

2015
ÅRSRAPPORT

ÅRSRAPPORT 2015 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

PricewaterhouseCoopers

CVR-nr.

Investeringsforeningen
ValueInvest Danmark 20 93 10 43

FI-nr.

Investeringsforeningen
ValueInvest Danmark 11106

Fondskoder

ValueInvest Blue Chip Value
DK001024922-6

ValueInvest Global

DK001024639-6

ValueInvest Global Akkumulerende

DK006003249-8

ValueInvest Japan

DK001024647-9

Depotselskab

Spar Nord Bank A/S

Brancheforening

InvesteringsFondsBranchen

Layout

Kandrup Bogtrykkeri A/S

Produktion

Kandrup 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.

Det er desuden muligt at se månedsrapporter, årsrapport m.m. samt at få flere oplysninger om Foreningen.

Afdelingernes 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 afdelingen
- Beløb De ønsker at investere
- Deres kontonummer
- Deres depotnummer
- Husk navnenotering

Indhold

Om ValueInvest Danmark.....	2
Ledelsesberetning for 2015	4
Ledelsespåtegning.....	11
Den uafhængige revisors erklæringer.....	12
Anvendt regnskabspraksis.....	13
ValueInvest Blue Chip Value.....	16
Kommentarer og forventninger	16
Resultatopgørelse.....	19
Balance.....	19
Noter.....	20
ValueInvest Global.....	21
Kommentarer og forventninger	21
Resultatopgørelse.....	25
Balance.....	25
Noter.....	26
ValueInvest Global Akkumulerende.....	28
Kommentarer og forventninger	28
Resultatopgørelse.....	31
Balance.....	31
Noter.....	32
ValueInvest Japan.....	34
Kommentarer og forventninger	34
Resultatopgørelse.....	37
Balance.....	37
Noter.....	38
Begreber for ValueInvest Danmarks fire afdelinger.....	40
Finanskalender	41
Hvad er valueinvestering?.....	42
Hvem er ValueInvest?	43
Til notater	44
Praktiske forhold	45

Foreningens ordinære generalforsamling afholdes
den 11. april 2016 kl. 16.00 på H.C. Andersens Hotel, Odense.

Ledelsesberetning 2015

Investeringsforeningen ValueInvest Danmark består af fire afdelinger. Hver afdeling aflægger separat regnskab og afdelingsberetning. Regnskaberne viser afdelingernes økonomiske udvikling i regnskabsåret og giver en status ultimo året.

Afdelingsberetningen er placeret før den enkelte afdelings regnskab. I afdelingsberetningen kommenteres afdelingens 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.

Årets udvikling

Foreningen kan se tilbage på et rigtigt godt år. Den samlede formue er steget med 31% svarende til 1.861.030 t.kr. og udgør ultimo året 7.912.316 t.kr. En formuefremgang som dels kan tilskrives et samlet resultat for året på 1.458.963 t.kr. samt nettoemissioner for i alt 676.114 t.kr. I forbindelse med generalforsamlingen i 2015 blev der udbetalt hele 274.047 t.kr. til Foreningens investorer

Udbytte

Bestyrelsen foreslår nedenstående udbytter for 2015 i de respektive afdelinger.

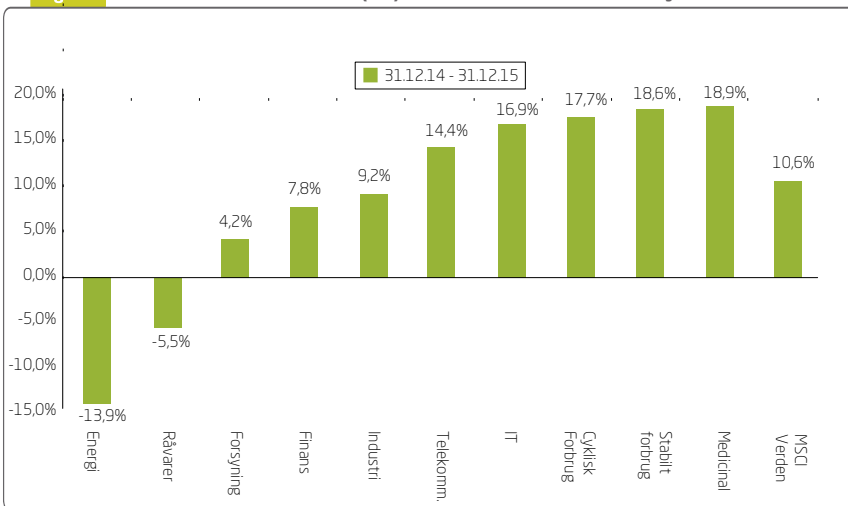
Udbytterne er opgjort i overensstemmelse med vedtægterne og lovgivningens regler om minimumsindkomst. Udbytterne er angivet med deres tilhørende indkomstfordeling i kroner pr. bevis.

Afkastforklaring

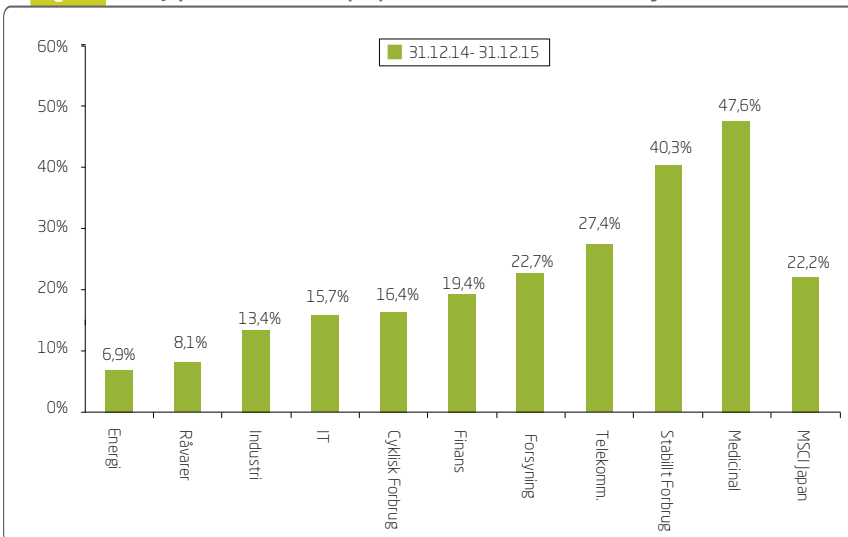
Forventningerne ved halvåret 2015 kom stort set til at holde stik, idet aktiemarkedet faktisk ikke præsterede noget nævneværdigt i 2. halvår.

	Personbeskatning (aktieindkomst)	Pensionsbeskatning (15,3% afgift)	Selskabsindkomst
ValueInvest Blue Chip Value	22,40	22,40	22,40
ValueInvest Global	16,50	16,50	16,50
ValueInvest Japan	13,00	13,00	13,00

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 2015 (fortsat)

Seddelpressen kører fortsat - det er bare nogle andre, der drejer håndtaget i år

Det overordnede tema for de finansielle markeder fortsatte i 2015 med at være likviditetstilførsel fra centralbankerne i Europa, Kina samt Japan. Efter USA har stoppet de kvantitative lettelser og i december satte renten op, er det ECB, PBOC og BoJ, der styrer seddelpressen. Seddelpressens aktiviteter medfører en indirekte devalueringsskrig, og den kinesiske centralbank så sig i august nødsaget til at devaluere den kinesiske valuta med den største nedskrivning i to årtier. Uagtet at den officielle forklaring var "markedsreformer", kan man ikke fortænke den kinesiske regering i at reagere på ECB og Bank of Japans forsøg på at manipulere valutakurserne. Det fornægter sig fortsat ikke, at ECB-chefen driver Italian style-pengepolitik. På den anden side af krigsskuepladsen står den schweiziske nationalbank SNB, der i februar slap grebet om CHF, der steg voldsomt over for bl.a. euro og DKK. I krydsfeltet mellem manipulerede og fritflydende valutakurser ligger den forvrængning, der sker med renteniveauet, der fortsat holdes kunstigt lavt. Disse indgreb i de frie markedsmekanismer hæmmer en effektiv prisdannelse på kapitalmarkedet, og det slører billedet af, hvilke investeringer, der vil være rentable i et marked, hvor renteniveauet fastsættes efter normal udbud og efterspørgsel. Efterhånden er det nogle år siden, at det var de 'rigtige' investorers aktiviteter, der var afgørende for renteniveauet. Et kunstigt lavt renteniveau kan føre til kortsigtede investeringer, der ikke ville være gennemført med en mere langsigtet risikoprofil.

Opbrud i Europa

I 2. halvår af 2015 var Europa desværre igen vidne til terrorismens grimme ansigt, og igen var Paris centrum. Uskyldige mennesker, der blot ønskede sig en hyggelig aften i Paris, måtte betale den højeste pris for radikale islamisters terror. Paris er ikke ene om at lægge jord til disse ulykkelige hændelser, og flere gange i 2015 er dødstallene ved terrorhandlinger set endnu højere end i Paris. Flygtningestrømmen til Europa

er også eksploderet i 2015, hvilket lægger maksimalt pres på mange europæiske lande. I sådanne situationer er der brug for stærke europæiske institutioner og lande, der kan stå sammen om at løse problemerne. Imidlertid ser det ikke ud til, at de europæiske folk har lyst til at stå sammen - i hvert fald ikke politisk. Polarisering af det politiske landskab er derimod den vej vinden blæser i øjeblikket, og EU-skeptikerne har mere medvind end længe set: Danmarks nej til at skille sig af med retsforbeholdene blev udlagt som "nej til mere EU", i England balancerer befolkningen mellem ja og nej til at melde sig helt ud af EU, og i Frankrig vandt det højrenationalistiske parti Front Nationale et markant antal stemmer ved første runde af regionale valg. Det er i sandhed en brydningstid for Europa. Lad os sætte vores lid til, at politikerleden og bureaukrat- og teknokratleden ikke polariserer Europa fuldstændigt. Vi har en blodig historie at bære på.

Efterårsstorm på markedet, brise i ValueInvest - stærk medvind for helåret

Når vi bevæger os ned på jorden fra de store geopolitiske udfordringer, ser vi, at aktiemarkederne på trods af sporadisk høj volatilitet igennem året har givet et fornuftigt afkast målt i kroner. Ved udgangen af 1. halvår 2015 havde både de globale afdelinger og Japan-afdelingen marginalt bedre afkast end markedet. 3. kvartal var imidlertid en grum oplevelse for investorerne på det generelle marked, der for globale investorer tabte små 9% og for investorer på det japanske marked tabte godt 12%. Hvis det var stormfuldt på de generelle markeder, var det nærmere en let efterårsbrise for ValueInvest-investorerne, der kunne nøjes med et tab på godt 2% i alle fire afdelinger. Endelig blev der mulighed for at afprøve, om den kapitalbeskyttelse Foreningen forsøger at levere, kunne præstere. I 4. kvartal præsterede afdelingerne lidt bedre end markedet.

De fire ValueInvest-afdelinger kunne for året som helhed levere rigtig gode afkast, der i de globale afdelinger lå mellem 22,8%

og 23,0% og for Japan afdelingen udgjorde 32,7%. Som altid måles afkastene (inkl. alle omkostninger på nær handelsomkostninger) op imod Morgan Stanleys Verdensindeks ND og Japanindeks ND, inkl. dividender, men ekskl. alle omkostninger. Disse indeks bruges udelukkende som pejlemærke for aktiemarkedets generelle afkast, idet der ingen inspiration tages fra disse indeks til sammensætningen af afdelingerne.

Markedsafkast og sektorer

I det fortsat manipulerede rentemiljø steg det globale aktiemarked med 10,6%, målt ved Morgan Stanleys (MSCI) Verdensindeks ND. På sektorniveau var det de traditionelt cykliske sektorer, der lå både i toppen og i bunden afkastmæssigt. De højeste afkast kom fra sektorerne Medicinal og Stabilt Forbrug med afkast på henholdsvis 18,9% og 18,6%. I bunden med dårligste afkast finder vi de to absolut mest konjunkturfølsomme sektorer Energi og Råvarer, med afkast på henholdsvis -13,9% og -5,5%. De globale afdelinger har mere end 50% investeret i sektoren Stabilt Forbrug og havde dermed god hjælp fra denne sektor. Afdelingerne klarede sig imidlertid noget bedre end sektoren, og her spillede aktieudvælgelsen også en positiv rolle.

Det japanske aktiemarked klarede sig fortsat ganske fortrinligt, og med et afkast på hele 22,2% var det et af de bedst performerende markeder på verdensplan i 2015. På sektorniveau lå de cykliske sektorer i bunden afkastmæssigt, medens de mere stabilt indtjenende sektorer lå i toppen. Medicinal og Stabilt Forbrug gav henholdsvis 47,6% og 40,3% i afkast, medens Energi og Råvarer, også i Japan, gav de dårligste afkast med henholdsvis 6,9% og 8,1%. Japan-afdelingen drog god fordel af at have en stor del af porteføljen investeret i de to bedst performerende sektorer.

Ingen nye virksomheder i 2015

På trods af at alle afdelingerne har en meget høj Aktiv Andel, er der ikke tilkøbt nye virksomheder i 2015. En del selskaber har dog været under grundig analyse for at

Ledelsesberetning 2015 (fortsat)

afdække, om de kunne kvalificere sig til en plads i porteføljerne. Nogle af disse selskaber besidder kvaliteter, som vi mener, kan bidrage til at øge den samlede kvalitet af afdelingerne. Imidlertid kan det være, at de usikkerhedsmomenter, vi søger afdækket inden køb, eller blot den ønskede sikkerhedsmargin, endnu ikke er til stede og dette er medvirkende til, at ingen nye selskaber er tilkøbt i 2015. Når kvaliteten af de bestående porteføljer er meget høj, sidder overligeren jo tilsvarende højt for nye kandidater, og vi ved, at den tålmodige investor vil bliver godt belønnet for at vente på de rette investeringsmuligheder.

Historisk høj vægtning i Stabilt Forbrug

Naturligvis har kursudviklingen i løbet af 2015 betydet, at vi har foretaget lidt op- og nedvægtninger blandt de i afdelingen bestående selskaber, men i det store hele har sektorallokeringen været ganske stabil igennem året - både for de globale afdelinger og Japan-afdelingen. Historisk set har vægtningen af investeringer i sektoren Stabilt Forbrug været høj, og også markant højere end for sektorens vægtning i MSCI' Verdensindeks ND. Vi tager ingen inspiration fra sammensætningen af hverken MSCI's Verdensindeks ND eller andre indeks, hvorfor vi heller ikke ser den høje vægtning som en afvigelse. Derimod ser vi det nærmere som en naturlig følge, eller konsekvens, af Foreningens mission om at levere stabile afkast med lav downside-risiko. Afhængig af markedsomstændighederne varierer vægtningen til denne sektor naturligvis over længere perioder. I perioden op til finanskrisen var vægtningen omtrent på højde med den nuværende vægtning (53%). Under finanskrisens rasen opstod der en række muligheder uden for denne sektor, hvorfor vægtningen faldt til under 45%. Sektoren spænder over bl.a. Fødevareproduktion, Fødevarebutikker, Husholdningsartikler, samt Personlige Produkter.

Foreningens risikoprofil

Både historisk set og aktuelt har Valuinvest-afdelingerne en meget højere andel af midlerne investeret i selskaber med mere

forudsigelig og stabil indtjening end det generelle aktiemarked. Selskaber, der ligeledes er kendetegnet ved at have stærke balancer med et relativt lavt gældsniveau.

Det har medført en anden afkast-/risikoprofil end den, der har kendetegnet det generelle aktiemarked. Denne afkast-/risikoprofil medfører, at investorerne i Valuinvestafdelingerne i perioder risikerer at få et mindre afkast end det, der kan opnås på det generelle aktiemarked. Målt over længere perioder har afkast-/risikoprofilen dog givet Valuinvest-investorerne et højere afkast med en lavere risiko (målt på standardafvigelse).

Målt i femårs perioder eller over længere tidsperioder vil Foreningens afdelinger typisk have en lavere standardafvigelse sammenholdt med relevante referenceindeks. Baggrunden herfor er afdelingernes relativt høje eksponering til indtjeningsstabile selskaber. Indtjeningsstabilitet giver naturligt mindre usikkerhed om den fremtidige indtjeningskraft og derved sædvanligvis mindre kursudsving. Måling af standardafvigelsen over kortere tidsperioder, med få månedsobservationer, giver ikke altid et retvisende billede af de enkelte afdelingers risikoprofil.

Vi skal nogle år tilbage for at finde den seneste store nedtur på det globale aktiemarked - nærmere betegnet 2008 hvor markedet tabte 38% af sin værdi. De senere år har endog givet meget høje afkast, hvilket skaber høje forventninger til fremtidige afkast. Midt i sådan en kursfest kan man let komme til at lyde som en dødbider, når man maner til forsigtighed og forsøger at skrue forventningerne ned. Foreningen er dog ikke i tvivl om, at hvis der opstår skuffelser i det generelle aktiemarked, vil det blive straffet prompte, og lige meget hvor stabilt indtjenende virksomhederne i Foreningen end er, kan den ikke undgå også at blive ramt kursmæssigt. I en sådan situation er det vigtigt at skelne mellem kortsigtede udsving i aktiekurser og virksomhedernes underliggende indtjeningsstabilitet. Vi me-

ner, at den store overvægt af investeringer i virksomheder med en stor stabilitet i indtjeningen vil blive belønnet på længere sigt i form af mere stabile afkast og en lavere risiko for permanente tab. Dette er langt mere væsentligt end de kortsigtede udsving i aktiekurserne.

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) inddelt i forskellige grader af indtjeningsstabilitet. Derefter forsøger Foreningen ved 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 muligt 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 imod 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.

Ledelsesberetning 2015 (fortsat)

Forventninger

Det eneste vi med sikkerhed kan sige om fremtiden er, at vi ikke ved, hvad der kommer til at ske. Vi ved dog, at der er mange usikkerhedsmomenter og bevægelige dele, der har den ene eller den anden betydning for, hvor aktiemarkedet skal bevæge sig hen i 2016. Vi tror, at mængden af usikkerhedsmomenter vil betyde, at aktiemarkedet vil træde vande i 2016 – i bedste fald. Selvom man kender udfaldet af fremtidige begivenheder, er det stadig en svær opgave at forudsige, hvilken betydning, de får for aktiemarkedet. 2016 byder på et præsidentvalg i USA, Englænderne vil tale om udmeldelse af EU, Japanerne vil fortsætte med at indrette samfundet efter deres demografiske udvikling – dog formentlig uden en reduktion af statsgælden, og i EU vil der fortsat være stor afstand mellem folket og EU-bureaukratiet. Den frie bevægelighed over grænserne i Schengen-landene vil være under pres pga. flygtningestrømmen og truslen om terrorisme, og endelig vil der fortsat være usikkerhed om vækstmulighederne i Kina. Alle store spørgsmål, og kun de allerfærreste vil have en chance for at gætte rigtigt om deres udfald eller forudsige, hvilken betydning de får for aktiemarkedet.

Vi er ret overbeviste om, at alle disse begivenheder hver især har potentiale til at skabe volatilitet på aktiemarkedet. Når man dertil lægger, at renten i USA nu er opadgående, tror vi, at det kan ende med et aktiemarked, hvor der bliver høj søgang på visse tidspunkter af året.

I dette miljø fortsætter "koncernen" ValueInvest, med 40 virksomheder i de globale afdelinger og 24 virksomheder i den japanske afdeling, arbejdet med at sammensætte to grupper af virksomheder, der besidder så mange kvaliteter og samtidigt kan erhverves med så stor rabat, at de i de eventuelle stormvejr, der måtte komme på aktiemarkedet, kapitalmarkedet og i den økonomiske udvikling i det hele taget, primært vil blive ramt på aktiekursen, mens den underliggende drift og virksomhedens generelle ve og vel vil kunne modstå disse urolige perioder.

Det vil være alt for optimistisk at forudsige, at vi kan outperforme markedet på samme måde som i 2015. Det tror vi ikke vi kan, men vi tror fortsat, at den kvalitet, virksomhederne i afdelingerne besidder, er markedet overlegen. Dette bør på lang sigt udmønte sig i bedre afkast end for markedet, og dette givetvis også med mindre udsving.

Fund Governance

Foreningens bestyrelse har vedtaget en fund governance-politik, som følger Investeringsfondsbranchens 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 andelen af kvindelige generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer fra 2017 kommer til at udgøre 20 procent.

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.

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 Danmark forvalter primært sit samfundsansvar gennem et tæt samarbejde med Foreningens investeringsrådgiver, ValueInvest Asset Management S.A. Denne har underskrevet UN PRI (www.unpri.org), som er et samarbejde for professionelle investorer med henblik på at fremme principperne i PRI. Det betyder, at ValueInvest Asset Management S.A. analyserer, om virksomhederne har en samfundsmæssig ansvarlig adfærd. ValueInvest Asset Management S.A. har fravalgt negativ screening brugt på en måde, hvor virksomhederne automatisk bliver solgt fra, og vil i stedet bruge samarbejdet med UN PRI til påvirkning af det enkelte selskab. ValueInvest Asset Management S.A. har følgende investeringsmæssige holdning:

- ValueInvest Asset Management S.A. tilstræber at føre en ansvarlig investeringspolitik og hermed i praksis at leve op til de samfundsmæssige forventninger, der kan og vil blive stillet til en kapitalforvalter, der forvalter midler på andres vegne.
- ValueInvest Asset Management S.A. deltager ikke i kampagner, men tager eventuelle problemer op i forvaltningen af kundernes porteføljer for at opnå en positiv effekt.
- ValueInvest Asset Management S.A. vurderer, at de bedste investeringer opnås, når virksomhedsledelserne har en forretningsmæssig og økonomisk forsvarlig holdning med i deres overvejelser.

Her henvises til Foreningens hjemmeside www.valueinvest.dk under afsnittet om Investering/Ansvarlig investering.

Risici og risikostyring

Som investor i en af de fire 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:

Ledelsesberetning 2015 (fortsat)

- 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 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 reguleringsmæssige 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

Ledelsesberetning 2015 (fortsat)

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, markedsmæssige 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 (eksempelvis 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 sig selv 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 2015 (fortsat)

Bestyrelse & direktion

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

Bestyrelse

Ole Steffensen, Formand. Tilrådte 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

Direktør for:

Olav W. Hansen A/S

Jens Hæck, Næstformand. Tilrådte 7. november 2002

Bestyrelsesformand for:

Sønderborg Ejendomsudvikling ApS

Medlem af bestyrelsen for:

JTH Consult ApS

Direktør for:

Direktør i Sønderjysk Forsikring G/S

Direktør i Sønderjysk Ejendomme AS

Direktør i Sønderjysk Finans A/S

Direktør i JTH Consult ApS

Ole Richter-Mikkelsen. Tilrådte 16. april 1998

Direktør for:

Richter Finans ApS

Mikael Bernhoft. Tilrådte 25. april 2007

Bestyrelsesformand for:

Andersson og Sørensen Holding A/S

Alfr. Andersson og O. Sørensens etf. A/S

Elektas EL-Installationer A/S

Fournais A/S, Fournais Handels og Ingeniørfirma A/S

Medlem af bestyrelsen for:

Moltke-Leth Advokater, Aktieselskab

Bent Erik Carlsen. Tilrådte 3. juni 2008.

Medlem af bestyrelsen for:

SIF Group, Holland

Direktør for:

B. Carlsen Shipping ApS

Direktion

BI Management A/S

Christina Larsen, direktør

Bestyrelsesformand for:

BI SICAV, Luxembourg

Medlem af bestyrelsen for:

Fund Collect A/S

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. Ethvert medlem af bestyrelsen afgår senest på generalforsamlingen efter udløbet af det regnskabsår, hvori vedkommende fylder 73 år.

Aldersgrænsen på 73 år kan hæves med to år ad gangen af generalforsamlingen efter indstilling fra bestyrelsen.

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

Foreningens samlede bestyrelseshonorar udgjorde i 2015: 501 t.kr. (2014: 457 t.kr.)

Ledelsespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato aflagt og godkendt årsrapporten for 2015 for Investeringsforeningen Value-Invest Danmark (fire 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 2015 samt af resultatet for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2015.

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 14. marts 2016

Bestyrelse

Ole Steffensen
Formand

Jens Harck
Næstformand

Ole Richter-Mikkelsen
Bestyrelsesmedlem

Mikael Bernhoft
Bestyrelsesmedlem

Bent Carlsen
Bestyrelsesmedlem

Direktion

BI Management A/S

Christina Larsen
Direktør

Henrik Granlund
Vicedirektør

Den uafhængige revisors erklæringer

Til investorerne i Investeringsforeningen ValueInvest Danmark

Påtegning på årsregnskaberne

Vi har revideret årsregnskaberne for de enkelte afdelinger i Investeringsforeningen ValueInvest Danmark (fire afdelinger) for regnskabsåret den 1. januar – 31. december 2015, der omfatter den samlede beskrivelse af anvendt regnskabspraksis samt de enkelte afdelingers resultatopgørelse, balance og noter. Årsregnskaberne for de enkelte afdelinger udarbejdes efter lov om investeringsforeninger mv.

Ledelsens ansvar for årsregnskaberne

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

Revisors ansvar

Vores ansvar er at udtrykke en konklusion om årsregnskaberne for de enkelte afdelinger på grundlag af vores revision. Vi har udført revisionen i overensstemmelse med internationale standarder om revision og yderligere krav ifølge dansk revisorlovgivning. Dette kræver, at vi overholder etiske

krav samt planlægger og udfører revisionen for at opnå høj grad af sikkerhed for, om årsregnskaberne for de enkelte afdelinger er uden væsentlig fejlinformation.

En revision omfatter udførelse af revisionshandlinger for at opnå revisionsbevis for beløb og oplysninger i årsregnskaberne for de enkelte afdelinger. De valgte revisionshandlinger afhænger af revisors vurdering, herunder vurderingen af risici for væsentlig fejlinformation i årsregnskaberne for de enkelte afdelinger, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl. Ved risikovurderingen overvejer revisor intern kontrol, der er relevant for Foreningens udarbejdelse af årsregnskaber for de enkelte afdelinger, der giver et retvisende billede. Formålet hermed er at udforme revisionshandlinger, der er passende efter omstændighederne, men ikke at udtrykke en konklusion om effektiviteten af Foreningens interne kontrol. En revision omfatter endvidere vurdering af, om ledelsens valg af regnskabspraksis er passende, og om ledelsens regnskabsmæssige skøn er rimelige, samt en vurdering af den samlede præsentation af årsregnskaberne for de enkelte afdelinger.

Det er vores opfattelse, at det opnåede revisionsbevis er tilstrækkeligt og egnet som grundlag for vores konklusion.

Revisionen har ikke givet anledning til forbehold.

Konklusion

Det er vores opfattelse, at årsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2015 samt af resultatet af de enkelte afdelingers aktiviteter for regnskabsåret 1. januar – 31. december 2015 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv.

Udtalelse om ledelsesberetningen

Vi har i henhold til lov om investeringsforeninger mv. gennemlæst Foreningens ledelsesberetning og ledelsesberetningerne for de enkelte afdelinger. Vi har ikke foretaget yderligere handlinger i tillæg til den udførte revision af årsregnskaberne for de enkelte afdelinger.

Det er på denne baggrund vores opfattelse, at oplysningerne i Foreningens ledelsesberetning og ledelsesberetningerne for de enkelte afdelinger er i overensstemmelse med årsregnskaberne for de enkelte afdelinger.

København, den 14. marts 2016
PricewaterhouseCoopers
Statsautoriseret Revisionspartnerselskab
CVR-nr. 33 77 12 31

Erik Stener Jørgensen
statsautoriseret revisor

Michael E. Jacobsen
statsautoriseret revisor

Anvendt regnskabspraksis

Årsrapporten er udarbejdet i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv., herunder bekendtgørelse om finansielle rapporter for investeringsforeninger og specialforeninger mv.

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten for 2014.

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 anskaffelses-tidspunktet 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 fratrasket 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 medlemmernes 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 administrationsbidrag" 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 (rådighedsbeløb) i procent af afdelingens cirkulerende andele på

Anvendt regnskabspraksis (fortsat)

balancedagen. Den beregnede udlodningsprocent nedrundes efter gældende regler til 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 medlemmernes 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

Medlemmernes formue delt med cirkulerende andele på balancedagen.

Udlodning i procent

Udlodning til medlemmerne i procent af cirkulerende andele på balancedagen.

Omkostningsprocent

Administrationsomkostningerne i procent af afdelingens gennemsnitlige månedlige opgjorte formuer.

Årets afkast i procent

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

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 fratrasket handelsomkostninger. Værdipapiromsætning, netto, er opgjort som værdipapiromsætningen, brutto, fratrasket 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

Anvendt regnskabspraksis (fortsat)

fem års observationer, dog som minimum på basis af 36 måneders observationer.

Benchmark (sammenligningsindeks)

En afdelings afkast sammenlignes oftest med afkastet på et anerkendt sammenligningsindeks (benchmark).

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.

Tracking Error

Tracking Error angiver spredningen på afkastforskellen mellem porteføljen og sit sammenligningsindeks i forhold til den gennemsnitlige afkastforskel. Tracking Error beskriver således, hvor tæt porteføljen følger sit sammenligningsindeks. En lav Tracking Error betyder, at porteføljen følger sammenligningsindekset tæt, mens en høj Tracking Error modsat betyder at portefølje og sammenligningsindeks ikke følges særlig tæt.

Information Ratio

Information Ratio beskriver, hvor godt porteføljen har klaret sig i forhold til den relative risiko som der tages i forhold til sammenligningsindekset. Information Ratio beregnes som afkastforskellen mellem portefølje og sammenligningsindeks i forhold til Tracking Error. Positiv Information Ratio betyder, at porteføljen har klaret sig bedre end sit sammenligningsindeks, hvor en Information Ratio over 0,5 er godt, mens negativ Information Ratio betyder det modsatte.

ValueInvest Blue Chip Value

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle ledelsesberetning for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på www.valueinvest.dk.

Investeringsområde og -profil

Afdelingen har som langsigtet mål at levere høje stabile afkast kombineret med lav risiko for permanente tab på baggrund af en disciplineret aktieudvælgelsesproces, som specialiserer sig i principperne om valueinvestering. Ved at investere i primært større likvide nord-amerikanske, europæiske og japanske kvalitetsselskaber prisfastsat væsentligt under den reelle beregnede værdi kan afdelingen fremvise attraktive stabile afkast kombineret med en moderat risiko. Afdelingen er placeret i kategori 5 på EU's risikoskala. Risikoskalaen fremgår af Central Investorinformation og kan downloades på Foreningens hjemmeside www.valueinvest.dk.

Formueudvikling

Afdelingens formue udgjorde 812.427 t.kr. ultimo 2015 mod 726.682 t.kr. ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på 85.745 t.kr. Der er foretaget nettoindløsninger for i alt 15.470 t.kr. Nettoresultat udgjorde 163.884 t.kr. kroner og der er udbetalt 62.669 t.kr. i udbytte.

Markedsinfo

I forventningerne til 2015 gav Foreningen udtryk for, at den konservative sammensætning af afdelingen, med stærk fokus på indtjeningsstabile virksomheder, kunne medføre mindre udsving i afkast. Samtidig ville der være risiko for, at afdelingen ikke helt ville kunne følge markedet ved kraftige stigninger. Ved halvåret var forventningerne til 2. halvår 2015, at aktiemarkedet ville gå i tomgang og ikke levere tilsvarende afkast som i 1. halvår. Samme forudsigelse gjaldt for Blue Chip Value-afdelingen. Imidlertid har den store interesse for stabilt indtjennende virksomheder – herunder fusioner og opkøb blandt disse – betydet, at afdelingen har klaret sig bedre end det generelle aktiemarked, på trods af en tocifret stigning på det generelle marked. 2. halvår endte som ventet med tomgang for markedet, dog med store udsving, hvorimod Blue Chip Value-afdelingen fortsat gav et ganske positivt afkast. Som ventet har det generelle aktiemarked i 2015 taget retning efter centralbankernes gøren og laden.

Afkastforklaring

ValueInvest Blue Chip Value leverede et positivt afkast i 2015 på 22,8% mod et ligeledes positivt afkast fra MSCI Verden ND på 10,6%. I de 16 kalenderår, ValueInvest Blue Chip Value har eksisteret, har porteføljen akkumuleret et positivt afkast på 273,9% mod et akkumuleret afkast på 46,0% for MSCI Verden ND.

ValueInvest Blue Chip Value har leveret sit merafkast med en lavere tabsrisiko end den, der er kendetegnet ved MSCI Verden ND. I Blue Chip Value-afdelingens levetid har aktiemarkedet haft to ekstremt negative afkastår: 2002 og siden 2008. I begge disse år har afdelingen leveret en relativ kapitalbeskyttelse ved at tabe væsentlig mindre end aktiemarkedet generelt. Dette er én af de afgørende faktorer for at kunne skabe et fornuftigt positivt afkast på lang sigt.

"Forsigtighed er en dyd...så må vi leve med afkastet". Dette står skrevet på Foreningens hjemmeside under Mission. Ligeledes er det fremhævet, at målsætningen er "langsigtet levering af høje afkast kombineret med lav risiko for permanente tab". Vi har beregnet, hvor meget afdelingen deltager i stigende aktiemarkeder, og hvor stor deltagelsesgraden er i faldende aktiemarkeder – også kaldet *Up-Market Capture Ratio* og *Down-Market Capture Ratio*. Målt over de seneste 16 år, til og med december 2015, har afdelingen "fanget" 87% af kursstigningerne og kun deltaget i 55% af kursfaldene. Måler man over den seneste treårsperiode, hvor investorerne på aktiemarkedet og i ValueInvest er blevet belønnet med meget høje afkast, er deltagelsen i stigningerne 103% imod 73% i faldene. Med en historisk set meget stor eksponering imod indtjeningsstabile virksomheder har afdelingen dermed leveret en høj deltagelsesgrad i aktiemarkedets stigninger og samtidig leveret en relativ god beskyttelse i dårlige tider,

Figur 1 Historiske afkast inklusive nøgletal

ValueInvest Blue Chip	31.12.12 - 31.12.15 (3 år)		31.12.10 - 31.12.15 (5 år)		31.12.08 - 31.12.15 (7 år)		31.12.05 - 31.12.15 (10 år)		31.12.00 - 31.12.15 (15 år)	
	ValueInvest Blue Chip	MSCI Verden Net Dividens	ValueInvest Blue Chip	MSCI Verden Net Dividens	ValueInvest Blue Chip	MSCI Verden Net Dividens	ValueInvest Blue Chip	MSCI Verden Net Dividens	ValueInvest Blue Chip	MSCI Verden Net Dividens
Akkumuleret afkast	77,6%	60,0%	90,4%	77,8%	169,1%	170,0%	127,4%	77,3%	238,1%	56,9%
Årligt afkast	21,1%	17,0%	13,7%	12,2%	15,2%	15,3%	8,6%	5,9%	8,5%	3,1%
Årligt merafkast	4,1%		1,5%		-0,1%		2,7%		5,4%	
Standardafvigelse (p.a.)	11,4%	11,7%	10,3%	11,0%	10,9%	12,0%	11,3%	13,3%	11,9%	14,3%
Sharpe Ratio	1,55	1,15	0,99	0,79	1,08	0,98	0,45	0,18	0,42	-0,03
Beta	0,87		0,80		0,78		0,73		0,71	
Tracking Error (p.a.)	5,3%		5,5%		5,5%		5,7%		6,1%	
Information Ratio	0,78		0,28		-0,01		0,47		0,88	
Upside	103,29		91,88		83,88		84,14		88,74	
Downside	72,89		69,15		62,00		62,30		58,71	

Kilde: ValueInvest A.M. / Bloomberg

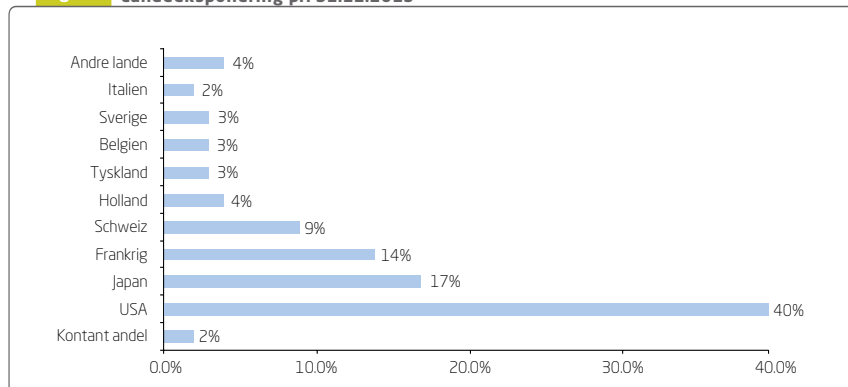
hvor aktiemarkedet falder. Afdelingen har fortsat en meget stor overvægt af virksomheder, der har en relativ stor forudsigelighed og stabilitet i indtjeningen.

Vi skal nogle år tilbage for at finde den seneste store nedtur på det globale aktiemarked - nærmere betegnet 2008, hvor markedet tabte 38% af sin værdi. De senere år har endog givet meget høje afkast, hvilket skaber høje forventninger til fremtidige afkast. Midt i sådan en kursfest kan man let komme til at lyde som en dødbider, når man maner til forsigtighed og forsøger at skrue forventningerne ned. Foreningen er dog ikke i tvivl om, at hvis der opstår skuffelser i det generelle aktiemarked, vil det blive straffet prompte, og lige meget hvor stabilt indtjenende virksomhederne i afdelingen end er, kan de ikke undgå også at blive ramt kursmæssigt. I en sådan situation er det vigtigt at skelne mellem kortsigtede udsving i aktiekurser og virksomhedernes underliggende indtjeningsstabilitet. Vi mener, at den store overvægt af investeringer i virksomheder med en stor stabilitet i indtjeningen vil blive belønnet på længere sigt i form af mere stabile afkast og en lavere risiko for permanente tab. Dette er langt mere væsentligt end de kortsigtede udsving i aktiekurserne.

Væsentlige afkastbidrag

Den største positive bidragsyder til afkastet i 2015 er branchen Fødevarer efterfulgt af Husholdningsartikler og Fødevarebutikker. Det er dermed tre af de mest stabilt indtjenende brancher, der topper listen over positive bidrag til afkastet. I Fødevarebranchen er der, ligesom i 2014, en bred vifte af selskaber, der bidrager positivt til afkastet, heriblandt amerikanske Hormel Foods, Kraft Heinz, ConAgra Foods, General Mills og schweiziske Nestlé. De to største bidrag til afkastet kommer fra amerikanske Hormel Foods og tyske Adidas, hvorefter følger bl.a. amerikanske Kraft Heinz og belgiske Delhaize inden for henholdsvis Fødevarer og Fødevarebutikker. Det mest negative selskabsbidrag kommer fra franske Casino og amerikanske Staples.

Figur 2 Landeeksponering pr. 31.12.2015



Figur 3 Selskabseksponering pr. 31.12.2015

Selskabs top 10	Land	Sektor	Industri	Risikokategori	Vægt
Kimberly-Clark	USA	Stabilt Forbrug	Husholdningsartikler	A	5,9%
Hormel Foods	USA	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	5,2%
General Mills	USA	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	5,2%
Nestle	Schweiz	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	4,9%
Clorox	USA	Stabilt Forbrug	Husholdningsartikler	A	4,5%
Ahold	Holland	Stabilt Forbrug	Fødevarebutikker	B	4,1%
Danone	Frankrig	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	4,0%
Roche	Schweiz	Medicinal	Medicinalindustri	B	3,8%
ConAgra Foods	USA	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	3,7%
Orange	Frankrig	Telekomm.	Diverse Tele Serviceydelser	B-1	3,6%

Historiske afkast

Af figur 1 fremgår de historiske resultater fordelt på tre, fem, syv, ti og femten år. I tre-, fem-, ti- og femtenårsperioderne er der leveret et merafkast i forhold til MSCI Verden ND, i kombination med en lavere risiko, målt ved den årlige standardafvigelse. I syvårsperioden har risikoen målt på den årlige standardafvigelse også været lavere, men her har afdelingen dog et marginalt lavere afkast end markedet. Med godt 15% i årligt afkast har det dog været højere, end hvad man bør forvente på lang sigt. I alle perioderne har porteføljen en høj Tracking Error, som indikerer store afvigelser i porteføljesammensætningen i forhold til MSCI Verden ND. De store afvigelser fra markedet understreges ligeledes af, at Aktiv Andel er over 94%.

Landeeksponering

Af figur 2 fremgår landeeksponeringen. Udvalget af selskaber og

sammensætningen af porteføljerne sker med udgangspunkt i en investeringsproces, der går på tværs af lande og brancher. ValueInvest Blue Chip Value rummer derfor udelukkende selskaber og brancher, der er identificeret positivt ud fra investeringsprocessen. Selskabsudvælgelsen har medført, at den største eksponering er til selskaber baseret i USA, Japan og Frankrig. Der er ikke sket nævneværdige ændringer i landesammensætningen i forhold til 2014.

Selskabseksponering

Porteføljens ti største selskabseksponeringer fremgår af figur 3. De ti største selskabseksponeringer udgør 44,8% af den samlede portefølje med eksponering gående fra 5,9% til 3,6%. Der er således en god diversifikation i porteføljen, og samtidig er alle ti selskabseksponeringer investeret i kategorierne for indtjeningsstabilitet A og B.

Særlige risici - herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen investerer i aktier på de internationale markeder, har afdelingen en forretningsmæssig risiko på udviklingen på disse markeder. Risikoen består hovedsageligt af den generelle markedsrisiko, en aktierisiko på den enkelte virksomhed samt en valutarisiko. I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikobeskrivelse og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om Foreningens overordnede vurdering af disse risici.

Ultimo 2015 var henholdsvis USA, Japan og Europa afdelingens tre største investeringsområder. Forudsat at vi ikke ændrer investeringsstrategien, vil den økonomiske og politiske udvikling i disse to lande samt Europa have en særlig stor betydning for investorerne fremtidige afkast.

pengene mindre værd. Hvis vi glemmer det, skal vi blot læse lidt op på Europas historie.

Selvom de økonomiske nøgletal i USA og delvist også i Europa ser bedre ud, forventer vi, at aktiemarkedet vil træde vande i 2016 – i bedste fald. Porteføljesammensætningen har ikke ændret sig væsentligt i 1. halvår 2015, og porteføljen har fortsat meget stor overvægt mod de mest indtjeningsstabile selskaber og sektorer. At have stor vægt imod indtjeningsstabilitet er et aktivt tilvalg og har betydning for, hvordan porteføljen klarer sig i forskellige markeds miljøer. Det betyder bl.a., at afkastene typisk kan svinge mindre end markedsafkastet set over længere perioder. Set i forhold til det generelle aktiemarked (relativt perspektiv) betyder det, at porteføljen i opgangstider kan give lidt mindre afkast, men til gengæld i nedgangstider bør tabe mindre end markedet.

Forventninger til 2016

Likviditetstilførslen til de finansielle markeder fortsætter, efter at ECB har afløst FED med at trykke penge. I december sænkede ECB renten yderligere og forlængede varigheden for de kvantitative lempelser til ind i 2017. Dermed bevæger Europa og USA sig i øjeblikket i hver sin retning, efter FED hævede renten i december. I Kina har afmatningen i den økonomiske vækst medført en mere aggressiv stil fra den kinesiske centralbank, der ønsker en acceleration i væksten og dermed er klar med nye pengepolitiske lempelser. På trods af *Abenomics* i Japan balancerer landet omkring nulvækst, så Bank of Japan fortsætter den aggressive politik. Dermed er det fortsat ikke mangel på likviditet, verden står overfor.

Selvom ECB har forlænget de kvantitative lempelser, vil det i 2016 komme på dagsordenen, hvad der kommer til at ske, når også ECB skruer ned for pumperne i 2017 (hvis de gør det!). Efter mange års pengetrykkeri fra centralbankerne har de svært ved at overraske positivt. De finansielle markeder er fanget i opfattelsen af, at centralbankerne nok skal løse de problemer, politikerne ikke kan løse. Men flere penge, der jagter de samme aktiver, løser ikke problemet, det gør kun

Årsrapport > ValueInvest Blue Chip Value

Resultatopgørelse

	2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
Renter og udbytter		
1 Renteindtægter	0	956
2 Udbytter	26.806	24.950
I alt renter og udbytter	26.806	25.906
Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	155.757	110.004
Øvrige aktiver/passiver	113	23
3 Handelsomkostninger	499	458
I alt kursgevinster og -tab	155.371	109.569
I alt indtægter	182.177	135.475
4 Administrationsomkostninger	15.835	14.772
Resultat før skat	166.342	120.703
5 Skat	2.458	3.303
Årets nettoresultat:	163.884	117.400
Resultatdisponering og udlodningsopgørelse		
Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	-1.550	-4.521
Overført fra sidste år	224	196
I alt formuebevægelser	-1.326	-4.325
Til disposition	162.558	113.075
Forslag til anvendelse		
8 Foreslået udlodning	78.741	62.136
Overført til udlodning næste år	0	224
Overført til formue	83.817	50.715
I alt disponeret	162.558	113.075

Balance pr. 31. december

	2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	13.111	9.681
I alt likvide midler	13.111	9.681
Kapitalandele		
Noterede aktier fra udenl. selskaber	800.843	716.757
I alt kapitalandele	800.843	716.757
Andre aktiver		
Tilgodehav. renter, udbytte m.m.	685	812
Andre tilgodehavender	1.154	1.181
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.077	243
I alt andre aktiver	2.916	2.236
Aktiver i alt	816.870	728.674
Passiver		
7 Medlemmernes formue	812.427	726.682
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	1.961	1.992
Mellemværende vedr. handelsafvikl.	2.482	0
I alt anden gæld	4.443	1.992
Passiver i alt	816.870	728.674

9 Femårsoversigt

Årsrapport > ValueInvest Blue Chip Value

Noter

					2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
1	Renteindtægter					
	Andre aktiver				0	956
	I alt renteindtægter				0	956
2	Udbytter					
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber				26.806	24.950
	I alt udbytter				26.806	24.950
3	Handelsomkostninger					
	Bruttohandelsomkostninger				574	657
	Dækket af emissions- og indløsningsindtægter				-75	-199
	I alt handelsomkostninger				499	458
4	Administrationsomkostninger					
		Direkte	fælles	2015 I alt	Direkte	fælles I alt
	Honorar til bestyrelse m.v.	0	53	53	0	61
	Revisionshonorar	0	28	28	0	17
	Markedsføringsomkostninger	7.262	0	7.262	6.651	105
	Gebyrer til depotselskab	398	0	398	406	0
	Andre omk. i forb. med formueplejen	6.886	0	6.886	6.344	0
	Øvrige omkostninger	23	305	328	0	373
	Fast administrationshonorar	0	880	880	0	815
	I alt administrationsomkostninger	14.569	1.266	15.835	13.401	1.371
5	Skat					
	Ikke refunderbar udbytteskat				2.458	3.303
	I alt skat				2.458	3.303
6	Finansielle Instrumenter					
	Børsnoterede finansielle instrumenter				98,6%	98,6%
	Andre aktiver og passiver				1,4%	1,4%
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				40%	41%
	Japan				17%	17%
	Frankrig				14%	15%
	Schweiz				9%	8%
	Holland				4%	4%
	Andre inklusiv kontanter				16%	15%
	Formue fordelt på sektorer					
	Stabile forbrugsgoder				53%	56%
	Health Care				10%	10%
	Cykliske forbrugsgoder				8%	9%
	Industri				8%	6%
	IT				6%	6%
	Andre inklusiv kontanter				15%	13%

Årsrapport > ValueInvest Blue Chip Value

7 Medlemmernes formue	2015		2014	
	Cirk. Beviser	Formue	Cirk. Beviser	Formue
Formue primo	359.167	726.682	409.845	782.877
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		62.136		81.969
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		-533		4.380
Emissioner i året	7.954	18.630	1.953	3.414
Indløsninger i året	15.600	34.206	52.631	99.420
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		106		0
Udlodningsregulering		1.550		4.521
Overført udlodning fra sidste år		-224		-196
Overført udlodning til næste år		0		224
Foreslået udlodning		78.741		62.136
Overført fra resultatopgørelsen		83.817		50.715
Formue ultimo	351.521	812.427	359.167	726.682

8 Til rådighed for udlodning	2015		2014	
Udlodning overført fra sidste år		224		196
Renter og udbytter		26.906		26.112
Ikke refunderbar skat		-2.387		-3.303
Kursgevinster til udlodning		71.399		58.648
Udlodningsregulering ved emission/indløsning		-1.748		-5.368
Frivillig udlodning		84		0
I alt indkomst før administrationsomkostninger		94.378		76.285
Administrationsomkostninger		-15.835		-14.772
Udlodningsregulering administrationsomkostninger		198		847
I alt rådighed for udlodning		78.741		62.360

9 Femårsoversigt	2015	2014	2013	2012	2011
Årets nettoresultat (t.kr.)	163.884	117.400	163.146	61.182	-6.904
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	812.427	726.682	782.877	757.471	823.055
Cirkulerende andele (stk.)	3.515.210	3.591.670	4.098.450	4.683.530	5.375.367
Indre værdi	231,12	202,32	191,02	161,73	153,12
Udlodning (%)	22,40	17,30	20,00	6,75	3,00
Omkostningsprocent	1,99	2,06	2,06	2,09	2,09
Omkostningsprocent, jf. vedtægter	1,75	1,92	1,96	2,02	1,92
Årets afkast (%)	22,81	18,03	22,50	7,49	-0,25
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	150.562	114.979	189.883	146.213	124.443
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	221.659	279.450	326.719	249.942	190.666
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	372.221	394.429	516.601	396.156	315.109
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	255.798	211.973	374.490	244.009	177.718
Omsætningshastighed	0,16	0,15	0,23	0,15	0,11
ÅOP	2,29	2,47	2,49	2,51	2,51
Sharpe Ratio	1,23	1,43	1,13	-	-
Standardafvigelse (%)	10,20	7,43	10,12	-	-

ValueInvest Global

For at give et fyldestgørende billede af udviklingen bør afdelingsberetningen læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle ledelsesberetning.

Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på www.valueinvest.dk.

Investeringsområde og profil

Afdelingen har som langsigtet mål at levere høje stabile afkast kombineret med lav risiko for permanente tab på baggrund af en disciplineret aktieudvælgelsesproces, som specialiserer sig i principperne om valueinvestering. Ved at investere i primært større likvide nord-amerikanske, europæiske og japanske kvalitetsselskaber, prisfastsat væsentligt under den reelle beregnede værdi, kan afdelingen fremvise attraktive stabile afkast kombineret med en moderat risiko. Afdelingen er placeret i kategori 5 på EU's risikoskala. Risikoskalaen fremgår af Central Investorinformation og kan downloades på Foreningens hjemmeside www.valueinvest.dk.

Formueudvikling

Afdelingens formue udgjorde 5.515.174 t.kr. ultimo 2015 mod 4.111.516 t.kr. ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på 1.403.658 t.kr. Der er foretaget nettoemissioner for i alt 610.537 t.kr. Nettoresultat udgjorde 995.964 t.kr. kroner og der er udbetalt 202.843 t.kr. i udbytte.

Markedsinfo

I forventningerne til 2015 gav Foreningen udtryk for, at den konservative sammensætning af afdelingen, med stærk fokus på indtjeningsstabile virksomheder, kunne medføre mindre udsving i afkast. Samtidig ville der være risiko for, at afdelingen ikke helt ville kunne følge markedet ved kraftige stigninger. Ved halvåret var forventningerne til 2. halvår 2015, at aktiemarkedet ville gå i tomgang og ikke levere tilsvarende afkast som i 1. halvår. Samme forudsigelse gjaldt for Global-afdelingen. Imidlertid har den store interesse for stabilt indtjenende virksomheder – herunder fusioner og opkøb blandt disse – betydet, at afdelingen har klaret sig bedre end det generelle aktiemarked, på trods af en tocifret stigning på det generelle marked. 2. halvår endte som ventet med tomgang for markedet, dog med store udsving, hvorimod Global-afdelingen fortsat gav et ganske positivt afkast. Som ventet har det generelle aktiemarked i 2015 taget retning efter centralbankernes gøren og laden.

Afkastforklaring

ValueInvest Global leverede i 2015 et positivt afkast på 23,0% mod et ligeledes positivt afkast fra MSCI Verden ND på 10,6%. I de 17 kalenderår, ValueInvest Global har eksisteret, har porteføljen akkumuleret et positivt afkast på 377,4% mod et ligeledes positivt afkast på 112,1% for MSCI Verden ND.

ValueInvest Global har leveret dette

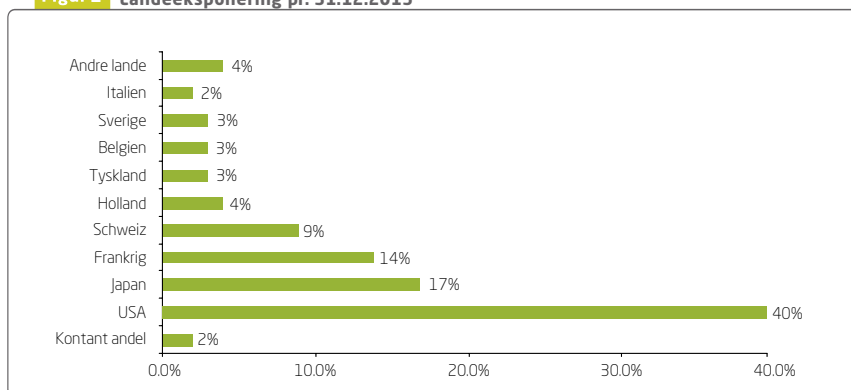
merafkast med en lavere tabsrisiko end den, der er kendetegnet ved MSCI Verden ND. I global-afdelingens levetid har aktiemarkedet haft to ekstremt negative afkastår: 2002 og siden 2008. I begge disse år har global-afdelingen leveret en relativ kapitalbeskyttelse ved at tabe væsentligt mindre end aktiemarkedet generelt.

"Forsigtighed er en dyd....så må vi leve med afkastet". Dette står skrevet på Foreningens hjemmeside under Mission. Ligeledes er det fremhævet, at målsætningen er "langsigtet levering af høje afkast kombineret med lav risiko for permanente tab". Vi har beregnet, hvor meget afdelingen deltager i stigende aktiemarkeder, og hvor stor deltagelsesgraden er i faldende aktiemarkeder – også kaldet *Up-Market Capture Ratio* og *Down-Market Capture Ratio*. Målt over de seneste 17 år, til og med december 2015, har afdelingen "fanget" 85% af kursstigningerne og kun deltaget i 55% af kursfaldene. Med en historisk set meget stor eksponering mod indtjeningsstabile virksomheder har afdelingen dermed leveret en høj deltagelsesgrad i aktiemarkedets stigninger og samtidig leveret en relativ god beskyttelse i dårlige tider, hvor aktiemarkedet falder. Afdelingen har fortsat en meget stor overvægt af virksomheder, der har en relativ stor forudsigelighed og stabilitet i indtjeningen.

Figur 1 Historiske afkast inklusive nøgletal

ValueInvest Global	31.12.12 - 31.12.15 (3 år)		31.12.10 - 31.12.15 (5 år)		31.12.08 - 31.12.15 (7 år)		31.12.05 - 31.12.15 (10 år)		31.12.00 - 31.12.15 (15 år)	
	ValueInvest Global	MSCI Verden Net Dividens	ValueInvest Global	MSCI Verden Net Dividens	ValueInvest Global	MSCI Verden Net Dividens	ValueInvest Global	MSCI Verden Net Dividens	ValueInvest Global	MSCI Verden Net Dividens
Akkumuleret afkast	76,6%	60,0%	82,0%	77,8%	165,0%	170,0%	125,6%	77,3%	253,3%	56,9%
Årligt afkast	20,9%	17,0%	12,7%	12,2%	14,9%	15,3%	8,5%	5,9%	8,8%	3,1%
Årligt merafkast	3,9%		0,5%		-0,3%		2,6%		5,7%	
Standardafvigelse (p.a.)	11,3%	11,7%	10,3%	11,0%	11,0%	12,0%	11,4%	13,3%	11,5%	14,3%
Sharpe Ratio	1,54	1,15	0,89	0,79	1,04	0,98	0,44	0,18	0,46	-0,03
Beta	0,86		0,80		0,80		0,74		0,68	
Tracking Error (p.a.)	5,1%		5,4%		5,4%		5,8%		6,2%	
Information Ratio	0,76		0,10		-0,06		0,45		0,92	
Upside	102,40		89,90		84,36		84,37		88,43	
Downside	72,53		73,96		65,37		63,16		56,71	

Kilde: ValueInvest A.M. / Bloomberg

Figur 2 Landeeksposering pr. 31.12.2015**Figur 3 Selskabseksposering pr. 31.12.2015**

Selskabs top 10	Land	Sektor	Industri	Risikokategori	Vægt
Kimberly-Clark	USA	Stabilt Forbrug	Husholdningsartikler	A	5,8%
General Mills	USA	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	5,5%
Hormel Foods	USA	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	5,3%
Nestle	Schweiz	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	4,8%
Clorox	USA	Stabilt Forbrug	Husholdningsartikler	A	4,5%
Danone	Frankrig	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	4,1%
Ahold	Holland	Stabilt Forbrug	Fødevarebutikker	B	4,0%
Roche	Schweiz	Medicinal	Medicinalindustri	B	3,8%
ConAgra Foods	USA	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	3,7%
Orange	Frankrig	Telekomm.	Diverse Tele Serviceydelser	B-1	3,6%

Vi skal nogle år tilbage for at finde den seneste store nedtur på det globale aktiemarked - nærmere betegnet 2008, hvor markedet tabte 38% af sin værdi. De senere år har tilmed givet meget høje afkast, hvilket skaber høje forventninger til fremtidige afkast. Midt i sådan en kursfest kan man let komme til at lyde som en dødbider, når man maner til forsigtighed og forsøger at skruer forventningerne ned. Foreningen er dog ikke i tvivl om, at hvis der opstår skuffelser i det generelle aktiemarked, vil det blive straffet prompte, og lige meget hvor stabilt indtjenende virksomhederne i afdelingen end er, kan de ikke undgå også at blive ramt kursmæssigt. I en sådan situation er det vigtigt at skelne mellem kortsigtede udsving i aktiekurser og virksomhedernes underliggende indtjeningsstabilitet. Vi mener, at den store overvægt af investeringer i virksomheder med en stor stabilitet i indtjeningen vil blive belønnet på længere sigt i form af mere stabile afkast og en

lavere risiko for permanente tab. Dette er langt mere væsentligt end de kortsigtede udsving i aktiekurserne.

Væsentlige afkastbidrag

Den største positive bidragsyder til afkastet i 2015 er branchen Fødevarer efterfulgt af Husholdningsartikler og Fødevarebutikker. Det er dermed tre af de mest stabilt indtjenende brancher, der toppe listen over positive bidrag til afkastet. I Fødevarebranchen er der, ligesom i 2014, en bred vifte af selskaber, der bidrager positivt til afkastet, heriblandt amerikanske Hormel Foods, Kraft Heinz, ConAgra Foods, General Mills og schweiziske Nestlé. De to største bidrag til afkastet kommer fra amerikanske Hormel Foods og tyske Adidas, hvorefter følger bl.a. amerikanske Kraft Heinz og belgiske Delhaize inden for henholdsvis Fødevarer og Fødevarebutikker. Det mest negative selskabsbidrag kommer fra franske Casino og amerikanske Staples. Figuren viser, hvor stor en procentdel af de

samlede gevinster eller de samlede tab, den enkelte branche har stået for.

Historiske afkast

Af figur 1 fremgår de historiske resultater fordelt på tre, fem, syv, ti og femten år. I tre-, fem-, ti- og femtenårsperioderne er der leveret et merafkast i forhold til MSCI Verden ND, i kombination med en lavere risiko, målt ved den årlige standardafvigelse. I syvårsperioden har risikoen målt på den årlige standardafvigelse også været lavere, men her har afdelingen ikke helt kunnet følge afkastet for markedet. Med knap 15% i årligt afkast har det dog været højere, end hvad man bør forvente på lang sigt. I alle perioderne har porteføljen en høj Tracking Error, som indikerer store afvigelser i porteføljesammensætningen i forhold til MSCI Verden ND. De store afvigelser fra markedet understreges ligeledes af, at Aktiv Andel er over 94%.

Landeeksposering

Af figur 2 fremgår landeeksposeringen. Udvælgelsen af selskaber og sammensætningen af porteføljerne sker med udgangspunkt i en investeringsproces, der går på tværs af lande og brancher. ValueInvest Global rummer derfor udelukkende selskaber og brancher, der er identificeret positivt ud fra investeringsprocessen. Selskabsudvælgelsen har medført, at den største eksposering er til selskaber baseret i USA, Japan og Frankrig.

Selskabseksposering

Porteføljens ti største selskabseksposeringer fremgår af figur 3. De ti største selskabseksposeringer udgør 45,2% af den samlede portefølje, med eksposering gående fra 5,8 til 3,6%. Der er således en god diversifikation i porteføljen, og samtidig er alle ti selskabseksposeringer investeret i kategorierne for indtjeningsstabilitet A og B.

Særlige risici - herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen investerer i aktier på de internationale markeder, oplever afdelingen

en forretningsmæssig risiko på udviklingen på disse markeder. Risikoen består hovedsageligt af den generelle markedsrisiko, en aktierisiko på den enkelte virksomhed samt en valutarisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikobeskrivelse og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om Foreningens overordnede vurdering af disse risici.

Ultimo 2015 var henholdsvis USA, Japan og Europa afdelingens tre største investeringsområder. Forudsat at vi ikke ændrer landesammensætningen, vil den økonomiske og politiske udvikling i disse to lande samt Europa have en særlig stor betydning for investorerne fremtidige afkast.

Forventninger til 2016

Likviditetstilførslen til de finansielle markeder fortsætter, efter at ECB har afløst FED med at trykke penge. I december sænkede ECB renten yderligere og forlængede varigheden for de kvantitative lempelser til ind i 2017. Dermed bevæger Europa og USA sig i øjeblikket i hver sin retning, efter FED hævede renten i december. I Kina har afmatningen i den økonomiske vækst medført en mere aggressiv stil fra den kinesiske centralbank, der ønsker en acceleration i væksten og dermed er klar med nye pengepolitiske lempelser. På trods af *Abenomics* i Japan balancerer landet omkring nulvækst, så Bank of Japan fortsætter den aggressive politik. Dermed er det fortsat ikke mangel på likviditet, verden står overfor.

Selvom ECB har forlænget de kvantitative lempelser, vil det i 2016 komme på dagsordenen, hvad der kommer til at ske, når også ECB skruer ned for pumperne i 2017 (hvis de gør det!). Efter mange års pengetrykkeri fra centralbankerne har de svært ved at overraske positivt. De finansielle markeder er fanget i opfattelsen af, at centralbankerne nok skal løse de problemer, politikerne ikke kan løse. Men flere penge, der jagter de samme aktiver, løser ikke problemet, det gør kun

pengene mindre værd. Hvis vi glemmer det, skal vi blot læse lidt op på Europas historie.

Selvom de økonomiske nøgletal i USA og delvist også i Europa ser bedre ud, forventer vi, at aktiemarkedet vil træde vande i 2016 – i bedste fald. Porteføljesammensætningen har ikke ændret sig væsentligt i 1. halvår 2015, og porteføljen har fortsat meget stor overvægt mod de mest indtjeningsstabile selskaber og sektorer. At have stor vægt imod indtjeningsstabilitet er et aktivt tilvalg og har betydning for, hvordan porteføljen klarer sig i forskellige markeds miljøer. Det betyder bl.a., at afkastene typisk kan svinge mindre end markedsafkastet set over længere perioder. Set i forhold til det generelle aktiemarked (relativt perspektiv) betyder det, at porteføljen i opgangstider kan give lidt mindre afkast, men til gengæld i nedgangstider bør tabe mindre end markedet.

Årsrapport > ValueInvest Global

Resultatopgørelse

	2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
Renter og udbytter		
1 Renteindtægter	0	2.465
2 Udbytter	173.457	126.707
I alt renter og udbytter	173.457	129.172
Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	940.930	571.179
Øvrige aktiver/passiver	378	101
3 Handelsomkostninger	2.190	1.481
I alt kursgevinster og -tab	939.118	569.799
I alt indtægter	1.112.575	698.971
4 Administrationsomkostninger	100.488	75.633
Resultat før skat	1.012.087	623.338
5 Skat	16.123	16.747
Årets nettoresultat:	995.964	606.591
Resultatdisponering og udlodningsopgørelse		
Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	11.509	4.405
Overført fra sidste år	870	1.538
I alt formuebevægelser	12.379	5.943
Til disposition	1.008.343	612.534
Forslag til anvendelse		
8 Foreslået udlodning	332.097	200.280
Overført til udlodning næste år	684	870
Overført til formue	675.562	411.384
I alt disponeret	1.008.343	612.534

Balance pr. 31. december

	2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	93.951	66.143
I alt likvide midler	93.951	66.143
Kapitalandele		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	5.422.592	4.047.754
I alt kapitalandele	5.422.592	4.047.754
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	4.648	4.548
Andre tilgodehavender	6.250	3.538
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.876	1.345
I alt andre aktiver	12.774	9.431
Aktiver i alt	5.529.317	4.123.328
Passiver		
7 Medlemmernes formue	5.515.174	4.111.516
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	14.143	11.812
I alt anden gæld	14.143	11.812
Passiver i alt	5.529.317	4.123.328
9 Femårsoversigt		

Årsrapport > ValueInvest Global

Noter

				2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
1	Renteindtægter				
	Andre aktiver			0	2.465
	I alt renteindtægter			0	2.465
2	Udbytter				
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber			173.457	126.707
	I alt udbytter			173.457	126.707
3	Handelsomkostninger				
	Bruttohandelsomkostninger			4.583	2.906
	Dækket af emissions- og indløsningsindtægter			-2.393	-1.425
	I alt handelsomkostninger			2.190	1.481
4	Administrationsomkostninger				
		Direkte	fælles	2015 I alt	2014 I alt
	Honorar til bestyrelse mv.	0	347	347	305
	Revisionshonorar	0	140	140	78
	Kontorhold mv.	0	1	1	1
	Markedsføringsomkostninger	48.033	0	48.033	35.967
	Gebyrer til depotselskab	3.552	1	3.553	2.707
	Andre omk. i forb. med formueplejen	43.326	0	43.326	31.784
	Øvrige omkostninger	35	1.495	1.530	0
	Fast administrationshonorar	0	3.558	3.558	2.845
	I alt administrationsomkostninger	94.946	5.542	100.488	70.458
5	Skat				
	Ikke refunderbar udbytteskat			16.123	16.747
	I alt skat			16.123	16.747
6	Finansielle Instrumenter				
	Børsnoterede finansielle instrumenter			98,3%	98,4%
	Andre aktiver og passiver			1,7%	1,6%
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			40%	41%
	Japan			17%	17%
	Frankrig			14%	14%
	Schweiz			9%	8%
	Holland			4%	5%
	Andre inklusiv kontanter			16%	15%
	Formue fordelt på sektorer				
	Stabile forbrugsgoder			53%	56%
	Health Care			10%	10%
	Cykliske forbrugsgoder			8%	9%
	Industri			8%	6%
	IT			6%	6%
	Andre inklusiv kontanter			15%	13%

Årsrapport > ValueInvest Global

7 Medlemmernes formue	2015		2014	
	Cirk. Beviser	Formue	Cirk. Beviser	Formue
Formue primo	1.772.386	4.111.516	1.666.193	3.513.889
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		200.280		226.602
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		-2.563		-4.415
Emissioner i året	373.307	941.999	207.382	435.156
Indløsninger i året	132.983	336.895	101.189	213.103
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		5.433		0
Udlodningsregulering		-11.509		-4.405
Overført udlodning fra sidste år		-870		-1.538
Overført udlodning til næste år		684		870
Foreslået udlodning		332.097		200.280
Overført fra resultatopgørelsen		675.562		411.384
Formue ultimo	2.012.710	5.515.174	1.772.386	4.111.516

8 Til rådighed for udlodning	2015		2014	
Udlodning overført fra sidste år		870		1.538
Renter og udbytter		173.457		128.707
Ikke refunderbar skat		-18.613		-16.747
Kursgevinster til udlodning		266.046		158.880
Udlodningsregulering ved emission/indløsning		14.521		5.580
I alt indkomst for administrationsomkostninger		436.281		277.958
Administrationsomkostninger		-100.488		-75.633
Udlodningsregulering administrationsomkostninger		-3.012		-1.175
I alt rådighed for udlodning		332.781		201.150

9 Femårsoversigt	2015				
	2015	2014	2013	2012	2011
Årets nettoresultat (t.kr.)	995.964	606.591	555.730	188.481	-125.819
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	5.515.174	4.111.516	3.513.889	2.433.922	2.439.888
Cirkulerende andele (stk.)	20.127.100	17.723.860	16.661.930	13.794.030	14.714.255
Indre værdi	274,02	231,98	210,89	176,45	165,82
Udlodning (%)	16,50	11,30	13,60	4,50	2,50
Omkostningsprocent	1,97	2,03	2,04	2,06	2,05
Omkostningsprocent, jf. vedtægter	1,78	1,84	1,81	2,00	1,93
Årets afkast (%)	23,02	17,44	22,21	7,80	-4,37
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	1.601.910	854.390	1.350.800	492.807	559.489
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	1.163.419	839.309	826.465	621.570	384.538
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	2.765.328	1.693.699	2.177.264	1.114.377	944.027
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	1.300.038	842.890	1.484.178	771.320	309.708
Omsætningshastighed	0,13	0,11	0,24	0,16	0,06
ÅOP	2,25	2,42	2,47	2,49	2,46
Sharpe Ratio	1,14	1,31	1,08	-	-
Standardafvigelse (%)	10,22	7,53	10,32	-	-

ValueInvest Global Akkumulerende

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle ledelsesberetning for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på www.valueinvest.dk.

Investeringsområde og -profil

Afdelingen har som langsigtet mål at levere høje stabile afkast kombineret med lav risiko for permanente tab på baggrund af en disciplineret aktieudvælgelsesproces, som specialiserer sig i principperne om valueinvestering. Ved at investere i primært større likvide nordamerikanske, europæiske og japanske kvalitetsselskaber, prisfastsat væsentligt under den reelle beregnede værdi, kan afdelingen fremvise attraktive stabile afkast kombineret med en moderat risiko. Afdelingen er placeret i kategori 5 på EU's risikoskala. Risikoskalaen fremgår af Central Investorinformation og kan downloades på Foreningens hjemmeside www.valueinvest.dk.

Formueudvikling

Afdelingens formue udgjorde 1.408.946 t.kr. ultimo 2015 mod 1.093.257 t.kr. ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på 315.689 t.kr. Der er foretaget nettoemissioner for i alt 56.068 t.kr. Nettoresultat udgjorde 259.621 t.kr. kroner.

Markedsinfo

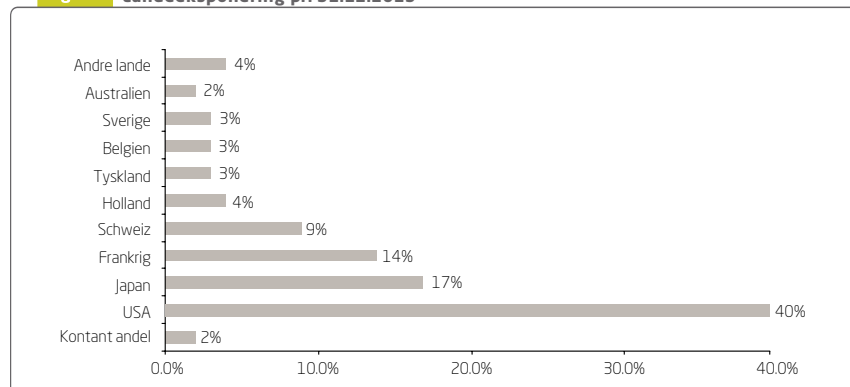
I forventningerne til 2015 gav Foreningen udtryk for, at den konservative sammensætning af afdelingen, med stærk fokus på indtjeningsstabile virksomheder, kunne medføre mindre udsving i afkast. Samtidig ville der være risiko for, at afdelingen ikke helt ville kunne følge markedet ved kraftige stigninger. Ved halvåret var forventningerne til 2. halvår 2015, at aktiemarkedet ville gå i tomgang og ikke levere tilsvarende afkast som i 1. halvår. Samme forudsigtelse gjaldt for Global Akkumulerende-afdelingen. Imidlertid har den store interesse for stabil

Figur 1 Historiske afkast inklusive nøgletal

ValueInvest Global Akkumulerende	31.12.12 - 31.12.15 (3 år)		31.12.10 - 31.12.15 (5 år)		31.12.08 - 31.12.15 (7 år)	
	ValueInvest Global Akk.	MSCI Verden Net Dividens	ValueInvest Global Akk.	MSCI Verden Net Dividens	ValueInvest Global Akk.	MSCI Verden Net Dividens
Akkumuleret afkast	76,8%	60,0%	82,5%	77,8%	175,2%	170,0%
Årligt afkast	20,9%	17,0%	12,8%	12,2%	15,6%	15,3%
Årligt merafst	4,0%		0,6%		0,3%	
Standardafvigelse (p.a.)	11,3%	11,7%	10,4%	11,0%	11,1%	12,0%
Sharpe Ratio	1,54	1,15	0,90	0,79	1,08	0,98
Beta	0,86		0,80		0,81	
Tracking Error (p.a.)	5,2%		5,4%		5,4%	
Information Ratio	0,76		0,11		0,06	
Upside	102,50		90,18		85,82	
Downside	72,30		74,06		63,42	

Kilde: ValueInvest A.M. / Bloomberg

Figur 2 Landeeksponering pr. 31.12.2015



indtjenende virksomheder – herunder fusioner og opkøb blandt disse – betyder, at afdelingen har klaret sig bedre end det generelle aktiemarked, på trods af en tocifret stigning på det generelle marked. 2. halvår endte som ventet med tomgang for markedet, dog med store udsving, hvorimod Global Akkumulerende-afdelingen fortsat gav et ganske positivt afkast. Som ventet har det generelle aktiemarked i 2015 taget retning efter centralbankernes gøren og laden.

Afkastforklaring

ValueInvest Global Akkumulerende leverede et positivt afkast i 2015 på 23,0% mod et ligeledes positivt afkast fra MSCI Verden ND på 10,6%. I de ni kalenderår, ValueInvest Global Akkumulerende har eksisteret, har porteføljen akkumuleret et positivt afkast på 104% mod et ligeledes positivt afkast på

65% for MSCI Verden ND.

ValueInvest Global Akkumulerende har leveret dette merafst med en lavere tabsrisiko end den, der er kendetegnet ved MSCI Verden ND. I Foreningens levetid har aktiemarkedet haft to ekstremt negative afkastår: 2002 og siden 2008. I begge disse år har Foreningens investeringsproces og den globale aktiestrategi leveret en relativ kapitalbeskyttelse ved at tabe væsentlig mindre end aktiemarkedet generelt.

"Forsigtighed er en dyd....så må vi leve med afkastet". Dette står skrevet på Foreningens hjemmeside under Mission. Ligeledes er det fremhævet, at målsætningen er "langsigtet levering af høje afkast kombineret med lav risiko for permanente tab". Vi har beregnet, hvor meget (global-)afdelingen deltager i

Figur 3 Selskabseksponering pr. 31.12.2015

Selskabs top 10	Land	Sektor	Industri	Risikokategori	Vægt
Kimberly-Clark	USA	Stabilt Forbrug	Husholdningsartikler	A	6,0%
Hormel Foods	USA	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	5,3%
General Mills	USA	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	5,3%
Nestle	Schweiz	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	4,9%
Clorox	USA	Stabilt Forbrug	Husholdningsartikler	A	4,6%
Ahold	Holland	Stabilt Forbrug	Fødevarebutikker	B	4,1%
Danone	Frankrig	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	4,0%
Roche	Schweiz	Medicinal	Medicinalindustri	B	3,8%
Orange	Frankrig	Telekomm.	Diverse Tele Serviceydelser	B-1	3,6%
ConAgra Foods	USA	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	3,6%

stigende aktiemarkeder, og hvor stor deltagelsesgraden er i faldende aktiemarkeder – også kaldet *Up-Market Capture Ratio* og *Down-Market Capture Ratio*. Vi har valgt global-afdelingen pga. af længere historik. Målt over de seneste 17 år, til og med december 2015, har afdelingen "fanget" 85% af kursstigningerne og kun deltaget i 55% af kursfaldene. Med en historisk set meget stor eksponering mod indtjeningsstabile virksomheder har afdelingen dermed leveret en høj deltagelsesgrad i aktiemarkedets stigninger og samtidig leveret en relativ god beskyttelse i dårlige tider, hvor aktiemarkedet falder. Ligesom ValuelInvest Global har også ValuelInvest Global Akkumulerende fortsat en meget stor overvægt af virksomheder, der har en relativ stor forudsigelighed og stabilitet i indtjeningen.

Vi skal nogle år tilbage for at finde den seneste store nedtur på det globale aktiemarked - nærmere betegnet 2008, hvor markedet tabte 38% af sin værdi. De senere år har tilmed givet meget høje afkast, hvilket skaber høje forventninger til fremtidige afkast. Midt i sådan en kursfest kan man let komme til at lyde som en dødbider, når man maner til forsigtighed og forsøger at skruer forventningerne ned. Foreningen er dog ikke i tvivl om, at hvis der opstår skuffelser i det generelle aktiemarked, vil det blive straffet prompte, og lige meget hvor stabilt indtjenende virksomhederne i afdelingen end er, kan de ikke undgå også at blive ramt kursmæssigt. I en sådan situation er det vigtigt at skelne mellem kortsigtede udsving i aktiekurser og virksomhedernes underliggende

indtjeningsstabilitet. Vi mener, at den store overvægt af investeringer i virksomheder med en stor stabilitet i indtjeningen vil blive belønnet på længere sigt i form af mere stabile afkast og en lavere risiko for permanente tab. Dette er langt mere væsentligt end de kortsigtede udsving i aktiekurserne.

Væsentlige afkastbidrag

Den største positive bidragsyder til afkastet i 2015 er branchen Fødevarer efterfulgt af Husholdningsartikler og Fødevarebutikker. Det er dermed tre af de mest stabilt indtjenende brancher, der topper listen over positive bidrag til afkastet. I Fødevarebranchen er der, ligesom i 2014, en bred vifte af selskaber, der bidrager positivt til afkastet, heriblandt amerikanske Hormel Foods, Kraft Heinz, ConAgra Foods, General Mills og schweiziske Nestlé. De to største bidrag til afkastet kommer fra amerikanske Hormel Foods og tyske Adidas, hvorefter følger bl.a. amerikanske Kraft Heinz og belgiske Delhaize inden for henholdsvis Fødevarer og Fødevarebutikker. Det mest negative selskabsbidrag kommer fra franske Casino og amerikanske Staples.

Historiske afkast

På grund af ValuelInvest Global Akkumulerendes relativt korte levetid viser figur 1 afdelingens historiske resultater fordelt på tre, fem og syv år. I alle perioder er der leveret et merafkast i forhold til MSCI Verden ND i kombination med en lavere risiko, målt ved den årlige standardafvigelse. I alle perioderne har porteføljen en høj Tracking Error, som indikerer store

afvigelser i porteføljesammensætningen i forhold til MSCI Verden ND. De store afvigelser fra markedet understreges ligeledes af, at Aktiv Andel er på mere end 94%.

Landeeksponering

Af figur 2 fremgår landeeksponeringen. Udvalgelsen af selskaber og sammensætningen af porteføljerne sker med udgangspunkt i en investeringsproces, der går på tværs af lande og brancher. ValuelInvest Global Akkumulerende rummer derfor udelukkende selskaber og brancher, der er identificeret positivt ud fra investeringsprocessen. Selskabsudvælgelsen har medført, at den største eksponering er til selskaber baseret i USA, Japan og Frankrig.

Selskabseksponering

Porteføljens ti største selskabseksponeringer fremgår af figur 3. De ti største selskabseksponeringer udgør 45,1% af den samlede portefølje med eksponering gående fra 6,0% til 3,6%. Der er således en god diversifikation i porteføljen, og samtidig er alle ti selskabseksponeringer investeret i kategorierne for indtjeningsstabilitet A og B.

Særlige risici - herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen investerer i aktier på de internationale markeder, har afdelingen en forretningsmæssig risiko på udviklingen på disse markeder. Risikoen består hovedsageligt af den generelle markedsrisiko, en aktierisiko på den enkelte virksomhed samt en valutarisiko. I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikobeskrivelse og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om Foreningens overordnede vurdering af disse risici.

Ultimo juni 2015 var henholdsvis USA, Japan og Europa afdelingens tre største investeringsområder. Forudsat at vi ikke ændrer investeringsstrategien, vil den økonomiske og politiske udvikling i disse to lande samt Europa have en særlig stor betydning for investorernes fremtidige afkast.

Forventninger til 2016

Likviditetstilførslen til de finansielle markeder fortsætter, efter at ECB har afløst FED med at trykke penge. I december sænkede ECB renten yderligere og forlængede varigheden for de kvantitative lempelser til ind i 2017. Dermed bevæger Europa og USA sig i øjeblikket i hver sin retning, efter FED hævede renten i december. I Kina har afmatningen i den økonomiske vækst medført en mere aggressiv stil fra den kinesiske centralbank, der ønsker en acceleration i væksten og dermed er klar med nye pengepolitiske lempelser. På trods af *Abenomics* i Japan balancerer landet omkring nulvækst, så Bank of Japan fortsætter den aggressive politik. Dermed er det fortsat ikke mangel på likviditet, verden står overfor.

Selvom ECB har forlænget de kvantitative lempelser, vil det i 2016 komme på dagsordenen, hvad der kommer til at ske, når også ECB skruer ned for pumperne i 2017 (hvis de gør det!). Efter mange års pengetrykkeri fra centralbankerne har de svært ved at overraske positivt. De finansielle markeder er fanget i opfattelsen af, at centralbankerne nok skal løse de problemer, politikerne ikke kan løse. Men flere penge, der jagter de samme aktiver, løser ikke problemet, det gør kun pengene mindre værd. Hvis vi glemmer det, skal vi blot læse lidt op på Europas historie.

Selvom de økonomiske nøgletal i USA og delvist også i Europa ser bedre ud, forventer vi, at aktiemarkedet vil træde vande i 2016 – i bedste fald. Porteføljesammensætningen har ikke ændret sig væsentligt i 1. halvår 2015, og porteføljen har fortsat meget stor overvægt mod de mest indtjeningsstabile selskaber og sektorer. At have stor vægt imod indtjeningsstabilitet er et aktivt tilvalg og har betydning for, hvordan porteføljen klarer sig i forskellige markeds miljøer. Det betyder bl.a., at afkastene typisk kan svinge mindre end markedsafkastet set over længere perioder. Set i forhold til det generelle aktiemarked (relativt perspektiv) betyder det, at porteføljen i opgangstider kan give lidt mindre afkast, men til

gengæld i nedgangstider bør tabe mindre end markedet.

Årsrapport > ValueInvest Global Akkumulerende

Resultatopgørelse

	2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
Renter og udbytter		
1 Renteindtægter	0	542
2 Udbytter	44.984	33.813
I alt renter og udbytter	44.984	34.355
Kursgevinster og -løb		
Kapitalandele	245.920	155.256
Øvrige aktiver/passiver	96	25
3 Handelsomkostninger	717	436
I alt kursgevinster og -løb	245.299	154.845
I alt indtægter	290.283	189.200
4 Administrationsomkostninger	26.457	20.629
Resultat før skat	263.826	168.571
5 Skat	4.205	4.488
Årets nettoresultat:	259.621	164.083
Forslag til anvendelse		
Overført til formue	259.621	164.083
I alt disponeret	259.621	164.083

Balance pr. 31. december

	2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	22.967	16.301
6 I alt likvide midler	22.967	16.301
Kapitalandele		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.386.131	1.077.454
6 I alt kapitalandele	1.386.131	1.077.454
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	1.160	1.202
Andre tilgodehavender	1.672	922
Mellemværende vedr. handelsafvikling	3.324	365
I alt andre aktiver	6.156	2.489
Aktiver i alt	1.415.254	1.096.244
Passiver		
7 Medlemmernes formue	1.408.946	1.093.257
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	3.435	2.987
Mellemværende vedr. handelsafvikling	2.873	2.987
I alt anden gæld	6.308	2.987
Passiver i alt	1.415.254	1.096.244

8 Femårsoversigt

Årsrapport > ValueInvest Global Akkumulerende

Noter

				2015 (tkr.)	2014 (tkr.)
1 Renteindtægter					
Andre aktiver				0	542
I alt renteindtægter				0	542
2 Udbytter					
Noterede aktier fra udenlandske selskaber				44.984	33.813
I alt udbytter				44.984	33.813
3 Handelsomkostninger					
Bruttohandelsomkostninger				986	788
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter				-269	-352
I alt handelsomkostninger				717	436
4 Administrationsomkostninger					
	Direkte	fælles	2015 I alt	Direkte	fælles 2014 I alt
Honorar til bestyrelse m.v.	0	90	90	0	80
Revisionshonorar	0	36	36	0	24
Markedsføringsomkostninger	12.338	0	12.338	9.290	137
Gebyrer til depotselskab	909	0	909	835	0
Andre omk. i forb. med formueplejen	11.315	0	11.315	8.725	0
Øvrige omkostninger	23	448	471	0	431
Fast administrationshonorar	0	1.298	1.298	0	1.107
I alt administrationsomkostninger	24.585	1.872	26.457	18.850	1.779
5 Skat					
Ikke refunderbar skat				4.205	4.488
I alt skat				4.205	4.488
6 Finansielle Instrumenter					
Børsnoterede finansielle instrumenter				98,4%	98,6%
Andre aktiver og passiver				1,6%	1,4%
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				40%	41%
Japan				17%	16%
Frankrig				14%	15%
Schweiz				9%	8%
Holland				4%	4%
Andre inklusiv kontanter				16%	16%
Formue fordelt på sektorer					
Stabile forbrugsgoder				52%	56%
Health Care				10%	10%
Cykliske forbrugsgoder				8%	9%
IT				6%	6%
Industri				8%	6%
Andre inklusiv kontanter				16%	13%

Årsrapport > ValueInvest Global Akkumulerende

7 Medlemmernes formue	2015		2014	
	Cirk. Beviser	Formue	Cirk. Beviser	Formue
Formue primo	648.396	1.093.257	618.927	887.963
Emissioner i året	57.775	107.319	96.769	142.891
Indløsninger i året	27.000	51.381	67.300	101.879
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		130		199
Overført fra resultatopgørelsen		259.621		164.083
Formue ultimo	679.171	1.408.946	648.396	1.093.257

8 Femårsoversigt	2015	2014	2013	2012	2011
Årets nettoresultat (t.kr.)	259.621	164.083	151.083	40.430	-27.730
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	1.408.946	1.093.257	887.963	586.605	528.546
Cirkulerende andele (stk.)	6.791.710	6.483.960	6.189.270	4.999.910	4.855.912
Indre værdi	207,45	168,61	143,47	117,32	108,85
Omkostningsprocent	1,99	2,09	2,16	2,13	2,09
Omkostningsprocent, jf. vedtægter	1,82	1,89	1,94	2,01	1,93
Årets afkast (%)	23,04	17,52	22,28	7,61	-4,10
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	335.999	246.274	348.929	135.356	189.215
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	272.257	198.571	200.820	103.539	104.452
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	608.256	444.845	549.749	238.895	293.667
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	442.106	246.263	328.745	142.437	58.735
Omsætningshastighed	0,17	0,12	0,20	0,13	0,05
ÅOP	2,28	2,48	2,58	2,55	2,50
Sharpe Ratio	1,14	1,30	1,14	-	-
Standardafvigelse (%)	10,25	7,57	10,45	-	-

ValueInvest Japan

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle ledelsesberetning for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på www.valueinvest.dk.

Investeringsområde og profil

Afdelingen har som langsigtet mål at levere høje stabile afkast kombineret med lav risiko for permanente tab på baggrund af en disciplineret aktieudvælgelsesproces, som specialiserer sig i principperne om valueinvestering. Ved at investere i primært større likvide japanske kvalitetsselskaber prisfastsæt væsentligt under den reelle beregnede værdi kan afdelingen fremvise attraktive stabile afkast kombineret med en moderat risiko. Afdelingen er placeret i kategori 5 på EU's risikoskala. Risikoskalaen fremgår af Central Investorinformation og kan downloades på Foreningens hjemmeside www.valueinvest.dk.

Formueudvikling

Afdelingens formue udgjorde 175.769 t.kr. ultimo 2015 mod 119.831 t.kr. ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på 55.938 t.kr. Der er foretaget nettoemissioner for i alt 24.980 t.kr. Nettoresultat

udgjorde 39.494 t.kr. og der er udbetalt 8.535 t.kr. i udbytte.

Markedsinfo

I forventningerne til 2015 gav Foreningen udtryk for, at den konservative sammensætning af afdelingen, med stærk fokus på indtjeningsstabile virksomheder, kunne medføre mindre udsving i afkast. Samtidig ville der være risiko for, at afdelingen ikke helt ville kunne følge markedet ved kraftige stigninger. At måle afkastudsving på så kort sigt giver ikke den store mening, men på lang sigt har den konservative sammensætning vist sig at levere mere stabile afkast målt på den årlige standardafvigelse. Imidlertid har den store interesse for stabilt indtjenende virksomheder i 2015 betydet, at afdelingen har klaret sig bedre end det japanske aktiemarked, på trods af en meget stor stigning på det japanske marked. Som ventet har det japanske aktiemarked fortsat i 2015 taget retning efter centralbankernes gøren og laden, herunder specielt Bank of Japan.

Afkastforklaring

ValueInvest Japan leverede i 2015 et positivt afkast på 32,7% mod et ligeledes positivt afkast fra MSCI Japan ND på 22,2%. I de 17 kalenderår, ValueInvest Japan har eksisteret, har porteføljen akkumuleret et positivt afkast på 241% mod et ligeledes positivt afkast på 72% for MSCI Japan

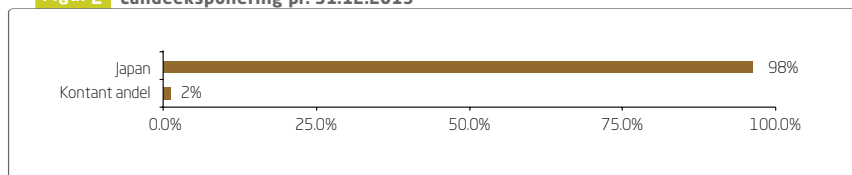
ND. ValueInvest Japan har leveret dette merafkast med en lavere tabsrisiko end den, der er kendetegnet ved MSCI Japan ND.

"Forsigtighed er en dyd....så må vi leve med afkastet". Dette står skrevet på Foreningens hjemmeside under Mission. Ligeledes er det fremhævet, at målsætningen er "langsigtet levering af høje afkast kombineret med lav risiko for permanente tab". Vi har beregnet, hvor meget afdelingen deltager i stigende aktiemarkeder, og hvor stor deltagelsesgraden er i faldende aktiemarkeder – også kaldet *Up-Market Capture Ratio* og *Down-Market Capture Ratio*. Målt over de seneste 17 kalenderår, til og med december 2015, har afdelingen "fanget" 73% af kursstigningerne og kun deltaget i 52% af kursfaldene. Hvis man kun måler over den seneste femårsperiode, hvor investorerne på aktiemarkedet og i ValueInvest er blevet belønnet med høje afkast, har deltagelsesgraden i stigningerne været helt oppe på 84% og for faldenes vedkommende ligget på 58%. Med en historisk set meget stor eksponering imod indtjeningsstabile virksomheder har afdelingen dermed leveret en høj deltagelsesgrad i aktiemarkedets stigninger og samtidig leveret en relativ god beskyttelse i dårlige tider, hvor aktiemarkedet falder. Afdelingen har fortsat en meget stor overvægt af virksomheder, der har en relativ stor forudsigelighed og stabilitet i indtjeningen.

Figur 1 Historiske afkast inklusive nøgletal

ValueInvest Japan	31.12.12 - 31.12.15 (3 år)		31.12.10 - 31.12.15 (5 år)		31.12.08 - 31.12.15 (7 år)		31.12.05 - 31.12.15 (10 år)		31.12.00 - 31.12.15 (15 år)	
	ValueInvest Japan	MSCI Verden Net Dividens	ValueInvest Japan	MSCI Verden Net Dividens	ValueInvest Japan	MSCI Verden Net Dividens	ValueInvest Japan	MSCI Verden Net Dividens	ValueInvest Japan	MSCI Verden Net Dividens
Akkumuleret afkast	69,4%	62,4%	77,6%	52,8%	115,1%	96,0%	84,4%	19,4%	154,1%	18,8%
Årligt afkast	19,2%	17,6%	12,2%	8,9%	11,6%	10,1%	6,3%	1,8%	6,4%	1,2%
Årligt merafkast	1,7%		3,3%		1,5%		4,5%		5,3%	
Standardafvigelse (p.a.)	14,0%	15,3%	14,2%	15,0%	14,4%	15,3%	13,0%	14,9%	13,4%	16,6%
Sharpe Ratio	1,26	1,05	0,75	0,49	0,70	0,56	0,37	0,02	0,37	-0,02
Beta	0,75		0,72		0,72		0,64		0,61	
Tracking Error (p.a.)	8,2%		9,3%		9,3%		8,9%		8,7%	
Information Ratio	0,20		0,36		0,16		0,51		0,60	
Upside	85,25		83,76		83,31		77,85		75,37	
Downside	57,77		57,99		66,17		54,27		51,65	

Kilde: ValueInvest A.M. / Bloomberg

Figur 2 Landeeksposering pr. 31.12.2015**Figur 3 Selskabseksponering pr. 31.12.2015**

Selskabs top 10	Land	Sektor	Industri	Risikokategori	Vægt
Air Water	Japan	Råvarer	Kemikalier	A	5,8%
Toyo Suisan	Japan	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	5,3%
Asahi Group	Japan	Stabilt Forbrug	Bryggerier	B	5,0%
Nippon Flour Mills	Japan	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A-1	5,0%
KDDI Corp	Japan	Telekomm.	Trådløs Kommunikationsservice	C	4,9%
Lawson	Japan	Stabilt Forbrug	Fødevarerbutikker	B	4,8%
Osaka Gas	Japan	Forsyning	Gas Forsyning	B	4,8%
Kirin	Japan	Stabilt Forbrug	Bryggerier	B	4,7%
Mitsubishi Tanabe	Japan	Medicinal	Medicinalindustri	B	4,7%
Terumo	Japan	Medicinal	Sundhedsudstyr og produkter	B	4,6%

Væsentlige afkastbidrag

De største positive bidragsydere til afkastet er brancherne Fødevarerbutikker, Medicinalindustri og Fødevarer. Det største enkeltstående bidrag til afkastet kommer fra selskabet Nippon Flour Mills efterfulgt af IT Holdings og Daiichi Sankyo inden for brancherne Fødevarer, IT Konsulentservice og Medicinal. De to mest negative bidrag til afkastet kommer fra brancherne Uddannelsesservice og Udvinding & Produktion af Olie & Gas, hvor vi finder Benesse og Inpex. Benesse er frasolgt afdelingen i efteråret.

Historiske afkast

Af figur 1 fremgår de historiske resultater fordelt på tre, fem, syv, ti og femten år. I alle perioder er der leveret et merafkast i forhold til MSCI Japan ND, i kombination med en lavere risiko, målt ved den årlige standardafvigelse. I alle perioderne har porteføljen en meget høj Tracking Error, som indikerer store afvigelser i porteføljesammensætningen i forhold til MSCI Japan ND. De store afvigelser fra markedet understreges ligeledes af, at Aktiv Andel er over 90%.

Selskabseksponering

Porteføljens ti største selskabseksponeringer fremgår af figur 3. De ti største selskabseksponeringer udgør 49,7% af den samlede portefølje, med eksponering gående fra 5,8% til 4,6%. Der er således en god diversifikation i porteføljen, og samtidig er ni ud af de ti største selskabseksponeringer investeret i kategorierne A eller B, hvor vi finder de to højeste niveauer for indtjeningsstabilitet.

Særlige risici - herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen investerer i aktier på det japanske marked, har afdelingen en forretningsmæssig risiko på udviklingen på dette marked. Risikoen består hovedsageligt af den generelle markedsrisiko, en aktierisiko på den enkelte virksomhed samt en valutarisiko. I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikobeskrivelse og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om Foreningens overordnede vurdering af disse risici.

Den økonomiske og politiske udvikling i

Japan vil have stor betydning for investorernes fremtidige afkast.

Forventninger til 2016

Likviditetstilførslen til de finansielle markeder fortsætter, efter at ECB har afløst FED med at trykke penge. I december sænkede ECB renten yderligere og forlængede varigheden for de kvantitative lempelser til ind i 2017. Dermed bevæger Europa og USA sig i øjeblikket i hver sin retning, efter FED hævede renten i december. I Kina har afmatningen i den økonomiske vækst medført en mere aggressiv stil fra den kinesiske centralbank, der ønsker en acceleration i væksten og dermed er klar med nye pengepolitiske lempelser. På trods af *Abenomics* i Japan balancerer landet omkring nulvækst, så Bank of Japan fortsætter den aggressive politik. Dermed er det fortsat ikke mangel på likviditet, verden står overfor.

Selvom ECB har forlænget de kvantitative lempelser, vil det i 2016 komme på dagsordenen, hvad der kommer til at ske, når også ECB skruer ned for pumperne i 2017 (hvis de gør det!). Efter mange års pengetrykkeri fra centralbankerne har de svært ved at overraske positivt. De finansielle markeder er fanget i opfattelsen af, at centralbankerne nok skal løse de problemer, politikerne ikke kan løse. Men flere penge, der jagter de samme aktiver, løser ikke problemet, det gør kun pengene mindre værd. Hvis vi glemmer det, skal vi blot læse lidt op på Europas historie.

Selvom de økonomiske nøgletal i USA og delvist også i Europa ser bedre ud, forventer vi, at aktiemarkedet vil træde vande i 2016 – i bedste fald. Porteføljesammensætningen har ikke ændret sig væsentligt i 1. halvår 2015, og porteføljen har fortsat meget stor overvægt mod de mest indtjeningsstabile selskaber og sektorer. At have stor vægt imod indtjeningsstabilitet er et aktivt tilvalg og har betydning for, hvordan porteføljen klarer sig i forskellige markedsmiljøer. Det betyder bl.a., at afkastene typisk kan svinge mindre end markedsafkastet

set over længere perioder. Set i forhold til det generelle aktiemarked (relativt perspektiv) betyder det, at porteføljen i opgangstider kan give lidt mindre afkast, men til gengæld i nedgangstider bør tabe mindre end markedet.

Abenomics var designet til bl.a. at svække den japanske yen, således at eksportørerne kunne fremstå billigere på deres eksportmarkeder. Problemet er blot, at eksportørerne til en vis grad i stedet har bibeholdt priserne på eksportmarkederne og så bogført en højere profit i yen. I en verden med faldende global efterspørgsel medfører det, at eksportvolumen ikke stiger, og når yennen så begynder at stige igen, er festen forbi. Nabolandet Kina, som sammen med USA er Japans største eksportmarked, er i gang med at tilpasse økonomien til lavere vækst, hvilket sammen med ECB's kvantitative lettelser kan gøre landet mere aktivt i at svække deres valuta, yuan. Vi mener derfor, at Japan-afdelingen med en overvægt af selskaber med indenlandsk orienterede aktiviteter er godt positioneret til at drage fordel af de muligheder, der, på trods af manglende økonomisk vækst, er til stede.

Årsrapport > ValueInvest Japan

Resultatopgørelse

	2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
Renter og udbytter		
1 Renteindtægter	-1	0
2 Udbytter	3.003	2.822
I alt renter og udbytter	3.002	2.822
Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	40.115	12.533
Valutakonti	74	-20
Øvrige aktiver/passiver	25	12
3 Handelsomkostninger	46	33
I alt kursgevinster og -tab	40.168	12.492
I alt indtægter	43.170	15.314
4 Administrationsomkostninger	3.230	2.767
Resultat før skat	39.940	12.547
5 Skat	446	439
Årets nettoresultat:	39.494	12.108
Resultatdisponering og udlodningsopgørelse		
Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	438	-939
Overført fra sidste år	23	14
I alt formuebevægelser	461	-925
Til disposition	39.955	11.183
Forslag til anvendelse		
8 Foreslået udlodning	9.608	7.333
Overført til udlodning næste år	0	23
Overført til formue	30.347	3.827
I alt disponeret	39.955	11.183

Balance pr. 31. december

	2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	3.098	1.941
I alt likvide midler	3.098	1.941
Kapitalandele		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	172.939	118.111
I alt kapitalandele	172.939	118.111
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	205	127
Andre tilgodehavender	4	0
I alt andre aktiver	209	127
Aktiver i alt	176.246	120.179
Passiver		
7 Medlemmernes formue	175.769	119.831
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	477	348
I alt anden gæld	477	348
Passiver i alt	176.246	120.179

9 Femårsoversigt

Årsrapport > ValueInvest Japan

Noter

					2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
1	Renteindtægter					
	Indestående i pengeinstitutter				-1	-62
	I alt renteindtægter				-1	33
2	Udbytter					
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber				3.003	2.822
	I alt udbytter				3.003	2.822
3	Handelsomkostninger					
	Bruttohandelsomkostninger				140	95
	Dækket af emissions- og indløsningsindtægter				-94	-62
	I alt handelsomkostninger				46	33
4	Administrationsomkostninger					
		Direkte	fælles	2015 I alt	Direkte	fælles 2014 I alt
	Honorar til bestyrelse m.v.	0	11	11	0	11
	Revisionshonorar	0	3	3	0	2
	Markedsføringsomkostninger	1.343	0	1.343	1.051	1.070
	Gebyrer til depotselskab	130	0	130	106	106
	Andre omk. i forb. med formueplejen	1.448	0	1.448	1.314	1.314
	Øvrige omkostninger	23	93	116	0	116
	Fast administrationshonorar	0	179	179	0	148
	I alt administrationsomkostninger	2.944	286	3.230	2.471	2.767
5	Skat					
	Ikke refunderbar udbytteskat				446	439
	I alt skat				446	439
6	Finansielle Instrumenter					
	Børsnoterede finansielle instrumenter				98,4%	98,6%
	Andre aktiver og passiver				1,6%	1,4%
Specifikation af afdelingens børsnoterede værdipapirer kan rekvireres fra kontakt@valueinvest.dk eller ved at rette henvendelse til BI Management A/S.						
	Sektorfordeling					
	Stabile forbrugsgoder				41%	41%
	Health Care				18%	17%
	IT				12%	11%
	Industri				8%	7%
	Råvarer				8%	6%
	Andre inklusiv kontanter				13%	18%
	10 største poster					
	Air Water Inc				5,8%	6,0%
	Toyo Suisan				5,3%	3,1%
	Asahi Group Holdings Ltd				5,0%	5,5%
	Nippon Flour Mills				5,0%	4,7%
	Kddi Corp				4,9%	4,5%
	Lawson Inc.				4,8%	4,7%
	Osaka Gas Co Ltd				4,8%	4,9%
	Kirin Holdings				4,7%	4,8%
	Mitsubishi Tanabe				4,7%	4,3%
	Terumo				4,6%	3,8%

Årsrapport > ValueInvest Japan

7	Medlemmernes formue	2015		2014	
		Cirk. Beviser	Formue	Cirk. Beviser	Formue
	Formue primo	63.762	119.831	81.767	148.371
	Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		7.333		8.994
	A conto udlodning vedrørende året før		0		0
	Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		-1.203		902
	Valutakursregulering		0		
	Emissioner i året	17.108	40.443	295	543
	Indløsninger i året	6.960	15.607	18.300	33.159
	Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		144		60
	Udlodningsregulering		-438		939
	Overført udlodning fra sidste år		-23		-14
	Overført udlodning til næste år		0		23
	Foreslået udlodning		9.608		7.333
	Overført fra resultatopgørelsen		30.347		3.827
	Formue ultimo	73.910	175.769	63.762	119.831
8	Til rådighed for udlodning	2015		2014	
	Udlodning overført fra sidste år		23		14
	Renter og udbytter		3.002		2.822
	Ikke refunderbar skat		-446		-439
	Kursgevinster til udlodning		9.813		8.665
	Udlodningsregulering ved emission/indløsning		586		-1.129
	Frivillig udlodning		8		0
	I alt indkomst før administrationsomkostninger		12.986		9.933
	Administrationsomkostninger		-3.230		-2.767
	Udlodningsregulering administrationsomkostninger		-148		190
	I alt rådighed for udlodning		9.608		7.356

9	Femårsoversigt	2015				
		2015	2014	2013	2012	2011
	Årets nettoresultat (t.kr.)	39.494	12.108	21.217	555	8.217
	Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	175.769	119.831	148.371	140.140	172.019
	Cirkulerende andele (stk.)	739.100	637.620	817.670	885.620	1.080.617
	Indre værdi	237,81	187,93	181,46	158,24	159,19
	Udlodning (%)	13,00	11,50	11,00	1,50	0,00
	Omkostningsprocent	2,02	2,12	2,13	2,18	2,20
	Omkostningsprocent, jf. vedtægter	1,76	1,86	1,99	2,10	2,01
	Årets afkast (%)	32,68	10,42	15,61	-0,76	5,64
	Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	54.205	11.263	50.135	18.261	18.422
	Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	39.351	52.021	63.459	51.396	48.861
	Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	93.557	63.284	113.594	69.657	67.283
	Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	30.988	22.016	80.724	37.851	24.365
	Omsætningshastighed	0,10	0,08	0,26	0,12	0,07
	ÅOP	2,32	2,50	2,59	2,62	2,62
	Sharpe Ratio	0,80	0,75	0,47	-	-
	Standardafvigelse (%)	13,90	12,65	14,22	-	-

Begreber for ValueInvest

Danmarks fire 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 2016

14.03.2016	Årsrapport 2015
11.04.2016	Generalforsamling
11.08.2016	Halvårsrapport 2016

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 følgende 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 prisfastsættes til "Fair Value".

Hvem er ValueInvest Danmark?

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

Gennem fire afdelinger - ValueInvest Blue Chip Value, ValueInvest Global, ValueInvest Global Akkumulerende og ValueInvest Japan, der alle er noterede på Nasdaq Copenhagen A/S, investerer ValueInvest Danmark udelukkende i selskaber, der er noteret på internationalt anerkendte børser. ValueInvest Danmark indgår i InvesteringsFonds-Branchens afkaststatistik, se www.investering.dk.

Handel og information

Investeringsbeviserne kan erhverves hos alle danske pengeinstitutter, og indre værdi mv. kan følges dagligt på www.valueinvest.dk.

Ved navnenotering af beviserne via eget pengeinstitut tilsendes automatisk løbende information fra Foreningen.

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

ValueInvest Danmark har sine fire afdelinger noteret dagligt på Nasdaq Copenhagen A/S. Når De henvender Dem i Deres pengeinstitut for at investere i Foreningens beviser, har De brug for flg. oplysninger:

Fondskoder:

- ValueInvest Blue Chip Value
DK001024922-6
- ValueInvest Global
DK001024639-6
- ValueInvest Global Akkumulerende
DK006003249-8
- ValueInvest Japan
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.

Alm. Brand Bank
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
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.