

ÅRSRAPPORT 2018 FOR INVESTERINGSFORENINGEN VALUEINVEST DANMARK

Value Invest



Om ValueInvest Danmark

Investeringsforeningen ValueInvest Danmark

c/o BI Management A/S

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

Bestyrelse

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

Investeringsforvalningsselskab

BI Management A/S

Investeringsrådgiver

Macquarie Investment Management
Europe S.A., Luxembourg

Revision

Deloitte Statsautoriseret Revisionspartner-
selskab

CVR-nr.

Investeringsforeningen
ValueInvest Danmark 20 93 10 43

FI-nr.

Investeringsforeningen
ValueInvest Danmark 11106

Fondskoder

ValueInvest Global A
DK001024639-6
ValueInvest Global W
DK006082505-7
ValueInvest Global I
DK006084109-6
ValueInvest Global Akkumulerende A
DK006003249-8
ValueInvest Global Akkumulerende W
DK006082521-4
ValueInvest Global Akkumulerende I
DK006084125-2
ValueInvest Japan A
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 2018.....	4
Ledelsespåtegning.....	11
Den uafhængige revisors revisionspåtegning.....	12
Anvendt regnskabspraksis.....	15
ValueInvest Global.....	18
Kommentarer og forventninger	18
Resultatopgørelse.....	19
Balance.....	19
Noter	20
ValueInvest Global A.....	22
ValueInvest Global I.....	24
ValueInvest Global W.....	26
ValueInvest Global Akkumulerende.....	28
Kommentarer og forventninger	28
Resultatopgørelse.....	29
Balance.....	29
Noter	30
ValueInvest Global Akkumulerende A.....	32
ValueInvest Global Akkumulerende I.....	33
ValueInvest Global Akkumulerende W.....	34
ValueInvest Japan.....	35
Kommentarer og forventninger	35
Resultatopgørelse.....	36
Balance.....	36
Noter	37
ValueInvest Japan A.....	39
Begreber for ValueInvest Danmarks afdelinger.....	41
Finanskalender	42
Hvad er valueinvestering?.....	43
Hvem er ValueInvest?.....	44
Til notater	45
Praktiske forhold	46

Foreningens ordinære generalforsamling afholdes
den 11. april 2019 kl. 16.00 på ODEON, Odeons Kvarter I,
5000 Odense C.

Ledelsesberetning 2018

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

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

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

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

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

Årets udvikling

Den samlede formue er faldet med 1.012.471 t.kr. og udgør ultimo året 5.590.504 t.kr. Formueudviklingen kan hovedsageligt tilskrives nettoindløsninger for i alt 483.928 t.kr. Foreningen realiserede et resultat for året på 35.260 t.kr. Der er udbetalt 563.803 t.kr. i udbytte til Foreningens investorer for regnskabsåret 2017.

Udbytte

Bestyrelsen foreslår nedenstående udbytter for 2018 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 5. februar 2019 med udbetaling den 7. februar 2019.

Afkastforklaring

I årsrapporten for 2017 skrev vi, at en normalisering af pengepolitikken kunne føre til højere volatilitet. Den Europæiske Centralbank (ECB) er ultimo december 2018 stoppet med at købe aktiver, og den korte rente i USA blev sat op fire gange i 2018. I årets første ni måneder blev der på aktiemarkedet taget meget lidt notits af alle udfordringerne og lagt meget mere vægt på, at de økonomiske nøgletal så positive ud. Det billede ændrede sig markant i 4. kvartal. Der kom en markant stigning i volatiliteten på aktiemarkedet, der i 4. kvartal måtte notere det største fald siden 4. kvartal 2008, midt i finanskrisen.

Oktober blev startskuddet til en markant stigning i usikkerheden

Oktober måned viste sig igen fra sin dystre side på aktiemarkedet. Denne 10. måned i året har lagt navn til nogle af de helt "store" begivenheder på aktiemarkedet, såsom "Panic of 1907", "Great Crash" i oktober 1929 på Wall Street og "Black Monday" i 1987.

Hvis man er en langsigtet investor, der tænker mere som en selskabsejer end en kortsigtet investor, er det svært at lade sig rive med af, at oktober skulle være specielt slem for selskaber. Det er lidt det samme som at måle afkast inden for investeringsverdenen i tidsperioder på 365 dage, der skal starte

den dag, der er nytårskoncert på DR1. Perioden på 365 dage er velegnet til at måle den tid, det tager jorden at nå rundt om solen, men har mindre relevans, når det gælder vurderingen af et selskabs langsigtede succes.

Den uro og volatilitet, der opstod på de finansielle markeder i løbet af oktober og fortsatte resten af året, er mere et spørgsmål om, hvordan de finansielle markeder reagerer på den omkringliggende verden, end at verden ændrer sig dramatisk fra 3. kvartal til 4. kvartal. Ved indgangen til 2. halvår kendte vi allerede til udfordringer som: handelskrig mellem USA og Kina, Brexit-forhandlinger og Englands udtræden af EU i marts 2019, Italiens populistiske regering, højere gældsætning i OECD efter finanskrisen, mulig lavere økonomisk vækst (ikke godt sammen med højere gæld), geopolitiske udfordringer osv.

Begivenheder som Angela Merkels tilbage-træden som partiformand i det tyske CDU og dermed også som forbundskansler ved næste valg, kombineret med optøjer i Frankrig som protest mod præsident Emmanuel Macrons forhøjelse af brændstofafgifterne, understreger, at vejen til en klar blå himmel i investeringsverdenen er belagt med mange udfordringer.

I Foreningen er vi naturligvis bekymrede for de reelle udfordringer, som verden står overfor, og hvordan de løses med et positivt udfald for befolkningen. Den volatilitet, der er opstået på aktiemarkedet, hilser vi velkommen, og vi ser det som en erkendelse af, at den optimisme, der har haft overtaget, mens centralbankerne har leveret "frie penge", nu er afløst af en mere realistisk opfattelse af den økonomiske udvikling. Det giver nye muligheder

	Personbeskatning (aktieindkomst)	Pensionsbeskatning (15,3% afgift)	Selskabsindkomst
ValueInvest Global A	23,30	23,30	23,30
ValueInvest Global W	25,50	25,50	25,50
ValueInvest Global I	25,80	25,80	25,80
ValueInvest Japan A	37,40	37,40	37,40

Ledelsesberetning 2018 (fortsat)

for at identificere flere gode selskaber til porteføljerne.

Afkast

Den nye opfattelse af risiko har vendt op og ned på afkastforholdet mellem Morgan Stanleys Verdensindeks (MSCI World Index) og de Globale porteføljers afkast, der haltede lidt efter markedsafkastet indtil ultimo september. Indtil september var der stor appetit på at købe selskaber inden for blandt andet IT, der mentes at kunne vokse i en uendelighed, og prissætningen af disse selskaber var ganske optimistisk. I 4. kvartal blev denne appetit afløst af et mere realistisk billede, hvor vækstforventningerne var knapt så aggressive. Der er kommet mere fokus på selskaber, som igennem en hel konjunkturcyklus kan levere en mere stabil indtjening, der også i dårlige tider så rigeligt kan betale kapitalomkostningerne og dermed levere værdi til deres ejere. Det har investorerne i ValueInvest nydt godt af, da sådanne selskaber er stærkt repræsenteret i vores porteføljer. Specielt i de Globale porteføljer så vi et markant skifte i 4. kvartal, hvor afkastforholdet mellem MSCI Verden og de Globale porteføljer netop blev vendt op og ned. I oktober faldt markedet således med 4,9%, hvorimod de Globale porteføljer kunne nøjes med et fald på mindre end en halv procent. I november, hvor markedet rettede sig med godt 1%, steg de Globale porteføljer med omkring 2,7%. For året som helhed leverede de Globale porteføljer et positivt afkast i intervallet 0,9%-1,9% i forhold til MSCI Verdens negative afkast på 4,2%, mens Japan- porteføljen gav et negativt afkast på 2,7% i forhold til MSCI Japans negative afkast på 8,6%.

Fundamentale forhold har betydning for det langsigtede afkast

I ValueInvest forsøger vi at tænke som selskabsejere, når vi køber selskaber til porteføljerne. Vi har derfor kigget på, om de fundamentale forhold, som en selskabsejer oplever omkring profitabilitet, stabilitet og evnen til at levere et driftsresultat, der kan betale kapitalomkostningerne plus en marginal oveni (værdi til ejerne), bliver reflekter-

et i det afkast, man som investor får på de globale aktiemarkeder. Dette regnestykke har vi udledt to konklusioner af:

- Aktiemarkedet reflekterer på lang sigt i høj grad de fundamentale forhold, man har som selskabsejer.
- Tesen om, at højere risiko er lig med højere afkast, holder ikke vand.

20 år med uændret proces for risikoklassificering

Vi inddeler aktiemarkedet i fem risikokategorier: A, B, C, D og E, baseret på driftsmæssig stabilitet. Kategori A er den mest stabile form for selskab med stor forudsigelighed i den fremtidige driftsindtjening og lave udsving i afkastet på den investerede kapital. Kategori E er det meget konjunkturfølsomme selskab med høje udsving i afkastet på den investerede kapital, hvor driftsindtjeningen varierer meget med den økonomiske udvikling i samfundet. Vi bruger denne kategorisering til at fastsætte risikopræmier, sådan at jo højere den driftsmæssige risiko

er, jo højere risikopræmie kræver vi. En krone tjent i et A-selskab har dermed større værdi end en krone tjent i et E-selskab.

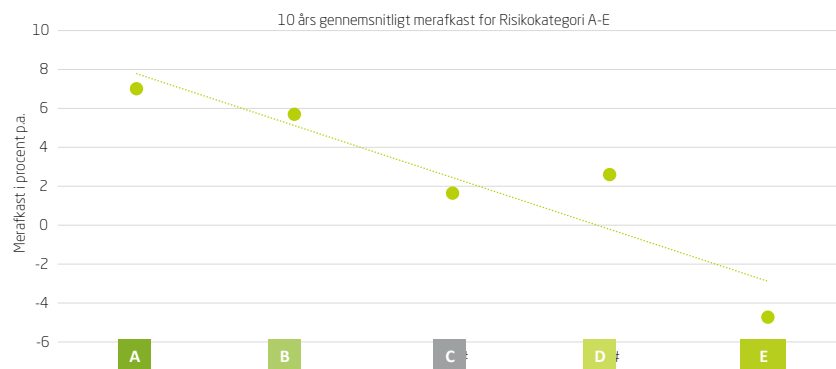
Langsigtet værdiskabelse

En grundlæggende forudsætning for, at et selskab kan skabe værdi til sine ejere på langt sigt, er, at det kan tjene mere end sine kapitalomkostninger. Indtjeningen ud over kapitalomkostningerne er det merafkast, der kan gå til ejerne/aktionærerne.

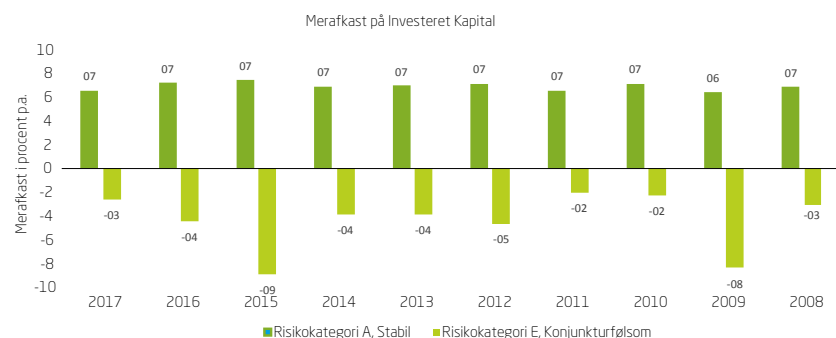
I figuren nedenfor har vi reorganiseret aktiemarkedet i vores fem risikokategorier. Herefter måler vi, hvor gode selskaberne i den enkelte risikokategori er til at skabe merafkast for ejerne over en konjunkturcyklus.

Som det fremgår af figur 1, har selskaberne i risikokategori A haft et væsentligt merafkast over deres kapitalomkostninger igennem perioden, hvilket indikeres i diagrammet. Dette gælder også for B-kategorien, hvor merafkastet dog har været lidt lavere.

Figur 1:

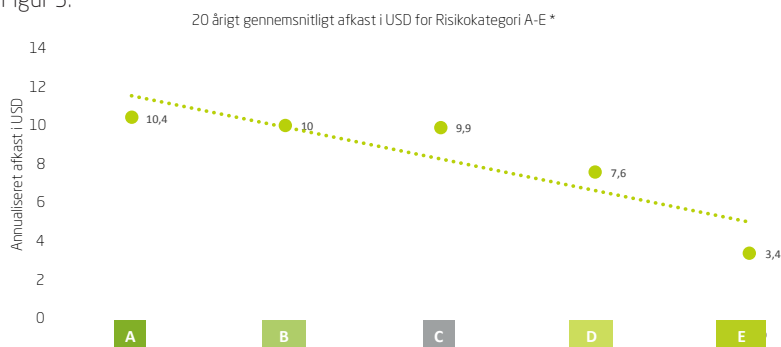


Figur 2:



Ledelsesberetning 2018 (fortsat)

Figur 3:



Kigger vi derimod hen imod selskaberne i den meget konjunkturfølsomme risikokategori E, så har disse selskaber over en fuld konjunkturcyklus ikke kunnet tjene deres kapitalomkostninger ind. Ikke i et eneste af de seneste ti år er dette lykkedes for denne selskabsgruppe. Kategorierne C og D har formået at tjene deres kapitalomkostninger ind, men i væsentligt ringere grad end A- og B-kategorien. I grafen i figur 2 viser vi mer-afkastet for hvert enkelt år i konjunkturcyklen for kategori A og E.

Set fra aktiemarkedet

Hvis vi vender blikket til aktiemarkedet, viser en graf over afkastet for de 20 år, Foreningen har eksisteret, et lignende billede. Den fundamentalt højere risiko i de mere konjunkturfølsomme risikokategorier afspejles i et lavere årligt afkast over en lang periode på aktiemarkedet.

*Ligevægtet portefølje, månedlig rebalancering, selskaber i Morgan Stanleys Verdensindeks, udviklede markeder, inddelt efter ValueInvests risikoklassificering.

Højere risiko er ikke lig med højere afkast – et sundhedstegn

Figur 1 og figur 3 ligner i stor udstrækning hinanden. Vi udleder dermed, at de fundamentale karakteristika, der vises i figur 1, også spiller igennem til det aktuelle afkast, man opnår på langt sigt på aktiemarkedet. Vi ser det som et sundhedstegn, at de fun-

damentale forhold, der er afgørende for, at et selskab på langt sigt kan skabe værdi til sine ejere, også afspejles i det langsigtede afkast på aktiemarkedet. På kortere sigt er der på markedet stadig megen "støj", der er med til at skabe lommer af ineffektivitet. Det er det, vores proces er designet til at udnytte, og vi ser med optimisme på de fremtidige muligheder for at købe gode selskaber til porteføljerne.

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 blandt andet, 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, mens de 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

Selskabernes gevinster fra skattereformen i USA er nu bogført, og både World Bank og IMF har nedjusteret deres forventninger til væksten i den nærmeste fremtid (1-2 år). Efter præsident Trump truede med at fyre chefen for den amerikanske centralbank (Fed), Jerome Powell, har sidstnævnte gydet lidt olie på vandene, og lige efter nytår udtalte han, at Fed kan være "fleksibel" med hensyn til de kommende renteforhøjelser. Det var lige det, de finansielle markeder ønskede at høre.

John Maynard Keynes har stået fadder til den keynesianske økonomiske tankegang om, at penge- og finanspolitikken kan udjævne op- og nedture fra konjunkturcyklussen. I teorien virker det også som nogle fornuftige tanker, at folkevalgte politikere kan justere finanspolitikken, og at den nationalbankdirektør, de har udnævnt, kan sætte kursen for pengepolitikken, således at de to politikker kan medvirke til at udjævne konjunkturerne. I praksis viser det sig dog at være lidt mere udfordrende, idet politikere skal genvælges med nogle års intervaller, afhængig af land. Derfor kan finanspolitikken blive lidt skævvredet ved, at man har mere lyst til at hjælpe i dårlige tider og mindre lyst til at stramme i gode tider. På langt sigt skal statens indtægter og

Ledelsesberetning 2018 (fortsat)

udgifter jo balanceres således, at man ikke kommer ud i en situation, hvor gælden bare stiger og stiger.

I de senere år har vi set, at centralbankerne har erhvervet en stor mængde finansielle aktiver – de har eksempelvis købt statsobligationer for at sænke renterne (de lange renter) og samtidig sænket de korte renter, så der kunne komme gang i økonomien. Nu er der kommet gang i økonomien, og det betyder, at obligationerne skal sælges igen, og de korte renter skal sættes op – eller skal de? Det var det budskab, Jerome Powell kom med før jul, og som han blødte op på i starten af dette år. Måske, eller måske ikke, som følge af Twitter-pres fra præsident Trump. Aktiemarkedets reaktion på Powells opblødning viser, at de finansielle markeder også i 2019 – på kort sigt – lader sig styre af udtalelser fra centralbankerne.

Vi forventer, at markedet også i den resterende del af 2019 vil lade sig styre af egne vurderinger af de udtalelser, der kommer fra de ledende centralbanker i verden. Det vil medføre volatilitet, og vi forventer, at det vil skabe muligheder for at erhverve flere selskaber af god kvalitet, hvor de langsigtede indtjeningsmuligheder er undervurderede.

Fund Governance

Foreningens bestyrelse har vedtaget en Fund Governance-politik, som følger Investering Danmark anbefalinger. Denne politik vedrører den overordnede styring af rettigheder og ansvar blandt aktørerne i og omkring Foreningen og investeringsforvaltningsselskabet. Den fastlægger – sammen med øvrige regler, forretningsgange og politikker – samspillet mellem investorer, bestyrelse, direktion og øvrige interessenter.

Mål for underrepræsenteret køn

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

Videnressourcer

Investeringsforvaltningsselskabet råder over betydelige og brede videnressourcer,

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

Revision

Foreningens revisionshonorar udgjorde i 2018: 53 t.kr. (2017: 88 t.kr.). Andre honorarer til Foreningens generalforsamlingsvalgte revisor udgjorde i 2018: 8 t.kr. (2017: 962 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

Investeringsforeningen ValueInvest Danmarks investeringsrådgiver, Macquarie Investment Management Europe S.A. (MIM Europe), har underskrevet PRI, som er et samarbejde for professionelle investorer med henblik på at fremme FN's principper for ansvarlig investering (PRI).

Bæredygtig og ansvarlig samfundsøkonomi er en forudsætning for at 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, nuværende indtjening, ledelsens egne forventninger til fremtiden og ikke mindst stabiliteten i de historiske resultater. MIM Europe vurderer samtidig, om de selskaber, der investeres i, har en samfunds-

mæssigt ansvarlig adfærd, som følger etablerede normer, idet MIM Europe mener, at det modsatte kan skade aktiens værdi på lang sigt. MIM Europe evaluerer ud fra en helhedsbetragtning blandt andet socialt ansvar, miljøhensyn, menneskerettigheder, korruption, arbejdstagerrettigheder og våbenproduktion. Læs mere om FN's principper for ansvarlig investering (PRI): www.unpri.org

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

Som en del af vores (MIM Europe's) forpligtelse over for ESG monitorerer vi sektorer og selskaber og opdaterer regelmæssigt vores investeringseksklusionsliste. Eksklusionen kan enten være produktbaseret eller adfærdsbaseret, som det er beskrevet nedenfor.

Produktbaseret eksklusion inkluderer produktionen af kul eller kulbaseret energi, produktion af antipersonelle landminer, produktionen af klyngevåben, produktionen af atomvåben og produktionen af tobak.

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

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

Ledelsesberetning 2018 (fortsat)

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

Effekten af Engagements vurderes på interne møder samt i dialog med PRI, og et eventuelt frasalg vurderes på baggrund heraf. ESG /Ansvarlige investeringer er et emne på bestyrelsesmøder, hvor der rapporteres til Foreningens bestyrelse om selskabernes aktiviteter samt investeringsrådgivers forpligtelser på området, herunder stemmeafgivelse (proxy voting).

På Foreningens hjemmeside findes yderligere informationer om Ansvarlige investeringer.

Risici og risikostyring

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

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

- Investeringsmarkederne
- Investeringsbeslutningerne
- Driften af Foreningen.

Risici knyttet til investeringsmarkederne

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

Hver af disse risikofaktorer håndterer Foreningen 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 vælges 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. Det betyder, at også afkastene for afdelingerne 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 Compliance-afdeling overvåger og kontrollerer, at de førnævnte systemer og forretningsgange virker og anvendes korrekt. Overskridelse af investeringsrammer rapporteres til Foreningens bestyrelse og i visse tilfælde også til Finanstilsynet.

På IT-området lægges der stor vægt på data- og systemsikkerhed. Der er udarbejdet procedurer og beredskabsplaner, der har som mål 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 www.valueinvest.dk

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

Ledelsesberetning 2018 (fortsat)

Generelle risikofaktorer

Enkeltlande

Ved investering i værdipapirer i et enkelt land som for eksempel Danmark er der risiko for, at det finansielle marked i landet kan blive udsat for specielle politiske eller reguleringsmæssige tiltag. Desuden vil markeds-mæssige eller generelle økonomiske forhold i landet, herunder også udviklingen i landets valuta og rente, påvirke investeringernes værdi.

Eksponering mod udlandet

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

Valuta

Investeringer i udenlandske værdipapirer giver eksponering mod valutaer, som kan 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 valuta-markedet samt lovgivningsmæssige, konkurrencemæssige, markeds-mæssige og likviditetsmæssige forhold vil kunne påvirke selskabernes indtjening. Da afdelingerne på investeringstidspunktet kan investere op til 10% i et enkelt selskab, kan værdien af Foreningen variere kraftigt som følge af udsving i enkelte aktier. Selskaber kan gå konkurs, hvorved investeringen heri vil være tabt.

Nye markeder/Emerging Markets

Begrebet "nye markeder" omfatter stort set alle lande i Latinamerika, Asien eksklusiv Japan, Hongkong og Singapore), 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 betyde, at aktiver nationaliseres, at rådigheden over aktiver begrænses, eller at der indføres statslige overvågnings- og kontrolmekanismer. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til udførsel af valuta eller kan gøre det med kort varsel. Markedslikviditeten på de nye markeder kan være faldende som følge af

økonomiske og politiske ændringer samt naturkatastrofer. Effekten kan også være mere vedvarende.

Særlige risici ved aktieforeninger

Udsving på aktiemarkedet

Aktiemarkeder kan svinge meget og kan falde væsentligt. Udsving kan blandt andet være en reaktion på selskabsspecifikke, politiske og reguleringsmæssige forhold eller en konsekvens af sektormæssige, regionale, lokale eller generelle markeds-mæssige 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 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 2018 (fortsat)

Bestyrelse & direktion

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

Bestyrelse

Ole Steffensen, Formand. Tiltrådt 3. juni 2008

Bestyrelsesformand for:
Boliginvestor A/S

Medlem af bestyrelsen for:

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

Direktør for:

Olav W. Hansen A/S

Jens Hæck, Næstformand. Tiltrådt 7. november 2002

Medlem af bestyrelsen for:

JTH Consult ApS og Brink Development ApS.

Direktør for:

JTH Consult ApS

Ole Richter-Mikkelsen. Tiltrådt 16. april 1998

Direktør for:

Richter Finans ApS

Mikael Bernhoff. Tiltrådt 25. april 2007

Bestyrelsesformand for:

Elektas EL-Installationer A/S.

Bent Erik Carlsen. Tiltrådt 3. juni 2008.

Direktør for:

B. Carlsen Shipping ApS

Direktion

BI Management A/S

Malene Ehrenskjöld, direktør

Bestyrelsesformand for:

BI SICAV, Luxembourg

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 2018: 666 t.kr. (2017: 575 t.kr.)

Ledelsespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato aflagt og godkendt årsrapporten for 2018 for Investeringsforeningen Value-Invest Danmark (tre afdelinger).

Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv.

Årsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver og passiver, finansielle stilling pr. 31. december 2018 samt af resultatet for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2018.

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

Årsrapporten indstilles til generalforsamlings godkendelse.

København, den 14. marts 2019

Bestyrelse

Ole Steffensen
Formand

Jens Harck
Næstformand

Ole Richter-Mikkelsen
Bestyrelsesmedlem

Mikael Bernhoft
Bestyrelsesmedlem

Bent Carlsen
Bestyrelsesmedlem

Direktion

BI Management A/S

Målene Ehrenskjöld
Direktør

Henrik Granlund
Vicedirektør

Den uafhængige revisors revisionspåtegning

Til investorerne i Investeringsforeningen ValueInvest Danmark

Konklusion

Vi har revideret årsregnskabet for Investeringsforeningen ValueInvest Danmark for regnskabsåret 01.01.2018 - 31.12.2018, 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. 31.12.2018 samt af resultatet af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret 01.01.2018-31.12.2018 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 01.01.2018 - 31.12.2018. 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 årsregskabets fællesnoter.

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

Forholdet er behandlet således i revisionen

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

- Vi har opnået en forståelse for og evalueret investeringsforvaltningsselskabets kontroller i de centrale processer, herunder relevante it-systemer.
- Vi har testet investeringsforvaltningsselskabets kontroller, som sikrer korrekt registrering af børns- og valutakurser således, at afdelingernes beholdninger af børsnoterede finansielle instrumenter pr. 31. december 2018 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 2018 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.
- 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.

- 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.

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 14. marts 2019
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 2017.

Rapporteringsvaluta

Rapporteringsvaluta er danske kroner.

Generelt om indregning og måling

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

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

Ved første indregning måles aktiver og forpligtelser til dagsværdi.

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

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

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

I resultatopgørelsen indregnes indtægter i takt med, at de indtjenes, mens omkostninger indregnes med de beløb, der vedrører regnskabsåret. Værdireguleringer af finansielle aktiver og forpligtelser indregnes i resultatopgørelsen som kursgevinster og -tab.

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

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

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

Resultatopgørelse

Renter og udbytter

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

Kursgevinster og -tab

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

Handelsomkostninger

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

Den del af handelsomkostningerne, som er afholdt i forbindelse med køb og salg af finansielle instrumenter, og som er forårsaget af emission og indløsning, indregnes direkte i investorernes formue. Beløbet opgøres, som den andel af

brutto-handelsomkostningerne, som forholdsmæssigt kan henføres til omsætning i forbindelse med emission og indløsning beregnet på grundlag af de omsætningstal, som indgår i beregning af omsætningshastigheden.

Administrationsomkostninger

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:

- Indtjente renter og udbytter
- Realiserede nettokursgevinster på valutakonti

Anvendt regnskabspraksis (fortsat)

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

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

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

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

Balancen

Likvide midler

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

Kapitalandele og obligationer

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

Unoterede kapitalandele måles til dagsværdi fastsat efter almindelige anerkendte metoder.

Andre aktiver

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

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

Anden gæld

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

Nøgletal

Årsregnskabet indeholder en række nøgletal under de enkelte afdelinger. Nøgletallene er opgjort i overensstemmelse med Finanstilsynets bekendtgørelse og retningslinier fra 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 fratrasket handelsomkostninger. Værdipapiromsætning, netto, er opgjort som værdipapiromsætningen, brutto, fratrasket handel i forbindelse med emissioner og indløsninger.

ÅOP

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

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

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

Investeringsområde og -profil

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

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

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

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

Afkast og formueudvikling

ValueInvest Global leverede i 2018 positive afkast på 0,9% i andelsklasse A og i intervallet 1,7-1,8% i andelsklasserne I og W. MSCI Verden ND leverede i 2018 et negativt afkast på 4,2%.

I de 20 kalenderår, ValueInvest Global har eksisteret, har andelsklasserne leveret akkumulerede positive afkast i intervallet 426% til 434% mod et positivt afkast på 142% for MSCI Verden ND.

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

Forskellen på klassernes afkast kan tilskrives forskel i omkostningsstruktur.

Afdelingens formue udgjorde 4.312.394 t.kr. ultimo 2018 mod 5.153.940 t.kr. ultimo 2017, svarende til et nettofald på 841.546 t.kr.

I regnskabsperioden er der foretaget nettoindløsninger for i alt 312.262 t.kr., hvoraf der har været nettoindløsninger for i alt 267.522 t.kr. i andelsklasse A, nettoemissioner for i alt 70.610 t.kr. i andelsklasse W og nettoindløsninger for i alt 115.350 t.kr. i andelsklasse I.

Periodens nettoresultat udgjorde 21.860 t.kr., hvoraf andelsklasse A har realiseret et nettoresultat for året på 6.399 t.kr., andelsklasse W et nettoresultat på 15.209 t.kr. og andelsklasse I et nettoresultat på 253 t.kr.

Det foreslås, at der udbetales 23,30 kr. pr. bevis i udbytte for 2018 for andelsklasse A, 25,50 kr. pr. bevis for andelsklasse W og 25,80 kr. pr. bevis for andelsklasse I.

Særlige risici - herunder forretningsmæssige og finansielle risici

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

Forventninger

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 måtte byde på. Vi forventer, at markederne også i den resterende del af 2019 vil lade sig styre af deres vurdering af udtalelser fra de ledende centralbanker i verden. Det vil medføre volatilitet, som vi forventer vil skabe muligheder for at erhverve flere selskaber af god kvalitet, hvor de langsigtede indtjeningsmuligheder er undervurderede.

Årsrapport > ValueInvest Global

Resultatopgørelse

	2018 (t.kr.)	2017 (t.kr.)
Renter og udbytter		
1 Renteindtægter	138	183
2 Udbytter	127.989	170.789
I alt renter og udbytter	128.127	170.972
Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	-14.376	37.978
Øvrige aktiver/passiver	922	-2.100
3 Handelsomkostninger	3.000	2.089
I alt kursgevinster og -tab	-16.454	33.789
I alt indtægter	111.673	204.761
4 Administrationsomkostninger	76.551	98.117
Resultat før skat	35.122	106.644
5 Skat	13.262	-567
Årets nettoresultat	21.860	107.211

Resultatdisponering og udlodningsopgørelse

Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	16.428	56.309
Overført fra sidste år	378	1.139
I alt formuebevægelser	16.806	57.448

Til disposition

	38.666	164.659
Forslag til anvendelse		
Til rådighed for udlodning	453.985	556.643
Foreslået udlodning	453.502	556.265
Overført til udlodning næste år	483	378
Overført til formue	-415.319	-391.984
I alt disponeret	38.666	164.659

Balance pr. 31. december

	2018 (t.kr.)	2017 (t.kr.)
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	20.338	0
6 I alt likvide midler	20.338	0
Kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	131.510	106.438
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	4.156.039	5.023.007
6 I alt kapitalandele	4.287.549	5.129.445
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	5.845	5.408
Andre tilgodehavender	11.236	9.095
Mellemværende vedr. handelsafvikling	668	21.862
I alt andre aktiver	17.749	36.365
Aktiver i alt	4.325.636	5.165.810
Passiver		
7 Investorernes formue	4.312.394	5.153.940
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	7.888	9.424
Optagne lån	0	2.446
Mellemværende vedr. handelsafvikling	5.354	0
I alt anden gæld	13.242	11.870
Passiver i alt	4.325.636	5.165.810

8 Femårsoversigt

Årsrapport > ValueInvest Global

Noter

					2018 Formue	2017 Formue
1	Renteindtægter					
	Indestående i pengeinstitutter				138	183
	I alt renteindtægter				138	183
2	Udbylter					
	Noterede aktier fra danske selskaber				2.421	919
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber				125.568	169.870
	I alt udbylter				127.989	170.789
3	Handelsomkostninger					
	Bruttohandelsomkostninger				4.005	4.885
	Dækket af emissions- og indløsningsindtægter				-1.005	-2.796
	I alt handelsomkostninger				3.000	2.089
4	Administrationsomkostninger					
		direkte	fælles	2018 i alt	direkte	fælles i alt
	Honorar til bestyrelse m.v.	0	511	511	0	451
	Revisionshonorar	0	41	41	0	75
	Andre honorarer til revisorer	0	4	4	13	763
	Kontorhold m.v.	0	1	1	0	2
	Markedsføringsomkostninger	30.305	0	30.305	43.171	0
	Gebyrer til depotselskab	2.939	0	2.939	4.217	0
	Andre omk. i forb. med formueplejen	37.425	0	37.425	44.466	0
	Øvrige omkostninger	102	1.447	1.549	97	840
	Fast administrationshonorar	3.776	0	3.776	4.035	0
	I alt administrationsomkostninger	74.547	2.004	76.551	95.999	2.118
5	Skat					
	Ikke refunderbar skat				13.262	-567
	I alt skat				13.262	-567
6	Finansielle Instrumenter					
	Børsnoterede finansielle instrumenter				99,4%	99,5%
	Andre aktiver og passiver				0,6%	0,5%
	Specifikation af afdelingens børsnoterede værdipapirer kan rekvireres ved eller ved at rette henvendelse til BI Management A/S.					
	Formue fordelt på lande					
	USA				34%	36%
	Frankrig				19%	17%
	Japan				16%	15%
	Schweiz				11%	11%
	Holland				5%	0%
	Andre				14%	15%
	Storbritannien				0%	7%
	Formue fordelt på sektorer					
	Stabile forbrugsgoder				50%	52%
	Health Care				18%	14%
	Industri				9%	10%
	Communication Services				8%	7%
	Cykliske forbrugsgoder				7%	10%
	Andre				8%	7%

Årsrapport > ValueInvest Global

Noter

7 Investorerens formue

	2018 Formue	2017 Formue
Formue primo	Formue- værdi	Formue- værdi
	5.153.940	5.724.616
Korrektion ved fusion eller spaltning	0	681.187
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser	556.265	561.156
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning	5.122	28.272
Emissioner i året	322.347	442.429
Indløsninger i året	634.899	1.268.619
Emissionstillæg/indløsningsfradrag (netto)	289	0
Udlodningsregulering	-16.428	-56.309
Overført udlodning fra sidste år	-378	-1.139
Overført udlodning til næste år	483	378
Foreslået udlodning	453.502	556.265
Overført fra resultatopgørelsen	-415.319	-391.984
Formue ultimo	4.312.394	5.153.940

8 Femårsoversigt

	2018	2017	2016	2015	2014
Årets nettoresultat (t.kr.)	21.860	107.211	342.233	995.964	606.591
Investorerens formue ultimo (t.kr.)	4.312.394	5.153.940	5.724.616	5.515.174	4.111.516
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	696.765	759.018	1.605.477	1.601.910	854.390
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	1.520.280	2.149.568	1.582.057	1.163.419	839.309
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	2.217.045	2.908.586	3.187.535	2.765.328	1.693.699
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	1.222.598	546.700	1.113.619	1.300.038	842.890
Omsætningshastighed	0,14	0,05	0,10	0,13	0,11

Årsrapport > ValueInvest Global

ValueInvest Global A

Andelsklasse under ValueInvest Global

Klassens resultatopgørelse

	31-12-2018 (t.kr.)	31-12-2017 (t.kr.)
Andel af resultat af fællesporteføljen	37.752	105.115
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	31.353	21.190
Klassens resultat	6.399	83.925

Resultatdisponering og udlodningsopgørelse

Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	12.512	37.282
Overført fra sidste år	354	844
I alt formuebevægelser	12.866	38.126

Til disposition	19.265	122.051
------------------------	---------------	----------------

Forslag til anvendelse

Til rådighed for udlodning	325.466	411.562
Foreslået udlodning	325.194	411.208
Overført til udlodning næste år	272	354
Overført til formue	-306.201	-289.511
I alt disponeret	19.265	122.051

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

Årsrapport > ValueInvest Global

Noter

1 Investorenes formue		31-12-2018 (t.kr.)		31-12-2017 (t.kr.)
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	1.511.796	3.835.784	1.546.096	4.230.899
Korrektion ved fusion eller spaltning		0		504.078
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		411.208		404.014
Ændring i udlodning pga. emission/indløsning		4.896		20.951
Emissioner i året	37.499	82.651	51.367	119.771
Indløsninger i året	153.610	350.321	280.067	719.826
Emissionstillæg/indløsningsfradrag (netto)		148		0
Udlodningsregulering		-12.512		-37.282
Overført udlodning fra sidste år		-354		-844
Overført udlodning til næste år		272		354
Foreslået udlodning		325.194		411.208
Overført fra resultatopgørelsen		-306.201		-289.511
Formue ultimo	1.395.685	3.168.349	1.511.796	3.835.784

2 Til rådighed for udlodning		31-12-2018 (t.kr.)	31-12-2017 (t.kr.)
Udlodning overført fra sidste år		354	844
Renter og udbytter		94.005	147.525
Ikke refunderbar skat		-11.022	-11.437
Kursgevinster til udlodning		318.500	392.869
Udlodningsregulering ved emission/indløsning		-14.795	-43.096
I alt indkomst før administrationsomkostninger		387.042	486.705
Administrationsomkostninger		-63.859	-80.957
Udlodningsregulering adm. omkostninger		2.283	5.814
I alt rådighed for udlodning		325.466	411.562

3 Femårsoversigt	2018	2017
Årets nettoresultat (t.kr.)	6.399	83.925
Investorenes formue (t.kr.)	3.168.349	3.835.784
Cirkulerende andele (t.kr.)	1.395.685	1.511.796
Indre værdi	227,01	253,72
Udlodning (%)	23,30	27,20
Omkostninger (%)	1,92	2,04
Afkast (%)	0,90	2,40
ÅOP	2,03	2,14
Indirekte handelsomkostninger	0,01	
Sharpe ratio	0,98	
Standardafvigelse (%)	9,73	

Årsrapport > ValueInvest Global

ValueInvest Global I

Andelsklasse under ValueInvest Global

Klassens resultatopgørelse

	31-12-2018 (t.kr.)	31-12-2017 (t.kr.)
Andel af resultat af fællesporteføljen	602	7.639
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	349	259
Klassens resultat	253	7.380

Resultatdisponering og udlodningsopgørelse

Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	3.726	6.407
Overført fra sidste år	24	100
I alt formuebevægelser	3.750	6.507

Til disposition	4.003	13.887
------------------------	--------------	---------------

Forslag til anvendelse

Til rådighed for udlodning	34.736	52.537
Foreslået udlodning	34.736	52.513
Overført til udlodning næste år	0	24
Overført til formue	-30.733	-38.650
I alt disponeret	4.003	13.887

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

Årsrapport > ValueInvest Global

Noter

1	Investorerens formue		31-12-2018		31-12-2017
			(t.kr.)		(t.kr.)
		Cirk. beviser	Formue-værdi	Cirk. beviser	Formue-værdi
	Formue primo	187.547	478.286	170.474	511.693
	Korrektion ved fusion eller spaltning		0	35.254	61.307
	Udlodning fra sidste år vedr.e cirkulerende beviser		52.513		60.514
	Ændring i udlodning pga. emission/indløsning		1.653		2.478
	Emissioner i året	46.728	105.028	80.359	203.198
	Indløsninger i året	98.056	220.498	98.540	247.256
	Emissionstillæg/indløsningsfradrag (netto)		120		0
	Udlodningsregulering		-3.726		-6.407
	Overført udlodning fra sidste år		-24		-100
	Overført udlodning til næste år		0		24
	Foreslået udlodning		34.736		52.513
	Overført fra resultatopgørelsen		-30.733		-38.650
	Formue ultimo	136.219	312.329	187.547	478.286

2	Til rådighed for udlodning		31-12-2018		31-12-2017
			(t.kr.)		(t.kr.)
	Udlodning overført fra sidste år		24		100
	Renter og udbytter		10.001		18.833
	Ikke refunderbar skat		-1.210		-1.463
	Kursgevinster til udlodning		33.390		49.294
	Udlodningsregulering ved emission/indløsning		-4.065		-7.192
	Frivillig udlodning		28		0
	I alt indkomst før administrationsomkostninger		38.168		59.572
	Administrationsomkostninger		-3.771		-7.820
	Udlodningsregulering adm. omkostninger		339		785
	I alt rådighed for udlodning		34.736		52.537

3	Femårsoversigt		2018		2017
	Årets nettoresultat (t.kr.)		253		7.380
	Investorerens formue (t.kr.)		312.329		478.286
	Cirkulerende andele (t.kr.)		136.219		187.547
	Indre værdi		229,28		255,02
	Udlodning (%)		25,50		28,00
	Omkostninger (%)		1,08		1,50
	Afkast (%)		1,73		2,90
	ÅOP		1,19		1,16
	Indirekte handelsomkostninger		0,01		
	Sharpe ratio		1,01		
	Standardafvigelse (%)		9,71		

Årsrapport > ValueInvest Global

ValueInvest Global W

Andelsklasse under ValueInvest Global

Klassens resultatopgørelse

	31-12-2018 (t.kr.)	31-12-2017 (t.kr.)
Andel af resultat af fællesporteføljen	15.839	16.279
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	630	373
Klassens resultat	15.209	15.906

Resultatdisponering og udlodningsopgørelse

Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	190	12.620
Overført fra sidste år	0	195
I alt formuebevægelser	190	12.815

Til disposition	15.399	28.721
------------------------	---------------	---------------

Forslag til anvendelse

Til rådighed for udlodning	93.783	92.544
Foreslået udlodning	93.572	92.544
Overført til udlodning næste år	211	0
Overført til formue	-78.384	-63.823
I alt disponeret	15.399	28.721

- 1 Investorerne's formue
- 2 Til rådighed for udlodning
- 3 Femårsoversigt

Årsrapport > ValueInvest Global

Noter

1	Investorerne formue		31-12-2018 (t.kr.)		31-12-2017 (t.kr.)
		Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
	Formue primo	329.339	839.870	369.513	982.024
	Korrektion ved fusion eller spaltning		0		115.802
	Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		92.544		96.628
	Ændring i udlodning pga. emission/indløsning		-1.427		4.843
	Emissioner i året	60.603	134.668	48.982	119.460
	Indløsninger i året	27.261	64.079	122.205	301.537
	Emissionstillæg/indløsningsfradrag (netto)		21		0
	Udlodningsregulering		-190		-12.620
	Overført udlodning fra sidste år		0		-195
	Overført udlodning til næste år		211		0
	Foreslået udlodning		93.572		92.544
	Overført fra resultatopgørelsen		-78.384		-63.823
	Formue ultimo	362.681	831.718	329.339	839.870

2	Til rådighed for udlodning		31-12-2018 (t.kr.)		31-12-2017 (t.kr.)
	Udlodning overført fra sidste år		0		195
	Renter og udbytter		24.011		33.214
	Ikke refunderbar skat		-2.795		-2.597
	Kursgevinster til udlodning		81.678		88.395
	Udlodningsregulering ved emission/indløsning		-269		-14.373
	Frivillig udlodning		0		4
	I alt indkomst før administrationsomkostninger		102.625		104.838
	Administrationsomkostninger		-8.921		-14.047
	Udlodningsregulering adm. omkostninger		79		1.753
	I alt rådighed for udlodning		93.783		92.544

3	Femårsoversigt			
	Årets nettoresultat (t.kr.)		15.209	15.906
	Investorerne formue (t.kr.)		831.718	839.870
	Cirkulerende andele (t.kr.)		362.681	329.339
	Indre værdi		229,32	255,02
	Udlodning (%)		25,80	28,10
	Omkostninger (%)		1,05	1,56
	Afkast (%)		1,78	2,91
	ÅOP		1,16	1,16
	Indirekte handelsomkostninger		0,01	
	Sharpe ratio		1,01	
	Standardafvigelse (%)		9,71	

ValueInvest Global Akkumulerende

Indledning

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

Investeringsområde og -profil

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

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

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

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

Afkast- og formueudvikling

ValueInvest Global Akkumulerende leverede i 2018 positive afkast på 1,0% i andelsklasse A og i intervallet 1,8-1,9% i andelsklasserne I og W. MSCI Verden ND leverede i 2018 et negativt afkast på 4,2%.

I de 12 kalenderår, ValueInvest Global Akkumulerende har eksisteret, har andelsklasserne leveret akkumulerede positive afkast i intervallet 125% til 129% mod et positivt afkast på 87% for MSCI Verden ND.

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

Forskellen på klassernes afkast kan tilskrives forskel i omkostningsstruktur.

Afdelingens formue udgjorde 1.166.683 t.kr. ultimo 2018 mod 1.310.786 t.kr. ultimo 2017, svarende til et nettofald på 144.103 t.kr.

I regnskabsperioden er der foretaget nettoindløsninger for i alt 160.421 t.kr., hvoraf der har været nettoindløsninger for i alt 99.485 t.kr. i andelsklasse A, nettoemissioner for i alt 5.805 t.kr. i andelsklasse W og nettoemissioner for i alt 55.131 t.kr. på andelsklasse I.

Periodens nettoresultat udgjorde 16.318 t.kr., hvoraf andelsklasse A har realiseret et nettoresultat for året på 8.980 t.kr., andelsklasse W et nettoresultat på 3.011 t.kr. og andelsklasse I et nettoresultat på 4.328 t.kr.

Særlige risici - herunder forretningsmæssige og finansielle risici

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

Forventninger

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 måtte byde på. Vi forventer, at markederne også i den resterende del af 2019 vil lade sig styre af deres vurdering af udtalelser fra de ledende centralbanker i verden. Det

vil medføre volatilitet, som vi forventer vil skabe muligheder for at erhverve flere selskaber af god kvalitet, hvor de langsigtede indtjeningsmuligheder er undervurderede.

Årsrapport > ValueInvest Global Akkumulerende

Resultatopgørelse

	2018 (t.kr.)	2017 (t.kr.)
Renter og udbytter		
1 Renteindtægter	54	73
2 Udbytter	35.015	42.267
I alt renter og udbytter	35.069	42.340
Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	6.590	20.477
Øvrige aktiver/passiver	247	-492
3 Handelsomkostninger	586	534
I alt kursgevinster og -tab	6.251	19.451
I alt indtægter	41.320	61.791
4 Administrationsomkostninger	21.293	24.532
Resultat før skat	20.027	37.259
5 Skat	3.709	-97
Årets nettoresultat	16.318	37.356

Resultatdisponering og udlodningsopgørelse

Formuebevægelser		
Overført til formue	16.318	37.356
I alt disponeret	16.318	37.356

Balance pr. 31. december

	2018 (t.kr.)	2017 (t.kr.)
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	4.099	7.594
6 I alt likvide midler	4.099	7.594
Kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	35.448	25.834
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.124.907	1.273.804
6 I alt kapitalandele	1.160.355	1.299.638
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	1.562	961
Andre tilgodehavender	2.796	2.158
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	2.795
I alt andre aktiver	4.358	5.914
Aktiver i alt	1.168.812	1.313.146
Passiver		
7 Investorerne formue	1.166.683	1.310.786
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	2.129	2.360
I alt anden gæld	2.129	2.360
Passiver i alt	1.168.812	1.313.146

8 Femårsoversigt

Årsrapport > ValueInvest Global Akkumulerende

Noter

					2018 Formue	2017 Formue	
1	Renteindtægter						
	Indestående i pengeinstitutter				54	73	
	I alt renteindtægter				54	73	
2	Udbytter						
	Noterede aktier fra danske selskaber				659	217	
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber				34.356	42.050	
	I alt udbytter				35.015	42.267	
3	Handelsomkostninger						
	Bruttohandelsomkostninger				916	989	
	Dækket af emissions- og indløsningsindtægter				-330	-455	
	I alt handelsomkostninger				586	534	
4	Administrationsomkostninger						
		direkte	fælles	2018 i alt	direkte	fælles	2017 i alt
	Honorar til bestyrelse m.v.	0	141	141	0	112	112
	Revisionshonorar	0	11	11	0	12	12
	Andre honorarer til revisorer	0	4	4	0	199	199
	Markedsføringsomkostninger	8.224	0	8.224	10.505	0	10.505
	Gebyrer til depotselskab	741	0	741	1.054	0	1.054
	Andre omk. i forb. med formueplejen	10.259	0	10.259	10.982	0	10.982
	Øvrige omkostninger	103	400	503	74	219	293
	Fast administrationshonorar	1.410	0	1.410	1.375	0	1.375
	I alt administrationsomkostninger	20.737	556	21.293	23.990	542	24.532
5	Skat						
	Ikke refunderbar skat				3.709	-97	
	I alt skat				3.709	-97	
6	Finansielle Instrumenter						
	Børsnoterede finansielle instrumenter				99,5%	99,1%	
	Andre aktiver og passiver				0,5%	0,9%	

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

Årsrapport > ValueInvest Global Akkumulerende

Noter

	2018 Formue	2017 Formue
Formue fordelt på lande		
USA	34%	36%
Frankrig	20%	17%
Japan	16%	15%
Schweiz	11%	10%
Holland	5%	7%
Andre	14%	15%
Formue fordelt på sektorer		
Stabile forbrugsgoder	50%	52%
Health Care	18%	13%
Industri	10%	10%
Communication Services	8%	7%
Cykliske forbrugsgoder	7%	10%
Andre	8%	7%

7 Investorenes formue

	Formue- værdi	Formue- værdi
Formue primo	1.310.786	1.353.241
Emissioner i året	70.920	146.428
Indløsninger i året	231.439	226.239
Emissionstillæg/indløsningsfradrag (netto)	98	0
Overført fra resultatopgørelsen	16.318	37.356
Formue ultimo	1.166.683	1.310.786

8 Femårsoversigt

	2018	2017	2016	2015	2014
Årets nettoresultat (t.kr.)	16.318	37.356	84.060	259.621	164.083
Investorenes formue ultimo (t.kr.)	1.166.683	1.310.786	1.353.241	1.408.946	1.093.257
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	178.805	221.888	318.327	335.999	246.274
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	323.761	285.420	427.275	272.257	198.571
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	502.566	507.308	745.602	608.256	444.845
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	185.640	112.507	390.277	442.106	246.263
Omsætningshastighed	0,07	0,04	0,14	0,17	0,12

Årsrapport > ValueInvest Global Akkumulerende

ValueInvest Global A

Andelsklasse under ValueInvest Global

Klassens resultatopgørelse	31-12-2018 (t.kr.)	31-12-2017 (t.kr.)
Andel af resultat af fællesporteføljen	17.472	33.615
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	8.492	5.152
Klassens resultat	8.980	28.463
Forslag til anvendelse		
Overført til formue	8.980	28.463
I alt disponeret	8.980	28.463

1 Investorerens formue

2 Femårsoversigt

Noter

1 Investorerens formue

	Cirk. beviser	2018 (t.kr.) Formue- værdi	Cirk. beviser	2017 (t.kr.) Formue- værdi
Formue primo	423.518	962.575	485.137	1.074.396
Emissioner i året	5.436	12.739	19.118	40.675
Indløsninger i året	49.263	112.287	80.737	180.959
Emissionstillæg/indløsningsfradrag (netto)		63		0
Overført fra resultatopgørelsen		8.980		28.463
Formue ultimo	379.691	872.070	423.518	962.575

2 Femårsoversigt

	2018	2017
Årets nettoresultat (t.kr.)	8.980	28.463
Investorerens formue (t.kr.)	872.070	962.575
Cirkulerende andele (t.kr.)	379.691	423.518
Indre værdi	229,68	227,28
Omkostninger (%)	1,94	1,97
Afkast (%)	1,04	2,65
ÅOP	2,04	2,13
Indirekte handelsomkostninger	0,01	
Sharpe ratio	0,99	
Standardafvigelse (%)	9,72	

Årsrapport > ValueInvest Global Akkumulerende

ValueInvest Global I

Andelsklasse under ValueInvest Global

Klassens resultatopgørelse

Andel af resultat af fællesporteføljen

Klassespecifikke transaktioner:

Administrationsomkostninger

Klassens resultat

31-12-2018

(t.kr.)

4.535

207

4.328

31-12-2017

(t.kr.)

6.031

155

5.876

Forslag til anvendelse

Overført til formue

I alt disponeret

4.328

4.328

5.876

5.876

1 Investorenes formue

2 Femårsoversigt

Noter

1 Investorenes formue

Formue primo

Emissioner i året

Indløsninger i året

Emissionstillæg/indløsningsfradrag (netto)

Overført fra resultatopgørelsen

Formue ultimo

Cirk.
beviser

110.715

7.273

31.111

2018
(t.kr.)

Formue-
værdi

252.971

16.804

71.949

14

4.328

202.168

Cirk.
beviser

89.217

39.350

17.852

0

5.876

110.715

2017
(t.kr.)

Formue-
værdi

197.581

88.794

39.280

0

5.876

252.971

2 Femårsoversigt

Årets nettoresultat (t.kr.)

Investorenes formue (t.kr.)

Cirkulerende andele (t.kr.)

Indre værdi

Omkostninger (%)

Afkast (%)

ÅOP

Indirekte handelsomkostninger

Sharpe ratio

Standardafvigelse (%)

2018

4.328

202.168

86.877

232,71

1,10

1,89

1,20

0,01

1,02

9,71

2017

5.876

252.971

110.715

228,49

1,43

3,14

1,18

Årsrapport > ValueInvest Global Akkumulerende

ValueInvest Global W

Andelsklasse under ValueInvest Global

Klassens resultatopgørelse

	31-12-2018 (t.kr.)	31-12-2017 (t.kr.)
Andel af resultat af fællesporteføljen	3.073	3.071
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	62	54
Klassens resultat	3.011	3.017

Forslag til anvendelse

Overført til formue

	3.011	3.017
--	-------	-------

I alt disponeret

1 Investoreernes formue

2 Femårsoversigt

Noter

1 Investoreernes formue

		2018 (t.kr.)		2017 (t.kr.)
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	41.688	95.240	36.695	81.264
Emissioner i året	17.978	41.377	7.699	16.959
Indløsninger i året	19.960	47.203	2.706	6.000
Emissionstillæg/indløsningsfradrag (netto)		21		0
Overført fra resultatopgørelsen		3.011		3.017
Formue ultimo	39.706	92.446	41.688	95.240

2 Femårsoversigt

	2018	2017
Årets nettoresultat (t.kr.)	3.011	3.017
Investoreernes formue (t.kr.)	92.446	95.240
Cirkulerende andele (t.kr.)	39.706	41.688
Indre værdi	232,83	228,46
Omkostninger (%)	1,07	1,47
Afkast (%)	1,92	3,14
ÅOP	1,17	1,18
Indirekte handelsomkostninger	0,01	
Sharpe ratio	1,02	
Standardafvigelse (%)	9,70	

ValueInvest Japan

Indledning

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

Investerings- og risikoprofil

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

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

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

På EU-risikoskalaen er afdelingen placeret i kategori 6. Afdelingen bestræber sig på at fastholde sin risikoprofil gennem løbende overvågning og tilpasning af de foretagne investeringer.

Afkast - og formueudvikling

ValueInvest Japan leverede i 2018 et negativt afkast på 2,7% i andelsklasse A mod et ligeledes negativt afkast fra MSCI Japan ND på 8,6%. I de 20 kalenderår, ValueInvest Japan har eksisteret, har andelsklassen leveret et akkumuleret positivt afkast på 281% mod et ligeledes positivt afkast på 80% for MSCI Japan ND.

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

Porteføljens formue udgjorde 111.427 t.kr. ultimo 2018 mod 138.248 t.kr. ultimo 2017, svarende til et nettofald på 26.821 t.kr. Der er foretaget nettoindløsninger for i alt 11.243 t.kr. Nettoresultatet udgjorde 2.918 t.kr., og det foreslås, at der udbetales 37,40 kr. pr. bevis i udbytte for 2018 for andelsklasse A.

Særlige risici - herunder forretningsmæssige og finansielle risici

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

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

Forventninger

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

Årsrapport > ValueInvest Japan

Resultatopgørelse

	2018 (t.kr.)	2017 (t.kr.)
Renter og udbytter		
1 Renteudgifter	-6	0
2 Udbytter	2.547	2.917
I alt renter og udbytter	2.541	2.917
Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	-2.888	10.130
Valutakonti	412	-136
Øvrige aktiver/passiver	48	-64
3 Handelsomkostninger	101	39
I alt kursgevinster og -tab	-2.529	9.891
I alt indtægter	12	12.808
4 Administrationsomkostninger	2.548	2.911
Resultat før skat	-2.536	9.897
5 Skat	382	437
Årets nettoresultat	-2.918	9.460
Resultatdisponering og udlodningsopgørelse		
Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	1.434	1.022
Overført fra sidste år	23	0
I alt formuebevægelser	1.457	1.022
Til disposition	-1.461	10.482
Forslag til anvendelse		
Til rådighed for udlodning	19.852	12.683
Foreslået udlodning	19.840	12.660
Overført til udlodning næste år	12	23
Overført til formue	-21.313	-2.201
I alt disponeret	-1.461	10.482

Balance pr. 31. december

	2018 (t.kr.)	2017 (t.kr.)
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	2.140	2.345
I alt likvide midler	2.140	2.345
Kapitalandele		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	109.338	136.870
I alt kapitalandele	109.338	136.870
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	225	203
I alt andre aktiver	225	203
Aktiver i alt	111.703	139.418
Passiver		
7 Investorenes formue	111.427	138.248
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	276	331
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	839
I alt anden gæld	276	1.170
Passiver i alt	111.703	139.418
8 Femårsoversigt		

Årsrapport > ValueInvest Japan

Noter

					2018 Formue	2017 Formue	
1	Renteudgifter						
	Indestående i pengeinstitutter				-6	0	
	I alt renteudgifter				-6	0	
2	Udbylter						
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber				2.547	2.917	
	I alt udbylter				2.547	2.917	
3	Handelsomkostninger						
	Bruttohandelsomkostninger				119	97	
	Dækket af emissions- og indløsningsindtægter				-18	-58	
	I alt handelsomkostninger				101	39	
4	Administrationsomkostninger						
		direkte	fælles	2018 i alt	direkte	fælles	2017 i alt
	Honorar til bestyrelse m.v.	0	14	14	0	12	12
	Revisionshonorar	0	1	1	0	1	1
	Markedsføringsomkostninger	1.134	0	1.134	1.313	0	1.313
	Gebyrer til depotselskab	88	0	88	115	0	115
	Andre omk. i forb. med formueplejen	1.031	0	1.031	1.196	0	1.196
	Øvrige omkostninger	75	40	115	62	39	101
	Fast administrationshonorar	165	0	165	173	0	173
	I alt administrationsomkostninger	2.493	55	2.548	2.859	52	2.911
5	Skat						
	Ikke refunderbar skat				382	437	
	I alt skat				382	437	
6	Finansielle Instrumenter						
	Børsnoterede finansielle instrumenter				98,1%	99,0%	
	Andre aktiver og passiver				1,9%	1,0%	
Specifikation af afdelingens børsnoterede værdipapirer kan rekvireres ved eller ved at rette henvendelse til BI Management A/S.							
Formue fordelt på sektorer							
	Stabile forbrugsgoder				43%	42%	
	Industri				14%	17%	
	Råvarer				12%	11%	
	Health Care				12%	11%	
	Cykliske forbrugsgoder				7%	9%	
	Andre				12%	10%	

Årsrapport > ValueInvest Japan

Noter

7 Investorenes formue

	2018 Formue	2017 Formue
Formue primo	Formue- værdi	Formue- værdi
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser	138.248	159.939
Ændring i udlodning p.g.a. emission/indløsning	12.660	12.397
Emissioner i året	0	219
Indløsninger i året	772	643
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag	12.032	19.616
Udlodningsregulering	17	0
Overført udlodning fra sidste år	-1.434	-1.022
Overført udlodning til næste år	-23	0
Foreslået udlodning	12	23
Overført fra resultatopgørelsen	19.840	12.660
Formue ultimo	-21.313	-2.201
	III.427	138.248

8 Femårsoversigt	2018	2017	2016	2015	2014
Årets nettoresultat (t.kr.)	-2.918	9.460	11.776	39.494	12.108
Investorenes formue ultimo (t.kr.)	111.427	138.248	159.939	175.769	119.831
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	27.328	16.828	21.309	54.205	11.263
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	51.853	47.547	48.537	39.351	52.021
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	79.181	64.375	69.847	93.557	63.284
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	67.511	0	38.593	30.988	22.016
Omsætningshastighed	0,27	0,00	0,12	0,10	0,08

Årsrapport > ValueInvest Japan

ValueInvest Japan A

Andelsklasse under ValueInvest Japan KL

Klassens resultatopgørelse	31-12-2018 (t.kr.)	31-12-2017 (t.kr.)
Andel af resultat af fællesporteføljen	-1.682	10.218
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	1.237	758
Klassens resultat	-2.919	9.460
Resultatdisponering og udlodningsopgørelse		
Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	1.434	1.022
Overført fra sidste år	23	0
I alt formuebevægelser	1.457	1.022
Til disposition	-1.462	10.482
Forslag til anvendelse		
Til rådighed for udlodning	19.852	12.683
Foreslået udlodning	19.840	12.660
Overført til udlodning næste år	12	23
Overført til formue	-21.314	-2.201
I alt disponeret	-1.462	10.482

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

Årsrapport > ValueInvest Japan

Noter

1 Investorenes formue

	Cirk. beviser	(t.kr.) Formue- værdi	Cirk. beviser	(t.kr.) Formue- værdi
Formue primo	58.073	138.248	66.292	159.939
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		12.660		12.397
Ændring i udlodning pga. emission/indløsning		0		219
Emissioner i året	364	772	64.055	643
Indløsninger i året	5.390	12.032	72.274	19.616
Emissionstillæg/indløsningsfradrag (netto)		17		0
Udlodningsregulering		-1.434		-1.022
Overført udlodning fra sidste år		-23		0
Overført udlodning til næste år		12		23
Foreslået udlodning		19.840		12.660
Overført fra resultatopgørelsen		-21.314		-2.201
Formue ultimo	53.047	111.426	58.073	138.248

2 Til rådighed for udlodning

	(t.kr.)	(t.kr.)
Udlodning overført fra sidste år	23	0
Renter og udbytter	2.540	2.917
Ikke refunderbar skat	-382	-437
Kursgevinster til udlodning	21.653	14.136
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-1.585	-1.247
I alt indkomst før administrationsomkostninger	22.249	15.369
Administrationsomkostninger	-2.548	-2.911
Udlodningsregulering administrationsomkostninger	151	225
I alt rådighed for udlodning	19.852	12.683

3 Femårsoversigt

	2018	2017
Årets nettoresultat (t.kr.)	-2.919	9.460
Investorenes formue (t.kr.)	111.426	138.248
Cirkulerende andele (t.kr.)	53.047	58.073
Indre værdi	210,05	238,06
Udlodning (%)	37,40	21,80
Omkostninger (%)	2,04	2,01
Afkast (%)	-2,65	6,74
ÅOP	2,17	2,12
Indirekte handelsomkostninger	0,01	
Sharpe ratio	0,88	
Standardafvigelse (%)	11,51	

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 Blue Chip, ValueInvest Global og ValueInvest Global Akkumulerende.

MSCI Japan Net Dividends (ND)

Referenceindeks for afdeling ValueInvest Japan.

Up-Market og/eller Down-Market Capture Ratio

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

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

Finanskalender

Nedenstående er finanskalender for 2019

14.03.2019	Årsrapport 2018
11.04.2019	Generalforsamling
21.08.2019	Halvårsrapport 2019

Hvad er valueinvestering?

Valueinvestering med ValueInvest Danmark

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

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

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

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

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

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

Investeringsproces

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

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

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

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

Forskellen på den aktuelle børskurs og den beregnede "Fair Value" kaldes "margin of safety" (udtryk for rabat på børskurs i forhold

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

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

Hvem er ValueInvest Danmark?

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

Afdelinger

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

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

Afdelingerne kan endvidere være opdelt i andelsklasser. Andelsklasserne i en afdeling har samme investeringspolitik, benchmark, risikoprofil mv.

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

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

Investorer, der har en gældende porteføljeeftale, 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 minimum ét af ovenstående krav for de enkelte andelsklasser, kan tvangsindløses.

Handel og information

Investeringsbeviser i Foreningens andelsklasser kan erhverves hos alle danske pengeinstitutter, og indre værdi mv. kan følges dagligt på www.valueinvest.dk. Ved 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 A/S
Sundkrogsgade 7
Postboks 2672
2100 København Ø.
Telefon: 7730 9000
Telefax: 7730 9100
kontakt@valueinvest.dk
www.valueinvest.dk

Rådgivning og service

ValueInvest Asset
Management S.A.
36, rue Marie-Adelaïde
L-2128 Luxembourg
Luxembourg
Telefon: +453331 7044
info@valueinvest.lu
www.valueinvest.lu

Pengeinstitutter.

BankNordik
BIL Danmark
Den Jyske Sparekasse
Djurslands Bank
Dronninglund Sparekasse
Frøs Herreds Sparekasse
Fynske Bank
Jutlander Bank
Jyske Bank
Kreditbanken
Lollands Bank
Lån & Spar Bank
Maj Bank
Middelfart Sparekasse
Nordea Bank
Nordfyns Bank
Nordnet
Nykredit Bank
Ringkjøbing Landbobank
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.