeres i aktier i virksomheder. Aktierne skal være noteret på Osaka Securities Exchange og/eller Tokyo Stock Exchange.

Investeringsstrategien tager sit udgangspunkt i, at der investeres i selskaber, som handles til under den af investeringsrådgiveren beregnede reelle værdi. Det betyder, at porteføljesammensætningen udspringer af en aktieudvælgelsesproces, der går på tværs af lande og sektorer, og dermed ikke underlægges begrænsninger med hensyn til vægten i enkelte sektorer og/eller enkelte lande. Der kan ikke anvendes afledte finansielle instrumenter.

Målet for andelsklasserne er på lang sigt at opnå et positivt afkast med en risiko, som er lavere end generelt for det globale aktiemarked.

På EU-risikoskalaen er afdelingen placeret i kategori 6. Afdelingen bestræber sig på at

fastholde sin risikoprofil gennem løbende overvågning og tilpasning af de foretagne investeringer.

Afkast - og formueudvikling

ValueInvest Japan andelsklasse A leverede for 2017 et positivt afkast på 6,7% mod et positivt afkast fra MSCI Japan ND på 8,9%. I de 19 kalenderår, ValueInvest Japan har eksisteret, har andelsklassen akkumuleret et positivt afkast på 292% mod et ligeledes positivt afkast på 97% for MSCI Japan ND.

Porteføljens formue udgjorde 138.248 t.kr. ultimo 2017 mod 159.939 t.kr. ultimo 2016, svarende til et nettofald på 21.691 t.kr. Der er foretaget nettoindløsninger for i alt 18.973 t.kr. Nettoresultatet udgjorde 9.460 t.kr., og det foreslås, at der udbetales 21,80 kr. pr. bevis i udbytte for 2017 for andelsklasse A.

Forventninger

Vi øjner de bedste udsigter for verdensøkonomien, der længe er set. De lysere udsigter er reflekteret i aktiekurserne og kreditspænd samt VIX-indekset. Vi mener, at overvægten af stabilt indtjenende virksomheder i afdelingen, typisk med stærke balancer og ringe gæld, vil betyde, at porteføljens selskaber er godt rustede til at møde de udfordringer, som markedet måtte byde på. Der henvises til afsnittet

Forventninger under ledelsesberetningen på side 8 for en mere detaljeret beskrivelse.

Årsrapport > ValueInvest Japan

Resultatopgørelse

	2017 (t.kr.)	2016 (t.kr.)
Renter og udbytter		
1 Renteindtægter	0	13
1 Udbytter	2.917	3.418
I alt renter og udbytter	2.917	3.431
Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	10.130	11.948
Valutakonti	-136	261
Øvrige aktiver/passiver	-64	-29
2 Handelsomkostninger	39	57
I alt kursgevinster og -tab	9.891	12.123
I alt indtægter	12.808	15.554
3 Administrationsomkostninger	2.911	3.265
Resultat før skat	9.897	12.289
4 Skat	437	513
Årets nettoresultat:	9.460	11.776
Resultatdisponering og udlodningsopgørelse		
Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	1.022	-744
I alt formuebevægelser	1.022	-744
Til disposition	10.482	11.032
Forslag til anvendelse		
Til rådighed for udlodning	12.683	12.397
Foreslået udlodning	12.660	12.397
Overført til udlodning næste år	23	0
Overført til formue	-2.201	-1.365
I alt disponeret	10.482	11.032

Balance pr. 31. december

	2017 (t.kr.)	2016 (t.kr.)
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	2.345	2.549
6 I alt likvide midler	2.345	2.549
Kapitalandele		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	136.870	157.555
5 I alt kapitalandele	136.870	157.555
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	203	214
I alt andre aktiver	203	214
Aktiver i alt	139.418	160.318
Passiver		
6 Investorerens formue	138.248	159.939
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	331	379
Mellemværende vedr. handelsafvikling	839	0
I alt anden gæld	1.170	379
Passiver i alt	139.418	160.318
7 Femårsoversigt		

Årsrapport > ValueInvest Japan

Noter

						2017 (tkr.)	2016 (tkr.)
1	Udbytte						
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber					2.917	3.418
	I alt udbytte					2.917	3.418
2	Handelsomkostninger						
	Bruttohandelsomkostninger					97	104
	Dækket af emissions- og indløsningsindtægter					-58	-47
	I alt handelsomkostninger					39	57
3	Administrationsomkostninger						
		Direkte	fælles	2017 I alt	Direkte	fælles	2016 I alt
	Honorar til bestyrelse m.v.	0	12	12	0	13	13
	Revisionshonorar	0	1	1	0	2	2
	Markedsføringsomkostninger	1.313	0	1.313	1.493	0	1.493
	Gebyrer til depotselskab	115	0	115	111	0	111
	Andre omk. i forb. med formueplejen	1.196	0	1.196	1.355	0	1.355
	Øvrige omkostninger	62	39	101	59	51	110
	Fast administrationshonorar	173	0	173	181	0	181
	I alt administrationsomkostninger	2.859	52	2.911	3.199	66	3.265
4	Skat						
	Ikke refunderbar udbytteskat					437	513
	I alt skat					437	513
5	Finansielle Instrumenter						
	Børsnoterede finansielle instrumenter					99,0%	98,5%
	Andre aktiver og passiver					1,0%	1,5%
	Specifikation af afdelingens børsnoterede værdipapirer kan rekvireres fra kontakt@valueinvest.dk eller ved at rette henvendelse til BI Management A/S.						
	Formue fordelt på sektorer						
	Stabile forbrugsgoder					42%	41%
	Health Care					17%	18%
	Industri					11%	8%
	Råvarer					11%	10%
	IT					9%	13%
	Andre inklusiv kontanter					10%	10%

Årsrapport > ValueInvest Japan

6	Investorerne formue	2017 Cirk. Beviser	2016 Formue
	Formue primo	159.939	175.769
	Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser	12.397	9.608
	Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning	219	199
	Emissioner i året	643	2.161
	Indløsninger i året	19.616	20.383
	Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag	0	25
	Udlodningsregulering	-1.022	744
	Overført udlodning fra sidste år	23	0
	Foreslået udlodning	12.660	12.397
	Overført fra resultatopgørelsen	-2.201	-1.365
	Formue ultimo	138.248	159.939

7	Femårsoversigt	2017	2016	2015	2014	2013
	Årets nettoresultat (t.kr.)	9.460	11.776	39.494	12.108	21.217
	Investorerne formue ultimo (t.kr.)	138.248	159.939	175.769	119.831	148.371
	Cirkulerende andele (stk.)	-	662.930	739.100	637.620	817.670
	Indre værdi	-	241,26	237,81	187,93	181,46
	Udlodning (%)	-	18,70	13,00	11,50	11,00
	Omkostningsprocent	-	1,98	2,02	2,12	2,13
	Omkostningsprocent, jf. vedtægter	-	1,86	1,76	1,86	1,99
	Årets afkast (%)	-	7,68	32,68	10,42	15,61
	Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	16.828	21.309	54.205	11.263	50.135
	Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	47.547	48.537	39.351	52.021	63.459
	Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	64.375	69.847	93.557	63.284	113.594
	Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	0	38.593	30.988	22.016	80.724
	Omsætningshastighed	0,00	0,12	0,10	0,08	0,26
	ÅOP	-	2,10	2,32	2,50	2,59

Årsrapport > ValueInvest Japan

ValueInvest Japan A

Andelsklasse under ValueInvest Japan KL

01.01.17 – 31.12.17

Klassens resultatopgørelse

(t.kr.)

Andel af resultat af fællesporteføljen

10.218

Klassenspecifikke transaktioner:

Administrationsomkostninger

758

Klassens resultat

9.460

Resultatdisponering og udlodningsopgørelse

Formuebevægelser

Udlodningsregulering

1.022

I alt formuebevægelser

1.022

Til disposition

10.482

Foreslag til anvendelse

Til rådighed for udlodning

12.683

Foreslået udlodning

12.660

Overført til udlodning næste år

23

Overført til formue

-2.201

I alt disponeret

10.482

1 Investorerens formue

2 Til rådighed for udlodning

3 Femårsoversigt

1 Investorerens formue

31.12.17

(t.kr.)

Cirk. Beviser

Formue

Formue primo

66.292

159.939

Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser

12.397

Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning

219

Emissioner i året

64.055

643

Indløsninger i året

72.274

19.616

Udlodningsregulering

-1.022

Overført udlodning til næste år

23

Foreslået udlodning

12.660

Overført fra resultatopgørelsen

-2.201

Formue ultimo

58.073

138.248

2 Til rådighed for udlodning

31.12.17

(t.kr.)

Renter og udbytter

2.917

Ikke refunderbar skat

-437

Kursgevinster til udlodning

14.136

Udlodningsregulering ved emission/indløsning

-1.247

I alt indkomst før administrationsomkostninger

15.369

Administrationsomkostninger

-2.911

Udlodningsregulering administrationsomkostninger

225

I alt rådighed for udlodning

12.683

Årsrapport > ValueInvest Japan

3 Femårsoversigt

	31.12.17
Årets nettoresultat (t.kr.)	9.460
Investorerne formue (t.kr.)	138.248
Cirkulerende andele (t.kr.)	58.073
Indre værdi	238,06
Udlodning (%)	21,80
Omkostninger (%)	2,01
Afkast (%)	6,74
ÅOP	2,12
Sharpe ratio	1,15
Standardafvigelse (%)	11,69

Begreber for ValueInvest

Danmarks afdelinger

Beta

Beta er et nøgletal, der viser hvorledes afkastet på porteføljen har svinget i forhold til benchmarkafkastet. En beta på 1 betyder, at porteføljen vil bevæge sig identisk med benchmark. Er beta derimod større end 1, vil kursudsvingene være større for porteføljen end for benchmark – det vil sige porteføljen vil henholdsvis stige eller falde mere end benchmark. Er beta'en omvendt mindre end 1, da vil porteføljen henholdsvis stige eller falde mindre end benchmark.

Information Ratio

Information Ratio er et mål for, hvordan en aktivt forvaltet portefølje har klaret sig i forhold til benchmark. Det aktive afkast (afkast ud over benchmarkafkast), der er opnået ved at afvige fra benchmark, sættes i forhold til benchmarkrisiko, der beregnes som standardafvigelsen på merafkastet (Tracking Error). Information Ratio viser, om man er blevet belønnet for at afvige fra benchmark, og en positiv Information Ratio fortæller, at porteføljen har outperformat benchmark.

Sharpe Ratio

Sharpe Ratio er et mål for porteføljens afkast sat i forhold til risikoen, og beregnes ved porteføljens merafkast - afkast udover det risikofrie afkast (fastsat til 3,5 procent) divideret med standardafvigelsen for porteføljeafkastet. Investorer vil søge det højeste merafkast per risikoenhed, og såfremt porteføljen har et positivt merafkast, så gælder det, at jo højere Sharpe Ratio desto bedre.

Tracking Error

Tracking Error er et relativt risikomål og måler standardafvigelsen på det aktive afkast (afkast ud over benchmarkafkast), der er opnået ved at afvige fra det underliggende benchmark. Aktieporteføljer, der skygger aktiemarkedet tæt, vil have en lav Tracking Error. En Tracking Error på for eksempel 8 procent p.a. angiver, at det årlige afkast med stor sandsynlighed vil ligge inden for +/- 8 procent i forhold til

benchmarkafkastet. Se desuden forklaring på Information Ratio.

MSCI Verden Net Dividends (ND)

Referenceindeks for afdeling ValueInvest Blue Chip, ValueInvest Global og ValueInvest Global Akkumulerende.

MSCI Japan Net Dividends (ND)

Referenceindeks for afdeling ValueInvest Japan.

Up-Market og/eller Down-Market Capture Ratio

Up-Market Capture Ratio for ValueInvest Danmark er beregnet ved, at tage afdelingens månedlige afkast i de måneder, hvor referenceindekset havde et positivt afkast og dividere det med afkastet for referenceindekset i samme måned. Down-Market Capture Ratio er beregnet med den samme metodik, men ved måneder med negative afkast for referenceindekset.

ValueInvest viser Up-Market og Down-Market Capture Ratio for 3-, 5-, 7-, 10-, og 15-års perioder, beregnet som et geometrisk gennemsnit for både ValueInvest Danmark afdelingen og referenceindekset, for henholdsvis positive og negative måneder.

Finanskalender

Nedenstående er finanskalender for 2018

20.03.2018	Årsrapport 2017
12.04.2018	Generalforsamling
15.08.2018	Halvårsrapport 2018

Hvad er valueinvestering?

Valueinvestering med ValueInvest Danmark

Benjamin Graham er kendt som fader til tankegangen om valueinvestering. Det var hans overbevisning, at de enkelte aktiers prissætning på børsene, målt over kortere perioder, afspejler den aktuelle popularitet, mens prissætningen over længere perioder bestemmes af selskabets reelle værdi - "Fair Value". Valueinvestering er et bredt defineret koncept, hvor value-investorer har en forskelligartet indgangsvinkel til at beregne den reelle værdi af en virksomhed.

ValueInvest Danmark udnytter, at aktiemarkedet af natur er irrationelt på kort sigt. Med overvældende optimisme eller massiv depression fluktuerer aktiernes priser meget mere, end den reelle værdi for selskaberne tilsiger. Denne irrationelle adfærd kan udmønte sig i urealistiske høje prissætninger eller trække priserne ned til noget, der ligner en foræring.

ValueInvest Danmarks tilgang til markedet er køb af kvalitetsvirksomheder "out of favour" prisfastsat væsentligt under den reelle værdi og sidenhen sælge dem, når de igen prissættes til den reelle værdi.

Opnåelse af høje stabile afkast over tid, kombineret med lav risiko for permanente tab, kræver disciplin og respekt for følgerne af overordnede leveregler:

- Invester alene ud fra en vurdering af en virksomheds reelle værdi.
- Invester kun i virksomheder, hvor værdiskabelsen i virksomheden er til at forstå.
- Opnå lav risiko for permanente tab gennem køb af kvalitetsvirksomheder prisfast væsentligt under den reelle værdi.

De opnåede resultater har baggrund i mange års erfaring med de finansielle markeder og en erkendelse af, at man bør bruge sin tid på det, man er bedst til. Investering handler om at undgå fejltagelser.

Investeringsproces

Udvælgelsen af virksomheder og sammensætningen af porteføljerne sker med

udgangspunkt i en investeringsproces, der går på tværs af sektorer og lande (for de globale porteføljer). Porteføljerne styres ikke relativt til et benchmark (konstrueret indeks) og rummer derfor udelukkende virksomheder og sektorer, der er identificeret positivt ud fra investeringsprocessen.

I udvælgelsesprocessen analyseres hver enkelt virksomhed med udgangspunkt i en beregning af den reelle værdi ("Fair Value"). Beslutningsgrundlaget er en nøje vurdering af virksomhedens værdier med stor vægt lagt på balancen, nuværende indtjening, ledelsens egne forventninger til fremtiden og ikke mindst stabiliteten i de historiske resultater.

Investering i virksomheder, hvor den fremtidige indtjening udgør en væsentlig del af den beregnede nutidsværdi af virksomheden, er spekulativ og dermed forbundet med stor risiko. Det er på ingen måde ensbetydende med, at ValueInvest Danmark ikke ønsker at investere i virksomheder med vækst, tværtimod. Forskellen er blot, at ValueInvest Danmark ikke vil betale ret meget for væksten, men derimod koncentrerer sig om at beregne værdien af det, der kan ses nu og i den allernærmeste fremtid, maksimalt et par år frem.

Alle væsentlige regnskabsdata for hver enkelt virksomhed registreres i en regnskabsdatabase hos ValueInvest Asset Management S.A. (ValueInvest Danmarks investeringsrådgiver). I denne database overvåges alle analyserede virksomheder dagligt med online-beregninger af den aktuelle "Fair Value" af den enkelte virksomhed sat i forhold til den aktuelle børskurs.

Forskellen på den aktuelle børskurs og den beregnede "Fair Value" kaldes "margin of safety" (udtryk for rabat på børskurs i forhold til "Fair Value"). Ved tilkøb til porteføljerne tilstræbes en "margin of safety" på mellem 35% og 70%, hvor der forlanges en større rabat for mindre likvide virksomheder. Baggrunden herfor er at kompensere for likviditetsrisikoen ved køb af virksomheder i det såkaldte "small og mid cap segment".

ValueInvest Danmarks tilgang til aktiemarkedet er således at købe gennemanalyserede virksomheder "out of favour" prisfastsat væsentligt under "Fair Value" og sidenhen sælge dem, når de igen prissættes til "Fair Value".

Hvem er ValueInvest Danmark?

Investeringsforeningen ValueInvest Danmark blev stiftet den 16. april 1998 som en dansk, investorejet investeringsforening under tilsyn af Finanstilsynet.

Afdelinger

Foreningen er opdelt i tre afdelinger - ValueInvest Global KL, ValueInvest Global Akkumulerende KL og ValueInvest Japan KL. Afdelingerne investerer udelukkende i selskaber, der er noteret på internationalt anerkendte børser.

ValueInvest Danmark indgår i Investering Danmarks afkaststatistik, se www.investering.dk.

Afdelingerne kan endvidere være opdelt i andelsklasser. Andelsklasserne i en afdeling har samme investeringspolitik, benchmark og risikoprofil m.v. Andelsklassernes hovedkarakteristika er følgende:

Andelsklasse A: Er primært målrettet til detailinvestorer i Danmark. Der gælder ingen begrænsninger for, hvem der kan erhverve andele i andelsklassen. Klassen er noterede andelsklasser på Nasdaq OMX Copenhagen A/S.

Andelsklasse W+I: Er målrettet og forbeholdt følgende typer af investorer:

- Investorer der har en gældende portefølje plejeaftale med en af foreningens udpegede distributører.
- Investorer der har en gældende porteføljeplejeaftale, investeringsrådgivningsaftale eller en anden type investeringsaftale med ValueInvest Asset Management S.A.
- Investorer der er godkendt af foreningens hoveddistributør.

Investorer, der ikke opfylder minimum ét af ovenstående krav for de enkelte andelsklasser kan tvangsindløses.

Handel og information

Investeringsbeviser i Foreningens andelsklasser kan erhverves hos alle danske pengeinstitutter, og indre værdi mv. kan følges dagligt på www.valueinvest.dk. Ved navne-notering af beviserne via eget pengeinsti-

tut tilsendes automatisk løbende information fra Foreningen samt indkaldelse til generalforsamlinger.

Investeringsforeningen ValueInvest Danmark samarbejder med Spar Nord Bank A/S som depotbank, og med BI Management A/S som investeringsforvaltningsselskab og direktion.

Porteføljerådgivning

ValueInvest Danmark har en porteføljerådgivningsaftale med ValueInvest Asset Management S.A., der er hjemmehørende i Luxembourg og under tilsyn af det luxembourgske finanstilsyn CSSF.

Til notater

Praktiske forhold

Når De henvender Dem i Deres pengeinstitut for at investere i Foreningens beviser, har De brug for flg. oplysninger:

Fondskoder:

ValueInvest Global A

DK001024639-6

ValueInvest Global W

DK006082505-7

ValueInvest Global I

DK006084109-6

ValueInvest Global Akkumulerende A

DK006003249-8

ValueInvest Global Akkumulerende W

DK006082521-4

ValueInvest Global Akkumulerende I

DK006084125-2

ValueInvest Japan A

DK001024647-9

Husk navnenotering

Administration

BI Management A/S

Sundkrogsgade 7

Postboks 2672

2100 København Ø.

Telefon: 7730 9000

Telefax: 7730 9100

kontakt@valueinvest.dk

www.valueinvest.dk

Rådgivning og service

ValueInvest Asset

Management S.A.

36, rue Marie-Adelaïde

L-2128 Luxembourg

Luxembourg

Telefon: +453331 7044

info@valueinvest.lu

www.valueinvest.lu

Pengeinstitutter.

BankNordik

BIL Danmark

Den Jyske Sparekasse

Djurslands Bank

Dronninglund Sparekasse

Frøs Herreds Sparekasse

Fynske Bank

Jutlander Bank

Jyske Bank

Kreditbanken

Lollands Bank

Lån & Spar Bank

Maj Bank

Middelfart Sparekasse

Nordea Bank

Nordfyns Bank

Nordnet

Nykredit Bank

Ringkjøbing Landbobank

Saxo Privatbank

Skjern Bank

Spar Nord Bank

Sparekassen Kronjylland

Sparekassen for Nørre

Nebel og Omegn

Sparekassen Sjælland

Sparekassen Thy

Sparekassen Vendsyssel

Sydbank

Totalbanken

vestjyskBANK

Østjysk Bank

Information

Via Deres eget pengeinstitut kan De blive investor i ValueInvest Danmark. De kan naturligvis investere for frie midler, men derudover også for Deres

- Aldersopsparing
- Ratepension
- Livrente

Med Foreningens akkumulerende afdeling er det muligt, også for selvstændige erhvervsdrivende, der benytter virksomhedsordningen, at investere gennem ValueInvest Danmark. Ved at lade Deres investeringsbeviser navnenotere modtager De automatisk skriftligt materiale, der udsendes til investorerne. På vor hjemmeside www.valueinvest.dk kan De dagligt følge afdelingernes bevisers indre værdi m.m. Her er det desuden muligt at se bl.a. halvårsrapporter, årsrapporter og månedlige beholdningsoversigter.

ValueInvest
DANMARK