

2016
ÅRSRAPPORT

ÅRSRAPPORT 2016 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 fratrasket 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 2016.....	4
Ledelsespåtegning.....	12
Den uafhængige revisors revisionspåtegning.....	13
Anvendt regnskabspraksis.....	15
ValueInvest Blue Chip Value.....	18
Kommentarer og forventninger	18
Resultatopgørelse.....	20
Balance.....	20
Noter.....	21
ValueInvest Global.....	23
Kommentarer og forventninger	23
Resultatopgørelse.....	25
Balance.....	25
Noter.....	26
ValueInvest Global Akkumulerende.....	28
Kommentarer og forventninger	28
Resultatopgørelse.....	30
Balance.....	30
Noter.....	31
ValueInvest Japan.....	33
Kommentarer og forventninger	33
Resultatopgørelse.....	35
Balance.....	35
Noter.....	36
Begreber for ValueInvest Danmarks fire afdelinger.....	38
Finanskalender	39
Hvad er valueinvestering?.....	40
Hvem er ValueInvest?	41
Til notater	42
Praktiske forhold	44

Foreningens ordinære generalforsamling afholdes
den 19. april 2017 kl. 16.00 på Tivoli Hotel, København.

Ledelsesberetning 2016

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

Den samlede formue er steget med 76.341 t.kr. og udgør ultimo året 7.988.657 t.kr. En formuefremgang som dels kan tilskrives et samlet resultat for året på 485.461 t.kr. samt nettoindløsninger for i alt 12.667 t.kr. I forbindelse med generalforsamlingen i 2016 blev der udbetalt hele 396.453 t.kr. til Foreningens investore.

Udbytte

Bestyrelsen foreslår nedenstående udbytter for 2016 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. Udbytterne er udbetalt aconto. Udbyttedatoen var den 8. februar 2017 med udbetaling den 10. februar 2017.

vet med deres tilhørende indkomstfordeling i kroner pr. bevis. Udbytterne er udbetalt aconto. Udbyttedatoen var den 8. februar 2017 med udbetaling den 10. februar 2017.

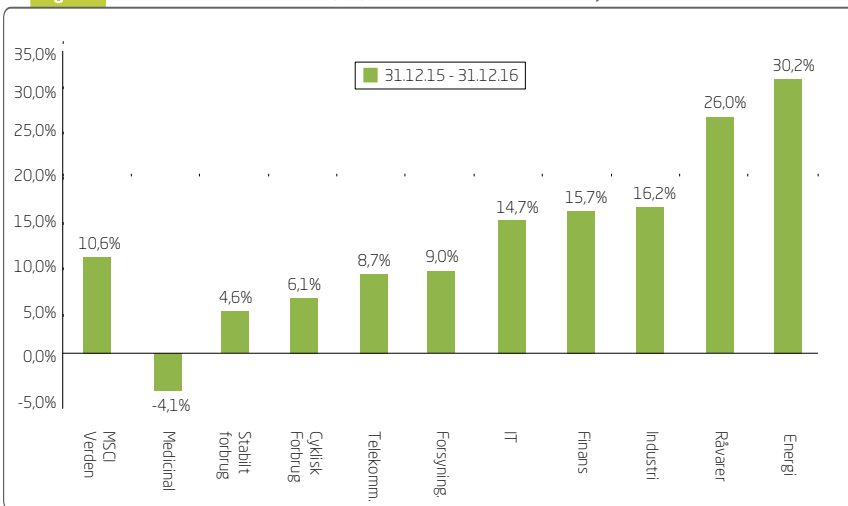
Afkastforklaring

I forventningerne til 2016 gav vi udtryk

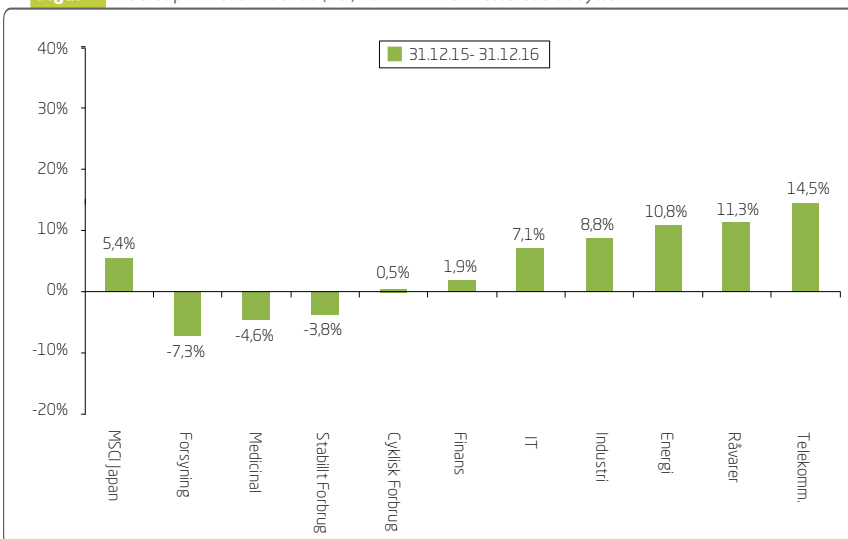
for, at det kunne blive svært at overgå markedet på samme måde som i 2015. Vi noterede, at Brexit-afstemningen og præsidentvalget i USA begge ville være faktorer, der kunne skabe volatilitet samtidig med, at der fortsat ville være pres på den frie bevægelighed inden for Schengen, bl.a. pga.

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

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



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



Ledelsesberetning 2016 (fortsat)

flygtningestrømmen og truslen om terrorisme. Terrorismens grimme ansigt viste sig igen forskellige steder, og polariseringen af den politiske debat lægger pres på de åbne grænser. Englænderne brugte imod forventning afstemningen til at cementere ønsket om at melde sig ud af EU. Og mens debatten om følgerne deraf bølgede, blev Donald Trump i november valgt som USA's næste præsident, hvilket var lige så overraskende som Brexit- udfaldet. Både Brexit-afstemningen og præsidentvalget medførte stor volatilitet på aktiemarkedet, og ValueInvest-afdelingerne klarede sig væsentlig bedre end markedet frem til præsidentvalget. Præsidentvalget i USA medførte dog en markant sektorrotation, hvorefter investorerne søgte mod langt mere cykliske sektorer, som ellers ikke er de mest repræsenterede i Global-afdelingen.

På trods af et komfortabelt forspring i afkastet indtil præsidentvalget måtte de globale afdelinger se sig slået med nogle procentpoint for året. Med et afkast i underkanten af 7% er vi dog tilfredse med årets resultat, specielt set i lyset af den markante outperformance, afdelingen præsterede i 2015. Japan-afdelingen tabte terræn, relativt set, men formåede for året at give bedre afkast end markedet, dette også efter en markant outperformance i 2015.

"Forsigtighed er en dyd... så må vi leve med afkastet". Dette står skrevet på Foreninsgens hjemmeside under Mission. Ligeledes er det fremhævet, at målsætningen er "på lang sigt at opnå et positivt afkast med en risiko, som er lavere end generelt for det globale aktiemarked". Vi har beregnet, hvor meget afdeling Global deltager i stigende aktiemarkeder, og hvor stor deltagelsesgraden er i faldende aktiemarkeder – også kaldet Upside Capture Ratio og Downside Capture Ratio. Målt over de seneste 18 år, til og med december 2016, har afdelingen "fanget" 82% af kursstigningerne og kun deltaget i 53% af kursfaldene. Afdeling Blue Chip Value har tilsvarende målt over de seneste 17 år, til og med december 2016,

har afdelingen "fanget" 85% af kursstigningerne og kun deltaget i 53% af kursfaldene. Afdeling Japan har i forhold til det japanske aktiemarked målt over de seneste 18 kalenderår, til og med december 2016, har afdelingen "fanget" 72% af kursstigningerne og kun deltaget i 51% af kursfaldene. Med en historisk set meget stor eksponering mod indtjeningsstabile virksomheder har afdelingerne dermed leveret en høj deltagelesgrad i aktiemarkedernes stigninger og samtidig leveret en relativ god beskyttelse i dårlige tider, hvor aktiemarkederne falder. Afdelingerne har fortsat en meget stor overvægt af virksomheder, der har en relativt stor forudsigelighed og stabilitet i indtjeningen.

I de senere år har både det generelle aktiemarked og de globale ValueInvest-afdelinger givet nogle ganske høje afkast. Efter det alvorlige fald markedet oplevede i 2008, er det ikke unaturligt med et efterfølgende solidt rally. Centralbankernes aggressive udpumpning af likviditet har også givet en hjælpende hånd til mange aktivklasser, og formueeffekten er nok det mest håndgribelige resultat af disse aktioner. Derimod er det langt mere tvivlsomt, om væksten i økonomien bliver varigt hjulpet af pengetrykkeri. Efter mange års globalisering er der nu en stigende tendens til, at mere protektionistiske kræfter vinder gehør, når de påberåber sig at beskytte "lokale interesser". Brexit-afstemningen i juni 2016 endte med, at briterne valgte at melde sig ud af EU. Meget peger dermed i retning af større friktioner for den frie verdenshandel, hvilket ikke er befordrende for stigende økonomisk vækst. Valget af Donald Trump som præsident i USA peger også i retning af mere protektionisme. Det må derfor antages, at forudsætningerne for virksomhedernes vækst også vil blive hæmmet i de kommende år. ValueInvest-afdelingerne består i overvejende grad af langtidsholdbare virksomheder, der har vist deres styrke i ekstremt udfordrende tider. Selvom disse virksomheder ikke er immune over for det omkringliggende samfund, har vi en stærk tiltro til, at virksomhederne også kan navi-

gere igennem minefyldt farvand, med de udfordringer tidens tendenser bringer. 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.

Høj volatilitet på aktiemarkederne

2016 var karakteriseret af to perioder med høj volatilitet på aktiemarkedet. Første gang var i januar/februar, hvor en markant faldende oliepris var den primære årsag, og anden gang i juni omkring Brexit-afstemningen, hvor udfaldet blev, at England ønsker at udmelde sig af EU. Præsidentvalget i USA optog i efteråret megen spaltepads, og udfaldet med Trump som vinder kom som lidt af en overraskelse og kunne betegnes som en Black Swan. Efter de overraskende resultater fra Brexit og det amerikanske præsidentvalg er tilliden til meningsmålinger forstøveligt nok dalet markant.

Trump - imod de elitære... eller?

Under valgkampen i USA blev en stemme på Trump opfattet som en stemme imod det politiske establishment, personificeret ved Hillary Clinton, dvs. en stemme imod eliten i Washington og Wall Street. Efter valget ser det ud til, at amerikanerne må kigge langt efter de store ændringer – bortset fra mere protektionisme og nationalistiske strømninger. En af de mest magtfulde positioner – posten som finansminister – går til en gammel kending af Wall Street, Steven Mnuchin, der har en fortid hos bl.a. Goldman Sachs. Mnuchin har skabt sig en formue ved at købe vragresterne fra én af de fallerede banker fra finanskrisen (Indy Mac) og derefter videresælge aktiverne med en stor fortjeneste. Commerce Secretary (handelsminister) bliver den snart 80-årige milliardær Wilbur Ross, der driver en private equity-virksomhed. Ross er kendt som modstander af store handelsaftaler og foretrækker bilaterale aftaler, hvorfor den store transatlantiske handels- og investeringsaftale (TTIP) nu må anses for at være stendød.

Ledelsesberetning 2016 (fortsat)

Trump - infrastruktur og skattelettelser til virksomheder

To af Trumps store valgløfter er massive skattelettelser og et stort investeringsprogram i infrastruktur. På overfladen kan infrastrukturinvesteringer se ud som noget, der kan blive til fordel for flertallet, da de fleste mennesker jo har gavn af en moderne infrastruktur. Skeptikere frygter imidlertid, at programmet primært er udformet med det formål at skabe økonomisk aktivitet frem for at gavne flertallet. Vigtige og mere bredt favnende investeringer i veje, broer og skoler er f.eks. ikke med i programmet. Dermed kan Trumps "infrastrukturinvesteringer" vise sig at være mere fordelagtige for den øverste 1% af befolkningen og mindre gavnlige for almindelige amerikanere, der stemte på Trump i håb om bedre vilkår.

Afkast

Det overraskende valg af Trump satte en stor sektorrotation i gang, hvor cykliske virksomheder blev købt i stor stil, og de mere stabilt indtjenende sektorer blev solgt fra. Med en relativt stor rentestigning på amerikanske statsobligationer var det ikke overraskende Finanssektoren, der klarede sig bedst efter valget, efterfulgt af Energi. Her skal man huske på, at Trump ikke er den store tilhænger af hverken vedvarende energi eller streng regulering af banksektoren. Med til at understøtte Energi var også den måske overraskende OPEC-aftale om at beskære olieproduktionen. De to største sektortabere efter det amerikanske præsidentvalg var Medicinal og Stabilt Forbrug. Afslutningen på året betød dermed, at markedsafkastene blev lidt bedre end afkastet for de tre globale afdelinger, hvorimod Japan afdelingen fortsat klarer sig bedre end markedet. Markedsafkastet var også, som oftest, meget mere svingende end afdelingernes afkast. For året som helhed gav de globale afdelinger afkast på ca. 6,7%, og Japan afdelingen gav et afkast på 7,7%. Til sammenligning gav Morgan Stanley's Verdensindeks ND et afkast på 10,6%, og Japanindekset ND gav et afkast på 5,4%.

Sektorudvikling - Global

Sektorudviklingen i Morgan Stanley's Verdensindeks var præget af en markant forskel mellem top og bund på hele 34 procentpoint. Bundskraberen var Medicinal, der med et negativt afkast på 4,1% var den dårligste sektor, efterfulgt af Stabilt Forbrug og Cyklisk Forbrug med positive afkast på henholdsvis 4,6% og 6,1%. Energi, der var bundskraber i 2015, blev bedste sektor med et afkast på 30,2%, efterfulgt af sektorerne Råvarer og Industri med afkast på henholdsvis 26,0% og 16,2%. De globale afdelinger har ingen investeringer i Energi og fik derfor ikke del i den kraftige stigning i denne sektor. De globale afdelinger har stadig ingen investeringer i Finans, men har derimod mere end 60% investeret i årets to dårligste sektorer. Samlet set har sektorallokeringen dermed haft en negativ indflydelse på afkastet i 2016.

Sektorudvikling Japan

I Morgan Stanleys Japanindeks var der ligeledes stor spredning i afkastene mellem de ti hovedsektorer. Forskellen mellem top og bund var på knap 22 procentpoint, hvilket er næsten halvdelen af de 41 procentpoint i 2015. Forsyning, Medicinal og Stabilt Forbrug var de dårligste sektorer med negative afkast på henholdsvis 7,3%, 4,6% og 3,5%, og med mere end 63% investeret i disse sektorer var sektorallokeringen også negativ i Japan-afdelingen. De bedste sektorer var Telekommunikation, Råvarer og Energi med afkast på henholdsvis 14,5%, 11,3% og 10,8%. Vægtningen i de to bedste sektorer er på knap 15% (ingen investeringer i Energi).

Stabil porteføljesammensætning - nye selskaber i de globale afdelinger

I starten af 2016 tilføjedes der et nyt selskab i de globale afdelinger i form af engelske G4S, og senere i efteråret blev schweiziske Swatch købt til de globale afdelinger.

Høj "Active Share" og "Tracking Error"

I alle afdelinger er der fortsat en meget stor overvægt af investeringer i selskaber med en høj profitabilitet og stabilitet i indtjenin-

gen i forhold til det generelle marked. Vi er meget tilfredse med den nuværende sammensætning af porteføljerne, men vi er naturligvis altid på udkig efter nye attraktive kvalitetsaktier, der kan medvirke til at give porteføljerne en god beskyttelse i dårlige tider, og som har et solidt langsigtet afkastpotentiale. Aktier udvælges udelukkende ud fra en *bottom-up*-tilgang uden at skele til sammensætningen af et referenceindeks, som f.eks. MSCI Verden ND, og det ses tydeligt i den store forskel i karakteristika for afdelingerne i forhold til henholdsvis MSCI Verden ND og MSCI Japan ND. Dette illustreres bl.a. af nøgletallene *Active Share* og *Tracking Error*, hvor *Active Share* for Japan afdelingen ligger omkring 90% og for de globale afdelinger over 94%. Ligeledes ligger *Tracking Error* over en 15-års periode på ca. 5,8% for de globale afdelinger og helt oppe på 8,4% for Japan-afdelingen.

Foreningens risikoprofil

Både historisk set og aktuelt har Valuelnvest-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 Valuelnvestafdelingerne 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 Valuelnvest-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

Ledelsesberetning 2016 (fortsat)

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 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.

Sammensætningen af porteføljerne

Afdelingerne har historisk set haft en overvægt af selskaber, der er karakteriseret ved en høj indtjeningsstabilitet. I en nøje tilrettelagt proces bliver alle brancher på aktiemarkedet (128, ekskl. Finans og Ejendomme) inddelt i forskellige grader af indtjeningsstabilitet. Derefter forsøger Foreningen gennem en grundig analyse at afdække de bedste selskaber, typisk inden for de mest indtjeningsstabile brancher, for at ende med en sammensætning af virksomheder, der giver færrest mulige negative overraskelser i indtjeningen. Vi mener, at denne sammensætning er et stærkt udgangspunkt for at levere en af hjørnestenene i Foreningens strategi: kapitalbeskyttelse. At have stor vægt mod indtjeningsstabilitet er et aktivt tilvalg og har betydning for, hvordan porteføljerne klarer sig i forskellige markedsmiljøer.

Det betyder bl.a., at afkastene typisk svinger mindre end markedsafkastet set over længere perioder. Set i forhold til det generelle aktiemarked (relativt perspektiv) betyder det, at porteføljerne i opgangstider giver lidt mindre afkast, men til gengæld i nedgangstider bør tabe noget mindre end markedet. Disse karakteristika omtaler vi under de enkelte afdelinger.

Sammensætningen er hverken inspireret af et referenceindeks eller et makroøkonomisk udsyn. Foreningen er naturligvis afhængig af, at markedet skaber nogle undervurderede selskaber, der kan købes med tilstrækkelig rabat for at revitalisere afdelingernes afkastpotentiale og skabe downside-beskyttelse. Ved hjælp af Foreningens aktiemarkedsscreeninger afsøger vi kontinuerligt markedet for interessante virksomheder med en væsentlig rabat i forhold til deres reelle værdier.

Forventninger

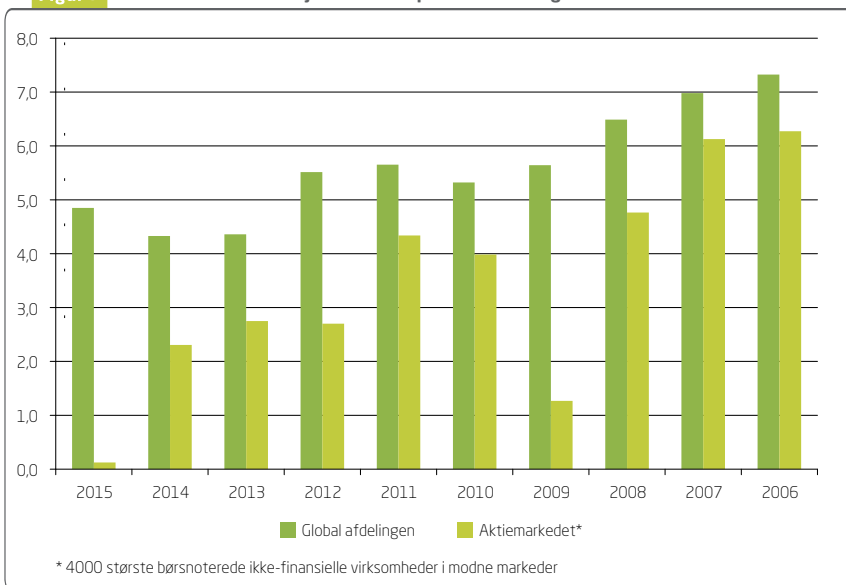
2017 byder på nye udfordringer, og blandt andet skal borgerne til valgurnerne i Frankrig, Holland og Tyskland. I et Europa, der for mange mennesker ser ud til at bevæge sig fra den ene krise til den anden, synes der at være en udbredt villighed til at give EU og/eller

den euroen skylden. Dette giver i mange lande grobund for bestemte politiske standpunkter og for partier, der har mindre veneration for globalisering og et samlet Europa end de nuværende politikere i eksempelvis Frankrig, Holland og Tyskland. Udfaldene af disse valg kan få stor betydning for den retning, Europa vil tage i de kommende år. Sker der en polarisering af politikken i Europa, vil der komme de samme toner, som vi har været vidne til i USA under valgkampen, hvor protektionisme, toldmure (og rigtige mure) og nationalistiske strømninger vinder indpas.

Når der bygges handelshindringer op, skaber det friktion i den frie handel. Kapitalen kan ikke søge hen, hvor den gør mest gavn (der, hvor varer og ydelser produceres mest effektivt), og varer kan ikke frit sælges pga. toldbarrierer. Dermed bliver varerne dyrere at producere, og toldsatser gør varerne endnu dyrere. Dette vil medføre mindre vækst eller ligefrem tilbagegang i verdenshandlen, og det er negativt for globale virksomheder og negativt for den økonomiske vækst i det hele taget.

For aktiemarkedet er det naturligvis negativt, hvis den økonomiske vækst bliver mindre, og hvis virksomhedernes vækst-

Figur 3 Merafkast over risikostjusterede kapitalomkostninger



Ledelsesberetning 2016 (fortsat)

muligheder bliver stækket af handelshindringer. Vi mener imidlertid, at overvægten af stabilt indtjenende virksomheder i alle afdelinger, typisk med stærke balancer og ringe gæld, vil betyde, at porteføljernes selskaber er godt rustede til at kunne modstå virkningerne af stigende protektionisme og handelshindringer.

Figur 3 viser forskellen mellem de risikostregerede kapitalomkostninger og afkastet på den investerede kapital – dels for det generelle aktiemarked og dels for VID Global. Set som en koncern af virksomheder, baseret på den aktuelle porteføljesammensætning, viser søjlen for Global, hvordan merafkastet på den investerede kapital har udviklet sig over en 10-årig periode i forhold til merafkastet for markedet. Et højt merafkast viser, at virksomhederne skaber økonomisk værdi til sine ejere, og når disse virksomheder samtidig kan erhverves til en rabat, en højere Earnings Yield (jf. Begreber) og en lavere gældsætning, end hvad gælder for markedet, mener vi, at de globale afdelinger står godt rustet til at møde fremtiden.

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

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

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

principper for ansvarlig investering (PRI): www.unpri.org

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

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

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

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

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

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

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

Ledelsesberetning 2016 (fortsat)

ESG / Ansvarlige investeringer er et emne på bestyrelsesmøder, hvor der rapporteres til Foreningens bestyrelse omkring virksomhedernes aktiviteter samt rådgivers forpligtelser på området, herunder stemmeafgivelse (proxy voting).

På Foreningens hjemmeside findes yderligere informationer om Ansvarlige Investeringer.

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:

- 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 valueprincipper. 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 por-

teføljesammensætning, 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- eller generelle økonomiske forhold i landet, herunder også udviklingen

Ledelsesberetning 2016 (fortsat)

i landets valuta og rente, påvirke investeringernes værdi.

Eksposering 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, markedsmæssige 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 eksposering mod valutaer, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner.

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

Selskabsspecifikke forhold

Værdien af en enkelt aktie kan svinge mere end det samlede marked og kan derved give et afkast, som er meget forskelligt fra markedets. Forskydninger på valutamarkedet samt lovgivningsmæssige, konkurrencemæssige, 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 sagens

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

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

Ledelsesberetning 2016 (fortsat)

Bestyrelse & direktion

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

Bestyrelse

Ole Steffensen, Formand. Tiltrådt 3. juni 2008

Bestyrelsesformand for:
Bolininvestor 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. Tiltrådt 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 Finans A/S

Direktør i JTH Consult ApS

Ole Richter-Mikkelsen. Tiltrådt 16. april 1998

Direktør for:

Richter Finans ApS

Mikael Bernhoft. Tiltrådt 25. april 2007

Bestyrelsesformand for:

Andersson og Sørensen Holding A/S

Alfr. Andersson og O. Sørensen's eftf. 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. Tiltrådt 3. juni 2008.

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 2016: 572 t.kr. (2015: 501 t.kr.)

Ledelsespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato aflagt og godkendt årsrapporten for 2016 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 2016 samt af resultatet for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2016.

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 generalforsamlingens godkendelse.

København, den 28. marts 2017

Bestyrelse

Ole Steffensen
Formand

Jens Hæck
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 revisionspåtegning

Til investorerne i **Investeringsforeningen
ValueInvest Danmark**

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 2016 samt af resultatet af de enkelte afdelingers aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2016 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv.

Hvad har vi revideret

Investeringsforeningen ValueInvest Danmark's årsregnskab for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2016 omfatter resultatopgørelse, balance og noter, herunder anvendt regnskabspraksis, for de enkelte afdelinger i foreningen ("regnskabet").

Grundlag for konklusion

Vi udførte vores revision i overensstemmelse med internationale standarder om revision (ISA) og de yderligere krav, der er gældende i Danmark. Vores ansvar ifølge disse standarder og krav er nærmere beskrevet i revisionspåtegningens afsnit Revisors ansvar for revisionen af regnskabet.

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

Uafhængighed

Vi er uafhængige af Foreningen i overensstemmelse med internationale etiske regler for revisorer (IESBA's Etiske regler) og de yderligere krav, der er gældende i Danmark, ligesom vi har opfyldt vores øvrige etiske forpligtelser i overensstemmelse med IESBA's Etiske regler.

Centrale forhold ved revisionen

Centrale forhold ved revisionen er de forhold, der efter vores faglige vurdering var mest betydelige ved vores revision af regnskabet for 2016. Disse forhold blev behandlet som led i vores revision af regnskabet som helhed og udformningen af vores konklusion herom. Vi afgiver ikke nogen særskilt konklusion om disse forhold.

Udtalelse om ledelsesberetningerne

Ledelsen er ansvarlig for Foreningens ledelsesberetning og ledelsesberetningerne for de enkelte afdelinger.

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

I tilknytning til vores revision af regnskabet er det vores ansvar at læse ledelsesberetningerne og i den forbindelse overveje, om ledelsesberetningerne er væsentligt inkon-

sistent med regnskabet eller vores viden opnået ved revisionen eller på anden måde synes at indeholde væsentlig fejlinformation.

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

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

Ledelsens ansvar for regnskaberne

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 for nødvendig for at udarbejde regnskaber for de enkelte afdelinger uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl.

Ved udarbejdelsen af regnskabet er ledelsen ansvarlig for at vurdere foreningens og de enkelte afdelingers evne til at fortsætte

Centralt forhold ved revisionen

Værdiansættelse af finansielle instrumenter til dagsværdi

Finansielle instrumenter værdiansættes til dagsværdi. Finansielle instrumenter (aktier), som handles på et aktivt marked (niveau 1) udgør 98,5 procent af den samlede beholdning.

Værdiansættelsen af finansielle instrumenter måles til noterede børskurser og omregnes til danske kroner ved brug af valutakursen kl. 16 GMT.

Der henvises i øvrigt til note 6 om finansielle instrumenter.

Hvordan vi har behandlet det centrale forhold ved revisionen

Investeringsforeningen ValueInvest Danmark udarbejder sine egne beregninger af dagsværdi til brug for bogføring og værdiansættelsen af finansielle instrumenter.

Vi vurderede design og testede den operationelle effektivitet af relevante interne kontroller, herunder interne kontroller for indhentning af markedsdata.

Samlet set fandt vi, at de anvendte dagsværdier udgjorde et rimeligt skøn i forhold til de mulige udfald.

Den uafhængige revisors revisionspåtegning

driften; at oplyse om forhold vedrørende fortsat drift, hvor dette er relevant; samt at udarbejde regnskaberne på grundlag af regnskabsprincippet om fortsat drift, medmindre ledelsen enten har til hensigt at likvidere foreningen eller afdelinger i foreningen, indstille driften eller ikke har andet realistisk alternativ end at gøre dette.

Revisors ansvar for revisionen af regnskaberne

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

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

- Identificerer og vurderer vi risikoen for væsentlig fejlinformation i regnskaberne, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl, udformer og udfører revisionshandlinger som reaktion på disse risici samt opnår revisionsbevis, der

er tilstrækkeligt og egnet til at danne grundlag for vores konklusion. Risikoen for ikke at opdage væsentlig fejlinformation forårsaget af besvigelser er højere end ved væsentlig fejlinformation forårsaget af fejl, idet besvigelser kan omfatte sammensværgelser, dokumentfalsk, bevidste udeladelser, vildledning eller tilsidesættelse af intern kontrol.

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

de enkelte afdelinger ikke længere kan fortsætte driften.

- Tager vi stilling til den samlede præsentation, struktur og indhold af regnskabet, herunder noteoplysningerne, samt om regnskabet afspejler de underliggende transaktioner og begivenheder på en sådan måde, at der gives et retvisende billede heraf.

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

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

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

København, den 28. marts 2017
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 danske UCITS.

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten for 2015.

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 fratrukket dagsværdien primo året eller dagsværdien på anskaffelsestidspunktet, såfremt kapitalandelen er anskaffet i regnskabsåret. Urealiserede kursgevinster og -tab opgøres som forskellen mellem dagsværdien ultimo året og dagsværdien primo året eller dagsværdien på anskaffelsestidspunktet, såfremt kapitalandelen er anskaffet i regnskabsåret.

Handelsomkostninger

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

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

Administrationsomkostninger

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

Foreningen har indgået aftale med Investeringsforvaltningsselskabet BI Management A/S om administration. Administrationsbidraget til BI Management A/S er opført som "Fast 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 (rådhedsbeløb) i procent af afdelingens cirkulerende andele på balancedagen. Den beregnede

Anvendt regnskabspraksis (fortsat)

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 investorerne formue. Forskellen mellem det regnskabsmæssige resultat og det skattemæssigt opgjorte udlodningsbeløb tillægges/fradrages den pågældende afdelings formue.

Balancen

Likvide midler

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

Kapitalandele og obligationer

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

Unoterede kapitalandele måles til dagsværdi fastsat efter almindelige anerkendte metoder.

Andre aktiver

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

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

Anden gæld

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

Nøgletal

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

Indre værdi

Investorerne formue delt med cirkulerende andele på balancedagen.

Udlodning i procent

Udlodning til investorerne i procent af cirkulerende andele på balancedagen.

Omkostningsprocent

Administrationsomkostningerne i procent af afdelingens gennemsnitlige månedlige opgjorte formuer.

Årets afkast i procent

beregnes som:

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

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

indre værdi efter udlodning.

Værdipapiromsætning, brutto og netto

Værdipapiromsætning, brutto, er opgjort som det samlede provenu ved køb og salg af værdipapirer 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 fem års observationer, dog som minimum

Anvendt regnskabspraksis (fortsæt)

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.

ValueInvest Blue Chip Value

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 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 750.861 t.kr. ultimo 2016 mod 812.427 t.kr. ultimo 2015, svarende til en nettotilvækst på -61.566 t.kr. Der er foretaget nettoindløsninger for i alt 30.481 t.kr. Nettoresultat udgjorde 47.392 t.kr. kroner og der er udbetalt 78.477 t.kr. i udbytte.

Afkastforklaring

ValueInvest Blue Chip Value leverede i 2016 et positivt afkast på 6,8% mod et positivt afkast fra MSCI Verden ND på 10,6%. I de 17 kalenderår ValueInvest Blue Chip Value har eksisteret, har porteføljen akkumuleret et positivt afkast på 299% mod et ligeledes positivt afkast på 62% for MSCI Verden ND. ValueInvest Blue Chip Value har leveret dette merafst med en lavere tabsrisiko end den, der kendetegner MSCI Verden ND. I Blue Chip Value-afdelingens levetid har aktiemarkedet haft to ekstremt negative afkastår: 2002 og senere 2008. I begge disse år har Blue Chip Value-afdelingen leveret en relativ kapitalbeskyttelse ved at tabe væsentligt mindre end aktiemarkedet generelt. I nyere tid har vi – både i 3. kvartal 2015 og 1. kvartal 2016 – oplevet markant negative perioder på markedet. Selvom de var relativt kortvarige, kunne vi ved disse lejligheder se, at Blue Chip Value-afdelingens overvægt af indtjeningsstabile virksomheder tjente investorerne godt ved at yde en relativ god kapitalbeskyttelse med væsentligt mindre tab til følge.

Væsentlige afkastbidrag

Den største positive bidragsyder til afkastet i 2016 er branchen Fødevarer efterfulgt af Tøj, Accessories & Luksusvarer samt Miljø & Genbrugs Service. Det er dermed tre af de mest stabilt indtjenende brancher, der topper listen over positive bidrag til afkastet. I Fødevarebranchen er der, ligesom i 2015, en bred vifte af sel-

skaber, der bidrager positivt til afkastet, heriblandt amerikanske ConAgra Brands, General Mills, Lamb Weston og Kraft Heinz. De to største bidrag til afkastet kommer fra amerikanske Waste Management og tyske adidas, hvorefter følger bl.a. amerikanske CSC og ConAgra Brands inden for henholdsvis IT konsultentservice og Fødevarer. De mest negative selskabsbidrag kommer fra schweiziske Roche og japanske Inpex.

Historiske afkast

Af figur 1 fremgår de historiske resultater fordelt på tre, fem, syv, ti og 15 år. I alle perioder på nær syv år er der leveret et merafst i forhold til MSCI Verden ND, i kombination med en lavere risiko, målt ved den årlige standardafvigelse, inkl. alle omkostninger. I alle perioderne har porteføljen en høj Tracking Error (jf. Begreber), 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.

Udvælgelsen 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

Figur 1 Historiske afkast inklusive nøgletal

ValueInvest Blue Chip	31.12.13 - 31.12.16 (3 år)		31.12.11 - 31.12.16 (5 år)		31.12.09 - 31.12.16 (7 år)		31.12.06 - 31.12.16 (10 år)		31.12.01 - 31.12.16 (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	54,8%	45,6%	103,8%	102,1%	129,4%	135,6%	111,7%	82,0%	199,6%	98,2%
Årligt afkast	15,7%	13,3%	15,3%	15,1%	12,6%	13,0%	7,8%	6,2%	7,6%	4,7%
Årligt merafst	2,3%		0,2%		-0,4%		1,6%		2,9%	
Standardafvigelse (p.a.)	10,7%	12,3%	9,6%	10,4%	9,3%	10,7%	11,2%	13,5%	11,3%	13,7%
Sharpe Ratio	1,13	0,80	1,23	1,11	0,98	0,89	0,38	0,20	0,36	0,09
Beta	0,74		0,76		0,69		0,71		0,71	
Tracking Error (p.a.)	5,8%		5,6%		5,7%		5,9%		5,8%	
Information Ratio	0,40		0,03		-0,08		0,27		0,51	
Upside	87,62		84,96		76,85		77,24		82,40	
Downside	55,58		57,96		51,18		59,00		60,78	

Kilde: ValueInvest A.M. / Bloomberg

ValueInvest Blue Chip Value

største eksponering er mod selskaber baseret i USA, Frankrig og Japan.

Selskabseksponering

Porteføljens ti største selskabseksponeringer fremgår af figur 3. De ti største selskabseksponeringer udgør 45,4% af den samlede portefølje, med eksponering gående fra 5,1% til 3,8%. Der er således en god diversifikation i porteføljen, og samtidig er alle ti selskabseksponeringer investeret i kategorierne for indtjeningsstabilitet A og B.

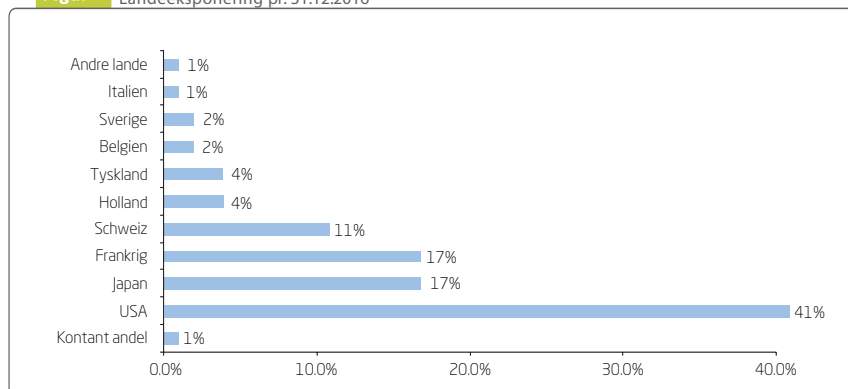
Særlige risici - herunder forretningsmæssige og finansielle risici

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.

Forventninger til 2017

2017 byder på nye udfordringer, og blandt andet skal borgerne til valgene i Frankrig, Holland og Tyskland. I et Europa, der for mange mennesker ser ud til at bevæge sig fra den ene krise til den anden, synes der at være en udbredt villighed til at give EU og/eller euroen skylden. Dette giver i mange lande grobund for bestemte politiske standpunkter og for partier, der har mindre veneration for globalisering og et samlet Europa end de nuværende politikere i eksempelvis Frankrig, Holland og Tyskland. Udfaldene af disse valg kan få stor betydning for den retning, Europa vil tage i de kommende år. Sker der en polarisering af politikken i Europa, vil der komme de samme toner, som vi har været vidne til i USA under valgkampen, hvor protektionisme, toldmure (og rigtige mure) og nationalistiske strømninger vinder indpas.

Figur 2 Landeeksponering pr. 31.12.2016



Figur 3 Selskabseksponering pr. 31.12.2016

Selskabs top 10	Land	Sektor	Industri	Risikokategori	Vægt
Nestle	Schweiz	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	5,1%
Air Liquide	Frankrig	Råvarer	Kemikalier	A	5,1%
General Mills	USA	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	4,9%
Kimberly-Clark	USA	Stabilt Forbrug	Husholdningsartikler	A	4,8%
Publicis Groupe	Frankrig	Cyklisk Forbrug	Media	B	4,4%
Ahold Delhaize	Holland	Stabilt Forbrug	Fødevarebutikker	B	4,4%
Clorox	USA	Stabilt Forbrug	Husholdningsartikler	A	4,3%
Hormel Foods	USA	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	4,3%
Danone	Frankrig	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	4,3%
ConAgra Brands	USA	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	3,8%

Når der bygges handelshindringer op, skaber det friktion i den frie handel. Kapitalen kan ikke søge hen, hvor den gør mest gavn (der, hvor varer og ydelser produceres mest effektivt), og varer kan ikke frit sælges pga. toldbarrierer. Dermed bliver varerne dyrere at producere, og toldsatser gør varerne endnu dyrere. Dette vil medføre mindre vækst eller ligefrem tilbagegang i verdenshandlen, og det er negativt for globale virksomheder og negativt for den økonomiske vækst i det hele taget.

For aktiemarkedet er det naturligvis negativt, hvis den økonomiske vækst bliver mindre, og hvis virksomhedernes vækstmuligheder bliver stækket af handelshindringer. Vi mener imidlertid, at overvægten af stabilt indtjenende virksomheder i alle afdelinger, typisk med stærke balancer og

ringe gæld, vil betyde, at porteføljernes selskaber er godt rustede til at kunne modstå virkningerne af stigende protektionisme og handelshindringer.

Årsrapport > ValueInvest Blue Chip Value

Resultatopgørelse

	2016 (t.kr.)	2015 (t.kr.)
Renter og udbytter		
1 Renteindtægter	109	0
2 Udbytter	29.329	26.806
I alt renter og udbytter	29.438	26.806
Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	34.666	155.757
Øvrige aktiver/passiver	-51	113
3 Handelsomkostninger	642	499
I alt kursgevinster og -tab	33.973	155.371
I alt indtægter	63.411	182.177
4 Administrationsomkostninger	15.089	15.835
Resultat før skat	48.322	166.342
5 Skat	930	2.458
Årets nettoresultat:	47.392	163.884
Resultatdisponering og udlodningsopgørelse		
Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	-3.498	-1.550
Overført fra sidste år	0	224
I alt formuebevægelser	-3.498	-1.326
Til disposition	43.894	162.558
Forslag til anvendelse		
Foreslået udlodning	92.840	78.741
Overført til udlodning næste år	92	0
Overført til formue	-49.038	83.817
I alt disponeret	43.894	162.558

Balance pr. 31. december

	2016 (t.kr.)	2015 (t.kr.)
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	6.845	13.111
I alt likvide midler	6.845	13.111
Kapitalandele		
Noterede aktier fra udenl. selskaber	743.392	800.843
I alt kapitalandele	743.392	800.843
Andre aktiver		
Tilgodehav. renter, udbytte m.m.	826	685
Andre tilgodehavender	1.670	1.154
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	1.077
I alt andre aktiver	2.496	2.916
Aktiver i alt	752.733	816.870
Passiver		
7 Investorenes formue	750.861	812.427
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	1.872	1.961
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	2.482
I alt anden gæld	1.872	4.443
Passiver i alt	752.733	816.870
8 Til rådighed for udlodning		
9 Femårsoversigt		

Årsrapport > ValueInvest Blue Chip Value

Noter

					2016 (t.kr.)	2015 (t.kr.)
1 Renteindtægter						
Indestående i pengeinstitutter					1	0
Andre aktiver					108	0
I alt renteindtægter					109	0
2 Udbytter						
Noterede aktier fra udenlandske selskaber					29.329	26.806
I alt udbytter					29.329	26.806
3 Handelsomkostninger						
Bruttohandelsomkostninger					790	574
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter					-148	-75
I alt handelsomkostninger					642	499
4 Administrationsomkostninger						
	Direkte	fælles	2016 I alt	Direkte	fælles	2015 I alt
Honorar til bestyrelse m.v.	0	56	56	0	53	53
Revisionshonorar	0	9	9	0	11	11
Andre honorarer til revisorer	0	1	1	0	0	0
Markedsføringsomkostninger	7.226	0	7.226	7.262	0	7.262
Gebyrer til depotselskab	376	0	376	398	0	398
Andre omk. i forb. med formueplejen	6.287	0	6.287	6.886	0	6.886
Øvrige omkostninger	124	170	294	40	305	345
Fast administrationshonorar	840	0	840	880	0	880
I alt administrationsomkostninger	14.853	236	15.089	15.466	369	15.835
5 Skat						
Ikke refunderbar udbytteskat					930	2.458
I alt skat					930	2.458
6 Finansielle Instrumenter						
Børsnoterede finansielle instrumenter					99,0%	98,6%
Andre aktiver og passiver					1,0%	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					41%	40%
Japan					17%	17%
Frankrig					17%	14%
Schweiz					11%	9%
Holland					4%	4%
Andre inklusiv kontanter					10%	16%
Formue fordelt på sektorer						
Stabile forbrugsgoder					51%	53%
Health Care					12%	10%
Cykliske forbrugsgoder					10%	8%
Industri					10%	8%
Telekommunikation					5%	0%
IT					0%	6%
Andre inklusiv kontanter					12%	15%

Årsrapport > ValueInvest Blue Chip Value

	2016		2015	
7 Investorenes formue	Cirk. Beviser	Formue	Cirk. Beviser	Formue
Formue primo	351.521	812.427	359.167	726.682
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		78.741		62.136
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		264		-533
Emissioner i året	9.578	20.381	7.954	18.630
Indløsninger i året	23.500	50.862	15.600	34.206
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		0		106
Udlodningsregulering		3.498		1.550
Overført udlodning fra sidste år		0		-224
Overført udlodning til næste år		92		0
Foreslået udlodning		92.840		78.741
Overført fra resultatopgørelsen		-49.038		83.817
Formue ultimo	337.599	750.861	351.521	812.427

8 Til rådighed for udlodning	2016	2015
Tab overført fra sidste år	-84	0
Udlodning overført fra sidste år	0	224
Renter og udbytter	28.913	26.906
Ikke refunderbar skat	-930	-2.387
Kursgevinster til udlodning	83.620	71.399
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-4.045	-1.748
Frivillig udlodning	0	84
I alt indkomst før administrationsomkostninger	107.474	94.378
Administrationsomkostninger	-15.089	-15.835
Udlodningsregulering administrationsomkostninger	547	198
I alt rådighed for udlodning	92.932	78.741

9 Femårsoversigt	2016	2015	2014	2013	2012
Årets nettoresultat (t.kr.)	47.392	163.884	117.400	163.146	61.182
Investorenes formue ultimo (t.kr.)	750.861	812.427	726.682	782.877	757.471
Cirkulerende andele (stk.)	3.375.990	3.515.210	3.591.670	4.098.450	4.683.530
Indre værdi	222,41	231,12	202,32	191,02	161,73
Udlodning (%)	27,50	22,40	17,30	20,00	6,75
Omkostningsprocent	1,98	1,99	2,06	2,06	2,09
Omkostningsprocent, jf. vedtægter	1,86	1,75	1,92	1,96	2,02
Årets afkast (%)	6,79	22,81	18,03	22,50	7,49
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	151.921	150.562	114.979	189.883	146.213
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	243.249	221.659	279.450	326.719	249.942
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	395.170	372.221	394.429	516.601	396.156
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	235.710	255.798	211.973	374.490	244.009
Omsætningshastighed	0,15	0,16	0,15	0,23	0,15
ÅOP	2,12	2,29	2,47	2,49	2,51
Sharpe Ratio	1,50	1,23	1,43	1,13	-
Standardafvigelse (%)	9,49	10,20	7,43	10,12	-

ValueInvest Global

For at give et fyldestgørende billede af udviklingen bør afdelingsberetningen læses i sammenhæng med årsrapportens 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 5.724.616 t.kr. ultimo 2016 mod 5.515.174 t.kr. ultimo 2015, svarende til en nettotilvækst på 209.442 t.kr. Der er foretaget nettoemissioner for i alt 175.776 t.kr. Nettoresultat udgjorde 342.233 t.kr. og der er udbetalt 308.567 t.kr. i udbytte.

Afkastforklaring

ValueInvest Global leverede for 2016 et positivt afkast på 6,7% mod et positivt afkast fra MSCI Verden ND på 10,6%. I de 18 kalenderår, ValueInvest Global har eksisteret, har porteføljen akkumuleret et positivt afkast på 409% mod et ligeledes positivt afkast på 135% for MSCI Verden ND.

ValueInvest Global har leveret dette merafst med en lavere tabsrisiko end den, der kendetegner MSCI Verden ND. I Global-afdelingens levetid har aktiemarkedet haft to ekstremt negative afkastår: 2002 og senere 2008. I begge disse år har Global-afdelingen leveret en relativ kapitalbeskyttelse ved at tabe væsentligt mindre end aktiemarkedet generelt. I nyere tid har vi – både i 3. kvartal 2015 og 1. kvartal 2016 – oplevet markant negative perioder på markedet. Selvom de var relativt kortvarige, kunne vi ved disse lejligheder se, at Global-afdelingens overvægt af indtjeningsstabile virksomheder tjente investorerne godt ved at yde en relativ god kapitalbeskyttelse med væsentligt mindre tab til følge.

Væsentlige afkastbidrag

Den største positive bidragsyder til afkastet i 2016 er branchen Fødevarer efterfulgt af Tøj, Accessories & Luksusvarer samt Miljø & Genbrugs Service. Det er dermed tre af de mest stabilt indtjenende brancher, der topper listen over positive bidrag til afkastet. I Fødevarerbranchen er der, ligesom i 2015, en bred vifte af selskaber,

der bidrager positivt til afkastet, heriblandt amerikanske ConAgra Brands, General Mills, Lamb Weston og Kraft Heinz. De to største bidrag til afkastet kommer fra amerikanske Waste Management og tyske adidas, hvorefter følger bl.a. amerikanske CSC og ConAgra Brands inden for henholdsvis IT konsulentstjeneste og Fødevarer. De mest negative selskabsbidrag kommer fra schweiziske Roche og japanske Inpex.

Historiske afkast

Af figur 1 fremgår de historiske resultater fordelt på tre, fem, syv, ti og 15 år.

I 3-, 5-, 10- og 15-årsperioderne er der leveret et merafst i forhold til MSCI Verden ND, i kombination med en lavere risiko, målt ved den årlige standardafvigelse. I 7-årsperioden har risikoen målt på den årlige standardafvigelse også været lavere, men her har afdelingen ikke helt kunne følge afkastet for markedet. Med 12% 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. Udvælgelsen af selskaber og sammensætningen af porteføljerne sker med

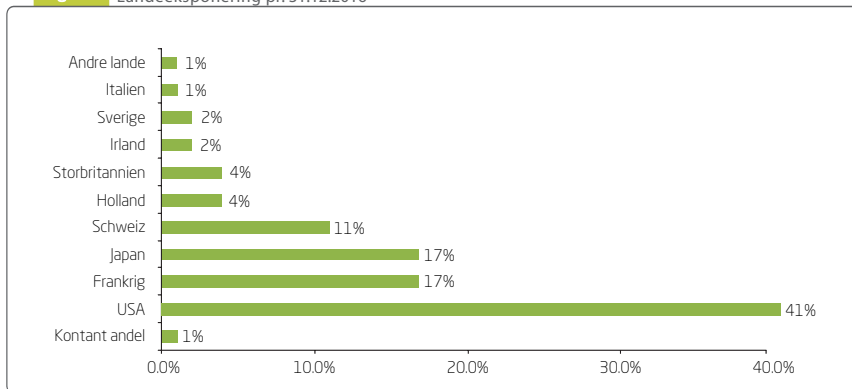
Figur 1 Historiske afkast inklusive nøgletal

ValueInvest Global	31.12.13 - 31.12.16 (3 år)		31.12.11 - 31.12.16 (5 år)		31.12.09 - 31.12.16 (7 år)		31.12.06 - 31.12.16 (10 år)		31.12.01 - 31.12.16 (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	54,2%	45,6%	103,1%	102,1%	121,5%	135,6%	110,4%	82,0%	226,6%	98,2%
Årligt afkast	15,5%	13,3%	15,2%	15,1%	12,0%	13,0%	7,7%	6,2%	8,2%	4,7%
Årligt merafst	2,2%		0,1%		-1,0%		1,5%		3,5%	
Standardafvigelse (p.a.)	10,7%	12,3%	9,5%	10,4%	9,3%	10,7%	11,3%	13,5%	10,9%	13,7%
Sharpe Ratio	1,12	0,80	1,23	1,11	0,91	0,89	0,37	0,20	0,43	0,09
Beta	0,74		0,75		0,70		0,71		0,67	
Tracking Error (p.a.)	5,8%		5,5%		5,6%		5,9%		5,9%	
Information Ratio	0,37		0,02		-0,18		0,26		0,60	
Upside	86,82		84,39		76,25		77,57		82,59	
Downside	55,17		57,30		55,19		59,86		57,41	

Kilde: ValueInvest A.M. / Bloomberg

ValueInvest Global

Figur 2 Landeeksponering pr. 31.12.2016



Figur 3 Selskabseksponering pr. 31.12.2016

Selskabs top 10	Land	Sektor	Industri	Risikokategori	Vægt
Nestle	Schweiz	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	5,1%
Air Liquide	Frankrig	Råvarer	Kemikalier	A	5,1%
General Mills	USA	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	4,9%
Kimberly-Clark	USA	Stabilt Forbrug	Husholdningsartikler	A	4,9%
Clorox	USA	Stabilt Forbrug	Husholdningsartikler	A	4,5%
Danone	Frankrig	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	4,4%
Publicis Groupe	Frankrig	Cyklisk Forbrug	Media	B	4,4%
Ahold Delhaize	Holland	Stabilt Forbrug	Fødevarebutikker	B	4,4%
Hormel Foods	USA	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	4,4%
ConAgra Brands	USA	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	3,8%

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 eksponering er mod selskaber baseret i USA, Frankrig og Japan.

Selskabseksponering

Porteføljens ti største selskabseksponeringer fremgår af figur 3. De ti største selskabseksponeringer udgør 46,0% af den samlede portefølje, med eksponering gående fra 5,1% til 3,8%. 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, 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.

Forventninger til 2017

2017 byder på nye udfordringer, og blandt andet skal borgerne til valgurnerne i Frankrig, Holland og Tyskland. I et Europa, der for mange mennesker ser ud til at bevæge sig fra den ene krise til den anden, synes der at være en udbredt villighed til at give EU og/eller euroen skylden. Dette giver i mange lande grobund for bestemte politiske standpunkter og for partier, der har mindre veneration for globalisering og et samlet Europa end de nuværende politikere i eksempelvis Frankrig, Holland og

Tyskland. Udfaldene af disse valg kan få stor betydning for den retning, Europa vil tage i de kommende år. Sker der en polarisering af politikken i Europa, vil der komme de samme toner, som vi har været vidne til i USA under valgkampen, hvor protektionisme, toldmure (og rigtige mure) og nationalistiske strømninger vinder indpas.

Når der bygges handelshindringer op, skaber det friktion i den frie handel. Kapitalen kan ikke søge hen, hvor den gør mest gavn (der, hvor varer og ydelser produceres mest effektivt), og varer kan ikke frit sælges pga. toldbarrierer. Dermed bliver varerne dyrere at producere, og toldsatser gør varerne endnu dyrere. Dette vil medføre mindre vækst eller ligefrem tilbagegang i verdenshandlen, og det er negativt for globale virksomheder og negativt for den økonomiske vækst i det hele taget.

For aktiemarkedet er det naturligvis negativt, hvis den økonomiske vækst bliver mindre, og hvis virksomhedernes vækstmuligheder bliver stækket af handelshindringer. Vi mener imidlertid, at overvægten af stabilt indtjenende virksomheder i alle afdelinger, typisk med stærke balancer og ringe gæld, vil betyde, at porteføljernes selskaber er godt rustede til at kunne modstå virkningerne af stigende protektionisme og handelshindringer.

Årsrapport > ValueInvest Global

Resultatopgørelse

	2016 (t.kr.)	2015 (t.kr.)
Renter og udbytter		
1 Renteindtægter	355	0
2 Udbytter	215.006	173.457
I alt renter og udbytter	215.361	173.457
Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	251.581	940.930
Øvrige aktiver/passiver	-421	378
3 Handelsomkostninger	3.299	2.190
I alt kursgevinster og -tab	247.861	939.118
I alt indtægter	463.222	1.112.575
4 Administrationsomkostninger	108.262	100.488
Resultat før skat	354.960	1.012.087
5 Skat	12.727	16.123
Årets nettoresultat:	342.233	995.964
Resultatdisponering og udlodningsopgørelse		
Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	1.718	11.509
Overført fra sidste år	684	870
I alt formuebevægelser	2.402	12.379
Til disposition	344.635	1.008.343
Forslag til anvendelse		
Foreslået udlodning	561.156	332.097
Overført til udlodning næste år	1.139	684
Overført til formue	-217.660	675.562
I alt disponeret	344.635	1.008.343

Balance pr. 31. december

	2016 (t.kr.)	2015 (t.kr.)
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	38.828	93.951
I alt likvide midler	38.828	93.951
Kapitalandele		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	5.691.016	5.422.592
I alt kapitalandele	5.691.016	5.422.592
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	8.101	4.648
Andre tilgodehavender	9.454	6.250
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	1.876
I alt andre aktiver	17.555	12.774
Aktiver i alt	5.747.399	5.529.317
Passiver		
7 Investorenes formue	5.724.616	5.515.174
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	14.518	14.143
Mellemværende vedr. handelsafvikling	8.265	0
I alt anden gæld	22.783	14.143
Passiver i alt	5.747.399	5.529.317
8 Til rådighed for udlodning		
9 Femårsoversigt		

Årsrapport > ValueInvest Global

Noter

				2016 (t.kr.)	2015 (t.kr.)
1	Renteindtægter				
	Indestående i pengeinstitutter			3	0
	Andre aktiver			352	0
	I alt renteindtægter			355	0
2	Udbytter				
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber			215.006	173.457
	I alt udbytter			215.006	173.457
3	Handelsomkostninger				
	Bruttohandelsomkostninger			6.577	4.583
	Dækket af emissions- og indløsningsindtægter			-3.278	-2.393
	I alt handelsomkostninger			3.299	2.190
4	Administrationsomkostninger				
		Direkte	fælles	2016 I alt	2015 I alt
	Honorar til bestyrelse mv.	0	405	405	347
	Revisionshonorar	0	77	77	75
	Andre honorarer til revisorer.	0	5	5	0
	Markedsføringsomkostninger	53.298	0	53.298	48.033
	Gebyrer til depotselskab	3.751	0	3.751	3.552
	Andre omk. i forb. med formueplejen	45.583	0	45.583	43.326
	Øvrige omkostninger	160	1.201	1.361	1.495
	Fast administrationshonorar	3.782	0	3.782	3.558
	I alt administrationsomkostninger	106.574	1.688	108.262	100.488
5	Skat				
	Ikke refunderbar udbytteskat			12.727	16.123
	I alt skat			12.727	16.123
6	Finansielle Instrumenter				
	Børsnoterede finansielle instrumenter			99,4%	98,3%
	Andre aktiver og passiver			0,6%	1,7%
	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%	40%
	Japan			17%	17%
	Frankrig			17%	14%
	Schweiz			11%	9%
	Holland			5%	4%
	Andre inklusiv kontanter			10%	16%
	Formue fordelt på sektorer				
	Stabile forbrugsgoder			52%	53%
	Health Care			12%	10%
	Cykliske forbrugsgoder			10%	8%
	Industri			10%	8%
	Telekommunikation			5%	0%
	IT			0%	6%
	Andre inklusiv kontanter			11%	15%

Årsrapport > ValueInvest Global

7 Investorenes formue	Cirk. Beviser	2016 Formue	Cirk. Beviser	2015 Formue
Formue primo	2.012.710	5.515.174	1.772.386	4.111.516
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		332.097		200.280
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		23.530		-2.563
Emissioner i året	360.973	940.837	373.307	941.999
Indløsninger i året	287.601	765.061	132.983	336.895
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		0		5.433
Udlodningsregulering		-1.718		-11.509
Overført udlodning fra sidste år		-684		-870
Overført udlodning til næste år		1.139		684
Foreslået udlodning		561.156		332.097
Overført fra resultatopgørelsen		-217.660		675.562
Formue ultimo	2.086.082	5.724.616	2.012.710	5.515.174

8 Til rådighed for udlodning	2016	2015
Udlodning overført fra sidste år	684	870
Renter og udbytter	212.144	173.457
Ikke refunderbar skat	-12.727	-18.613
Kursgevinster til udlodning	468.738	266.046
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	1.876	14.521
I alt indkomst før administrationsomkostninger	670.715	436.281
Administrationsomkostninger	-108.262	-100.488
Udlodningsregulering administrationsomkostninger	-158	-3.012
I alt rådighed for udlodning	562.295	332.781

9 Femårsoversigt	2016	2015	2014	2013	2012
Årets nettoresultat (t.kr.)	342.233	995.964	606.591	555.730	188.481
Investorenes formue ultimo (t.kr.)	5.724.616	5.515.174	4.111.516	3.513.889	2.433.922
Cirkulerende andele (stk.)	20.860.820	20.127.100	17.723.860	16.661.930	13.794.030
Indre værdi	274,42	274,02	231,98	210,89	176,45
Udlodning (%)	26,90	16,50	11,30	13,60	4,50
Omkostningsprocent	1,96	1,97	2,03	2,04	2,06
Omkostningsprocent, jf. vedtægter	1,80	1,78	1,84	1,81	2,00
Årets afkast (%)	6,69	23,02	17,44	22,21	7,80
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	1.605.477	1.601.910	854.390	1.350.800	492.807
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	1.582.057	1.163.419	839.309	826.465	621.570
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	3.187.535	2.765.328	1.693.699	2.177.264	1.114.377
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	1.113.619	1.300.038	842.890	1.484.178	771.320
Omsætningshastighed	0,10	0,13	0,11	0,24	0,16
ÅOP	2,08	2,25	2,42	2,47	2,49
Sharpe Ratio	1,50	1,14	1,31	1,08	-
Standardafvigelse (%)	9,41	10,22	7,53	10,32	-

ValueInvest Global Akkumulerende

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.

Figur 1 Historiske afkast inklusive nøgletal

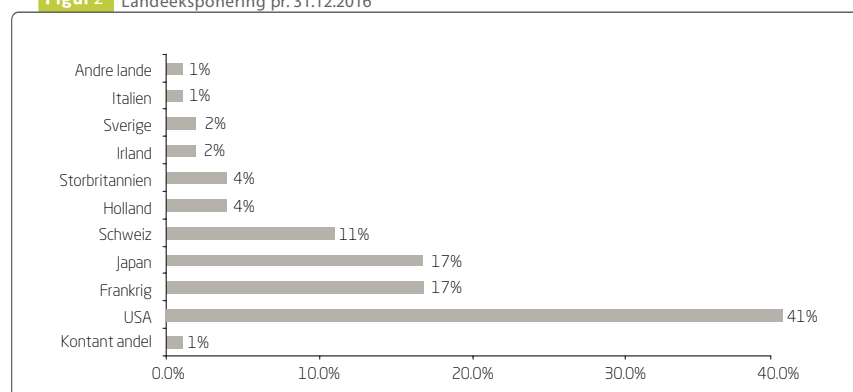
ValueInvest Global	31.12.13 - 31.12.16 (3 år)		31.12.11 - 31.12.16 (5 år)		31.12.09 - 31.12.16 (7 år)		31.12.06 - 31.12.16 (10 år)	
	ValueInvest Global	MSCI Verden Net Dividens	ValueInvest Global	MSCI Verden Net Dividens	ValueInvest Global	MSCI Verden Net Dividens	ValueInvest Global	MSCI Verden Net Dividens
Akkumuleret afkast	54,4%	45,6%	103,1%	102,1%	120,7%	135,6%	117,7%	82,0%
Årligt afkast	15,6%	13,3%	15,2%	15,1%	12,0%	13,0%	8,1%	6,2%
Årligt merafst	2,2%		0,1%		-1,1%		1,9%	
Standardafvigelse (p.a.)	10,7%	12,3%	9,6%	10,4%	9,4%	10,7%	11,4%	13,5%
Sharpe Ratio	1,12	0,80	1,22	1,11	0,91	0,89	0,40	0,20
Beta	0,74		0,75		0,70		0,72	
Tracking Error (p.a.)	5,9%		5,5%		5,6%		6,1%	
Information Ratio	0,38		0,02		-0,19		0,31	
Upside	86,90		84,46		76,40		78,40	
Downside	54,94		57,45		56,10		58,76	

Kilde: ValueInvest AM / Bloomberg

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.

Figur 2 Landeeksponering pr. 31.12.2016



Formueudvikling

Afdelingens formue udgjorde 1.353.241 t.kr. ultimo 2016 mod 1.408.946 t.kr. ultimo 2015, svarende til en nettotilvækst på -55.705 t.kr. Der er foretaget nettoindløsninger for i alt -139.765 t.kr. Nettoresultat udgjorde 84.060 t.kr. kroner.

Afkastforklaring

ValueInvest Global Akkumulerende leverede i 2016 et positivt afkast på 6,8% mod et positivt afkast fra MSCI Verden ND på 10,6%. I de ti kalenderår ValueInvest Global Akkumulerende har eksisteret, har porteføljen akkumuleret et positivt afkast på 118% mod et ligeledes positivt afkast på 82% for MSCI Verden ND.

ValueInvest Global Akkumulerende har leveret dette merafst med en lavere tabsrisiko end den, der kendetegner MSCI Verden ND. I Foreningens levetid har aktiemarkedet haft to ekstremt negative afkastår:

2002 og senere 2008. I begge disse år har Foreningens investeringsproces og den globale aktiestrategi leveret en relativ kapitalbeskyttelse ved at tabe væsentligt mindre end aktiemarkedet generelt. I nyere tid har vi – både i 3. kvartal 2015 og 1.kvartal 2016 – oplevet markante negative perioder på markedet. Om end de var relativt kortvarige, kunne vi også ved disse lejligheder se, at Global Akkumulerende-afdelingens overvægt af indtjeningsstabile virksomheder tjente investorerne godt ved at yde en relativ god kapitalbeskyttelse med væsentligt mindre tab til følge.

Væsentlige afkastbidrag

Den største positive bidragsyder til afkastet i 2016 er branchen Fødevarer efterfulgt af Tøj, Accessories & Luksusvarer samt Miljø & Genbrugs Service. Det er dermed tre af de mest stabilt indtjenende brancher, der

topper listen over positive bidrag til afkastet. I Fødevarebranchen er der, ligesom i 2015, en bred vifte af selskaber, der bidrager positivt til afkastet, heriblandt amerikanske, ConAgra Brands, General Mills, Lamb Weston og Kraft Heinz. De to største bidrag til afkastet kommer fra amerikanske Waste Management og tyske adidas, hvorefter følger bl.a. amerikanske CSC og ConAgra Brands inden for henholdsvis IT konsulent-service og Fødevarer. De mest negative selskabsbidrag kommer fra schweiziske Roche og japanske Inpex.

Historiske afkast

Af figur 1 fremgår de historiske resultater fordelt på tre, fem syv og ti år.

I alle perioder på nær syv år er der leveret et merafst i forhold til MSCI Verden ND, i kombination med en lavere risiko, målt ved

ValueInvest Global Akkumulerende

Figur 3 Selskabseksponering pr. 31.12.2016

Selskabs top 10	Land	Sektor	Industri	Risikokategori	Vægt
Nestle	Schweiz	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	5,1%
Air Liquide	Frankrig	Råvarer	Kemikalier	A	5,1%
General Mills	USA	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	4,9%
Kimberly-Clark	USA	Stabilt Forbrug	Husholdningsartikler	A	4,8%
Clorox	USA	Stabilt Forbrug	Husholdningsartikler	A	4,6%
Publicis Groupe	Frankrig	Cyklisk Forbrug	Media	B	4,5%
Danone	Frankrig	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	4,4%
Ahold Delhaize	Holland	Stabilt Forbrug	Fødevarerbutikker	B	4,4%
Hormel Foods	USA	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	4,3%
ConAgra Brands	USA	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	3,7%

den årlige standardafvigelse, inkl. alle omkostninger. I alle perioderne har porteføljen en høj Tracking Error (jf. Begreber), 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. Udvalgelsen af selskaber og sammensætningen af porteføljerne sker med udgangspunkt i en investeringsproces, der går på tværs af lande og brancher. ValueInvest Global Akkumulerende rummer derfor udelukkende selskaber og brancher, der er identificeret positivt ud fra investeringsprocessen. Selskabsudvælgelsen har medført, at den største eksponering er mod selskaber baseret i USA, Frankrig og Japan.

Selskabseksponering

Porteføljens ti største selskabseksponeringer fremgår af figur 3. De ti største selskabseksponeringer udgør 45,9% af den samlede portefølje, med eksponering gående fra 5,1% til 3,7%. 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.

Forventninger til 2017

2017 byder på nye udfordringer, og blandt andet skal borgerne til valgurnerne i Frankrig, Holland og Tyskland. I et Europa, der for mange mennesker ser ud til at bevæge sig fra den ene krise til den anden, synes der at være en udbredt villighed til at give EU og/eller euroen skylden. Dette giver i mange lande grobund for bestemte politiske standpunkter og for partier, der har mindre veneration for globalisering og et samlet Europa end de nuværende politikere i eksempelvis Frankrig, Holland og Tyskland. Udfaldene af disse valg kan få stor betydning for den retning, Europa vil tage i de kommende år. Sker der en polarisering af politikken i Europa, vil der komme de samme toner, som vi har været vidne til i USA under valgkampen, hvor protektionisme, toldmure (og rigtige mure) og nationalistiske strømninger vinder indpas.

Når der bygges handelshindringer op, skaber det friktion i den frie handel. Kapitalen kan ikke søge hen, hvor den gør mest gavn (der, hvor varer og ydelser produceres mest effektivt), og varer kan ikke frit sælges pga. toldbarrierer. Dermed bliver varerne dyrere at producere, og toldsatser gør varerne endnu dyrere. Dette vil medføre mindre vækst

eller ligefrem tilbagegang i verdenshandlen, og det er negativt for globale virksomheder og negativt for den økonomiske vækst i det hele taget.

For aktiemarkedet er det naturligvis negativt, hvis den økonomiske vækst bliver mindre, og hvis virksomhedernes vækstmuligheder bliver stækket af handelshindringer. Vi mener imidlertid, at overvægten af stabilt indtjenende virksomheder i alle afdelinger, typisk med stærke balancer og ringe gæld, vil betyde, at porteføljernes selskaber er godt rustede til at kunne modstå virkningerne af stigende protektionisme og handelshindringer.

Årsrapport > ValueInvest Global Akkumulerende

Resultatopgørelse

	2016 (t.kr.)	2015 (t.kr.)
Renter og udbytter		
1 Renteindtægter	88	0
2 Udbytter	53.023	44.984
I alt renter og udbytter	53.111	44.984
Kursgevinster og -løb		
Kapitalandele	62.056	245.920
Øvrige aktiver/passiver	-100	96
3 Handelsomkostninger	788	717
I alt kursgevinster og -løb	61.168	245.299
I alt indtægter	114.279	290.283
4 Administrationsomkostninger	26.963	26.457
Resultat før skat	87.316	263.826
5 Skat	3.256	4.205
Årets nettoresultat:	84.060	259.621
Forslag til anvendelse		
Overført til formue	84.060	259.621
I alt disponeret	84.060	259.621

Balance pr. 31. december

	2016 (t.kr.)	2015 (t.kr.)
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	14.437	22.967
I alt likvide midler	14.437	22.967
Kapitalandele		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.337.734	1.386.131
I alt kapitalandele	1.337.734	1.386.131
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	1.915	1.160
Andre tilgodehavender	2.541	1.672
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	3.324
I alt andre aktiver	4.456	6.156
Aktiver i alt	1.356.627	1.415.254
Passiver		
7 Investorenes formue	1.353.241	1.408.946
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	3.386	3.435
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	2.873
I alt anden gæld	3.386	6.308
Passiver i alt	1.356.627	1.415.254

8 Femårsoversigt

Årsrapport > ValueInvest Global Akkumulerende

Noter

				2016 (tkr.)	2015 (tkr.)
1 Renteindtægter					
Indestående i pengeinstitutter				3	0
Andre aktiver				85	0
I alt renteindtægter				88	0
2 Udbytter					
Noterede aktier fra udenlandske selskaber				53.023	44.984
I alt udbytter				53.023	44.984
3 Handelsomkostninger					
Bruttohandelsomkostninger				1.505	986
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter				-717	-269
I alt handelsomkostninger				788	717
4 Administrationsomkostninger					
	Direkte	fælles	2016 I alt	Direkte	fælles 2015 I alt
Honorar til bestyrelse m.v.	0	99	99	0	90
Revisionshonorar	0	19	19	0	19
Andre honorarer til revisorer	0	1	1	0	0
Markedsføringsomkostninger	12.938	0	12.938	12.338	0
Gebyrer til depotselskab	927	0	927	909	0
Andre omk. i forb. med formueplejen	11.272	0	11.272	11.315	0
Øvrige omkostninger	184	206	390	40	448
Fast administrationshonorar	1.317	0	1.317	1.298	0
I alt administrationsomkostninger	26.638	325	26.963	25.900	557
5 Skat					
Ikke refunderbar skat				3.256	4.205
I alt skat				3.256	4.205
6 Finansielle Instrumenter					
Børsnoterede finansielle instrumenter				98,9%	98,4%
Andre aktiver og passiver				1,1%	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				41%	40%
Japan				17%	17%
Frankrig				17%	14%
Schweiz				11%	9%
Holland				4%	4%
Andre inklusiv kontanter				10%	16%
Formue fordelt på sektorer					
Stabile forbrugsgoder				52%	52%
Health Care				12%	10%
Cykliske forbrugsgoder				10%	8%
IT				0%	6%
Industri				10%	8%
Råvarer				5%	0%
Andre inklusiv kontanter				11%	16%

Årsrapport > ValueInvest Global Akkumulerende

7 Investorenes formue	2016		2015	
	Cirk. Beviser	Formue	Cirk. Beviser	Formue
Formue primo	679.171	1.408.946	648.396	1.093.257
Emissioner i året	43.677	92.820	57.775	107.319
Indløsninger i året	111.800	232.644	27.000	51.381
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		59		130
Overført fra resultatopgørelsen		84.060		259.621
Formue ultimo	611.048	1.353.241	679.171	1.408.946

8 Femårsoversigt	2016	2015	2014	2013	2012
Årets nettoresultat (t.kr.)	84.060	259.621	164.083	151.083	40.430
Investorenes formue ultimo (t.kr.)	1.353.241	1.408.946	1.093.257	887.963	586.605
Cirkulerende andele (stk.)	6.110.480	6.791.710	6.483.960	6.189.270	4.999.910
Indre værdi	221.46	207.45	168,61	143,47	117,32
Omkostningsprocent	1,97	1,99	2,09	2,16	2,13
Omkostningsprocent, jf. vedtægter	1,85	1,82	1,89	1,94	2,01
Årets afkast (%)	6,75	23,04	17,52	22,28	7,61
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	318.327	335.999	246.274	348.929	135.356
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	427.275	272.257	198.571	200.820	103.539
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	745.602	608.256	444.845	549.749	238.895
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	390.277	442.106	246.263	328.745	142.437
Omsætningshastighed	0,14	0,17	0,12	0,20	0,13
ÅOP	2,09	2,28	2,48	2,58	2,55
Sharpe Ratio	1,50	1,14	1,30	1,14	-
Standardafvigelse (%)	9,44	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 159.939 t.kr. ultimo 2016 mod 175.769 t.kr. ultimo 2015, svarende til en nettotilvækst på -15.830 t.kr. Der er foretaget nettoløsninger for i alt -18.197 t.kr. Nettoresultat

udgjorde 11.776 t.kr. og der er udbetalt 9.409 t.kr. i udbytte.

Afkastforklaring

ValueInvest Japan leverede i 2016 et positivt afkast på 7,7% mod et positivt afkast fra MSCI Japan ND på 5,4%. I de 18 kalenderår, ValueInvest Japan har eksisteret, har porteføljen akkumuleret et positivt afkast på 267% mod et ligeledes positivt afkast på 81% for MSCI Japan ND. ValueInvest Japan har leveret dette merafkast med en lavere tabsrisiko end den, der kendetegner MSCI Japan ND.

Væsentlige afkastbidrag

De største positive bidragsydere til afkastet er brancherne IT Konsulentservice, Bryggerier og Sundhedsudstyr. Det største enkeltstående bidrag til afkastet kommer fra selskabet FamilyMart efterfulgt af Itochu Techno-Solutions og Terumo inden for brancherne Fødevarebutikker, IT Konsulentservice og Sundhedsudstyr. De to mest negative bidrag til afkastet kommer fra selskaber i brancherne Udvinning og Produktion af Olie & Gas og Personlige Produkter, hvor vi finder Inpex og Seven & I Holdings.

Historiske afkast

Af figur 1 fremgår de historiske resultater fordelt på tre, fem, syv, ti og 15 år. I alle perioder, på nær fem år, 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 (jf. Begreber). De store afvigelser fra markedet understreges ligeledes af, at Aktiv Andel er over 90%.

Selskabseksposering

Porteføljens ti største selskabseksposeringer fremgår af figur 3. De ti største selskabseksposeringer udgør 49,6% af den samlede portefølje, med en eksposering gående fra 5,7% til 4,5%. Der er således en god diversifikation i porteføljen, og samtidig er ni ud af de ti største selskabseksposeringer 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

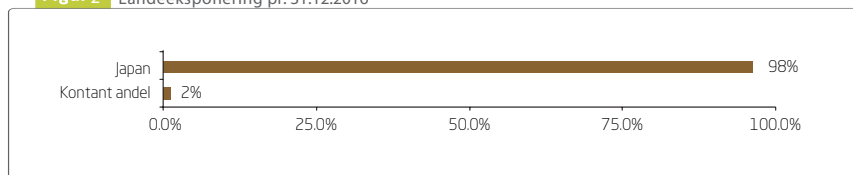
Figur 1 Historiske afkast inklusive nøgletal

ValueInvest Japan	31.12.13 - 31.12.16 (3 år)		31.12.11 - 31.12.16 (5 år)		31.12.09 - 31.12.16 (7 år)		31.12.06 - 31.12.16 (10 år)		31.12.01 - 31.12.16 (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	57,8%	40,1%	81,0%	82,4%	136,5%	99,2%	100,5%	31,9%	184,0%	68,3%
Årligt afkast	16,4%	11,9%	12,6%	12,8%	13,1%	10,3%	7,2%	2,8%	7,2%	3,5%
Årligt merafkast	4,5%		-0,2%		2,7%		4,4%		3,7%	
Standardafvigelse (p.a.)	13,0%	15,2%	12,5%	13,6%	13,3%	14,4%	13,1%	15,1%	12,7%	16,0%
Sharpe Ratio	1,15	0,68	0,89	0,839	0,87	0,62	0,44	0,09	0,45	0,13
Beta	0,66		0,64		0,70		0,63		0,60	
Tracking Error (p.a.)	8,5%		9,0%		8,9%		9,1%		8,4%	
Information Ratio	0,53		-0,02		0,31		0,48		0,44	
Upside	78,15		70,47		82,08		76,83		73,01	
Downside	36,71		45,14		54,57		52,71		51,48	

Kilde: ValueInvest A.M. / Bloomberg

ValueInvest Japan

Figur 2 Landeeksponering pr. 31.12.2016



Figur 3 Selskabseksponering pr. 31.12.2016

Selskabs top 10	Land	Sektor	Industri	Risikokategori	Vægt
Toyo Suisan	Japan	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	5,7%
Air Water	Japan	Råvarer	Kemikalier	A	5,7%
KDDI Corp	Japan	Telekomm.	Trådløs Kommunikationsservice	B	5,0%
Asahi Group	Japan	Stabilt Forbrug	Bryggerier	B	5,0%
Lawson	Japan	Stabilt Forbrug	Fødevarebutikker	B	5,0%
Nippon Flour Mills	Japan	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A-1	4,8%
Astellas Pharma	Japan	Medicinal	Medicinalindustri	B	4,7%
Seven & I Holdings	Japan	Stabilt Forbrug	Fødevarebutikker	B	4,6%
Kao	Japan	Stabilt Forbrug	Personlige produkter	A-1	4,6%
Konica Minolta	Japan	IT	Computere & Tilbehør	C	4,5%

kapitalinvesteringer ser ikke voldsomme ud. Det kan ikke afvises, at man i Japan håber, at US-dollar vil blive endnu mere populær med henvisning til flere forventede rentestigninger i USA. Det kan nemlig få ynnen til at svækkes. Problemet med at anvende valutasvækkelsen som et primært våben i kampen for økonomisk vækst i Japan er, at eksportvirksomhederne, der skal drage fordel af yen-svækkelsen, ikke sænker priserne. Grunden til dette skal formentlig findes i, at arbejdsmarkedet lider af mangel på arbejdskraft som følge af en meget lav arbejdsløshed. Den demografiske udvikling vil ikke producere mere arbejdskraft, og en meget lav immigration ind i Japan betyder, at der ikke importeres arbejdskraft. Vi mener derfor fortsat, at Japan-afdelingen med en overvægt af selskaber med indenlandsk orienterede aktiviteter er godt positioneret til at drage fordel af de muligheder, der findes på trods af manglende økonomisk vækst.

Foreningens overordnede vurdering af disse risici.

Den økonomiske og politiske udvikling i Japan vil have stor betydning for investorernes fremtidige afkast.

Forventninger til 2017

2017 byder på nye udfordringer, og blandt andet skal borgerne til valgurnerne i Frankrig, Holland og Tyskland. I et Europa, der for mange mennesker ser ud til at bevæge sig fra den ene krise til den anden, synes der at være en udbredt villighed til at give EU og/eller euroen skylden. Dette giver i mange lande grobund for bestemte politiske standpunkter og for partier, der har mindre veneration for globalisering og et samlet Europa end de nuværende politikere i eksempelvis Frankrig, Holland og Tyskland. Udfaldene af disse valg kan få stor betydning for den retning, Europa vil tage i de kommende år. Sker der en polarisering af politikken i Europa, vil der komme de samme toner, som vi har været vidne til i USA under valgkampen, hvor protektionisme, toldmure (og rigtige mure) og nationalistiske strømninger vinder indpas.

Når der bygges handelshindringer op, skaber det friktion i den frie handel. Kapitalen kan ikke søge hen, hvor den gør mest gavn (der, hvor varer og ydelser produceres mest effektivt), og varer kan ikke frit sælges pga. toldbarrierer. Dermed bliver varerne dyrere at producere, og toldsatser gør varerne endnu dyrere. Dette vil medføre mindre vækst eller ligefrem tilbagegang i verdenshandlen, og det er negativt for globale virksomheder og negativt for den økonomiske vækst i det hele taget.

For aktiemarkedet er det naturligvis negativt, hvis den økonomiske vækst bliver mindre, og hvis virksomhedernes vækstmuligheder bliver stækket af handelshindringer. Vi mener imidlertid, at overvægten af stabilt indtjenende virksomheder i alle afdelinger, typisk med stærke balancer og ringe gæld, vil betyde, at porteføljernes selskaber er godt rustede til at kunne modstå virkningerne af stigende protektionisme og handelshindringer.

Abenomics har endnu ikke afstedkommet et stort erhvervsmæssigt investeringsboom, og virksomhedernes forventninger til

Årsrapport > ValueInvest Japan

Resultatopgørelse

	2016 (t.kr.)	2015 (t.kr.)
Renter og udbytter		
1 Renteindtægter	13	-1
2 Udbytter	3.418	3.003
I alt renter og udbytter	3.431	3.002
Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	11.948	40.115
Valutakonti	261	74
Øvrige aktiver/passiver	-29	25
3 Handelsomkostninger	57	46
I alt kursgevinster og -tab	12.123	40.168
I alt indtægter	15.554	43.170
4 Administrationsomkostninger	3.265	3.230
Resultat før skat	12.289	39.940
5 Skat	513	446
Årets nettoresultat:	11.776	39.494
Resultatdisponering og udlodningsopgørelse		
Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	-744	438
Overført fra sidste år	0	23
I alt formuebevægelser	-744	461
Til disposition	11.032	39.955
Forslag til anvendelse		
Foreslået udlodning	12.397	9.608
Overført til formue	-1.365	30.347
I alt disponeret	11.032	39.955

Balance pr. 31. december

	2016 (t.kr.)	2015 (t.kr.)
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	2.549	3.098
I alt likvide midler	2.549	3.098
Kapitalandele		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	157.555	172.939
I alt kapitalandele	157.555	172.939
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	214	205
Andre tilgodehavender	0	4
I alt andre aktiver	214	209
Aktiver i alt	160.318	176.246
Passiver		
7 Investorenes formue	159.939	175.769
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	379	477
I alt anden gæld	379	477
Passiver i alt	160.318	176.246
8 Til rådighed for udlodning		
9 Femårsoversigt		

Årsrapport > ValueInvest Japan

Noter

				2016 (tkr.)	2015 (tkr.)
1	Renteindtægter				
	Indestående i pengeinstitutter			0	-1
	Andre aktiver			13	0
	I alt renteindtægter			13	-1
2	Udbytter				
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber			3.418	3.003
	I alt udbytter			3.418	3.003
3	Handelsomkostninger				
	Bruttohandelsomkostninger			104	140
	Dækket af emissions- og indløsningsindtægter			-47	-94
	I alt handelsomkostninger			57	46
4	Administrationsomkostninger				
		Direkte	fælles	2016 I alt	2015 I alt
	Honorar til bestyrelse m.v.	0	13	13	11
	Revisionshonorar	0	2	2	3
	Markedsføringsomkostninger	1.493	0	1.493	1.343
	Gebyrer til depotselskab	111	0	111	130
	Andre omk. i forb. med formueplejen	1.355	0	1.355	1.448
	Øvrige omkostninger	59	51	110	93
	Fast administrationshonorar	181	0	181	179
	I alt administrationsomkostninger	3.199	66	3.265	3.230
5	Skat				
	Ikke refunderbar udbytteskat			513	446
	I alt skat			513	446
6	Finansielle Instrumenter				
	Børsnoterede finansielle instrumenter			98,5%	98,4%
	Andre aktiver og passiver			1,5%	1,6%

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%	18%
IT	13%	12%
Industri	8%	8%
Råvarer	10%	8%
Andre inklusiv kontanter	10%	13%

Årsrapport > ValueInvest Japan

7	Investorerens formue	2016		2015	
		Cirk. Beviser	Formue	Cirk. Beviser	Formue
	Formue primo	73.910	175.769	63.762	119.831
	Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		9.608		7.333
	Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		199		-1.203
	Emissioner i året	983	2.161	17.108	40.443
	Indløsninger i året	8.600	20.383	6.960	15.607
	Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		25		144
	Udlodningsregulering		744		-438
	Overført udlodning fra sidste år		0		-23
	Foreslået udlodning		12.397		9.608
	Overført fra resultatopgørelsen		-1.365		30.347
	Formue ultimo	66.293	159.939	73.910	175.769

8	Til rådighed for udlodning	2016		2015	
	Tab overført fra sidste år		-9		0
	Udlodning overført fra sidste år		0		23
	Renter og udbytter		3.431		3.002
	Ikke refunderbar skat		-513		-446
	Kursgevinster til udlodning		13.492		9.813
	Udlodningsregulering ved emission/indløsning		-932		586
	Frivillig udlodning		5		8
	I alt indkomst før administrationsomkostninger		15.474		12.986
	Administrationsomkostninger		-3.265		-3.230
	Udlodningsregulering administrationsomkostninger		188		-148
	I alt rådighed for udlodning		12.397		9.608

9	Femårsoversigt	2016	2015	2014	2013	2012
	Årets nettoresultat (t.kr.)	11.776	39.494	12.108	21.217	555
	Investorerens formue ultimo (t.kr.)	159.939	175.769	119.831	148.371	140.140
	Cirkulerende andele (stk.)	662.930	739.100	637.620	817.670	885.620
	Indre værdi	241,26	237,81	187,93	181,46	158,24
	Udlodning (%)	18,70	13,00	11,50	11,00	1,50
	Omkostningsprocent	1,98	2,02	2,12	2,13	2,18
	Omkostningsprocent, jf. vedtægter	1,86	1,76	1,86	1,99	2,10
	Årets afkast (%)	7,68	32,68	10,42	15,61	-0,76
	Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	21.309	54.205	11.263	50.135	18.261
	Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	48.537	39.351	52.021	63.459	51.396
	Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	69.847	93.557	63.284	113.594	69.657
	Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	38.593	30.988	22.016	80.724	37.851
	Omsætningshastighed	0,12	0,10	0,08	0,26	0,12
	ÅOP	2,10	2,32	2,50	2,59	2,62
	Sharpe Ratio	0,97	0,80	0,75	0,47	-
	Standardafvigelse (%)	12,18	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 porteføljefafkastet. 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 2017

28.03.2017	Årsrapport 2016
19.04.2017	Generalforsamling
16.08.2017	Halvårsrapport 2017

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, investorejet 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

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.