

2020
ÅRSRAPPORT

ÅRSRAPPORT 01.01. - 31.12.2020 FOR INVESTERINGSFORENINGEN VALUEINVEST DANMARK
CVR-NR. 20 93 10 43 · SUNDKROGSGADE 7, 2100 KØBENHAVN Ø
DIRIGENT: NIELS AAGAARD PEDERSEN · GENERALFORSAMLINGSDATO:

Value Invest



Om ValueInvest Danmark

Investeringsforeningen ValueInvest Danmark

c/o BI Management A/S

Sundkrogsgade 7
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

Macquarie Investment Management
Europe S.A., Luxembourg

Revision

Deloitte Statsautoriseret Revisionspartner-
selskab

CVR-nr.

Investeringsforeningen
ValueInvest Danmark 20 93 10 43

FF-nr.

Investeringsforeningen
ValueInvest Danmark 11106

Fondskoder

ValueInvest Global A
DK001024639-6
ValueInvest Global W
DK006082505-7
ValueInvest Global I
DK006084109-6
ValueInvest Global Akkumulerende A
DK006003249-8
ValueInvest Global Akkumulerende W
DK006082521-4
ValueInvest Global Akkumulerende I
DK006084125-2
ValueInvest Japan A
DK001024647-9

Depotselskab

Spar Nord Bank A/S

Brancheforening

Investering Danmark

Layout og produktion

Kandrups Bogtrykkeri A/S

Køb og salg af beviser

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

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

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

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

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

Når De henvender Dem i banken, oplys følgende:

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

Indhold

Om ValueInvest Danmark.....	2
Ledelsesberetning for 2020.....	4
Ledelsespåtegning.....	15
Den uafhængige revisors revisionspåtegning.....	16
Anvendt regnskabspraksis.....	19
ValueInvest Global	22
Kommentarer og forventninger.....	22
Resultatopgørelse.....	23
Balance.....	23
Noter.....	24
ValueInvest Global A.....	26
ValueInvest Global I.....	28
ValueInvest Global W.....	30
ValueInvest Global Akkumulerende	32
Kommentarer og forventninger.....	32
Resultatopgørelse.....	33
Balance.....	33
Noter.....	34
ValueInvest Global Akkumulerende A.....	36
ValueInvest Global Akkumulerende I.....	37
ValueInvest Global Akkumulerende W.....	38
ValueInvest Japan	39
Kommentarer og forventninger.....	39
Resultatopgørelse.....	40
Balance.....	40
Noter.....	41
ValueInvest Japan A.....	43
Begreber for ValueInvest Danmarks afdelinger	45
Finanskalender	46
Hvad er valueinvestering?	47
Hvem er ValueInvest?	49
Til notater	50
Praktiske forhold	51

Foreningens ordinære generalforsamling afholdes
den 28. april 2021 kl. 10:00 i BankInvest, Sundkrogsgade 7,
2100 København Ø

Ledelsesberetning 2020

Ledelsesberetning 2020

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

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

Foreningens investeringsforvaltnings-selskab 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 faldet med 1.063.850 t.kr. og udgør ultimo året 4.458.932 t.kr. Formuetilbagegangen kan hovedsagelig tilskrives nettoindløsninger for i alt 992.993 t.kr. Forenin-

gen realiserede et resultat for året på -123.292 t.kr. Der er udbetalt 416.915 t.kr. i udbytte til Foreningens investorer i regnskabsåret 2020.

Udbytte

Bestyrelsen foreslår nedenstående udbytter for 2020 i de respektive andelsklasser. Udbytterne er opgjort i overensstemmelse med vedtægterne og lovgivningens regler om minimumsindkomst. Udbytterne er angivet med deres tilhørende indkomstfordeling i kroner pr. bevis. Udbytterne er udbetalt aconto. Udbyttedatoen var den 9. februar 2021 med udbetaling den 11. februar 2021.

Afkastforklaring

Markedsforventningerne var ekstremt høje ved indgangen til og begyndelsen af 2020. Aktiemarkedet satte rekorder, de mest hotte aktier repræsenteret i NYFANG-indekset, herunder bl.a. Netflix, Twitter, Amazon og Tesla, blev handlet til rimeligt høje multipler, og det samme gjaldt for Morgan Stanleys verdensindeks. Risikoappetitten var fortsat stor, hvilket underbygges af, at kreditspændene var på deres laveste niveau siden finanskrisen.

Det hele stoppede dog brat i februar måned, da bekymringerne om coronavirus gik fra ingen betydning til allerhøjeste alarmberedskab pga. accelerationen af udbrud uden for Kina, hvor byer i det nordlige Italien helt blev lukket ned.

I februar og marts måned, hvor der var usikkerhed på aktiemarkedet, mindede tiden om finanskrisen i 2008 og 2009. Men siden den 23. marts, hvor aktiemarkedet bundede for denne gang, har der ikke været nogen sammenligning til tiden i 2008 og 2009. Hvis der er en lektie, centralbankerne har lært af finanskrisen, så er det, at de skal sove med støvlerne på og geværet ladet. På trods

af en faldende effektivitet af at sende flere penge ud i systemet via kvantitative lempelser af økonomierne (faldende og lav money velocity) har centralbankernes massive lempelser/opkøb den effekt, at aktiemarkedet stiger.

I løbet af 2020 er den samlede balance for Den Europæiske Centralbank, ECB, den amerikanske centralbank, FED, og japanske Bank of Japan, BoJ, steget med rundt regnet 50%, fra cirka 95 billioner kroner til ca. 140 billioner kroner.

Er det en bæredygtig løsning, at centralbanker trykker penge og køber finansielle aktiver op?

Centralbankerne forsøger dermed at kickstarte økonomien ved at starte med slutningen – aktiekursstigninger tilvirket af massive obligationsopkøb, der skal få befolkningen til at føle sig rig. Befolkningen skal så gå ud og forbruge penge, og det skal her efter få den økonomiske vækst til at stige, hvilket ultimativt skal få selskabernes resultater til at stige og således begrunde aktiekursstigningerne.

Det første problem er, om aktiekursstigninger virker på forbruget, som det er beskrevet tidligere. Næste problem er: "Det er de rige, der har pengene" (citat: anonym), og det betyder, at formueeffekten er forbeholdt den forholdsvis lille skare af mennesker, som ejer aktier, og som i forvejen menes at være relativt mindre eksponerede mod at forbruge ekstra penge, fordi deres aktieformue stiger. I USA har ca. halvdelen af befolkningen iflg. FED eksponering mod aktiemarkedet, men en meget stor del sker via pensionsopsparinger. Kun 14% har direkte eksponering via individuelle aktier.

Som tidligere diskuteret sås der også tvivl om formueeffekten ved boligprisstigninger. Her er det værd at bemærke, at ikke alle ejer deres eget hjem. Ser man hen over OECD-landene (2018), spænder procentsatsen for ejerskab af sin bolig fra omkring 40% (+/-) i Tyskland og Schweiz til omkring 64% i USA, idet Danmark ligger midt imellem med ca. 52%.

	Personbeskatning (aktieindkomst)	Pensionsbeskatning (15,3% afgift)	Selskabsindkomst
ValueInvest Global A	23,10	23,10	23,10
ValueInvest Global W	25,00	25,00	25,00
ValueInvest Global I	28,00	28,00	28,00
ValueInvest Japan A	19,30	19,30	19,30

Ledelsesberetning 2020 (fortsat)

Centralbankernes hensigt med de massive opkøb af obligationer – og for nogle centralbanker også aktier – er ganske forståelig. Man bør imidlertid stille spørgsmålstegn ved, om effekten står mål med de eksorbitante summer, der skydes ud i det finansielle marked. Der er også afledte effekter, idet visse dele af eksperimentet bidrager til beskæftigelse, hvilket naturligvis er positivt, men bagsiden af den medalje er, at kunstigt lave renter holder liv i selskaber, der under normale omstændigheder (læs: uden massive centralbankaktioner) ville bukke under i konkurrencen med andre.

Fokus på bæredygtighed

Foreningen har arbejdet med ESG og bæredygtighed siden 2010, hvor Foreningens rådgiver tiltrådte FN's initiativ for ansvarlige investeringer: PRI. Siden 2010 har rådgiver udviklet ESG-principper og -værktøjer, og i dag er ESG en integreret del af investeringsprocessen.

I et usikkert år som 2020 har aktivt ejerskab (igen) været et vigtigt værktøj for Foreningen. Aktivt ejerskab giver os som investor mulighed for at påvirke de selskaber, vi investerer i, i en positiv retning. Under covid-19 har et direkte forhold til selskaberne og dermed indblikket i selskabernes drift, deres tilgang til personale spørgsmål og leverandørproblematikker under pandemien været en vigtig del af aktieanalysen.

2020 har for Foreningen givet anledning til at fokusere endnu mere på bæredygtighed og videreudvikling af de ESG-værktøjer, vi har brugt i aktieanalysen siden 2010.

Et vigtigt værktøj i vores arbejde med bæredygtighed er stemmeafgivelse. I året, der er gået, har Foreningens rådgiver stemt på samtlige generalforsamlinger og derefter henvendt sig til selskaberne for at drøfte emner som bestyrelsernes mangfoldighed og uafhængighed.

Studier viser, at selskaber, hvis bestyrelse er sammensat af både kvinder og mænd, har mere succes med at skabe gode resultater. Nogle analyser sæt-

ter tal på og siger, at et minimum på tre kvinder øger succesraten. Ud fra en lavpraktisk viden om, at verden og dens forbrugere består af nogenlunde lige mange kvinder og mænd, er det svært at være uenig i sådanne studier. Tankerne i bestyrelseslokalet kommer simpelthen fra flere forskellige retninger, når kønsdiversiteten stiger. Når vi kæder det sammen med vores holdning om, at størstedelen af bestyrelsesmedlemmerne bør være uafhængige, er vi godt på vej til en forbedring selskabernes bestyrelser. Det skal dog retfærdigvis siges, at mange af vores selskaber er kommet et langt stykke hen ad denne vej.

Med disse emner henvendte Foreningens rådgiver sig til alle selskaberne i porteføljerne og indledte, med en stor del tilbagemeldinger, dialog med mange af selskaberne.

2020 har også været året, hvor Foreningens tre fonde, ValuelInvest Global, Global Akkumulerende og Japan, er blevet forsynet med Svanemærket. Svanemærket er et kvalitetsstempel, der understøtter vores ESG-principper.



Svanemærkede investeringsfonde skal opfylde 25 obligatoriske krav, der regulerer de forskellige måder, hvorpå en fond kan påvirke selskaber. Det vil blandt andet sige gennem fra- og tilvalg af selskaber samt åbenhed om fondens investeringer. Kravene betyder bl.a., at mindst halvdelen af fondens portefølje skal være investeringer i selskaber, der har fået en god bedømmelse i en bæredygtighedsanalyse. Samtidig må fonden ikke investere i visse brancher og selskaber, der er særligt problematiske. For eksempel skal fonden udelukke selskaber, der ikke følger internationale normer og konventioner, bl.a. i forhold til menneskerettighederne, grov korruption og grove miljøovertrædelser. Desuden investerer Foreningens fonde bl.a. ikke i tobak, våben, atomkraft og fossile brændstoffer.

Foreningen ser frem til at fortsætte arbejdet omkring bæredygtighed i 2021. Det bliver også året, hvor EU sætter større fokus på bæredygtighed, og ValuelInvest Danmark vil bidrage til denne udvikling med produkter, der lever op til og støtter EU's bæredygtighedskrav.

Afkast

Det globale aktiemarked målt ved Morgan Stanlys Verdensindeks (MSCI Verden) gav i 2020 et positivt afkast på 5,9%. ValuelInvests Globale porteføljer gav et negativt afkast i intervallet -1,2% til -2,1%.

Det japanske aktiemarked gav i 2020 et positivt afkast på 4,7% målt ved Morgan Stanlys Japan-indeks, inkl. dividender, sammenlignet med en svagt negativ udvikling for ValuelInvest Japan-porteføljen på -2,0%.

2020 var et meget ustabil år på aktiemarkedet, og udviklingen i 4. kvartal var ingen undtagelse med endnu et meget positivt forløb. For at illustrere året ved den kvartalsvise performance i MSCI Verden faldt 1. kvartalsresultatet med -20% (MSCI Japan mere end -15%), 2. kvartal oplevede en stigning på +17% (MSCI Japan næsten +10%) efterfulgt af en mere dæmpet udvikling i 3. kvartal på "kun" +3,3% (MSCI Japan +2,4%), og endelig steg 4. kvartal næsten +10% (MSCI Japan +11%).

Selvom 3. kvartal på overfladen virkede stille og rolig, var dette bestemt ikke tilfældet. I juli måned tabte f.eks. MSCI Japan kun -6% for herefter at genvinde mere end +6% i den følgende måned.

ValuelInvest Global og Japan var foran markedet efter 1. kvartal, men mistede derefter momentum i forhold til markedet gennem de sidste tre kvartaler af 2020. Selvom porteføljerne absolut set leverede et stærkt positivt afkast i 4. kvartal, var de ikke i stand til at følge det meget stærke markedsafkast.

I betragtning af porteføljernes defensive egenskaber kom underperformance i 4. kvartal og for 2020 som helhed ikke som nogen stor overraskelse for os, da

Ledelsesberetning 2020 (fortsat)

MSCI Verden samt MSCI Japan i perioden fra april til december steg med hhv. +32% og +24%.

Sammensætningen for både de Globale porteføljer og Japan-porteføljen følger en bottom up-proces med indbyggede begrænsninger, der skal reducere downside risiko mest muligt. Vores aktieudvælgelse er baseret på en omhyggelig vurdering af hvert enkelt selskab og dets risiko- og afkastprofil. Da vi ikke er bundet af noget aktieindeks, er eksponeringen mod brancher, sektorer og lande et resultat af, at vi identificerer den bedste risiko-/afkastafvejning uden at glemme vigtigheden af diversifikation. Den store forskel i sammensætningen af porteføljerne i forhold til markedet understreges også af, at active share for ValueInvest-porteføljerne ligger over 95%, for så vidt angår de Globale porteføljer, samt over 92% for Japan-porteføljen.

Afkastforklaring til porteføljerne

Vi luftede tidligere vores bekymring for, at centralbankernes aktioner siden finanskrisen og senest i forbindelse med covid-19-krisen vil føre til misallokering af kapital. Ifølge BIS har antallet af zombie-selskaber fulgt en stigende trend, specielt på baggrund af kriser

og centralbankernes efterfølgende styring i nedadgående retning for renteniveauet. Efter krisernes afslutning er der ikke ryddet tilstrækkeligt op, før den næste krise sætter ind, og deraf kommer den gradvise stigning i gælds-niveauerne, centralbankernes balancer og antallet af zombie-selskaber.

De risikojusterede kapitalomkostninger er beregnet på basis af en fast rente på 4,5% gennem hele perioden og drager således ikke fordel af, at centralbankerne har presset renten ned imod eller under 0. Vi mener, det er en mere bæredygtig måde at måle en investerings økonomiske realiteter på end ved at anvende kunstigt lave renter. Grafens hældning viser en udvikling, der underbygger BIS' konklusion om flere urentable selskaber, der kan være en medvirkende årsag til, at merafkastet presses nedad.

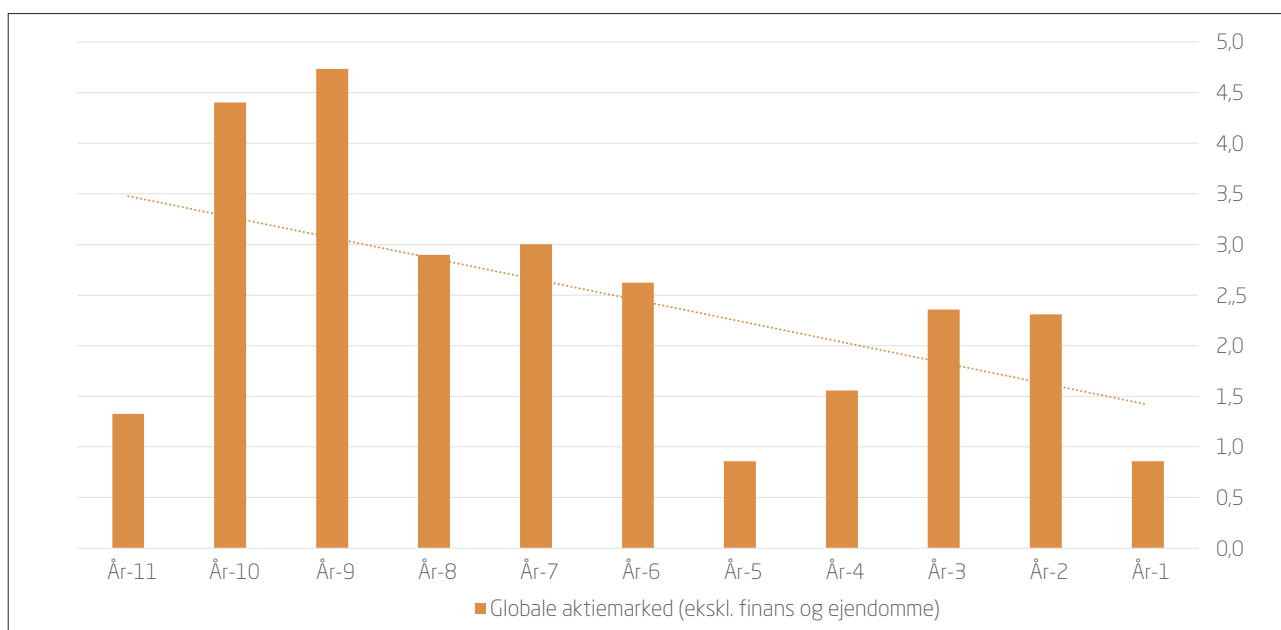
Det er vigtigt at understrege, at der bag en stor population på mere end 4.000 selskaber ligger mange nuancer, både inden for forskellige brancher samt mellem geografiske områder. Ved tidligere lejligheder har vi vist, at der bl.a. indbyrdes mellem sektorer er en stor forskel på deres evne til at skabe merafkast. Som altid er det vigtigt at kigge selskaberne grundigt efter i sømmene, inden vi inve-

sterer, således at beslutninger ikke blot træffes på baggrund af top-down-baserede overbevisninger.

Volatilt aktiemarked skabte nye investeringsmuligheder i 2020

Hele fem nye selskaber fandt vej til de Globale porteføljer i 2020 – fordelt på fire forskellige sektorer, der strækker sig fra velkendte Stabilt Forbrug over Industri og Cyklisk Forbrug til IT-sektoren, hvor vi igen er investeret. Det er selskaber, som alle har været på vores observationsliste igennem kortere eller længere tid, og hvor "brikkerne faldt på plads" af forskellige årsager. Selskaberne er: SAP, H&M, Parker Hannifin, Essity og Ingredion. Vi måtte dog også tage afsked med selskaber, der har tjent de Globale porteføljer godt igennem mange år. Selskaberne er: Makita fra Japan, Waste Management fra USA og Kerry Group fra Irland.

Vi blev igen investeret i IT-sektoren via tyske SAP, da vi i november fik muligheden for at tilkøbe en position i selskabet, der er en af verdens førende leverandører inden for applikationssoftware. SAP leverer forretningskritisk software til selskaber og assisterer dem med at opretholde fuld kontrol over alle faser af deres ressourceplanlægning, f.eks.



Kilde: Macquarie Quant og Bloomberg, data 31/10/2020. Merafkast på den investerede kapital er lig med forrentning af den investerede kapital fratrukket risikojusterede kapitalomkostninger.

Ledelsesberetning 2020 (fortsat)

styring af forsyningskæder, HR, regnskab, indkøb, distribution osv. SAP er et klassisk eksempel på, hvad der sker med selskaber af høj kvalitet, når de rammer et hastighedsbump med deraf følgende utilfredse vækstinvestorer, der så stiller sig i kø ved udgangen. I oktober fik aktierne stryg som reaktion på, at SAP nedjusterede sin helårsforventning til 2020, da effekten af covid-19 vil påvirke efterspørgslen langt ind i 2021. De mellemlange mål for 2023 blev også skubbet til 2025 for at tage højde for den digitale transformering, hvor kunder overgår fra traditionelle licensaftaler til cloud for hermed at opnå større modstandsdygtighed og fleksibilitet i deres forretning. I de næste fem år forventes SAP at øge sin indre værdi med ca. 8% om året på baggrund af gradvist forbedrede finansielle resultater, der kombineret med et udbytte på 2%, svarer til et attraktivt afkast på 10% uden ændring af værdiansættelsen. Efter vores opfattelse er SAP fortsat en stærk forretning understøttet af en økonomisk voldgrav, idet selskabets produkter er velrenommerede, og det er forbundet med relativt høje omkostninger for kunderne at skifte leverandør. Transformeringen forventes at øge den langsigtede rentabilitet og indtjening samt gøre SAP til en mere forudsigelig forretning, hvor andelen af tilbagevendende salg forventes at stige til 85%.

Selvom vi har solgt Kerry Group, er vi ikke gået ned på ingredienser. Vi tilføje den amerikansk-baserede producent af fødevaringredienser Ingredion til porteføljen, da den nuværende prissætning af Ingredion efter vores opfattelse afspejler en ren råvareforretning, der ikke tager højde for selskabets igangværende transformering og vækstpotentiale. Ingredion bevæger sig opad i værdikæden og øger eksponeringen mod specialingredienser med mere pricing power og mindre risiko for substitution. Specialingredienser udgør en attraktiv del af fødevarerkæden, da de forbedrer fødevarerproduktens egenskaber (smag, tekstur, farve, ernæring osv.), og er derfor afgørende i produkt-differentieringen, mens de kun tegner sig for en lille del af de samlede pro-

duktomkostninger. Innovation er af afgørende betydning, og her er Ingredion velpositioneret med 30 idélaboratorier og 400 forskere, der samarbejder med kunder om at udvikle nye og bedre produkter. I øjeblikket tegner råvareingredienser sig for 70% af omsætningen og mere end halvdelen af driftsresultatet. I 2019 opnåede Ingredion en margin på 9,1% på råvareprodukter, hvilket kun er lidt over halvdelen af rentabiliteten af Ingredions specialingredienser, som i øjeblikket repræsenterer 30% af omsætningen, men 44% af overskuddet. I regnskabsåret 2023 forventer Ingredion, at 52-55% af driftsresultatet vil stamme fra specialingredienser.

Vi har desuden tilføjet det svenske producent af husholdningsprodukter Essity. Under det vaccinedrevne risk on-op-sving i sidste del af 2020 mistede defensive aktier som Essity investorernes gunst, hvilket dannede et attraktivt udgangspunkt for langsigtede investorer til at købe dette stabile, undervurderede selskab. Navnet Essity er en forkortelse af produkternes egenskaber: Essential og Necessity (vigtig og nødvendig). Med andre ord leverer Essity de ting, vi har brug for til daglig, hvilket således medvirker til en høj grad af tilbagevendende salg. Udskillelsen fra SCA tilbage i 2017 gav Essity fuld uafhængighed i forhold til kapitalallokeringsbeslutninger og midlerne til at frigøre forretningens langsigtede potentiale. Essity er således et stærkt selskab i en stabil industri, der sælger produkter med høj prisstyrke og lav priselasticitet. Vi mener, at selskabet har en lang vækstbane foran sig, understøttet af en aldrende befolkning og stigende levestandard i nye økonomier kombineret med en stærk balance under varettagelse af et kompetent og stabilt ledelsesteam.

Det blev også til et farvel til en række selskaber, og vi valgte bl.a. at sælge Makita, men kun i de Globale porteføljer, da selskabet fortsat har et stigningspotentiale. Vi skulle imidlertid bruge nogle penge til at købe svenske Essity, hvilket så kom til at gå ud over Makita, der har ligget i de Globale porteføljer siden sommeren 2008.

Vi frasolgte yderligere en langsigtet beholdning, det irske ingrediens- og fødevarereselskab Kerry Group, som har været en del af den globale strategi i mere end ti år. Det er utvivlsomt en fremragende og veldrevet forretning, der nu har opnået fair value med en earnings yield på 3,6%. Vi har flyttet Kerry Group til vores overvågningsliste og vil gerne investere igen, hvis markedet på et eller andet tidspunkt atter tilbyder den rigtige pris.

I Japan-porteføljen har vi også tilføjet et nyt navn i sektoren Råvarer, nemlig industrigasselskabet Nippon Sansoe. Igen er det dog i den mere stabile ende af sektorens selskaber, da der er tale om et selskab, der er aktiv i branchen Industrigasser. I forbindelse med den globale konsolidering i industrigasbranchen har Nippon Sansoe overtaget en del af Praxairs aktiviteter, og dermed er selskabet nu endnu mere internationalt end før med mere end 50% af omsætningen på de internationale markeder. Vi ser dette som positivt pga. af bedre vækstmuligheder uden for Japan i denne branche.

De største negative bidragydere til afkastet i de Globale porteføljer var Danone og Sodexo.

Aktierne i den franske fødevarerkoncern Danone ramte et mangeårigt lavpunkt efter underperformance i oktober, hvor investorerne mistede tilliden til ledelsen, som ærligt indrømmede, at organisationen var blevet for tung og ineffektiv gennem årene. Derfor er den nye mellemlange strategi målrettet omkostningsbesparelser på 1 mia. EUR. Den tidligere alt for centraliserede struktur ændres nu, da Danone har besluttet at rette sit fokus lokalt for at sikre, at beslutningerne er tilpasset de lokale forbrugeres præferencer. Danone forventer at opnå en driftsmargin på over 15% inden 2022 mod de forventede 14% i år. Vi mener, at den nuværende aktiekurs er attraktiv, og forventningerne er så lave, at selv den mindste forbedring af de økonomiske resultater vil være en vigtig katalysator. Danone er i øjeblikket primært en fix it-sag, der hvi-

Ledelsesberetning 2020 (fortsat)

ler på ledelsens evne til at levere højere rentabilitet.

Sodexo har været hårdt ramt af covid-19-krisen, og selskabets organiske omsætning faldt med næsten 25% i sidste kvartal og med -12,0% i helåret (slutter i august). On-site Healthcare & Seniors og Benefits & Rewards Services har vist modstandsdygtighed. Ledelsen forventer et fald i den organiske omsætning på mellem -20% og -25% i 1. halvdel af indeværende regnskabsår samt en underliggende margin på mellem 2,0% og 2,5%. Pandemien har ændret måden, hvorpå vi arbejder, og Sodexo forventer et fald i kontortiden på 27% i forhold til før covid-19. Fødevarerenservicen på kontorsteder genererer dog mindre end 10% af omsætningen. Sodexo står potentielt til at miste tæt på 500 mio. euro af fødevareromsætningen på kontorer. Sodexo forventer imidlertid at mildne slaget ved at opnå en større andel af tegnebøgernes indhold på arbejdsdage og fra medarbejdere, der ønsker madslevering i hjemmet. Produktionsanlæg og Facility Management forventes ikke at blive påvirket. En normalisering af indtjening og pengestrøm vedbliver at være undervurderet af markedet. Vi forventer, at driftsresultatet vil retableres i 2022 på 90% af 2019-niveauet.

De to største positive bidragsydere til afkastet i de Globale porteføljer var G4S og Parker Hannifin.

Vi investerede oprindeligt i G4S tilbage i 2016. Vi så et solidt strukturelt vækstpotentiale i sikkerhedsbranchen, og efter vores mening var og er G4S fortsat værd at kigge nærmere på, især efter det nylige frasalg af størstedelen af selskabets kontanthåndteringsforretning. I mellemtiden er G4S faldet i unåde, da mange investorer mistede tålmodigheden med transformeringen af selskabet og dermed begyndte at sælge ud af aktien uden skelen til prisfastsættelsen. G4S blev et selskab, som mange investorer simpelthen ikke ville have i deres bøger. Vi fastholdt vores position, og efter en stresstest og fornyet gennemgang af vores investeringsrationale øgede vi

herefter vores position i aktien på det tidspunkt, hvor aktiekursen var faldet til under 1 GBP som følge af pandemien. G4S' lave markedsværdi har tiltrukket interesse fra to konkurrenter, som begge ønsker at overtage G4S. I 3. kvartal modtog G4S et overtagelsestilbud på 1,9 GBP fra GardaWorld. Tilbuddet er nu hævet til 2,45 GBP af Allied Universal. Aktiens kurs er pt. lidt over dette niveau, og budkrigen forventes at fortsætte.

Parker-Hannifin (PH) blev oprindeligt føjet til porteføljen i marts. Det viste sig at være ekstremt god timing. PH udviste operationel og finansiell styrke i regnskabsåret 2020 (slutter juni), og trods anstrengte markedsforhold drevet af den industrielle cyklus, problematiske luftfartsmarkeder og covid-19 generede PH sit højeste cashflow nogensinde. PH har skabt en mere modstandsdygtig forretningsmodel. Den justerede driftsmargin på 16,8% er en forbedring på 200 basispoint sammenlignet med den seneste industrielle nedgangsperiode i regnskabsåret 2016. PH er fortsat godt rustet til at drage fordel af enhver forbedring i den industrielle cyklus efter covid-19, og opkøbte selskaber integreres godt i forretningen. Regnskabsåret 2020 dokumenterede atter PH's sande natur: En samling af 84 decentraliserede og modstandsdygtige nicheselskaber, der leverer forretningskritiske produkter og genererer betydelige pengestrømme, som fordeles på intelligent vis af ledelsesteamet.

Største negative bidrag til Japan-afdelingen kom fra Lawson og Bridgestone, og de største positive bidrag kom fra Rinnai og Makita.

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 (129, 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 selskaber, der giver færrest mulige negative overraskelser i indtjeningen. Vi mener, at denne sammensætning er et stærkt udgangspunkt for at levere en af hjørnestenene i Foreningens strategi: kapitalbeskyttelse. At have stor vægt mod indtjeningsstabilitet er et aktivt tilvalg og har betydning for, hvordan porteføljerne klarer sig i forskellige markeds miljøer. Det betyder bl.a., at afkastene typisk svinger mindre end markedsafkastet, set over længere perioder. Set i forhold til det generelle aktiemarked (relativt perspektiv) betyder det, at porteføljerne i opgangstider giver lidt mindre afkast, men til gengæld i nedgangstider bør tabe noget mindre end markedet. Disse karakteristika omtaler vi under de enkelte afdelinger. Sammensætningen er hverken inspireret af et referenceindeks eller et makroøkonomisk udsyn. Foreningen er naturligvis afhængig af, at markedet skaber nogle undervurderede selskaber, der kan købes med tilstrækkelig rabat for at revitalisere afdelingernes afkastpotentiale og skabe downside-beskyttelse. Ved hjælp af Foreningens aktiemarkedsscreeninger afsøger vi kontinuerligt markedet for interessante selskaber med en væsentlig rabat i forhold til deres reelle værdier.

Forventninger

Bank for International Settlements (BIS), som er centralbankernes bank, har gjort et forsøg på at kvantificere betydningen af lavere renter samt svækkede bankers betydning for tilstedeværelsen af såkaldte Zombie-selskaber. Et Zombie-selskab er, som beskrevet ovenfor, et selskab, som holdes i live i længere tid pga. særlige forhold end under normale omstændigheder. BIS' analyse strækker sig tilbage til slutfirserne og dækker dermed en lang periode, der specielt har været karakteriseret af næsten uafbrudte rentefald. Analysen er designet således, at man forsøger at adskille rentefaldet og styrker/svagheder i banksektoren. Lave renter mindsker "hurdle ration" for svage selskaber, men det kan også argumenteres, at svage banker ikke har "råd" til at sende selskaber i konkurs.

Ledelsesberetning 2020 (fortsat)

BIS konkluderer, at der ikke er nogen stærk sammenhæng mellem styrkeniveauet i banksektoren og antallet af Zombie-selskaber. Derimod er der en stærk sammenhæng mellem det faldende renteniveau og antallet af Zombier. Graden af Zombier er steget i ryk hen over de seneste 30 år. Når der har været kriser i de finansielle markeder, er antallet af Zombie-selskaber steget, og der er ikke efterfølgende blevet rensset ud. Dermed er Zombie-udviklingen godt i tråd med udviklingen af gælds niveauer. Når der har været kriser, er statsgælden steget, og der er ikke ryddet ordentligt op, inden den næste krise sætter ind.

BIS konkluderer – måske ikke overraskende – at Zombie selskaberne konkurrerer med mere sunde selskaber, og det giver en skævvridning af konkurrencen. Centralbankernes indflydelse på den risikofrie rente har ultimativt en betydning for de risikostrengede kapitalomkostninger, hvilket i sidste instans har betydning for antallet af Zombier, eller "Dead Man Walking"-selskaber, om man vil. Konklusionen er også, at Zombierne konkurrerer med mere effektive selskaber, der måske har en bedre udnyttelse af de ressourcer, de anvender pr. produceret enhed.

I en tid med stærkt fokus på bæredygtighed kunne man måske driste sig til at sige, at centralbankernes adfærd har en slagside, idet de holder hånden under mindre effektive selskaber, der anvender flere ressourcer pga. af deres ineffektivitet.

Vi tror ikke, at kvantitative lempelser er vejen frem for en langsigtet bæredygtig, økonomisk udvikling. Det hjælper

nok på den korte bane – ligesom mundheldet om at tisse i bukserne. Vi kan jo ikke omgøre det allerede gjorte, og det store eksperiment fra centralbankerne er allerede udført. Først var det renter, der blev sendt i nul, og da det krudt var brugt, startede udvidelsen af balancerne. Så vi stiller spørgsmålet: Hvad bliver det næste? For centralbankerne kan vel ikke opkøbe hele verdens udstedte obligationer?

Vi er bekymrede for den vej, man har valgt til imødegå de negative effekter af den bristede IT-boble, finanskrisens privatisering af profitter og nationalisering af underskud. Centralbankerne har gydt olie på de oprørte vande og har med deres aktioner gjort det muligt at øge gældsætningen væsentlig – og det endda med faldende renter. Det medfører, hvad der efter vores opfattelse er en forkert allokering af ressourcer og, som analyseret af BIS, en stigning i antallet af urentable selskaber. Vi gik dermed ind i covid-19-krisen med høj gæld, misallokering af ressourcer og renter, der allerede var ultralave eller negative, og på måde havde vi ringe ammunition til at imødegå krisen.

Ved tærsklen til et nyt år er det normalt skik og brug at fremkomme med forventninger til det kommende år. Verden er dog ofte mere uforudsigelig, end vi bryder os om. Der er endda dem, der siger, at prognoser kun er for tåber.

Derfor vil vi undlade at forudsige for meget og kun fremhæve, at vi ser en høj grad af selvtilfredshed blandt investorerne i visse markedssegmenter, især inden for nogle af de såkaldte vækstaktier, der er fuldstændig urealistisk pris-

sat. På dele af markedet er kursrisikoen ekstremt høj, hvilket bør undgås for at beskytte kapitalen.

De nuværende markedsforhold kræver en selektiv og disciplineret bottom up-tilgang, der hviler på et solidt, grundlæggende analysearbejde. Mange aktier i det brede univers er blevet forsømt under det seneste opsving og er prissat, som om indtjeningen aldrig vil normalisere sig. Denne spredning skaber et frugtbart jagtarealet for investorer som os selv, der ikke er afhængige af et referenceindeks og til tider går mod strømmen.

Vi har fortsat tiltro til, at Valueinvest-porteføljerne vedbliver at være godt rustede til at navigere gennem urolige farvande, understøttet af en attraktiv prisfastsættelse og givet porteføljeselskabernes høje modstandsdygtighed over for faldende indtjening.

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 begge køn er repræsenteret med mindst 20% i bestyrelsen senest i 2022.

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 2020 (fortsat)

Videnressourcer

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

Revision

Foreningens revisionshonorar udgjorde i 2020: 53 t.kr. (2019: 60 t.kr.). Andre honorarer til Foreningens generalforsamningsvalgte revisor udgjorde i 2020: 0 t.kr. (2019: 0 t.kr.)

Usædvanlige forhold

Ud over 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

Foreningens investeringspolitik

Investeringsforeningens resultater er opnået på baggrund af mange års erfaring med de finansielle markeder og som en erkendelse af, at gode investeringsresultater i al deres enkelthed handler om at tænke langsigtet og mindske risiko for tab. Vi baserer vores investeringer på sunde økonomiske principper, der ellers let kan overses i et støjfyldt og til tider meget kortsynet aktiemarked.

På den lange bane er det den økonomiske udvikling i selskaberne, der er afgørende for, hvilket afkast man opnår. Vi forsøger ikke at gætte på aktiekursen inden for f.eks. 12 måneder, men bruger vores tid og ressourcer på at vurdere den fundamentale værdi af et selskab.

Og vi investerer kun, når vi kan opnå en fornuftig rabat i forhold til den estimerede værdi.

Investering handler om at få betaling for den risiko, man påtager sig. I traditionel finansiel teori sættes risiko lig med en akties kursudsving eller volatilitet. Som langsigtet investor tænker vi som en selskabsejer, og her er det vurderingen af et selskabs evne til at skabe værdi i sin levetid, der er afgørende. I vores verden er den reelle risiko derfor knyttet til forudsigeligheden og stabiliteten i indtjeningen. Kan et selskab ikke opretholde indtjeningsevnen, er der risiko for et permanent tab. Omvendt øger høj forudsigelighed i indtjening og pengestrøm sikkerheden i den estimerede værdi og bidrager til at reducere tabsrisikoen.

Store kursudsving, eller høj volatilitet, er ikke en risiko, men blot et udtryk for, at aktiemarkedet i øjeblikket er usikkert på den korrekte pris for en aktie. Volatilitet er lig med muligheder.

I ValueInvest Danmark har vi et langsigtet samarbejde med vores investorer med henblik på først og fremmest at beskytte deres kapital og dernæst at øge deres købekraft over tid.

Politik for samfundsansvar

For Foreningens investeringsrådgiver, Macquarie Investment Management Europe S.A. (MIME S.A.), er ESG (miljø, socialt ansvar og governance) en integreret del af investeringsprocessen. Samfundsansvaret tager udgangspunkt i rådgivers ESG-politik for samfundsansvar samt politikken for aktivt ejerskab, stemmeafgivelse og engagements (dialog mellem investorer og selskaber).

ESG-aktiviteterne inkluderer:

- Integration af ESG-faktorer i beslutningsprocessen
- Observation og evt. eksklusion af selskaber og industrier
- Stemmeafgivelse (Proxy Voting)
- Engagements

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

Rådgiver vurderer samtidig, om de selskaber, der investeres i, har en samfundsmæssig ansvarlig adfærd, som følger etablerede normer, idet rådgiver mener, at det modsatte kan skade aktiens værdi på langt sigt. MIME S.A. evaluerer ud fra en helhedsbetragtning bl.a. socialt ansvar, miljøhensyn, menneskerettigheder, korruption, arbejdstagerrettigheder og våbenproduktion.

MIME S.A. underskrev i 2010 PRI, som er et samarbejde for professionelle investorer med henblik på at fremme ansvarlige investeringsprincipper (Principles for Responsible Investment). Derudover har rådgiver offentliggjort sin tilslutning til retningslinjer for aktivt ejerskab fra det britiske Financial Reporting Council (UK Stewardship Code) samt underskrevet Montreal Pledge, hvori rådgiver forpligter sig til at måle og offentliggøre porteføljernes årlige CO₂-udledning.

Procedurer for samfundsansvar

Som en del af Foreningens ansvarlighed monitorerer rådgiver sektorer og selskaber og opdaterer regelmæssigt Foreningens investeringseksklusionsliste. Eksklusionen kan enten være produktbaseret eller adfærdsbaseret, som det er beskrevet nedenfor.

Produktbaseret eksklusion inkluderer produktion af tobak og kontroversielle våben, inkl. antipersonelle landminer samt klynge-, atom-, kemiske eller biologiske våben. Ligeledes investerer fonden ikke i selskaber, der genererer mere end 5% omsætning via:

- Produktion eller salg af konventionelle våben

Ledelsesberetning 2020 (fortsat)

- Udvinning af kul, naturgas, råolie, uran og/eller
- Raffinering af kul, naturgas, råolie og/eller uran til brændstof
- Energigenerering fra fossile brændstoffer som naturgas, olie og/eller uran.

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 selskaber i forhold til best practice.

Alle selskaber, som Foreningen investerer i, monitoreres i forhold til overtrædelse af internationale normer. Dette sker ved hjælp af en tredjeparts-ESG-samarbejdspartner, der leverer ESG-data til Foreningens investeringsrådgiver, herunder informationer om overtrædelser og andre kontroverser.

MIME S.A. søger igennem dialog at påvirke virksomheder i retning af ansvarlighed og bæredygtighed (på engelsk: ESG engagements).

Engagements/dialog med selskaberne sker typisk via:

- Tematiske engagements, hvor der fokuseres på emner, der udgør den største ESG-risiko for selskabet
- Hændelsesdrevet engagements på baggrund af ESG-relaterede hændelser eller kontroverser
- Kollektive engagements i samarbejde med andre investorer omkring fælles mål, f.eks. via PRI
- Proxy voting engagement ifm. stemmeafgivelse.

ESG/ansvarlige investeringer er et emne på bestyrelsesmøder, hvor der rapporteres til Foreningens bestyrelse omkring selskabernes aktiviteter samt investeringsrådgivers forpligtelser på

området, herunder stemmeafgivelse (proxy voting).

Stemmeafgivelse er en central del af rådgivers samfundsansvar. På vegne af Foreningen har rådgiver en målsætning om at stemme på samtlige generalforsamlinger. Som ansvarlig investor har rådgiver offentliggjort en politik om aktivt ejerskab, inklusive stemmeafgivelse. Denne kan findes på Foreningens hjemmeside <https://www.valueinvest.dk/B%C3%A6redygtighed/Aktivt-Ejerskab.aspx>.

Alle ValueInvest Danmarks tre afdelinger med underliggende andelsklasser opnåede Svanemærket i 2020.

- ValueInvest Global KL – Svanemærket-licens nr. 3101 0050
- ValueInvest Global Akkumulerende KL – Svanemærket-licens nr. 3101 0051
- ValueInvest Japan KL – Svanemærket-licens nr. 3101 0049

På Foreningens hjemmeside findes desuden yderligere informationer om ansvarlige investeringer.

Risici samt ikke-finansielle nøgletalspræstationsindikatorer
Se venligst afsnit om risici og risikostyring for yderligere information.

Enhver investering er påvirket af de risici, der kendetegner investeringsmarkedet. Herudover er selskaberne, der investeres i, eksponeret over for risici knyttede til deres adfærd og rygter i forhold til det samfundsansvar, de udviser. Som investor har vi en mulighed for at påvirke selskaberne i positiv retning.

Alle investeringsbeslutninger hos rådgiver er teambaserede, og nye aktier optages kun i porteføljen, hvis alle porteføljeforvaltere er enige. Den vægt, hvormed de enkelte aktier indgår i porteføljerne, skal ses i sammenhæng med det forventede afkastpotentiale samt med, i hvor høj grad rådgiver er overbevist om succes for hver enkelt investeringscase, baseret på en vurdering af det fremtidige potentiale for værdi-

skabelse (vækstmuligheder og afkast på investeringerne). Rådgiver vurderer ligeledes, hvordan det enkelte selskab påvirker porteføljens samlede risikoprofil og afkastpotentiale.

Faktorer som miljø, sociale forhold og ansvarlig ledelse er væsentlige elementer i vurderingen af et selskabs potentiale og risikoprofil. Rådgiver vurderer, om selskaberne har en samfundsmæssig ansvarlig adfærd, som følger etablerede normer, idet det modsatte kan skade aktiens værdi på langt sigt. I vurderingen indgår bl.a. socialt ansvar, miljøhensyn, menneskerettigheder, korruption, arbejdstagerrettigheder og våbenproduktion.

Foreningens rådgiver benytter sig af stemmeafgivelse (proxy voting) og engagements for at påvirke selskaberne positivt og minimere de ESG-risici, der identificeres. Rådgiver måler endvidere, hvordan porteføljerne udvikler sig ift. CO₂-udledning, samt hvordan de enkelte selskaber forbedrer sig gennem de engagements, rådgiver udfører.

Opnåede resultater

I 2020 har Foreningens rådgiver været i dialog med samtlige selskaber i de globale og den japanske porteføljer. I forbindelse med selskabernes generalforsamlinger og Foreningens stemmeafgivelse har rådgiver fokuseret på bestyrelsesmangfoldighed og bl.a. italesat emner som kønsdiversifikation samt bestyrelsesmedlemmernes uafhængighed.

Derudover har rådgiver været dialog med en håndfuld selskaber omkring andre ESG-emner, bl.a. menneskerettigheder og skovrydning samt effekten af covid-19.

Foreningens rådgiver har i 2020 afgivet stemmer på Foreningens vegne med en succesrate på 100%.

Investeringsforeningen ValueInvest Danmarks tre børsnoterede investeringsfonde med underliggende andelsklasser opnåede Svanemærket den 21. december 2020:

Ledelsesberetning 2020 (fortsat)

Ved at investere i en svanemærket investeringsfond er investor med til at påvirke selskaber i en bæredygtig retning. Svanemærket lægger således stor vægt på, at der bliver investeret i selskaber, som allerede udmærker sig inden for bæredygtighed, eller som arbejder målrettet hermed.

Risici og risikostyring

Som investor i en af de tre afdelinger i Investeringsforeningen ValueInvest Danmark opnår 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 – samt valutarisici, renterisici og kreditrisici.

Hver af disse risikofaktorer håndteres Foreningen inden for 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 tre afdelinger udvælges efter value-princippet. Det vil sige, at man kun køber aktier i selskaber, som på børsen handles til priser, der vurderes at ligge væsentligt under deres reelle værdi. Investeringsstrategien medfører en porteføljesammensætning, som ofte afviger betydeligt fra det generelle aktiemarked. Således er den

aktuelle sammensætning af afdelingerne væsentligt forskellig 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 står i modsætning til passivt styrede foreninger og afdelinger – også kaldet indeksbaserede – hvor investeringernes sammensætning 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 fem 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 kontinuerligt 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 kon-

trollerer, 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 inden for 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 <https://www.valueinvest.dk/Download-center/Central-Investorinformation.aspx>.

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 markedsmæssige eller generelle økonomiske forhold i landet, herunder også udviklingen i landets valuta og rente, påvirke investeringernes værdi.

Eksponering mod udlandet

Investering i velorganiserede og højtud-

Ledelsesberetning 2020 (fortsat)

viklede 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 eksponering mod valutaer, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner.

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

Selskabsspecifikke forhold

Værdien af en enkelt aktie kan svinge mere end det samlede marked og kan derved give et afkast, som er meget forskelligt fra markedets. Forskydninger på valutamarkedet samt lovgivningsmæssige, konkurrencemæssige, 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 Singapo- re), Østeuropa og Afrika. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et aktie- og obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder er forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Et ustabil politisk system indebærer en øget risiko for pludselige og

grundlæggende omvæltninger inden for økonomi og politik.

For investorer kan dette eksempelvis bevirke, 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 udførelse 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 selskaber, 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 sigens 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 2020 (fortsat)

Bestyrelse & direktion

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

Bestyrelse

Ole Steffensen, Formand.

Tiltrådt 3. juni 2008

Bestyrelsesformand for:

Boliginvestor A/S

Medlem af bestyrelsen for:

Dit pultekammer Holding A/S, Dit Pulterkammer A/S, Ejendomsselskabet af 01.01.2006, Hadsund A/S, Egedal Maskinfabrik A/S, NTR Holding A/S, Det Nissenske Familiefond, Daniamant Holding A/S.

Direktør for:

Olav W. Hansen A/S

Jens Hærck, Næstformand.

Tiltrådt 7. november 2002

Medlem af bestyrelsen for:

JTH Consult ApS og Brink Development ApS.

Direktør for:

JTH Consult ApS

Ole Richter-Mikkelsen.

Tiltrådt 16. april 1998

Direktør for:

Richter Finans ApS

Mikael Bernhoft.

Tiltrådt 25. april 2007

Bestyrelsesformand for:

Elektas EL-Installationer A/S.

Bent Erik Carlsen. Tiltrådt 3. juni 2008.

Direktør for:

B. Carlsen Shipping ApS

Direktion

BI Management A/S

Martin Fjordlund Smidt, direktør

Adm. direktør i:

Bianco Lunos Bogtrykkeri IVS

Henrik Grønlund, vicedirektør

Bestyrelsens valgperiode er reguleret ifølge Foreningens vedtægter på følgende måde:

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

Genvalg kan finde sted.

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

Foreningens samlede bestyrelseshonorar udgjorde i 2020: 796 t.kr. (2019: 735 t.kr.)

Ledespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato aflagt og godkendt årsrapporten for 2020 for Investeringsforeningen Vaeluinvest Danmark (tre afdelinger).

Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv.

Årsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver og passiver, finansielle stilling pr. 31. december 2020 samt af resultatet for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2020.

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 10. marts 2021

Bestyrelse

Ole Steffensen
Formand

Jens Harck
Næstformand

Ole Richter-Mikkelsen
Bestyrelsesmedlem

Mikael Bernhoft
Bestyrelsesmedlem

Bent Carlsen
Bestyrelsesmedlem

Direktion

Bl Management A/S

Martin Fjordlund Smidt
Direktør

Henrik Granlund
Vicedirektør

Den uafhængige revisors revisionspåtegning

Til investorerne i Investeringsforeningen ValueInvest Danmark

Konklusion

Vi har revideret årsregnskabet for Investeringsforeningen ValueInvest Danmark for regnskabsåret 01.01.2020 - 31.12.2020, der omfatter resultatopgørelse, balance, noter og fællesnoter, herunder anvendt regnskabspraksis, for 3 afdelinger. Årsregnskabet udarbejdes efter lov om investeringsforeninger mv.

Det er vores opfattelse, at årsregnskabet giver et retvisende billede af foreningens og afdelingernes aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31.12.2020 samt af resultatet af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret 01.01.2020-31.12.2020 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv.

Vores konklusion er konsistent med vores revisionsprotokollat til bestyrelsen.

Grundlag for konklusion

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

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

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

Centrale forhold ved revisionen

Centrale forhold ved revisionen er de forhold, der efter vores faglige vurdering var mest betydelige ved vores revision af årsregnskabet for regnskabsåret 01.01.2020-31.12.2020. Disse forhold blev behandlet som led i vores revision af årsregnskabet som helhed og udformningen af vores konklusion herom. Vi afgiver ikke nogen særskilt konklusion om disse forhold.

Værdiansættelse og tilstedeværelse af børsnoterede finansielle instrumenter

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

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

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

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

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

Forholdet er behandlet således i revisionen

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

- Vi har opnået en forståelse for og evalueret investeringsforvaltningsselskabets kontroller i de centrale processer, herunder relevante it-systemer.
- Vi har testet investeringsforvaltningsselskabets kontroller, som sikrer korrekt registrering af børs- og valutakurser således, at afdelingernes beholdninger af børsnoterede finansielle instrumenter pr. 31. december 2020 er værdiansat i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv. samt foreningens regnskabspraksis.
- Vi har endvidere testet investeringsforvaltningsselskabets kontrol, som sikrer korrekt afstemning af afdelingernes beholdninger af børsnoterede finansielle instrumenter til foreningens depotbank.
- Vi har pr. 31. december 2020 stikprøvevist gennemgået investeringsforvaltningsselskabets afstemninger, hvor der er afstemt til foreningens depotbank.

Den uafhængige revisors revisionspåtegning

Ledelsens ansvar for årsregnskabet

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

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

Revisors ansvar for revisionen af årsregnskabet

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

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

- Identificerer og vurderer vi risikoen for væsentlig fejlinformation i årsregnskabet, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl, udformer og udfører revisionshandlinger som reaktion på disse risici samt opnår revisionsbevis, der er tilstrækkeligt og egnet til at danne grundlag for vores konklusion. Risikoen for ikke at opdage væsentlig fejlinformation forårsaget af besvigelser er højere end ved væsentlig fejlinformation forårsaget af fejl, idet besvigelser kan omfatte sammensværgelser, dokumentfalsk, bevidste udeladelser, vildledning eller tilsidesættelse af intern kontrol.
- Opnår vi forståelse af den interne kontrol med relevans for revisionen for at kunne udforme revisionshandlinger, der er passende efter omstændighederne, men ikke for at kunne udtrykke en konklusion om effektiviteten af foreningens interne kontrol.
- Tager vi stilling til den samlede præsentation, struktur og indhold af årsregnskabet, herunder noteoplysningerne, samt om årsregnskabet afspejler de underliggende transaktioner og begivenheder på en sådan måde, at der gives et retvisende billede heraf.

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

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

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

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

Udtalelse om ledelsesberetningen

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

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

Den uafhængige revisors revisionspåtegning

I tilknytning til vores revision af årsregnskabet er det vores ansvar at læse ledelsesberetningerne og i den forbindelse overveje, om ledelsesberetningen er væsentligt inkonsistent med årsregnskabet eller vores viden opnået ved revisionen eller på anden måde synes at indeholde væsentlig fejlinformation.

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

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

København, den 10. marts 2021
Deloitte
Statsautoriseret Revisionspartnerselskab
CVR-nr. 33 96 35 56

Jens Ringbæk, mne 27735
statsautoriseret revisor

Tenna Hauge Jørgensen, mne 33800
statsautoriseret revisor

Anvendt regnskabspraksis

Årsrapporten er udarbejdet i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv.

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten for 2019.

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 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, 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 betalingsdag, 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 mv. 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

Direkte omkostninger består af omkostninger, som direkte kan henføres til den enkelte afdeling og omfatter bl.a. gebyr til depositar, VP-gebyrer, honorar til investeringsforvaltningsselskab, investeringsrådgivning og markedsføring.

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

Honorar for investeringsrådgivning er opført under "Andre omkostninger i forbindelse med formuepleje". Markedsføringsomkostninger indeholder provisioner til distributører af foreningens beviser.

Fællesomkostninger består af omkostninger som vedrører to eller flere afdelinger. Disse omkostninger fordeles mellem afdelingerne i forhold til den gennemsnitlige formue.

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:

Anvendt regnskabspraksis (fortsat)

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

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

Andre aktiver

Andre aktiver måles til dagsværdi. Mellemliggende 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 udbytter deklareret før balancedagen med afregning efter balancedagen samt tilgodehavende udbytteskatter.

Anden gæld

Anden gæld måles til dagsværdi. Mellemliggende 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 Investering Danmark

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

Indirekte handelsomkostninger

Indirekte handelsomkostninger opgøres som porteføljeomsætningen multipliceret med det halv spread på relevante papir- og valutaspreads mv. i forhold til den gennemsnitlige formue opgjort på daglig basis. Porteføljeomsætningen korrigeres for emissioner og indløsninger.

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

Anvendt regnskabspraksis (fortsat)

baggrund af den historiske volatilitet (standardafvigelsen).

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

Standardafvigelse

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

Andelsklasser

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

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

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

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

ValueInvest Global

Indledning

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

Investeringsområde og -profil

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

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

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

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

ValueInvest Global med underliggende andelsklasser er en svanemærket investeringsfond (licens nr. 3101 0050).

Afkast og formueudvikling

ValueInvest Global leverede i 2020 negative afkast på -1,93% i andelsklasse A og -1,20% i andelsklasse W og -1,17% i andelsklasse I. MSCI Verden ND leverede i 2020 et positivt afkast på 14,93%.

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

Forskellen på klassernes afkast kan tilskrives forskel i omkostningsstruktur.

Afdelingens formue udgjorde 3.337.302 t.kr. ultimo 2020 mod 4.114.544 t.kr. ultimo 2019, svarende til et nettofald på 777.242 t.kr.

I regnskabsperioden er der foretaget nettoindløsninger for i alt 289.262 t.kr., hvoraf der har været nettoindløsninger for i alt 352.856 t.kr. i andelsklasse A, nettoemissioner for i alt 121.027 t.kr. i andelsklasse W og nettoindløsninger for i alt 57.433 t.kr. i andelsklasse I.

Periodens nettoresultat udgjorde -81.158 t.kr., hvoraf andelsklasse A har realiseret et nettoresultat for året på -72.133 t.kr., andelsklasse W et nettoresultat på -5.019 t.kr. og andelsklasse I et nettoresultat på -4.007 t.kr.

Det foreslås, at der udbetales 23,10 kr. pr. bevis i udbytte for 2020 for andelsklasse A, 25,00 kr. pr. bevis for andelsklasse W og 28,00 kr. pr. bevis for andelsklasse I.

Forventninger

De nuværende markedsforhold kræver en selektiv og disciplineret bottom up-tilgang, der hviler på et solidt, grundlæggende analysearbejde. Mange aktier i det brede univers er blevet forsømt under det seneste opsving og er prissat, som om indtjeningen aldrig vil normalisere sig. Denne spredning skaber et frugtbart jagtareal for investorer som os selv, der ikke er afhængige af et referenceindeks og til tider går mod strømmen.

Vi har fortsat tiltro til, at den globale portefølje vedbliver at være godt rustet til at navigere gennem urolige farvande, understøttet af en attraktiv prisfastsættelse og givet porteføljeselskabernes høje

modstandsdygtighed over for faldende indtjening.

Der henvises til afsnittet Forventninger i ledelsesberetningen, side 8, for en mere detaljeret beskrivelse.

Årsregnskab > ValueInvest Global

Resultatopgørelse

	2020 (t.kr.)	2019 (t.kr.)
Renter og udbytter		
1 Renteindtægter	-156	0
2 Udbytter	93.570	126.088
I alt renter og udbytter	93.414	126.088
Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	-105.337	626.698
Øvrige aktiver/passiver	-493	226
3 Handelsomkostninger	2.197	1.892
I alt kursgevinster og -tab	-108.027	625.032
I alt indtægter	-14.613	751.120
4 Administrationsomkostninger	56.331	70.193
Resultat før skat	-70.944	680.927
5 Skat	10.214	12.179
Årets nettoresultat	-81.158	668.748
Resultatdisponering og udlodningsopgørelse		
Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	16.570	15.988
Overført fra sidste år	655	483
I alt formuebevægelser	17.225	16.471
Til disposition	-63.933	685.219
Forslag til anvendelse		
Til rådighed for udlodning	368.172	408.490
Foreslået udlodning	367.827	407.835
Overført til udlodning næste år	345	655
Overført til formue	-432.105	276.729
I alt disponeret	-63.933	685.219

Balance pr. 31. december

	2020 (t.kr.)	2019 (t.kr.)
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	16.862	30.851
6 I alt likvide midler	16.862	30.851
Kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	120.892	167.950
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	3.189.429	3.909.299
6 I alt kapitalandele	3.310.321	4.077.249
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	2.221	2.643
Andre tilgodehavender	12.855	10.638
Mellemværende vedr. handelsafvikling	2.301	5.490
I alt andre aktiver	17.377	18.771
Aktiver i alt	3.344.560	4.126.871
Passiver		
7 Investorerne formue	3.337.302	4.114.544
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	5.834	8.473
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.424	3.854
I alt anden gæld	7.258	12.327
Passiver i alt	3.344.560	4.126.871
8 Femårsoversigt		

Årsregnskab > ValueInvest Global

Noter

				2020 (t.kr.)	2019 (t.kr.)
1 Renteindtægter					
Indestående i pengeinstitutter				-156	0
I alt renteindtægter				-156	0
2 Udbylter					
Noterede aktier fra danske selskaber				3.160	3.154
Noterede aktier fra udenlandske selskaber				90.410	122.934
I alt udbylter				93.570	126.088
3 Handelsomkostninger					
Bruttohandelsomkostninger				3.130	3.694
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter				-933	-1.802
I alt handelsomkostninger				2.197	1.892
4 Administrationsomkostninger					
			2020		2019
			(t.kr.)		(t.kr.)
	direkte	fælles	i alt	direkte	fælles
Administration	5.414	1.646	7.060	6.031	1.870
Investeringsforvaltning	27.162	0	27.162	32.770	0
Distribution, markedsføring og formidling	22.109	0	22.109	29.522	0
I alt administrationsomkostninger	54.685	1.646	56.331	68.323	1.870
5 Skat				2020	2019
Ikke refunderbar skat				(t.kr.)	(t.kr.)
I alt skat				10.214	12.179
6 Finansielle Instrumenter					
Børsnoterede finansielle instrumenter				99,1%	99,1%
Andre aktiver og passiver				0,8%	0,9%
<p>Specifikation af afdelingens børsnoterede værdipapirer kan rekvireres ved at rette henvendelse til BI Management A/S.</p>					
Formue fordelt på lande					
USA				26%	30%
Andre				24%	19%
Frankrig				17%	17%
Japan				13%	17%
Schweiz				11%	11%
Storbritannien				9%	6%
Formue fordelt på sektorer					
Stabile forbrugsgoder				45%	49%
Sundhed				17%	19%
Cykliske forbrugsgoder				12%	8%
Industri				11%	10%
Kommunikation				9%	6%
Andre				6%	8%

Årsregnskab > ValueInvest Global

Noter

7 Investorenes formue

	2020 (t.kr.)	2019 (t.kr.)
	Formue- værdi	Formue- værdi
Formue primo	4.114.544	4.312.394
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser	407.835	453.502
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning	1.018	1.681
Emissioner i året	295.924	392.315
Indløsninger i året	585.191	807.109
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag	0	17
Udlodningsregulering	-16.570	-15.988
Overført udlodning fra sidste år	-655	-483
Overført udlodning til næste år	345	655
Foreslået udlodning	367.827	407.835
Overført fra resultatopgørelsen	-432.105	276.729
Formue ultimo	3.337.302	4.114.544

8 Femårsoversigt

	2020	2019	2018	2017	2016
Årets nettoresultat (t.kr.)	-81.158	668.748	21.860	107.211	342.233
Investorenes formue ultimo (t.kr.)	3.337.302	4.114.544	4.312.394	5.153.940	5.724.616
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	585.268	614.319	696.765	759.018	1.605.477
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	1.246.816	1.449.890	1.520.280	2.149.568	1.582.057
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	1.832.084	2.064.209	2.217.045	2.908.586	3.187.535
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	914.119	834.256	1.222.598	546.700	1.113.619
Omsætningshastighed	0,13	0,11	0,14	0,05	0,10

Årsregnskab > ValueInvest Global

ValueInvest Global A

Andelsklasse under ValueInvest Global KL

Klassens resultatopgørelse for perioden 01.01 - 31.12

	2020 (t.kr.)	2019 (t.kr.)
Andel af resultat af fællesporteføljen	-49.116	555.905
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	23.017	30.525
Klassens resultat	-72.133	525.380

Resultatdisponering og udlodningsopgørelse

Formuebevægelser

Udlodningsregulering	21.170	-2.397
Overført fra sidste år	512	272
I alt formuebevægelser	21.685	-2.125

Til disposition	-50.451	523.255
------------------------	----------------	----------------

Forslag til anvendelse

Til rådighed for udlodning	287.112	334.374
Foreslået udlodning	286.985	333.862
Overført til udlodning næste år	127	512
Overført til formue	-337.563	188.881

I alt disponeret	-50.451	523.255
-------------------------	----------------	----------------

- 1 Investorenes formue pr. 31. december
- 2 Til rådighed for udlodning
- 3 Femårsoversigt

Årsregnskab > ValueInvest Global

Noter

1 Investorenes formue pr. 31. december

		2020 (t.kr.)		2019 (t.kr.)
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	1.414.670	3.410.931	1.395.685	3.168.347
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		333.862		325.194
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		1.279		865
Emissioner i året	50.879	106.836	86.646	193.996
Indløsninger i året	223.191	459.692	67.661	152.474
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		0		11
Udlodningsregulering		-21.170		2.397
Overført udlodning fra sidste år		-512		-272
Overført udlodning til næste år		127		512
Foreslået udlodning		286.985		333.862
Overført fra resultatopgørelsen		-337.563		188.881
Formue ultimo	1.242.358	2.653.359	1.414.670	3.410.931

2 Til rådighed for udlodning

	2020 (t.kr.)	2019 (t.kr.)
Udlodning overført fra sidste år	512	272
Renter og udbytter	75.688	110.443
Ikke refunderbar skat	-10.117	-9.074
Kursgevinster til udlodning	291.732	292.411
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-24.123	2.728
I alt indkomst før administrationsomkostninger	333.692	396.780
Administrationsomkostninger	-49.533	-62.075
Udlodningsregulering administrationsomkostninger	2.953	-331
I alt rådighed for udlodning	287.112	334.374

3 Femårsoversigt

	2020	2019	2018	2017
Årets nettoresultat (t.kr.)	-72.133	525.380	6.399	83.925
Investorenes formue (t.kr.)	2.653.359	3.410.931	3.168.347	3.835.782
Cirkulerende andele (t.kr.)	1.242.358	1.414.670	1.395.685	1.511.796
Indre værdi	213,57	241,11	227,01	253,72
Udlodning (%)	23,10	23,60	23,30	27,20
Omkostninger (%)	1,79	1,94	1,92	2,04
Afkast (%)	-1,93	17,92	0,90	2,40
ÅOP (%)	1,88	1,87	2,03	2,14
Indirekte handelsomkostninger (%)	0,00	0,01	0,01	
Sharpe ratio	0,55	0,98		
Standardafvigelse (%)	9,51	9,91		

Årsregnskab > ValueInvest Global

ValueInvest Global I

Andelsklasse under ValueInvest Global KL

Klassens resultatopgørelse for perioden 01.01 - 31.12	2020 [t.kr.]	2019 [t.kr.]
Andel af resultat af fællesporteføljen	-3.920	42.222
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	87	145
Klassens resultat	-4.007	42.077
Resultatdisponering og udlodningsopgørelse		
Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	1.706	11.420
Overført fra sidste år	40	0
I alt formuebevægelser	1.746	11.420
Til disposition	-2.261	53.497
Forslag til anvendelse		
Til rådighed for udlodning	13.184	18.710
Foreslået udlodning	13.155	18.670
Overført til udlodning næste år	29	40
Overført til formue	-15.445	34.787
I alt disponeret	-2.261	53.497

- 1 Investorenes formue pr. 31. december
- 2 Til rådighed for udlodning
- 3 Femårsoversigt

Årsregnskab > ValueInvest Global

Noter

1 Investorenes formue pr. 31. december

		2020 (t.kr.)		2019 (t.kr.)
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	74.089	180.403	136.219	312.329
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		18.670		34.736
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		1.196		462
Emissioner i året	20.472	43.581	29.076	65.992
Indløsninger i året	47.580	101.014	91.206	205.721
Udlodningsregulering		-1.706		-11.420
Overført udlodning fra sidste år		-40		0
Overført udlodning til næste år		29		40
Foreslået udlodning		13.155		18.670
Overført fra resultatopgørelsen		-15.445		34.787
Formue ulla	46.981	101.489	74.089	180.403

2 Til rådighed for udlodning

		2020 (t.kr.)	2019 (t.kr.)
Udlodning overført fra sidste år		40	0
Renter og udbytter		3.332	8.378
Ikke refunderbar skat		-462	-740
Kursgevinster til udlodning		13.237	24.957
Udlodningsregulering ved emission/indløsning		-1.949	-12.140
I alt indkomst før administrationsomkostninger		14.198	20.455
Administrationsomkostninger		-1.257	-2.465
Udlodningsregulering administrationsomkostninger		243	720
I alt rådighed for udlodning		13.184	18.710

3 Femårsoversigt

	2020	2019	2018	2017
Årets nettoresultat (t.kr.)	-4.007	42.077	253	7.380
Investorenes formue (t.kr.)	101.489	180.403	312.329	478.286
Cirkulerende andele (t.kr.)	46.981	74.089	136.219	187.547
Indre værdi	216,02	243,49	229,28	255,02
Udlodning (%)	28,00	25,20	25,50	28,00
Omkostninger (%)	1,03	1,05	1,08	1,50
Afkast (%)	-1,17	18,99	1,73	2,90
ÅOP (%)	1,12	1,10	1,19	1,16
Indirekte handelsomkostninger (%)	0,00	0,01	0,01	
Sharpe ratio	0,61	1,03		
Standardafvigelse (%)	9,52	9,91		

Årsregnskab > ValueInvest Global

ValueInvest Global W

Andelsklasse under ValueInvest Global KL

Klassens resultatopgørelse for perioden 01.01 - 31.12

	2020 (t.kr.)	2019 (t.kr.)
Andel af resultat af fællesporteføljen	-4.506	101.842
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	513	548
Klassens resultat	-5.019	101.294

Resultatdisponering og udlodningsopgørelse

Formuebevægelser

Udlodningsregulering	-6.306	6.965
Overført fra sidste år	103	211
I alt formuebevægelser	-6.203	7.176

Til disposition	-11.222	108.470
------------------------	----------------	----------------

Forslag til anvendelse

Til rådighed for udlodning	67.876	55.406
Foreslået udlodning	67.687	55.303
Overført til udlodning næste år	189	103
Overført til formue	-79.098	53.064

I alt disponeret	-11.222	108.470
-------------------------	----------------	----------------

- 1 Investorenes formue pr. 31. december
- 2 Til rådighed for udlodning
- 3 Femårsoversigt

Årsregnskab > ValueInvest Global

Noter

1 Investorenes formue pr. 31. december

		2020 (t.kr.)		2019 (t.kr.)
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	215.188	523.207	362.681	831.718
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		55.303		93.572
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		-1.458		354
Emissioner i året	67.372	145.512	59.334	132.327
Indløsninger i året	11.811	24.485	206.827	448.914
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		0		6
Udlodningsregulering		6.306		-6.965
Overført udlodning fra sidste år		-103		-211
Overført udlodning til næste år		189		103
Foreslået udlodning		67.687		55.303
Overført fra resultatopgørelsen		-79.098		53.061
Formue ultimo	270.749	582.454	215.188	523.207

2 Til rådighed for udlodning

		2020 (t.kr.)	2019 (t.kr.)
Udlodning overført fra sidste år		103	213
Renter og udbytter		14.390	16.874
Ikke refunderbar skat		-1.910	-1.419
Kursgevinster til udlodning		54.528	52.356
Udlodningsregulering ved emission/indløsning		6.775	-7.247
I alt indkomst før administrationsomkostninger		73.886	60.777
Administrationsomkostninger		-5.541	-5.653
Udlodningsregulering administrationsomkostninger		-469	282
I alt rådighed for udlodning		67.876	55.406

3 Femårsoversigt

	2020	2019	2018	2017
Årets nettoresultat (t.kr.)	-5.019	101.294	15.209	15.906
Investorenes formue (t.kr.)	582.454	523.207	831.718	839.870
Cirkulerende andele (t.kr.)	270.749	215.188	362.681	329.339
Indre værdi	215,13	243,14	229,32	255,02
Udlodning (%)	25,00	25,70	25,80	28,10
Omkostninger (%)	1,06	1,09	1,05	1,56
Afkast (%)	-1,20	18,92	1,78	2,91
ÅOP (%)	1,15	1,14	1,16	1,16
Indirekte handelsomkostninger (%)	0,00	0,01	0,01	
Sharpe ratio	0,61	1,03		
Standardafvigelse (%)	9,52	9,91		

ValueInvest Global Akkumulerende

Indledning

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

Investeringsområde og -profil

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

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

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

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

ValueInvest Global Akkumulerende med underliggende andelsklasser er en svanemærket investeringsfond (licens nr. 3101 0051).

Afkast og formueudvikling

ValueInvest Global Akkumulerende leverede i 2020 negative afkast på -2,08% i andelsklasse A og -1,32% i andelsklasse W og -1,62% i andelsklasse I. MSCI Verden ND leverede i 2020 et positivt på hele 14,93 %.

Der henvises til afsnittet Afkast i ledel-

sesberetningen, side 5, for en detaljeret redegørelse.

Forskellen på klassernes afkast kan tilskrives forskel i omkostningsstruktur.

Afdelingens formue udgjorde 1.058.597 t.kr. ultimo 2020 mod 1.319.733 t.kr. ultimo 2019, svarende til et nettofald på 261.136 t.kr.

I regnskabsperioden er der foretaget nettoindløsninger for i alt 220.120 t.kr., hvoraf der har været nettoindløsninger for i alt 112.103 t.kr. i andelsklasse A, nettoemissioner for i alt 91.096 t.kr. i andelsklasse W og nettoindløsninger for i alt 199.113 t.kr. på andelsklasse I.

Periodens nettoresultat udgjorde -41.016 t.kr., hvoraf andelsklasse A har realiseret et nettoresultat for året på -26.831 t.kr., andelsklasse W et nettoresultat på -491 t.kr. og andelsklasse I et nettoresultat på -14.326 t.kr.

Forventninger

De nuværende markedsforhold kræver en selektiv og disciplineret bottom up-tilgang, der hviler på et solidt, grundlæggende analysearbejde. Mange aktier i det brede univers er blevet forsømt under det seneste opsving og er prissat, som om indtjeningen aldrig vil normalisere sig. Denne spredning skaber et frugtbart jagtarealet for investorer som os selv, der ikke er afhængige af et referenceindeks og til tider går mod strømmen.

Vi har fortsat tiltro til, at den globale portefølje vedbliver at være godt rustet til at navigere gennem urolige farvande understøttet af en attraktiv prisfastsættelse og givet porteføljeselskabernes høje modstandsdygtighed overfor faldende indtjening.

Der henvises til afsnittet Forventninger i ledelsesberetningen, side 8, for en mere detaljeret beskrivelse.

Årsregnskab > ValueInvest Global Akkumulerende

Resultatopgørelse

	2020 (t.kr.)	2019 (t.kr.)
Renter og udbytter		
1 Renteindtægter	-74	18
2 Udbytter	31.017	39.734
I alt renter og udbytter	30.943	39.752
Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	-49.271	188.499
Øvrige aktiver/passiver	-165	75
3 Handelsomkostninger	433	496
I alt kursgevinster og -tab	-49.869	188.078
I alt indtægter	-18.926	227.830
4 Administrationsomkostninger	18.527	21.491
Resultat før skat	-37.453	206.339
5 Skat	3.563	3.921
Årets nettoresultat	-41.016	202.418
Forslag til anvendelse		
Overført til formue	-41.016	202.418
I alt disponeret	-41.016	202.418

Balance pr. 31. december

	2020 (t.kr.)	2019 (t.kr.)
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	7.008	13.064
6 I alt likvide midler	7.008	13.064
Kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	37.716	53.404
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.010.951	1.253.652
6 I alt kapitalandele	1.048.667	1.307.056
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	695	969
Andre tilgodehavender	3.584	2.885
Mellemværende vedr. handelsafvikling	460	2.053
I alt andre aktiver	4.739	5.907
Aktiver i alt	1.060.414	1.326.027
Passiver		
7 Investorenes formue	1.058.597	1.319.733
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	1.817	2.412
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	3.882
I alt anden gæld	1.817	6.294
Passiver i alt	1.060.414	1.326.027

8 Femårsoversigt

Årsregnskab > ValueInvest Global Akkumulerende

Noter		2020 (t.kr.)	2019 (t.kr.)			
1 Renteindtægter						
Indestående i pengeinstitutter		-74	18			
I alt renteindtægter		-74	18			
2 Udbytter						
Noterede aktier fra danske selskaber		1.070	1.026			
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		29.947	38.708			
I alt udbytter		31.017	39.734			
3 Handelsomkostninger						
Bruttohandelsomkostninger		1.063	935			
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-630	-439			
I alt handelsomkostninger		433	496			
4 Administrationsomkostninger						
		2020	2019			
		(t.kr.)	(t.kr.)			
	direkte	fælles	i alt	direkte	fælles	i alt
Administration	2.172	550	2.722	2.200	594	2.794
Investeringsforvaltning	9.034	0	9.034	10.266	0	10.266
Distribution, markedsføring og formidling	6.771	0	6.771	8.431	0	8.431
I alt administrationsomkostninger	17.977	550	18.527	20.897	594	21.491
5 Skat						
		2020	2019			
		(t.kr.)	(t.kr.)			
Ikke refunderbar skat		3.563	3.921			
I alt skat		3.563	3.921			
6 Finansielle Instrumenter						
		2020	2019			
Børsnoterede finansielle instrumenter		99,1%	99,0%			
Andre aktiver og passiver		0,9%	1,0%			

Specifikation af afdelingens børsnoterede værdipapirer kan rekvireres ved at rette henvendelse til BI Management A/S.

Årsregnskab > ValueInvest Global Akkumulerende

Formue fordelt på lande	2020	2019
USA	27%	30%
Andre	23%	18%
Frankrig	17%	18%
Japan	13%	17%
Schweiz	11%	11%
Storbritannien	9%	6%

Formue fordelt på sektorer	2020	2019
Stabile forbrugsgoder	45%	49%
Sundhed	17%	19%
Cykliske forbrugsgoder	12%	8%
Industri	10%	10%
Kommunikation	9%	6%
Andre	6%	8%

7 Investorenes formue	2020 (t.kr.)	2019 (t.kr.)
	Formue- værdi	Formue- værdi
Formue primo	1.319.733	1.166.683
Emissioner i året	166.653	135.756
Indløsninger i året	386.773	185.127
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag	0	3
Overført fra resultatopgørelsen	-41.016	202.418
Formue ultimo	1.058.597	1.319.733

8 Femårsoversigt	2020	2019	2018	2017	2016
Årets nettoresultat (t.kr.)	-41.016	202.418	16.318	37.356	84.060
Investorenes formue ultimo (t.kr.)	1.058.597	1.319.733	1.166.683	1.310.786	1.353.241
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	208.996	223.482	178.805	221.888	318.327
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	418.018	266.708	323.761	285.420	427.275
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	627.014	490.190	502.566	507.308	745.602
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	62.153	161.308	185.640	112.507	390.277
Omsætningshastighed	0,03	0,06	0,07	0,04	0,14

Årsregnskab > ValueInvest Global Akkumulerende

ValueInvest Global Akk. A

Andelsklasse under ValueInvest Global Akk. KL

Klassens resultatopgørelse for perioden 01.01 - 31.12

	2020 (t.kr.)	2019 (t.kr.)
Andel af resultat af fællesporteføljen	-19.805	159.097
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	7.026	8.694
Klassens resultat	-26.831	150.403
Forslag til anvendelse		
Overført til formue	-26.831	150.403
I alt disponeret	-26.831	150.403

- 1 Investorenes formue pr. 31. december
- 2 Femårsoversigt

Noter

- 1 Investorenes formue pr. 31. december

		2020 (t.kr.)		2019 (t.kr.)
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	357.075	964.427	379.691	872.069
Emissioner i året	13.666	34.562	18.872	47.945
Indløsninger i året	58.444	146.665	41.488	105.990
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		252		0
Overført fra resultatopgørelsen		-26.831		150.403
Formue ultimo	312.297	825.745	357.075	964.427

- 2 Femårsoversigt

	2020	2019	2018	2017
Årets nettoresultat (t.kr.)	-26.831	150.403	8.980	28.463
Investorenes formue (t.kr.)	825.745	964.427	872.069	962.574
Cirkulerende andele (t.kr.)	312.297	357.075	379.691	423.518
Indre værdi	264,41	270,09	229,68	227,28
Omkostninger (%)	1,81	1,94	1,94	1,97
Afkast (%)	-2,08	17,59	1,04	2,65
ÅOP (%)	1,86	1,87	2,04	2,13
Indirekte handelsomkostninger (%)	0,00	0,00	0,01	
Sharpe ratio	0,55	0,99		
Standardafvigelse (%)	9,48	9,89		

Årsregnskab > ValueInvest Global Akkumulerende

ValueInvest Global Akk. I

Andelsklasse under ValueInvest Global Akk. KL

Klassens resultatopgørelse for perioden 01.01 - 31.12

	2020 (t.kr.)	2019 (t.kr.)
Andel af resultat af fællesporteføljen	-14.200	37.155
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	126	125
Klassens resultat	-14.326	37.030

Forslag til anvendelse

Overført til formue	-14.326	37.030
I alt disponeret	-14.326	37.030

1 Investorenes formue pr. 31. december

2 Femårsoversigt

Noter

1 Investorenes formue pr. 31. december

		2020 (t.kr.)		2019 (t.kr.)
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	81.945	226.115	86.877	202.168
Emissioner i året	10.394	27.024	7.360	18.665
Indløsninger i året	87.592	226.137	12.292	31.748
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		242		0
Overført fra resultatopgørelsen		-14.326		37.030
Formue ultimo	4.747	12.918	81.945	226.115

2 Femårsoversigt

	2020	2019	2018	2017
Årets nettoresultat (t.kr.)	-14.326	37.030	4.328	5.876
Investorenes formue (t.kr.)	12.918	226.115	202.168	252.971
Cirkulerende andele (t.kr.)	4.747	81.945	86.877	110.715
Indre værdi	272,13	275,94	232,71	228,49
Omkostninger (%)	1,09	1,07	1,10	1,43
Afkast (%)	-1,62	18,62	1,89	3,14
ÅOP (%)	1,14	1,11	1,20	1,18
Indirekte handelsomkostninger (%)	0,00	0,00	0,00	
Sharpe ratio	0,60	1,03		
Standardafvigelse (%)	9,49	9,89		

Årsregnskab > ValueInvest Global Akkumulerende

ValueInvest Global Akk. W

Andelsklasse under ValueInvest Global Akk. KL

Klassens resultatopgørelse for perioden 01.01 - 31.12

	2020 (t.kr.)	2019 (t.kr.)
Andel af resultat af fællesporteføljen	-412	15.051
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	79	63
Klassens resultat	-491	14.988

Forslag til anvendelse

Overført til formue	-491	14.988
I alt disponeret	-491	14.988

- 1 Investorenes formue pr. 31. december
- 2 Femårsoversigt

Noter

- 1 Investorenes formue pr. 31. december

	Cirk. beviser	2020 (t.kr.) Formue- værdi	Cirk. beviser	2019 (t.kr.) Formue- værdi
Formue primo	46.785	129.191	39.706	92.446
Emissioner i året	39.408	105.068	26.176	69.146
Indløsninger i året	5.452	13.972	19.097	47.389
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		135		0
Overført fra resultatopgørelsen		-491		14.988
Formue ultimo	80.741	219.931	46.785	129.191

2 Femårsoversigt	2020	2019	2018	2017
Årets nettoresultat (t.kr.)	-491	14.988	3.011	3.017
Investorenes formue (t.kr.)	219.931	129.191	92.446	95.240
Cirkulerende andele (t.kr.)	80.741	46.785	39.706	41.688
Indre værdi	272,39	276,14	232,83	228,46
Omkostninger (%)	1,05	1,10	1,07	1,47
Afkast (%)	-1,32	18,60	1,92	3,14
ÅOP (%)	1,10	1,14	1,17	1,18
Indirekte handelsomkostninger (%)	0,00	0,00	0,01	
Sharpe ratio	0,61	1,03		
Standardafvigelse (%)	9,48	9,89		

ValueInvest Japan

Indledning

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

Investeringsområde og -profil

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

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

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

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

ValueInvest Japan med underliggende andelsklasser er en svanemærket investeringsfond (licens nr. 3101 00490).

Afkast og formueudvikling

ValueInvest Japan leverede i 2020 et negativt afkast på -2,06% i andelsklasse A.

Der henvises til afsnittet Afkastforklaring i ledelsesberetningen, side 4, for en detaljeret redegørelse.

Porteføljens formue udgjorde 63.033 t.kr. ultimo 2020 mod 88.505 t.kr. ultimo

2019, svarende til et nettofald på 25.472 t.kr. Der er foretaget nettoindløsninger for i alt 14.269 t.kr. Nettoresultatet udgjorde -1.118 t.kr., og det foreslås, at der udbetales 19,30 kr. pr. bevis i udbytte for 2020 for andelsklasse A.

Forventninger

Vi mener, at overvægten af stabilt indtjennende selskaber i afdelingen, typisk med stærke balancer og ringe gæld, vil betyde, at porteføljens selskaber er godt rustede til at møde de udfordringer, som markedet fortsat måtte byde på. Vi forventer, at markederne også i 2021 vil lade sig styre af deres vurdering af udtalelser fra de ledende centralbanker i verden. Det vil igen i 2021 medføre volatilitet, som vi forventer vil skabe muligheder for at erhverve flere selskaber af god kvalitet, hvor de langsigtede indtjeningsmuligheder er undervurderede.

Der henvises til afsnittet Forventninger i ledelsesberetningen, side 8, for en mere detaljeret beskrivelse.

Årsregnskab > ValueInvest Japan

Resultatopgørelse

	2020 (t.kr.)	2019 (t.kr.)
Renter og udbytter		
1 Renteindtægter	-5	0
2 Udbytter	1.320	2.120
I alt renter og udbytter	1.315	2.120
Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	-966	10.450
Valutakonti	0	20
Øvrige aktiver/passiver	-14	7
3 Handelsomkostninger	23	42
I alt kursgevinster og -tab	-1.003	10.435
I alt indtægter	312	12.555
4 Administrationsomkostninger	1.232	1.932
Resultat før skat	-920	10.623
5 Skat	198	318
Årets nettoresultat	-1.118	10.305
Resultatdisponering og udlodningsopgørelse		
Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	396	1.017
Overført fra sidste år	26	12
I alt formuebevægelser	422	1.029
Til disposition	-696	11.334
Forslag til anvendelse		
Til rådighed for udlodning	7.248	10.258
Foreslået udlodning	7.243	10.232
Overført til udlodning næste år	5	26
Overført til formue	-7.944	1.076
I alt disponeret	-696	11.334

Balance pr. 31. december

	2020 (t.kr.)	2019 (t.kr.)
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	1.268	1.173
6 I alt likvide midler	1.268	1.173
Kapitalandele		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	61.745	87.363
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	139	190
I alt andre aktiver	139	190
Aktiver i alt	63.152	88.726
Passiver		
7 Investoreernes formue	63.033	88.505
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	119	221
I alt anden gæld	119	221
Passiver i alt	63.152	88.726
8 Femårsoversigt		

Årsregnskab > ValueInvest Japan

Noter		2020 (t.kr.)	2019 (t.kr.)			
1 Renteindtægter						
Indestående i pengeinstitutter		-5	0			
I alt renteindtægter		-5	0			
2 Udbytter						
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		1.320	2.120			
I alt udbytter		1.320	2.120			
3 Handelsomkostninger						
Bruttohandelsomkostninger		65	70			
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-42	-28			
I alt handelsomkostninger		23	42			
4 Administrationsomkostninger						
		2020	2019			
		(t.kr.)	(t.kr.)			
	direkte	fælles	i alt	direkte	fælles	i alt
Administration	252	29	281	261	65	326
Investeringsforvaltning	501	0	501	763	0	763
Distribution, markedsføring og formidling	450	0	450	843	0	843
I alt administrationsomkostninger	1.203	29	1.232	1.867	65	1.932
5 Skat						
		2020	2019			
		(t.kr.)	(t.kr.)			
Ikke refunderbar skat		198	318			
I alt skat		198	318			
6 Finansielle Instrumenter		2020	2019			
Børsnoterede finansielle instrumenter		98,0%	98,7%			
Andre aktiver og passiver		2,0%	1,3%			
<p>Specifikation af afdelingens børsnoterede værdipapirer kan rekvireres ved at rette henvendelse til BI Management A/S.</p>						
Formue fordelt på sektorer						
Stabile forbrugsgoder		40%	40%			
Industri		16%	17%			
Råvarer		16%	12%			
Health Care		0%	11%			
Cykliske forbrugsgoder		9%	8%			
Andre		12%	12%			
IT		6%	0%			

Årsregnskab > ValueInvest Japan

Noter

7 Investorenes formue	2020 (t.kr.)	2019 (t.kr.)
	Formue- værdi	Formue- værdi
Formue primo	88.505	111.427
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser	10.232	19.840
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning	135	487
Emissioner i året	6.760	2.064
Indløsninger i året	21.029	15.946
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag	12	8
Udlodningsregulering	-396	-1.017
Overført udlodning fra sidste år	-26	-12
Overført udlodning til næste år	5	26
Foreslået udlodning	7.243	10.232
Overført fra resultatopgørelsen	-7.944	1.076
Formue ultimo	63.033	88.505

8 Femårsoversigt	2020	2019	2018	2017	2016
Årets nettoresultat (t.kr.)	-1.118	10.305	-2.918	9.460	11.776
Investorenes formue ultimo (t.kr.)	63.033	88.505	111.427	138.248	159.939
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	9.220	7.071	27.328	16.828	21.309
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	33.807	39.426	51.853	47.547	48.537
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	43.027	46.497	79.181	64.375	69.847
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	15.530	27.705	67.511	0	38.593
Omsætningshastighed	0,12	0,15	0,27	0,00	0,12

Årsregnskab > ValueInvest Japan

ValueInvest Japan A

Andelsklasse under ValueInvest Japan KL

Klassens resultatopgørelse for perioden 01.01 - 31.12	2020 (t.kr.)	2019 (t.kr.)
Andel af resultat af fællesporteføljen	-567	11.242
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	551	937
Klassens resultat	-1.118	10.305
Resultatdisponering og udlodningsopgørelse		
Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	396	1.017
Overført fra sidste år	26	12
I alt formuebevægelser	422	1.029
Til disposition	-696	11.334
Forslag til anvendelse		
Til rådighed for udlodning	7.248	10.258
Foreslået udlodning	7.243	10.232
Overført til udlodning næste år	5	26
Overført til formue	-7.944	1.076
I alt disponeret	-696	11.334

- 1 Investorenes formue pr. 31. december
- 2 Til rådighed for udlodning
- 3 Femårsoversigt

Årsregnskab > ValueInvest Japan

Noter

1 Investorenes formue pr. 31. december

		2020 (t.kr.)		2019 (t.kr.)
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	45.676	88.505	53.047	111.426
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		10.232		19.840
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		135		487
Emissioner i året	4.070	6.760	1.149	2.064
Indløsninger i året	12.220	21.029	8.520	15.944
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		12		7
Udlodningsregulering		-396		-1.017
Overført udlodning fra sidste år		-26		-12
Overført udlodning til næste år		5		26
Foreslået udlodning		7.243		10.232
Overført fra resultatopgørelsen		-7.944		1.076
Formue ultimo	37.526	63.033	45.676	88.505

2 Til rådighed for udlodning

	2020 (t.kr.)	2019 (t.kr.)
Udlodning overført fra sidste år	26	12
Renter og udbytter	1.315	2.120
Ikke refunderbar skat	-198	-318
Kursgevinster til udlodning	7.733	11.393
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-406	-1.164
I alt indkomst før administrationsomkostninger	8.470	12.043
Administrationsomkostninger	-1.232	-1.932
Udlodningsregulering administrationsomkostninger	10	147
I alt rådighed for udlodning	7.248	10.258

3 Femårsoversigt

	2020	2019	2018	2017
Årets nettoresultat (t.kr.)	-1.118	10.305	-2.919	9.460
Investorenes formue (t.kr.)	63.033	88.505	111.426	138.248
Cirkulerende andele (t.kr.)	37.526	45.676	53.047	58.073
Indre værdi	167,97	193,77	210,05	238,06
Udlodning (%)	19,30	22,40	37,40	21,80
Omkostninger (%)	1,96	2,10	2,04	2,01
Afkast (%)	-2,06	11,20	-2,65	6,74
ÅOP (%)	2,05	2,17	2,17	2,12
Indirekte handelsomkostninger (%)	0,01	0,01	0,01	
Sharpe ratio	0,43	0,91		
Standardafvigelse (%)	10,00	11,37		

Begreber for ValueInvest Danmarks afdelinger

Beta

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

Information Ratio

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

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 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 2021.

10.03.2021	Årsrapport 2020
28.04.2021	Generalforsamling
30.08.2021	Halvårsrapport 2021

Hvad er valueinvestering?

Én logisk investeringsproces

ValueInvest Danmarks gennemprøvede investeringsstrategi med over 20 år på bagen har givet gode langsigtede resultater, der har slået det generelle aktiemarked. Det er et klart vidnesbyrd om, at aktiemarkedet ikke er fuldstændig effektivt, og at der eksisterer lommer af ineffektivitet, som vi med en fokuseret og langsigtet investeringstilgang kan udnytte.

Sund fornuft

På den lange bane er det den økonomiske udvikling i selskaberne, der driver afkastet, men det er ikke ligegyldigt, hvad man betaler. Et godt selskab er ikke automatisk en god investering. I ValueInvest Danmark investerer vi kun, når vi kan få en fornuftig rabat i forhold til den estimerede værdi, uanset hvor fantastisk og banebrydende forretningsmodellen end måtte være. Dette er kernen i kapitalbeskyttelse.

Fokus

ValueInvest Danmarks langsigtede resultater er et resultat af aktive fravalg (vi læner os ikke op ad et referenceindeks) og en koncentreret portefølje af nøje udvalgte selskaber, som vi har stor indsigt i. Koncentrerede porteføljer skærper fokus og sikrer, at gode investeringer ikke undvandes. Med en høj koncentration af attraktivt prisfastsatte og indtjeningsstabile selskaber har ValueInvest Danmark ydet en god kapitalbeskyttelse i perioder med faldende aktiemarkeder.

Disciplin

Succes i investeringsverdenen handler om at tænke langsigtet og minimere fejl. Det kræver, at man formår at holde sig til den strategi og plan, som man har valgt på forhånd, og accepterer, at der vil være perioder, hvor strategien ikke kan følge med det generelle aktiemarked. I ValueInvest Danmark har vi fulgt den samme filosofi og investeringsproces siden Foreningens grundlæggelse i 1998.

Investeringsfilosofi

Grundpillen i ValueInvest Danmarks langsigtede investeringsresultater er en robust investeringsproces, der fungerer som det faste holdepunkt for investeringssteamet og sikrer en disciplineret

tilgang til investering. Vi arbejder med checklister for at sikre, at alle investeringer punkt for punkt gennemgår den samme analyse, så vi ikke overser væsentlige risikofaktorer, der i værste fald kan medføre tab.

I ValueInvest Danmark investerer vi ud fra en disciplineret og analysedrevet bottom up-proces, der er uafhængig af sammensætningen i et referenceindeks, f.eks. MSCI Verden.

Kultur og arbejdsmiljø spiller en væsentlig rolle for gode investeringsbeslutninger, fordi det kræver mod at investere på langt sigt. Det er uundgåeligt, at man undervejs vil opleve perioder med dårlig performance. Vores investeringsteam er baseret på nogle fastforankrede kerneværdier, der løbende kultiveres og forstærkes, og vi evner at gå mod strømmen. Drivkraften i processen er først og fremmest et partnerskab, hvor intellektuel nysgerrighed kan trives og udfoldes. Vi har et fordomsfrit miljø, hvor alt kan diskuteres og løfte det samlede vidensniveau i teamet.

Investeringsproces

Vi finder ikke attraktive aktier ved tilfældigheder, men gennem en struktureret idégenerering baseret på en kvantitativ screeningsmodel, der sorterer og rangerer det globale investeringsunivers ud fra prisfastsættelse og forskellige kvalitetsparametre såsom indtjeningsstabilitet og afkast på den investerede kapital. Screeningsværktøjet hjælper os til at navigere i det globale investeringshav og finde frem til netop de selskaber, der over tid har de bedste forudsætninger for at skabe stor værdi til sine ejere.

I den grundlæggende selskabsanalyse handler det om at forstå, hvordan og hvorfor den pågældende forretningsmodel skaber værdi. Er forretningsmodellen kompleks, og er det ikke tydeligt, hvordan virksomheden skaber indtjening, siger vi ganske enkelt nej tak.

Når vi foretager den dybdegående analyse, vurderer vi også den pågældende industri, som selskabet er en del af. Det er en vigtig del, fordi strukturen og industri-sammensætningen sætter dagsordenen for lønsomhed og vækstpotentiale.

Vi bruger meget tid på at gennemtræve og læse årsregnskaber, fordi noterne ofte gemmer på interessante og relevante informationer, der til tider kan være overset af andre investorer. Vi splitter så at sige årsregnskabet ad og rekonstruerer herefter resultatopgørelsen og balancen, så de bedre reflekterer den reelle indtjeningskraft og den finansielle risiko i selskabets kerneforretning.

Aktieudvælgelsen

Når vi investerer i en aktie, køber vi en andel i et selskabs fremtidige værdiskabelse. Det kræver, at vi må vurdere forretningsmodellens holdbarhed. Vi foretager derfor et strategisk sundhedstjek, hvor vi bl.a. ser på, om selskabet har de nødvendige ressourcer til at fastholde og/eller udvide den økonomiske voldgrav, der kan holde konkurrenterne på afstand.

Relevante trends og temaer (muligheder/trusler) kortlægges, herunder også miljø, sociale og ledelsesmæssige faktorer (ESG-faktorer), der kan have indflydelse på selskabets evne til at skabe værdi. Prisfastsættelse er ikke en eksakt videnskab, og den er forbundet med usikkerhed. En vis portion ydmyghed er derfor altid på sin plads.

For at mindske tvivlen og fjerne risikoen for en overoptimistisk prisfastsættelse beregner vi den grundlæggende værdi ud fra en konservativt sat indtjening (pengestrøm). Den prisfastsættelse er et forsigtigt bud og afspejler ikke værdien af potentiel fremtidig vækst. Som et yderligere værn mod uforudsete hændelser, der kan ændre de grundlæggende forudsætninger for prisfastsættelsen, kræver vi tillige en fornuftig rabat (sikkerhedsmargin) i forhold til den estimerede værdi af selskabet.

Alle investeringsbeslutninger hos vores investeringsrådgiver er teambaserede, og nye aktier kan kun komme ind i porteføljen, hvis alle porteføljeforvaltere er enige. Den vægt, hvormed de enkelte aktier indgår i porteføljerne, skal ses i sammenhæng med det forventede afkastpotentiale samt med, i hvor høj grad vi er overbeviste om succes for hver enkelt investeringscase, baseret på vores vurdering af det fremtidige potentiale

Hvad er valueinvestering? (fortsat)

for værdiskabelse (vækstmuligheder og afkast på investeringerne). Vi vurderer ligeledes, hvordan det enkelte selskab påvirker porteføljens samlede risikoprofil og afkastpotentiale.

Bæredygtighed

Svanemærket

ValueInvest-fondene er bæredygtige.

De tre ValueInvest fonde, ValueInvest Global, ValueInvest Global Akkumulerede og ValueInvest Japan, er svanemærkede investeringsfonde.



Svanemærket understøtter Foreningens arbejde omkring ESG og bæredygtighed.

Ved at investere i en svanemærket fond er investor med til at påvirke selskaber i en bæredygtig retning. Svanemærket lægger stor vægt på, at der bliver investeret i selskaber, som allerede udmærker sig inden for bæredygtighed, eller som arbejder målrettet hermed.

Hvad garanterer en svanemærket fond?

En svanemærket fond skal opfylde 25 obligatoriske krav, der regulerer de forskellige måder, hvorpå selskaber kan påvirkes. Det vil bl.a. sige gennem fra- og tilvalg af selskaber, hvori der investeres.

Foreningen investerer f.eks. ikke i tobak eller våben og sikrer også, at de selskaber, der investeres i, ikke bryder internationale normer og konventioner. Det betyder i praksis, at selskaberne ikke bryder grundlæggende menneske- og arbejdstagerrettigheder samt arbejder imod korruption.

En anden garanti er, at Foreningens rådgiver på vegne af investorerne søger på påvirke selskaberne i en bæredygtig retning. Dette sker gennem stemmeafgivelse og dialog med selskaberne.

Rapportering

Som en svanemærket fond vil vi årligt rapportere om ESG-aktiviteter, herunder

informationer om aktuelle emner fra rapporteringsåret, eksklusioner, stemmeafgivelse og selskabsdialoger.

Ansvarlig investering

Ansvarlighed er en vigtig del af investeringsprocessen

Hos ValueInvest mener vi, at ansvarlighed kan betale sig. Vi investerer i selskaber, der tænker miljømæssige (Environmental), sociale (Social) og ledelsesmæssige (Corporate Governance) forhold ind i deres forretning, og vi går ikke på kompromis med bæredygtighed og samfundsansvar. Det kalder vi ESG!

Hvordan arbejder vi med ESG?

ESG er en integreret del af den investeringsproces, som vi har aftalt med vores investeringsrådgiver, og som gælder for alle ValueInvest-porteføjljerne. Vi arbejder her med ESG gennem:

- **EKSKLUSION:** Vi investerer f.eks. ikke i våben, kul og tobak. Vi investerer heller ikke i selskaber, der overtræder internationale konventioner eller krænker menneskerettighederne. Du kan læse mere om vores eksklusionskriterier i Foreningens rådgivers ESG Politik her.
- **INTEGRATION:** Vi indarbejder ESG-data i vores traditionelle økonomiske analyser og monitorerer investeringernes ESG-profil.
- **DIALOG:** Vi arbejder sammen med de selskaber, vi investerer i, og bestræber os på at påvirke deres tilgang til miljø, sociale forhold og ansvarlig ledelse. Vi indgår i dialog med selskaberne omkring ESG-emner og kommunikerer med dem om stemmeafgivelse og investorerne rettigheder. På vegne af vores investorer er vi aktive aktieejere, der stemmer ved samtlige generalforsamlinger.

Bæredygtighed: Klima og CO2

Klimaændringer udgør en stigende risiko, der kræver samarbejde.

Vores rådgiver har derfor underskrevet FN's Montreal Pledge og rapporterer årligt om ValueInvest-porteføjlernes CO2-udslip. Vi monitorerer selskabernes klimaprofil, anvender CO2-data til at vurdere klimarelaterede risici og muligheder og indgår i dialog herom med selskaberne.

Foreningens investeringsrådgiver er medlem af PRI, som er et samarbejde for professionelle investorer, der arbejder med ansvarlige investeringer.

Aktivt ejerskab

En ansvarlig og helt igennem aktiv investor

På vegne af Foreningen udøver vores rådgiver, Macquarie Investment Management Europe S.A., et aktivt ejerskab.

Som ansvarlig investor er det vores opgave at monitorere vores investeringer og holde ledelsen ansvarlig.

Som en del af aktieanalysen undersøger vi, hvordan ledelsen anerkender, håndterer og reducerer ESG-risici. Vi indgår i dialog med selskaberne omkring disse risici og om, hvordan de adresseres i selskabet.

Som langsigtede investorer motiverer vi også selskabernes ledelse til at implementere grundlæggende ændringer, der forbedrer deres ESG-profil.

Dette inkluderer 'engagements' – dvs. dialog med selskaberne – om:

- ESG-temaer, hvor vi fokuserer på de væsentligste ESG-risici-
- ESG-hændelser, hvor vi indgår i dialog med selskabet om specifikke hændelser eller kontroverser.
- ESG-samarbejde, hvor vi arbejder sammen med andre investorer om fælles mål.
- Proxy Voting, hvor vi deler vores forventninger og intentioner om stemmeafgivelse med selskaberne.

Stemmeafgivelse – Proxy Voting

- Gennem stemmeafgivelse kan aktieejere udøve deres indflydelse.
- Foreningens rådgiver afgiver stemmer gennem Proxy Voting.
- Vi bestræber os på at stemme på samtlige generalforsamlinger.

Herudover har bestyrelsen for Investeringsforeningen ValueInvest Danmark udstedt en politik for udøvelse af stemmerettigheder til finansielle instrumenter, som gælder ValueInvest Danmark.

Hvem er ValueInvest Danmark?

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

Afdelinger

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

ValueInvest Danmark indgår i Investering Danmarks afkaststatistik – se <https://finansdanmark.dk/tal-og-analyser/investeringsfondsstatistikker/afkast-risiko-og-omkostninger/>.

Afdelingerne kan endvidere være opdelt i andelsklasser. Andelsklasserne i en afdeling har samme investeringspolitik, benchmark, risikoprofil mv. Alle ValueInvest Danmarks tre afdelinger med underliggende andelsklasser har opnået Svanemærket.

Andelsklassernes hovedkarakteristika er følgende:

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

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

Investorer, der har en gældende porteføljeplejeaftale med en af Foreningens udpegede distributører.

Investorer, der har en gældende porteføljeplejeaftale, investeringsrådgivningsaftale eller en anden type investeringsaftale med Macquarie Investment Management Europe S.A. (ValueInvest Luxembourg).

Investorer, der er godkendt af Foreningens hoveddistributør.

Investorer, der ikke opfylder mindst ét af ovenstående krav til de enkelte andelsklasser, kan tvangsindløses.

Handel og information

Investeringsbeviser i Foreningens andelsklasser kan erhverves hos alle danske pengeinstitutter, og indre værdi mv. kan følges dagligt på www.valueinvest.dk. Ved navnenotering af beviserne via eget pengeinstitut tilsendes automatisk løbende information fra Foreningen samt indkaldelse til generalforsamlinger.

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

Porteføljerådgivning

ValueInvest Danmark har en porteføljerådgivningsaftale med Macquarie Investment Management Europe S.A. (ValueInvest Luxembourg) stiftet den 13. januar 1998. Selskabet, der er hjemmehørende i Luxembourg og under tilsyn af det luxembourgske finanstilsyn CSSF, er en del af Macquarie Investment Management, Macquarie Group.

Til notater

Praktiske forhold

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

Fondskoder:

ValueInvest Global A
DK001024639-6
ValueInvest Global W
DK006082505-7
ValueInvest Global I
DK006084109-6
ValueInvest Global Akkumulerende A
DK006003249-8
ValueInvest Global Akkumulerende W
DK006082521-4
ValueInvest Global Akkumulerende I
DK006084125-2
ValueInvest Japan A
DK001024647-9

Husk navnenotering

Administration

BI Management AVS
Sundkrogsgade 7
2100 København Ø.
Telefon: 7730 9000
Telefax: 7730 9100
kontakt@valueinvest.dk
www.valueinvest.dk

Rådgivning og service

Macquarie Investment Management
Europe S.A.
10a, Boulevard Joseph II,
L-1840 Luxembourg
Luxembourg
Telefon: +453331 7044
info@valueinvest.lu
www.valueinvest.lu

Pengeinstitutter.

BankNordik
BIL Danmark
Den Jyske Sparekasse
Djurslands Bank
Frøs Herreds Sparekasse
Fynske Bank
Jutlander Bank
Jyske Bank
Kreditbanken
Lollands Bank
Lån & Spar Bank
Maj Bank
Middelfart Sparekasse
Nordea Bank
Nordfyns Bank
Nordnet
Nykredit Bank
Ringkjøbing Landbobank
Skjern Bank
Spar Nord Bank
Sparekassen Kronjylland
Sparekassen for Nørre
Nebel og Omegn
Sparekassen Sjælland
Sparekassen Thy
Sparekassen Vendsyssel
Sydbank
Totalbanken
vestjyskBANK

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.