

2011  
ÅRSRAPPORT

ÅRSRAPPORT 2011 FOR INVESTERINGSFORENINGEN VALUEINVEST DANMARK  
DANMARK

# ValueInvest



# 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

Investeringsforvaltningselskab  
BI Management A/S

Investeringsrådgiver  
ValueInvest Asset Management S.A.,  
Luxembourg

Revision  
PricewaterhouseCoopers

CVR-nr.  
Investeringsforeningen  
ValueInvest Danmark 20 93 10 43

FF-nr.  
Investeringsforeningen  
ValueInvest Danmark 11106

Fondskoder  
ValueInvest Blue Chip Value  
DK001024922-6

ValueInvest Global  
DK001024639-6

ValueInvest Global Akkumulerende  
DK006003249-8

ValueInvest Japan  
DK001024647-9

Depotselskab  
Spar Nord Bank A/S

Brancheforening  
InvesteringsForeningsRådet

Layout  
Kandrup's Bogtrykkeri A/S

Produktion  
PrinfoHobro 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. Ligeledes vil De modtage indbydelse til den årlige generalforsamling.

Besøg også vores hjemmeside på [www.valueinvest.dk](http://www.valueinvest.dk), hvor der ligger en vejledning i, hvordan der kan investeres i

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

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

Følg desuden kurserne for afdelingernes beviser på hjemmesiden, hvor de opdateres dagligt inden kl. 10.

### Når De henvender Dem i banken, oplys følgende:

- Foreningens navn
- Fondskode på afdelingen
- Beløb De ønsker at investere
- Deres kononummer
- Deres depotnummer
- Husk navnenotering

# Indhold

Om ValueInvest Danmark.....	2
Ledelsesberetning for 2011 .....	4
Ledelsespåtegning.....	10
Den uafhængige revisors erklæringer.....	11
Anvendt regnskabspraksis.....	12
<b>ValueInvest Blue Chip Value</b> .....	15
Kommentarer og forventninger .....	15
Resultatopgørelse.....	17
Balance pr. 31. december.....	17
Noter .....	18
<b>ValueInvest Global</b> .....	20
Kommentarer og forventninger .....	20
Resultatopgørelse.....	22
Balance pr. 31. december.....	22
Noter .....	23
<b>ValueInvest Global Akkumulerende</b> .....	25
Kommentarer og forventninger .....	25
Resultatopgørelse.....	27
Balance pr. 31. december.....	27
Noter .....	28
<b>ValueInvest Japan</b> .....	30
Kommentarer og forventninger .....	30
Resultatopgørelse.....	32
Balance pr. 31. december.....	32
Noter .....	33
Ordforklaringer for ValueInvest Danmarks fire afdelinger.....	35
Fondsbørsmeddelelser & Finanskalender .....	36
Hvad er valueinvestering?.....	37
Hvem er ValueInvest?.....	38
Til notater .....	39
Praktiske forhold .....	40

Foreningens ordinære generalforsamling afholdes den  
17. april 2012 kl. 17.00 på Hotel Koldingfjord.

# Ledelsesberetning for 2011

Investeringsforeningen ValueInvest Danmark består af fire afdelinger. Hver afdeling aflægger separat regnskab og afdelingsberetning. Regnskaberne viser afdelingernes økonomiske udvikling i året samt giver en status ultimo året. I afdelingsberetningerne kommenteres afdelingernes resultater i året samt de specifikke forhold, som gælder for den enkelte afdeling. Alle de fælles opgaver indenfor administration og investering håndteres af Foreningens administrationselskab. Det er med til at sikre en omkostningseffektiv drift.

Afdelingerne påvirkes af mange af de samme forhold, selvom de investerer i forskellige typer af værdipapirer og følger forskellige strategier. 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.

Den aktuelle gældskrise i mange lande har medført et kraftigt lavtryk over de finansielle markeder i 2011, hvilket både internationalt og i Danmark har ramt hårdt på en række industrier, herunder i særlig grad den finansielle sektor. Investeringsforeningen ValueInvest Danmark, som investerer efter value-princippet, har i lighed med tidligere år haft en høj vægtning af indtjeningsstabile selskaber, som handles væsentligt under den beregnede reelle værdi, og har heller ikke i 2011 haft eksponering til den finansielle sektor. Foreningens globale afdelinger leverede et negativt afkast i niveauet fra 4,4% til 0,3%, mens afdeling Japan leverede et positivt afkast på 5,6%. Til sammenligning leverede Morgan Stanleys Verdensindeks (MSCI Verden ND) og Japans indeks (MSCI Japan ND) negative afkast på henholdsvis 2,7% og 11,7%.

Investeringsforeningen ValueInvest Danmark kan glæde sig over en nettotilgang af nye medlemmer i løbet af 2011 på 950, hvilket svarer til en fremgang på 2,96%. Antallet af unikke investorer er dermed steget til 33.065. Foreningens samlede formue ved udgangen af 2011 er på DKK 3,964 milliarder, hvilket svarer til en tilbagegang på 2,5% i forhold til 2010.

## Afkastforklaring

I ledelsesberetningen for 2010 blev afkastpotentialet over en syv års periode for de globale afdelinger beregnet som værende mellem 9,5% og 9,6% pro anno. For afdelingen Japan blev afkastpotentialet beregnet til 10,8% pro anno.

I afdelingerne Global og Global akkumulerende blev afkastet for 2011 henholdsvis -4,4% og -4,1% imod et ligeledes negativt afkast for MSCI Verden ND på 2,7%. Dermed var afkastet for Global og Global Akkumulerende dårligere end afkastet for det generelle aktiemarked samt markant lavere end det i beretningen for 2010 beregnede årlige afkast. Afkastet i afdelingerne var positivt påvirket af en høj vægtning inden for sektorerne Medicinal og Stabilt Forbrug. I negativ retning trak blandt andet afkast fra selskab inden for Cyklisk Forbrug, et selskab inden for IT samt et selskab inden for Stabilt Forbrug, der således klarede sig væsentligt dårligere end dets hovedsektor. De negative afkast fra disse tre selskaber var en afgørende årsag til at Global og Global Akkumulerende afdelingerne på trods af en gunstig sektorvægtning klarede sig dårligere end MSCI Verden ND. På baggrund af den favorable sektorvægtning i afdelingerne Global og Global akkumulerende anser Foreningen afkastene i disse afdelinger for utilfredsstillende.

Afdeling Blue Chip Value opnåede et afkast på -0,3%, hvilket relativt set må anses for at være tilfredsstillende i forhold til MSCI Verden ND som havde et negativt afkast på 2,7%. Blue Chip Value afdelingen var, ligesom de to Globale afdelinger, positivt påvirket af sektorvægtningen til Medicinal

og Stabilt Forbrug og negativt påvirket af afkast fra et selskab indenfor Cyklisk Forbrug samt et selskab inden for IT-sektoren.

Det generelle globale markeds afkast, -2,7%, var ligeledes lavere end det i beretningen for 2010 forventede afkast på 3,2%.

ValueInvest Japan leverede et positivt afkast i 2011 på 5,6% mod et negativt afkast fra MSCI Japan ND på 8,46%. Japan blev i marts måned ramt af et meget alvorligt jordskælv med efterfølgende tsunami og atom-katastrofe på Fukushima-værket i det nordøstlige Japan. Det blev en afgørende faktor for sektoren Forsyning, der faldt med næsten 40% i 2011. Sektoren Finans gav også et negativt afkast i 2011. Afdelingen Japan havde ingen eksponering til disse to sektorer i 2011, og var således beskyttet imod tab fra selskaber i disse industrier. På trods af at resultatet ligger under det beregnede årlige afkastpotentiale for Japan, anses det for at være meget tilfredsstillende.

Afkastet på det generelle japanske aktiemarked, -8,46%, var væsentligt lavere end det i beretningen for 2010 forventede afkast på 1,4%.

For de Globale afdelinger og Blue Chip Value afdelingen gjaldt det, at de opnåede afkast var markant lavere end det beregnede annualiserede afkastpotentiale. Væsentlige usikkerhedspunkter som eksempelvis jordskælvet i Japan, nedgraderingen af USA's statsgæld, gældskrisen i Europa og USA samt en generel nedjustering af indtjeningsforventningerne henover året gjorde, at hverken markedet eller ValueInvest afdelingerne kunne fremvise afkast, der modsvarer de førnævnte beregninger. For Japan afdelingen gælder, at det opnåede afkast kun i mindre grad var lavere end det beregnede afkastpotentiale. De usikkerhedsmomenter, der gør sig gældende for afkastene for MSCI Verden ND og de globale afdelinger er ligeledes en afgørende årsag til de lavere end forventede

# Ledelsesberetning for 2011 (fortsat)

afkast for det japanske marked samt Japan afdelingen.

## Bristede forventninger til indtjeningsvæksten påvirkede aktiemarkedene

I halvårsregnskabet for 2011 udtrykte Foreningen tvivl om virksomhederne på globalt plan ville være i stand til leve op til de høje indtjeningsforventninger, der implicit lå i aktiemarkedet. I løbet af foråret 2011 var der høje vækstforventninger til årets indtjening, der toppede omkring 30% i vægtet gennemsnitlig indtjeningsvækst for mere end 6.700 globale virksomheder. Hen over sommeren og i løbet af efteråret opstod der imidlertid en mindre optimisme for den fremtidige indtjeningsvækst. I takt med, at de delvist bristede indtjeningsforventninger fik fodfæste faldt aktiemarkedet yderligere med 9,9% i tredje kvartal for derefter at vinde det tabte tilbage i fjerde kvartal. Året som helhed endte med et negativt afkast for Morgan Stanleys Verdensindeks på 2,7%.

De ti hovedsektorer i MSCI Verden ND udviklede sig væsentligt forskelligt i løbet af året. Som det fremgår af figur 1 gav sektorerne Råvarer og Finans de absolut dårligste afkast med tab på henholdsvis 17,4% og 16,0%. I den anden ende af skalaen er de mere indtjeningsstabile selskaber i sektorerne Medicinal og Stabilt Forbrug med positive afkast på henholdsvis 12,8% og 11,9%. Årsagen til at sektoren Råvarer klarede sig så dårligt i 2011 skal delvist hentes i, at der i begyndelsen af året var meget høje forventninger til stigninger i driftsresultatet for sektoren som helhed. I takt med at blandt andre IMF nedjusterede forventningerne til væksten i verdensøkonomien, justeredes også de høje forventninger til selskaberne i råvaresektoren.

Det japanske aktiemarked faldt i 2011 med 11,7% målt ved MSCI Japan ND indeks. Som det fremgår af figur 2 kom væsentlige negative bidrag til dette afkast fra sektorerne Forsyning, Finans og IT, der faldt med henholdsvis 39,1%, 20,3% og 20,2%. Sektor-mæssigt kom de to eneste positive bidrag

fra Stabilt Forbrug og Telekommunikation, der steg med henholdsvis 9,5% og 4,7%. Sektoren Forsyning blev kursmæssigt meget hårdt ramt af de tragiske begivenheder efter det japanske jordskælv den 11. marts med den deraf følgende tsunami og ulykke på Fukushima atomkraftværket i det nordøstlige Japan.

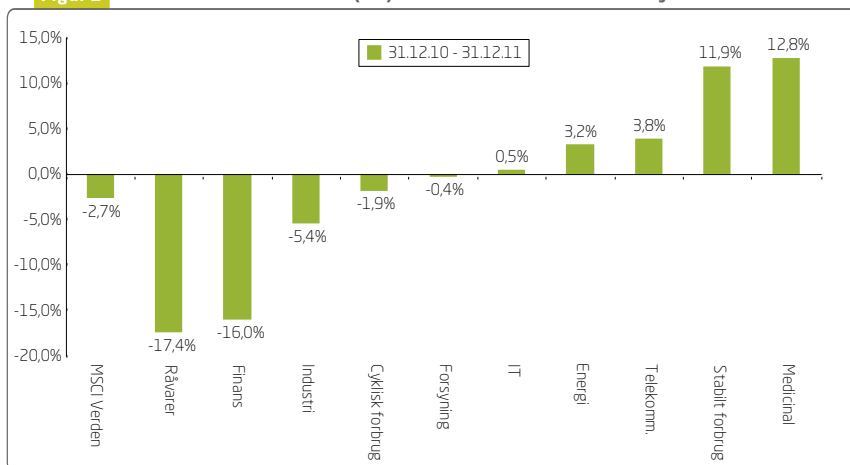
## Fra finanskrisen til statskrisen

Op til den såkaldte finanskrisen i 2008 oplevede en række europæiske lande og USA en kraftig overophedning af økonomien og

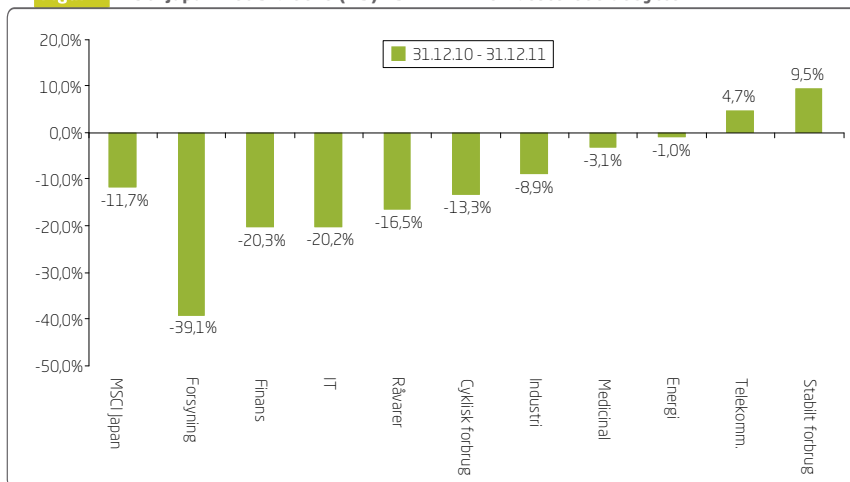
stærkt stigende priser på ejendomsmarkedet. Kombinationen af lave lånerenter samt afdragsfrihed i flere lande medførte en prisboble, som sidenhen førte til en afmatning i økonomierne samt dyb krise i den finansielle sektor. Centralbankerne leverede store mængder billig likviditet til markedene for at afbøde en længerevarende recession.

I dag, kort tid efter finanskrisens udbrud, står vi med en statsgældskrise og ikke en markedskrise som i 2008. USA og en række

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



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



# Ledelsesberetning for 2011 (fortsat)

lande i Europa har for meget gæld, hvilket i 2011 har resulteret i en eurokrise. De økonomisk svage lande i eurofællesskabet truer nu den fælles mønt, hvor økonomiske mere stærke lande som Tyskland og Frankrig har arbejdet intenst i løbet af året for økonomiske hjælpepakker til genskabelse af tillid til euroen og fællesskabet. Grækenland står forrest i skudlinjen og må gennemføre hårde økonomiske besparelser for at modtage den livsnødvendige økonomiske hjælp fra EU, samt gennemgå en decideret gældssanering med hjælp fra den private sektor. Andre europæiske lande i eurosamarbejdet kæmper ligeledes med at bevare markedernes tillid. Den finansielle sektor belastes igen økonomisk, med store tab fra investering i en række europæiske statsobligationer, og vil blive afkrævet yderligere styrkelse af kapitalgrundlaget som følge heraf.

## Mange virksomheder gør det godt

I udfordrende tider for en række virksomheder, herunder specielt mindre og mellemstore virksomheder, der ikke har stor eksponering imod vækstmarkederne, er det godt at kunne konstatere, at rigtig mange af virksomhederne i Foreningens afdelinger klarer sig godt.

Microsoft og Next er to unge selskaber etableret i henholdsvis 1975 og 1982. De har således kun oplevet få større kriser; IT-boblens brist efter år 2000, finanskrisen og den igangværende statskrise. Disse to virksomheder er aldersmæssigt atypiske for Foreningen idet den største del af selskaberne her har rødder tilbage fra før år 1900 og enkelte selskaber kan skrive sin historie tilbage til før den franske revolution i 1789. Færre end 10 virksomheder er så unge, at de ikke har oplevet 2. Verdenskrig. Hvis man åbner historiebøgerne for mange af selskaberne i afdelingerne, har de gennemlevet kriser, der i omfang og varighed overstiger den aktuelle økonomiske krise. Ikke kun virksomhederne, men også mange af deres produkter har vist stor styrke igennem mange årtier. Eksempelvis har Nestlé's Nescafé eksisteret i mere end 80 år. I løbet

af trediverne brugte Nestlé otte år på at videreudvikle og forfine Nescafé produktet, og under 2. Verdenskrig var det en del af de amerikanske soldaters feltrationer. I dag bliver produktet stadig solgt globalt og er et verdensbrand. Om det er kaffe fra Nestlé, ketchup fra Heinz eller cornflakes fra General Mills, så har Foreningen en række selskaber, der sælger produkter med en rigtig god modstandsdygtighed overfor verdensøkonomiens luner. De er dermed i stand til at levere en relativ stabil indtjening også i et mere udfordrende økonomisk klima.

## Usædvanlige forhold

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

## Usikkerhed ved indregning eller måling

Den væsentligste usikkerhed ved indregning og måling knytter sig til fastsættelse af en korrekt dagsværdi for visse instrumenter, da markedskursen i nogle tilfælde ikke anses som retvisende. Instrumenterne værdiansættes i disse tilfælde til en anden markedsbaseret kurs, såfremt denne antages at være et bedre udtryk for dagsværdien.

## Risici og risikostyring

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

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

- Investeringsmarkederne
- Investeringsbeslutningerne
- Driften af foreningen

## Risici knyttet til investeringsmarkederne

Afkastet i Foreningen bliver naturligvis påvirket af alle de risici, som knytter sig

til investeringsmarkederne. Disse risikoelementer er for eksempel udviklingen i de økonomiske konjunkturer og politiske forhold både lokalt og globalt, valutarisici, renterisici og kreditrisici.

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

## Risici knyttet til investeringsbeslutningerne

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

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

Foreningens bestyrelse har fastsat risikorammer for hver afdeling. Rammerne er fastlagt med reference til den maksimalt og minimale observerede standardafvigelse over de seneste 5 år. I det område har bestyrelsen fastlagt en minimal og en maksimal standardafvigelse, som overvåges af investeringsforvaltningsselskabet.

# Ledelsesberetning for 2011 (fortsat)

## Risici knyttet til driften af Foreningen

For at undgå fejl i driften af Foreningen har investeringsforvaltningsselskabet etableret en række kontrolprocedurer og forretningsgange, som reducerer disse risici. Der arbejdes hele tiden på udvikling af systemer og højnelse af kontrolniveauet, således at risikoen for menneskelige fejl bliver reduceret mest muligt. Der er desuden opbygget et ledelsesinformationssystem, som sikrer, at der løbende følges op på omkostninger og afkast. Afkast vurderes dagligt, og er der områder, som ikke udvikler sig tilfredsstillende, tages dette op med rådgiver med fokus på at få vendt udviklingen. Der anvendes desuden betydelige ressourcer på at sikre en korrekt priskefastevaluering. I de tilfælde, hvor den aktuelle børskurs ikke vurderes at afspejle dagsværdien på det pågældende instrument, anvendes en værdiansættelsesmodel i stedet.

Investeringsforvaltningsselskabets complianceafdeling overvåger og fører kontrol med, at de fornævnte 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 kunne genskabe systemerne i tilfælde af større eller mindre nedbrud. Disse procedurer og planer afprøves regelmæssigt.

Ud over at administrationen i den daglige drift har fokus på sikkerhed og præcision, når opgaverne løses, følger bestyrelsen 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 de enkelte af Foreningens afdelinger henvises til de gældende prospekter og Central Investorinformation. Disse kan downloades fra [www.valueinvest.dk](http://www.valueinvest.dk)

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

## Generelle risikofaktorer

### Enkeltlande

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

### Eksponering mod udlandet

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

### Valuta

Investeringer i udenlandske værdipapirer giver 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 valutamarkeket samt lovgivningsmæssige, konkurrencemæssige, markedsmæssige og likviditetsmæssige forhold vil kunne påvirke selskabernes indtjening. Da afdelingerne

på investeringstidspunktet kan investere op til 10 % i et enkelt selskab, kan værdien af Foreningen variere kraftigt som følge af udsving i enkelte aktier. Selskaber kan gå konkurs, hvorved investeringen heri vil være tabt.

### Nye markeder/emerging markets

Begrebet "nye markeder" omfatter stort set alle lande i Latinamerika, Asien (ex. Japan, Hongkong og Singapore), Østeuropa og Afrika. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt aktie- og obligationsmarkedet, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder er forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Et 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 markedsmæssige og økonomiske forhold.

### Risikovillig kapital

Afkastet kan svinge meget som følge af selskabernes muligheder for at skaffe risikovillig kapital til for eksempel udvikling af nye produkter. En del af en forenings

# Ledelsesberetning for 2011 (fortsat)

formue kan investeres i virksomheder, hvis teknologier er helt eller delvist nye, og hvis udbredelse kommercielt og tidsmæssigt kan være vanskelig at vurdere.

## Udbytte

Foreningen udbetaler udbytte for 2011. Afdeling ValueInvest Global udbetaler 2,50 kr. pr. bevis. Afdeling ValueInvest Blue Chip Value udbetaler 3,00 kr. pr. bevis.

## Samfundsansvar

Investeringsforeningen ValueInvest Danmark forvalter primært sit samfundsansvar gennem et tæt samarbejde med Foreningens investeringsrådgiver ValueInvest Asset Management S.A. Denne har underskrevet UN PRI ([www.unpri.org](http://www.unpri.org)), som er et samarbejde for professionelle investorer med henblik på at fremme principperne i PRI. Det betyder, at ValueInvest Asset Management S.A. analyserer, om virksomhederne har en samfundsmæssig ansvarlig adfærd. ValueInvest Asset Management S.A. har fravalgt negativ screening brugt på en måde, hvor virksomhederne automatisk bliver solgt fra,

og vil i stedet bruge samarbejdet med UN PRI til påvirkning af det enkelte selskab.

ValueInvest Asset Management S.A. har følgende investeringsmæssige holdning:

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

Her henvises til Foreningens hjemmeside [www.valueinvest.dk](http://www.valueinvest.dk) under afsnittet om Investering og Rådgivning

## Begivenheder efter regnskabsårets afslutning

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

## Forventninger til 2012

I 2012 vil vi næppe se de økonomiske stimuli bliver udfaset. Verdensøkonomien forventes fortsat at være svagt økonomisk funderet, og der vil være stor fokus på de sydeuropæiske landes planer for en økonomisk genopretning. De forskellige økonomiske tiltag vil få aktiemarkedene til at svinge mellem optimisme og pessimisme i 2012. Svingende aktiemarkeder skaber gode muligheder for Foreningen til at købe gode virksomheder prisfastsat væsentlig under deres reelle værdier og dermed bevare et godt afkastpotentiale i alle Foreningens afdelinger. Vi forventer beherskede, men positive afkast på aktiemarkedene i 2012. Dette baseres på en positiv udvikling i verdensøkonomien samt en opbremsning af den europæiske gældskrise. Usikkerheden er dog fortsat meget høj og der er risiko for store udsving i kurserne.

## 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. Den type

forventninger er i sagens natur forbundet med usikkerhed, og vi vurderer, at usikkerheden er større, end hvad vi historisk har set. Og da det ydermere er behæftet med meget stor usikkerhed at give 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.



# Ledelsesberetning for 2011 (fortsat)

## Bestyrelse & direktion

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

### Bestyrelse

**Ole Steffensen, Formand**

*Bestyrelsesformand for:*

Boliginvestor A/S

*Medlem af bestyrelsen for:*

Dit pultekammer Holding A/S

ASX 1235 A/S,

Egedal Maskinfabrik A/S

Ejendomsselskabet af 01.01.2006, Hadsund A/S

NTR Holding A/S

*Direktør for:*

Olav W. Hansen A/S

**Jens Hærck, Næstformand**

**Ole Richter-Mikkelsen**

**Mikael Bernhoff**

*Bestyrelsesformand for:*

Andersson og Sørensen Holding A/S

Moltke-Leth Advokater, Aktieselskab

*Medlem af bestyrelsen for:*

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

Elektas EL-Installationer A/S

**Bent Erik Carlsen**

*Bestyrelsesformand for:*

Vestas Wind Systems A/S

Holdingselskabet af 19. Marts 2010 A/S

*Medlem af bestyrelsen for:*

Odense Stålskibsværft A/S

### Direktion

**BI Management A/S**

**Christina Larsen, direktør**

*Næstformand for:*

BISA S.A.

*Direktør for:*

BI Management A/S

**Michael Hovard Ekmann, Vicedirektør**

*Formand i bestyrelsen for:*

R&H A/S

Bestyrelsens valgperiode er reguleret ifølge foreningens vedtægter på følgende måde:

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

Genvalg kan finde sted. Ethvert medlem af bestyrelsen afdvares senest på generalforsamlingen efter udløbet af det regnskabsår, hvori vedkommende fylder 73 år.

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

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

Foreningens samlede bestyrelseshonorar udgjorde i 2011: 442 t.kr. (2010: 417 t.kr.)

# Ledespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktionen har dags dato aflagt og godkendt årsrapporten for 2011 for Investeringsforeningen Value-Invest Danmark (fire afdelinger).

Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv.

Årsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultatet.

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

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 22. marts 2012

## Bestyrelse

---

Ole Steffensen  
*Formand*

---

Jens Harck  
*Næstformand*

---

Ole Richter-Mikkelsen  
*Bestyrelsesmedlem*

---

Mikael Bernhoft  
*Bestyrelsesmedlem*

---

Bent Carlsen  
*Bestyrelsesmedlem*

## Direktion

BI Management A/S

---

Christina Larsen  
*Direktør*

---

Michael Hovard Ekmann  
*Vicedirektør*

# Den uafhængige revisors erklæringer

## Til investorerne i Investeringsforeningen ValuInvest Danmark

### Påtegning på årsregnskaberne

Vi har revideret årsregnskaberne for de enkelte afdelinger i Investeringsforeningen ValuInvest Danmark (fire afdelinger) for regnskabsåret den 1. januar – 31. december 2011, omfattende den samlede beskrivelse af anvendt regnskabspraksis samt de enkelte afdelingers resultatopgørelse, balance og noter. Årsregnskaberne for de enkelte afdelinger udarbejdes efter lov om investeringsforeninger mv.

### Ledelsens ansvar for årsregnskaberne

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

### Revisors ansvar

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

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

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

Revisionen har ikke givet anledning til forbehold.

### Konklusion

Det er vores opfattelse, at årsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2011 samt af resultatet af de enkelte afdelingers aktiviteter for regnskabsåret den 1. januar – 31. decem-

ber 2011 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv.

### Udtalelse om ledelsesberetningen

Vi har i henhold til lov om investeringsforeninger mv. gennemlæst foreningens ledelsesberetning og ledelsesberetningerne for de enkelte afdelinger. Vi har ikke foretaget yderligere handlinger i tillæg til den udførte revision af årsregnskaberne for de enkelte afdelinger. Det er på denne baggrund vores opfattelse, at oplysningerne i foreningens ledelsesberetning og ledelsesberetningerne for de enkelte afdelinger er i overensstemmelse med årsregnskaberne for de enkelte afdelinger.

København, den 22. marts 2012  
PricewaterhouseCoopers  
Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

---

Jesper Edelbo  
*statsautoriseret revisor*

---

Michael E. Jacobsen  
*statsautoriseret revisor*

# Anvendt regnskabspraksis

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

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten for 2010.

## 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 beeller 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 betalingsdag, indregnes i resultatopgørelsen under "Kursgevinster og -tab".

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

## Resultatopgørelse

### Renter og udbytter

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

### Kursgevinster og -tab

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

### Handelsomkostninger

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

Den del af handelsomkostningerne, som er afholdt i forbindelse med køb og salg af finansielle instrumenter, og som er forårsaget af emission og indløsning, indregnes direkte

i medlemmernes formue. Beløbet opgøres, som den andel af bruttohandelsomkostningerne, som forholdsmæssigt kan henføres til omsætning i forbindelse med emission og indløsning beregnet på grundlag af de omsætningstal, som indgår i beregning af omsætningshastigheden.

### Administrationsomkostninger

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

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

### Skat

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

### Udlodning

De udloddende afdelinger foretager hvert år en udlodning i overensstemmelse med foreningens vedtægter, der blandt andet opfylder de i ligningslovens §16 C anførte krav til minimumsudlodning.

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

Minimumsudlodningen opgøres på grundlag af de i regnskabsåret:

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

Udlodningsprocenten beregnes som den opgjorte udlodning (rådgighedsbeløb) i procent af afdelingens cirkulerende andele på balancedagen. Den beregnede udlodningsprocent nedrundes efter gældende regler til nærmeste kvarte procent eller til nul, hvis den beregnede udlodningsprocent er mindre end en. Et overskydende positivt beløb til rådgighed for udlodning overføres til udlodning næste år.

# Anvendt regnskabspraksis (fortsat)

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

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

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

## Balancen

### Likvide midler

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

### Kapitalandele og obligationer

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

Unoterede kapitalandele måles til dagsværdi fastsat efter almindelige anerkendte metoder.

### Andre aktiver

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

Tilgodehavende rente, udbytte med mere består af periodiserede renter på likvider og

obligationer, udbytter deklareret før balancedagen med afregning efter balancedagen samt tilgodehavende udbytteskatter.

### Anden gæld

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

## Nøgletal

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

### Indre værdi

Medlemmernes formue delt med cirkulerende andele på balancedagen.

### Udlodning i procent

Udlodning til medlemmerne i procent af cirkulerende andele på balancedagen.

### Omkostningsprocent

Administrationsomkostningerne i procent af afdelingens gennemsnitlige månedlige opgjorte formuer.

### Årets afkast i procent

beregnes som:

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

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

### Værdipapiromsætning, brutto og netto

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

### Omsætningshastighed

Omsætningshastigheden afspejler, hvor man-

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

### ÅOP (Årlige omkostninger i procent)

ÅOP beregnes som summen af administrationsomkostningerne og handelsomkostninger ved løbende drift i procent af den gennemsnitlige formue tillagt en syvendedel af summen af det maksimale emissionsstillæg og maksimale indløsningsfradrag ultimo året opgjort i procent.

### Sharpe Ratio

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

### Benchmark (sammenligningsindeks)

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

### Standardafvigelse

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

# Anvendt regnskabspraksis (fortsat)

## *Tracking Error*

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

## *Information Ratio*

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

# ValueInvest Blue Chip Value

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Risici og risikostyring" med efterfølgende afsnit om risici samt afsnittet om "Forventninger til 2012" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

## Investeringsområde og profil

Afdelingen har som langsigtet mål at levere høje stabile afkast kombineret med lav risiko for permanente tab på baggrund af en disciplineret aktieudvælgelsesproces, som specialiserer sig i principperne om valueinvestering. Ved at investere i primært større likvide nordamerikanske, europæiske og japanske kvalitetselskaber prisfastsat væsentlig under den reelle beregnede værdi kan afdelingen fremvise attraktive stabile afkast kombineret med en moderat risiko.

## Bristede forventninger til indtjeningsvæksten påvirkede aktiemarkedene

I halvårsrapporten udtrykte Foreningen tvivl om, at virksomhederne på globalt plan ville være i stand til leve op til de høje indtjeningsforventninger, der implicit lå i aktiemarkedet. I løbet af foråret 2011 var der høje vækstforventninger til årets indtjening, der toppede omkring 30% i vægtet gennemsnitlig indtjeningsvækst for mere end 6.700 globale virksomheder. Hen over sommeren og i løbet af efteråret var der mindre optimisme for den fremtidige indtjeningsvækst. Efter at en række virksomheder har leveret helårsrapportering (forskudt regnskabsår) eller periode-rapportering, er der nu konsensus i markedet (Bloomberg indsamlede markedsforventninger) for en lavere gennemsnitlig indtjeningsvækst for 2011 på 16%.

## Afkast 2011

ValueInvest Blue Chip Value leverede et negativt afkast i 2011 på 0,3% mod et ligeledes negativt afkast fra MSCI Verden ND på -2,69%. Afdelingens afkast var negativt påvirket af investeringer inden for sektoren Hotels, Resorts and Cruise lines og var positivt påvirket af en stor vægtning af selskaber i sektorerne Medicinal og Stabilt Forbrug. Afdelingen havde ingen investeringer i sektorerne Råvarer og Finans og var således forskånet for tab fra selskaber i disse to sektorer, som klarede sig dårligst af de ti hovedsektorer i MSCI Verden ND. Afdelingens

realiserede afkast i forhold til de beregnede forudsætninger, der er beskrevet i ledelsesberetningen for 2010, kan findes i den fælles ledelsesberetning i denne årsrapport.

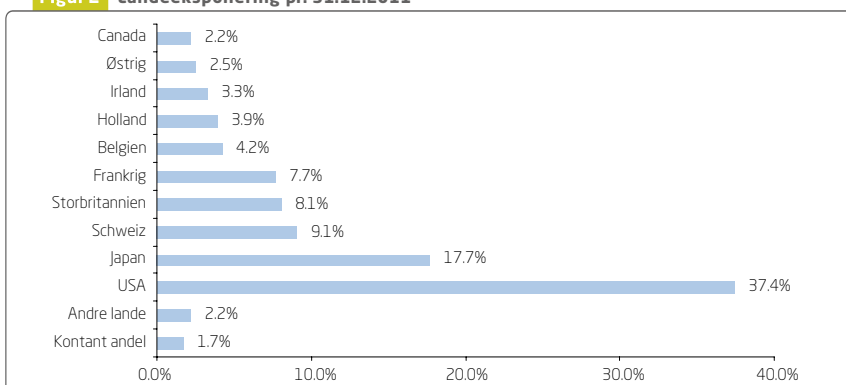
Det opnåede afkast var markant lavere end det beregnede årlige afkastpotentiale på 9,6%. Væsentlige usikkerhedspunkter som eksempelvis jordskælvet i Japan, nedgra-

deringen af USA's statsgæld, gældskrisen i Europa og USA samt en generel nedjustering af indtjeningsforventningerne henover året gjorde, at hverken markedet eller ValueInvest-afdelingerne kunne fremvise afkast, der modsvarer de beregnede forudsætninger, der fremgår af den fælles ledelsesberetning i denne årsrapport.

**Figur 1 Historiske afkast inklusive nøgletal**

ValueInvest Blue Chip Value	31.12.2001-31.12.2011 (10 år)		31.12.2004-31.12.2011 (7 år)		31.12.2006-31.12.2011 (5 år)	
	Blue Chip Value	MSCI Verden Net Dividens	Blue Chip Value	MSCI Verden Net Dividens	Blue Chip Value	MSCI Verden Net Dividens
Akkumuleret afkast (%)	46.98	-2.69	40.04	22.34	3.87	-10.12
Årligt afkast (%)	3.93	-0.27	4.93	2.92	0.76	-2.11
Merafkast (%)	4.20		2.01		2.87	
Standardafvigelse (p.a.%)	11.99	14.98	11.19	14.28	12.34	15.69
Sharpe Ratio	0.04	-0.25	0.13	-0.04	-0.22	-0.36
Beta	0.70		0.68		0.68	
Tracking Error (p.a.%)	5.93		5.66		6.19	
Information Ratio	0.71		0.35		0.46	

**Figur 2 Landeeksponering pr. 31.12.2011**



**Figur 3 Selskabseksponering - pr. 31.12.2011**

Selskabs top 10	Land	Sektor	Industri	Risikokategori	Vægt
GlaxoSmithKline	Storbritannien	Medicinal	Medicinalindustri	A	6.0%
General Mills	USA	Stabilt forbrug	Fødevarer	A	5.2%
Nestlé	Schweiz	Stabilt forbrug	Fødevarer	A	5.1%
Kimberly-Clark	USA	Stabilt forbrug	Husholdningsartikler	A	4.9%
Pfizer	USA	Medicinal	Medicinalindustri	B	4.7%
Microsoft	USA	IT	Systemsoftware	C	4.5%
ConAgra Foods	USA	Stabilt forbrug	Fødevarer	B	4.2%
Delhaize	Belgien	Stabilt forbrug	Fødevarerbutikker	B	4.2%
Roche	Schweiz	Medicinal	Medicinalindustri	A	4.0%
Ahold	Holland	Stabilt forbrug	Fødevarerbutikker	B	3.9%

# ValueInvest Blue Chip Value

## Historiske afkast

Af Figur 1 fremgår de historiske resultater fordelt på 5 år, 7 år og 10 år. I alle perioder er der leveret et merafkast i forhold til MSCI Verden ND i kombination med en lavere risiko, målt ved den årlige standardafvigelse. Porteføljen er karakteriseret ved en lav Beta i alle perioder samt en høj Tracking Error, som indikerer store afvigelser i porteføljesammensætningen i forhold til MSCI Verden ND. Trods den høje Tracking Error er der leveret stærke resultater målt ved Information Ratio (jf. Ordforklaringer).

## Landeeksponering

Af Figur 2 fremgår landeeksponeringen. Udvalgelsen af selskaber og sammensætningen af porteføljerne sker med udgangspunkt i en investeringsproces, der går på tværs af lande og sektorer. ValueInvest Blue Chip Value rummer derfor udelukkende selskaber og sektorer, der er identificeret positivt ud fra investeringsprocessen. Selskabsudvælgelsen har medført, at den største eksponering er til selskaber baseret i Europa, USA og Japan. Porteføljen har ved udgangen af 2011 kun en marginal direkte eksponering til det øvrige Fjernøsten.

## Selskabseksponering

Porteføljens 10 største selskabseksponeringer fremgår af Figur 3. De 10 største selskabseksponeringer udgør 46,8% af den samlede portefølje med eksponering gående fra 6,0% til 3,9%. Der er således en god diversifikation i porteføljen, og samtidig er de 10 største selskabseksponeringer primært investeret i kategorierne for indtjeningsstabilitet A og B.

## Forventninger

Det af ValueInvest Danmark udarbejdede koncernregnskab, som er den konsoliderede balance og resultatopgørelse for selskaberne i porteføljen, viser ved udgangen af 2011 et stigningspotentiale på 131,1%, hvilket er højere end det generelle aktiemarkedsstigningspotentiale på 90,2%. Som det fremgår af figuren om afkast og nøgletal, har det historisk været muligt at give et højere afkast end det generelle marked. Med den attraktive prisfastsættelse af afdelingens aktier anser foreningen det fortsat for muligt, over

tid, at levere et afkast der ligger over det generelle markedsafkast.

Vi forventer beherskede, men positive afkast på aktiemarkederne i 2012. Dette baseres på en positiv udvikling i verdensøkonomien samt en opbremsning af den europæiske gældskrise. Usikkerheden er dog fortsat meget høj og der er risiko for store udsving i kurserne.

Generelt set er sammensætningen af ValueInvest afdelingerne væsentligt forskellige fra referenceindekset MSCI Verden ND, hvorved afkastene for afdelingerne ligeledes kan påregnes at afvige væsentligt fra dette indeks afkast, både i positiv og negativ retning



# Årsrapport > ValueInvest Blue Chip Value

## Resultatopgørelse

	2011 (t.kr.)	2010 (t.kr.)
<b>Balance pr. 31. December</b>		
<b>Renter og udbytter</b>		
1 Renteindtægter	80	94
2 Udbytter	32.149	28.234
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>32.229</b>	<b>28.328</b>
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Kapitalandele	-23.387	101.581
Øvrige aktiver/passiver	-23	472
3 Handelsomkostninger	290	310
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-23.700</b>	<b>101.743</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>8.529</b>	<b>130.071</b>
4 Administrationsomkostninger	17.605	18.737
<b>Resultat før skat</b>	<b>-9.076</b>	<b>111.334</b>
5 Skat	-2.172	1.902
<b>Årets nettoresultat:</b>	<b>-6.904</b>	<b>109.432</b>

	2011 (t.kr.)	2010 (t.kr.)
<b>Aktiver</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	11.512	18.322
6 <b>I alt likvide midler</b>	<b>11.512</b>	<b>18.322</b>
<b>Kapitalandele</b>		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	812.414	902.563
6 <b>I alt kapitalandele</b>	<b>812.414</b>	<b>902.563</b>
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehav. renter, udbytte m.m.	176	148
Andre tilgodehavender	1.093	1.780
Mellemværende vedr. handelsafvikling	163	2.833
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>1.432</b>	<b>4.761</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>825.358</b>	<b>925.646</b>
<b>Passiver</b>		
7 Medlemmernes formue	823.055	923.070
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	2.303	2.562
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	14
<b>I alt anden gæld</b>	<b>2.303</b>	<b>2.576</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>825.358</b>	<b>925.646</b>

8 Til rådighed for udlodning

9 Femårsoversigt

# Årsrapport > ValueInvest Blue Chip Value

## Noter

				2011 (tkr.)	2010 (tkr.)	
<b>1 Renteindtægter</b>						
Indestående i pengeinstitutter				79	65	
Øvrige indtægter				1	29	
<b>I alt renteindtægter</b>				<b>80</b>	<b>94</b>	
<b>2 Udbytter</b>						
Noterede aktier fra udenlandske selskaber				32.149	28.234	
<b>I alt udbytter</b>				<b>32.149</b>	<b>28.234</b>	
<b>3 Handelssomkostninger</b>						
Bruttohandelssomkostninger				515	482	
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter				-225	-172	
<b>I alt handelssomkostninger</b>				<b>290</b>	<b>310</b>	
<b>4 Administrationsomkostninger</b>						
	Direkte	fælles	2011 I alt	Direkte	fælles	2010 I alt
Honorar til bestyrelse mv.	0	93	93	0	107	107
Revisionshonorar	0	63	63	0	66	66
Markedsføringsomkostninger	8.039	156	8.195	8.451	182	8.633
Gebyrer til depotselskab	646	0	646	694	0	694
Andre omk. i forb. med formueplejen	7.302	0	7.302	7.786	0	7.786
Øvrige omkostninger	0	457	457	0	552	552
Fast administrationshonorar	0	849	849	0	899	899
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>15.987</b>	<b>1.618</b>	<b>17.605</b>	<b>16.931</b>	<b>1.806</b>	<b>18.737</b>
<b>5 Skat</b>						
Ikke refunderbar udbytteskat				-2.172	1.902	
<b>I alt skat</b>				<b>-2.172</b>	<b>1.902</b>	
<b>6 Finansielle Instrumenter</b>						
Børsnoterede finansielle instrumenter				98,60%	98,01%	
Øvrige finansielle instrumenter				1,40%	1,99%	

Specifikation af afdelingens børsnoterede værdipapirer kan rekvireres via [kontakt@valueinvest.dk](mailto:kontakt@valueinvest.dk) eller ved at rette henvendelse til BI Management A/S.

Landefordeling	2011	2010	10 største	2011	2010
Belgien	4,20%	4,13%	Glaxosmithkline Plc	5,99%	4,99%
Canada	2,30%	2,53%	General Mills Inc.	5,19%	3,89%
Danmark	0,13%	0,19%	Nestlé SA	5,13%	4,85%
England	8,11%	12,04%	Kimberly-Clark Corp.	4,89%	4,21%
Frankrig	7,71%	7,96%	Pfizer	4,70%	3,82%
Holland	3,91%	4,24%	Microsoft	4,51%	3,63%
Irland	3,30%	2,61%	Delhaize Group	4,20%	4,13%
Japan	17,83%	16,81%	Conagra Foods Inc	4,20%	3,75%
Schweiz	9,17%	8,07%	Roche Holdings	4,04%	
Sverige	1,23%	1,88%	Koninklijke Ahold NV	3,91%	
Tyskland	1,03%	1,22%	Casino Guichard Perrachon SA		4,40%
USA	37,22%	32,96%	Thomas Cook Group PLC (GBP)		3,76%
Østrig	2,51%	3,34%			
Andre	1,33%	2,03%			

# Årsrapport > ValueInvest Blue Chip Value

7 Medlemmernes formue	2011		2010	
	Cirk. Beviser	Formue	Cirk. Beviser	Formue
Formue primo	596.317	923.070	631.123	874.553
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		5.963		9.467
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		-12		134
Emissioner i året	5.720	8.873	4.044	6.039
Indløsninger i året	64.500	96.155	38.850	57.699
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		146		78
Udlodningsregulering		1.457		255
Overført udlodning fra sidste år		-1.161		-307
Overført udlodning til næste år		532		1.161
Foreslået udlodning		16.126		5.963
Overført fra resultatopgørelsen		-23.858		102.360
<b>Formue ultimo</b>	<b>537.537</b>	<b>823.055</b>	<b>596.317</b>	<b>923.070</b>

8 Til rådighed for udlodning	2011	2010
Renter og udbytter	32.229	28.328
Ikke indeholdt skat	-2.245	2.939
Kursgevinster til udlodning	85	420
Administrationsomkostninger	17.605	18.737
Udlodningsregulering	-1.457	-255
Udlodning overført fra sidste år (+/-)	1.161	307
Til rådighed for udlodning, brutto	<b>16.658</b>	<b>7.124</b>
I alt til rådighed for udlodning	<b>16.658</b>	<b>7.124</b>
Heraf foreslået udlodning	16.126	5.963
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	532	1.161

9 Femårsoversigt	2011	2010	2009	2008	2007
Årets nettoresultat (t.kr.)	-6.904	109.432	176.402	-230.001	-81.258
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	823.055	923.070	874.553	702.617	1.176.103
Cirkulerende andele (stk.)	5.375.367	5.963.170	6.311.226	6.351.630	8.178.120
Indre værdi	153,12	154,80	138,57	110,62	143,81
Udlodning (%)	3,00	1,00	1,50	0,00	1,50
Omkostningsprocent	2,09	2,09	2,16	2,12	2,07
Omkostningsprocent jfr. vedtægter	1,92	2,03	1,82	1,78	1,90
Årets afkast (%)	-0,25	12,9	25,27	-22,16	-5,36
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	124.443	89.234	205.680	153.056	388.731
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	190.666	140.810	216.860	360.312	564.794
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	315.109	230.044	422.540	513.368	953.525
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	177.718	147.992	394.353	223.806	358.614
Omsætningshastighed	0,11	0,08	0,27	0,13	0,13
ÅOP	2,51	2,50	2,77	2,53	2,46
Sharpe Ratio	-15,78				
Standardafvigelse (%)	12,32				
MSCI Verden Net Dividens:					
Afkast (%)	-2,64	19,71	25,90	-37,75	-1,63
Sharpe Ratio, 5 år	-0,31				

# ValueInvest Global

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Risici og risikostyring" med efterfølgende afsnit om risici samt afsnittet om "Forventninger til 2012" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

## Investeringsområde og profil

Afdelingen har som langsigtet mål at levere høje stabile afkast kombineret med lav risiko for permanente tab på baggrund af en disciplineret aktieudvælgelsesproces, som specialiserer sig i principperne om valueinvestering. Ved at investere i primært større likvide nordamerikanske, europæiske og japanske kvalitetsselskaber prisfastsat væsentlig under den reelle beregnede værdi kan afdelingen fremvise attraktive stabile afkast kombineret med en moderat risiko.

## Bristede forventninger til indtjeningsvæksten påvirkede aktiemarkederne

I halvårsrapporten udtrykte Foreningen tvivl om, at virksomhederne på globalt plan ville være i stand til leve op til de høje indtjeningsforventninger, der implicit lå i aktiemarkedet. I løbet af foråret 2011 var der høje vækstforventninger til årets indtjening, der toppede omkring 30% i vægtet gennemsnitlig indtjeningsvækst for mere end 6.700 globale virksomheder. Hen over sommeren og i løbet af efteråret var der mindre optimisme for den fremtidige indtjeningsvækst. Efter at en række virksomheder har leveret helårsrapportering (forskuet regnskabsår) eller periode-rapportering, er der nu konsensus i markedet (Bloomberg indsamlede markedsforventninger) for en lavere gennemsnitlig indtjeningsvækst for 2011 på 16%.

## Afkast i 2011

ValueInvest Global leverede et negativt afkast i 2011 på 4,4% mod et ligeledes negativt afkast fra MSCI Verden ND på -2,69%. Afdelingens afkast var negativt påvirket af investeringer i inden for sektorerne Hotels, Resorts and Cruise lines og var positivt påvirket af en stor vægtning af selskaber i sektorerne Medicinal og Stabilt Forbrug. Afdelingen havde ingen investeringer i sektorerne Råvarer og Finans og var således forskånet for tab fra selskaber i disse to sektorer, som klarede sig dårligst af de ti hovedsektorer i MSCI Verden ND.

Det opnåede afkast var markant lavere end det beregnede årlige afkastpotentiale på 9,5%. Væsentlige usikkerhedspunkter som eksempelvis jordskælv i Japan, nedgraderingen af USA's statsgæld, gældskrisen i Europa og USA samt en generel nedjustering af indtjeningsforventningerne henover året gjorde, at hverken markedet eller ValueInvest-afdelingerne kunne fremvise afkast, der modsvarer de beregnede forudsætninger, der frem-

går af den fælles ledelsesberetning i denne årsrapport.

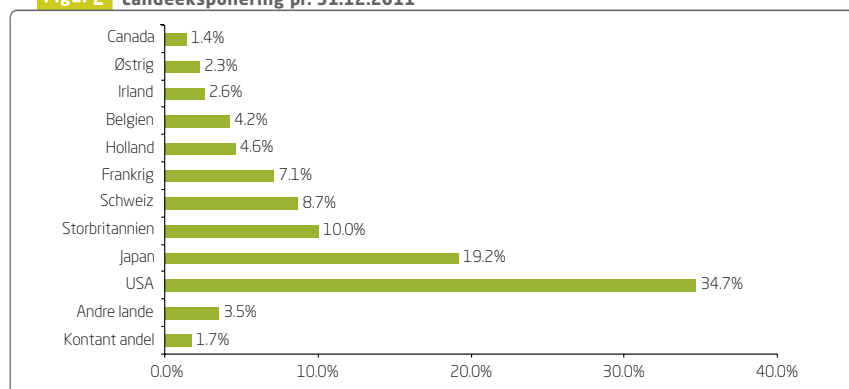
## Historiske afkast

Af Figur 1 fremgår de historiske resultater fordelt på 5 år, 7 år og 10 år. I alle perioder er der leveret et merafkast i forhold til MSCI Verden ND i kombination med en lavere risiko, målt ved den årlige standardafvigelse. Porteføljen er karakteriseret ved en lav Beta

**Figur 1 Historiske afkast inklusive nøgletal**

ValueInvest Global	31.12.2001-31.12.2011 (10 år)		31.12.2004-31.12.2011 (7 år)		31.12.2006-31.12.2011 (5 år)	
	MSCI Verden		MSCI Verden		MSCI Verden	
	VID Global	Net Dividens	VID Global	Net Dividens	VID Global	Net Dividens
Akkumuleret afkast (%)	60,85	-2,69	44,08	22,34	3,63	-10,12
Årligt afkast (%)	4,87	-0,27	5,36	2,92	0,72	-2,11
Merafkast (%)	5,14		2,43		2,83	
Standardafvigelse (p.a.%)	11,40	14,98	11,43	14,28	12,58	15,69
Sharpe Ratio	0,12	-0,25	0,16	-0,04	-0,22	-0,36
Beta	0,65		0,69		0,69	
Tracking Error (p.a.%)	6,03		5,85		6,41	
Information Ratio	0,85		0,42		0,44	

**Figur 2 Landeeksponering pr. 31.12.2011**



**Figur 3 Selskabseksponering pr. 31.12.2011**

Selskabs top 10	Land	Sektor	Industri	Risikokategori	Vægt
GlaxoSmithKline	Storbritannien	Medicinal	Medicinalindustri	A	5.9%
Nestlé	Schweiz	Stabilt forbrug	Fødevarer	A	5.1%
General Mills	USA	Stabilt forbrug	Fødevarer	A	4.8%
Kimberly-Clark	USA	Stabilt forbrug	Husholdningsartikler	A	4.8%
Microsoft	USA	IT	Systemsoftware	C	4.4%
Delhaize	Belgien	Stabilt forbrug	Fødevarerbutikker	B	4.2%
ConAgra Foods	USA	Stabilt forbrug	Fødevarer	B	4.2%
Pfizer	USA	Medicinal	Medicinalindustri	B	4.2%
Ahold	Holland	Stabilt forbrug	Fødevarerbutikker	B	3.7%
Roche	Schweiz	Medicinal	Medicinalindustri	A	3.6%

# ValueInvest Global

i alle perioder samt en høj Tracking Error, som indikerer store afvigelser i porteføljesammensætningen i forhold til MSCI Verden ND. Trods den høje Tracking Error er der leveret stærke resultater målt ved Information Ratio (jf. Ordforklaringer).

## Landeeksponering

Af Figur 2 fremgår landeeksponeringen. Udvalgelsen af selskaber og sammensætningen af porteføljerne sker med udgangspunkt i en investeringsproces, der går på tværs af lande og sektorer. ValueInvest Global rummer derfor udelukkende selskaber og sektorer, der er identificeret positivt ud fra investeringsprocessen. Selskabsudvælgelsen har medført, at den største eksponering er til selskaber baseret i USA, Europa og Japan. Porteføljen har ved udgangen af 2011 kun en marginal direkte eksponering til det øvrige Fjernøsten.

## Selskabseksponering

Porteføljens 10 største selskabseksponeringer fremgår af Figur 3. De 10 største selskabseksponeringer udgør 44,8% af den samlede portefølje med eksponering gående fra 5,9% til 3,6%. Der er således en god diversifikation i porteføljen, og samtidig er de 10 største selskabseksponeringer primært investeret i kategorierne for indtjeningsstabilitet A og B.

## Forventninger

Det af ValueInvest Danmark udarbejdede koncernregnskab, som er den konsoliderede balance og resultatopgørelse for selskaberne i porteføljen, viser ved udgangen af 2011 et stigningspotentiale på 134,2%. Dette er højere end det generelle aktiemarkedsstigningspotentiale på 90,2% hvilket fremgår af beregninger fra Foreningens aktiemarkedscreening ultimo december 2011. Som det fremgår af Figur 1, har det historisk været muligt at give et højere afkast end det generelle marked. Med den attraktive prisfastsættelse af afdelingens aktier anser foreningen det fortsat for muligt, over tid, at levere et afkast der ligger over det generelle markedsafkast.

Vi forventer beherskede, men positive afkast på aktiemarkedene i 2012. Dette baseres på en positiv udvikling i verdens-

økonomien samt en opbremsning af den europæiske gældskrise. Usikkerheden er dog fortsat meget høj og der er risiko for store udsving i kurserne.

Generelt set er sammensætningen af ValueInvest afdelingerne væsentligt forskellige fra referenceindekset MSCI Verden ND, hvorved afkastene for afdelingerne ligeledes kan påregnes at afvige væsentligt fra dette indeks afkast, både i positiv og negativ retning

# Årsrapport > ValueInvest Global

## Resultatopgørelse

	2011 (t.kr.)	2010 (t.kr.)
<b>Renter og udbytter</b>		
1 Renteindtægter	282	301
2 Udbytter	91.130	71.174
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>91.412</b>	<b>71.475</b>
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Kapitalandele	-163.234	232.039
Øvrige aktiver/passiver	11	863
3 Handelsomkostninger	618	343
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-163.841</b>	<b>232.559</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>-72.429</b>	<b>304.034</b>
4 Administrationsomkostninger	50.523	41.775
<b>Resultat før skat</b>	<b>-122.952</b>	<b>262.259</b>
5 Skat	2.867	4.025
<b>Årets nettoresultat:</b>	<b>-125.819</b>	<b>258.234</b>

## Balance pr. 31. December

	2011 (t.kr.)	2010 (t.kr.)
<b>Aktiver</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	33.677	59.959
<b>I alt likvide midler</b>	<b>33.677</b>	<b>59.959</b>
<b>Kapitalandele</b>		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.403.286	2.393.444
<b>I alt kapitalandele</b>	<b>2.403.286</b>	<b>2.393.444</b>
<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	1.701	1.019
Andre tilgodehavender	2.622	2.961
Mellemværende vedr. handelsafvikling	5.484	10.955
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>9.807</b>	<b>14.935</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.446.770</b>	<b>2.468.338</b>
<b>Passiver</b>		
7 Medlemmernes formue	2.439.888	2.458.583
<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
Skyldige omkostninger	6.882	9.647
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	108
<b>I alt anden gæld</b>	<b>6.882</b>	<b>9.755</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>2.446.770</b>	<b>2.468.338</b>

8 Til rådighed for udlodning

9 Femårsoversigt

# Årsrapport > ValueInvest Global

## Noter

				2011 (tkk.)	2010 (tkk.)	
<b>1 Renteindtægter</b>						
Indestående i pengeinstitutter				280	231	
Øvrige indtægter				2	70	
<b>I alt renteindtægter</b>				<b>282</b>	<b>301</b>	
<b>2 Udbytter</b>						
Noterede aktier fra udenlandske selskaber				91.130	71.174	
<b>I alt udbytter</b>				<b>91.130</b>	<b>71.174</b>	
<b>3 Handelsomkostninger</b>						
Bruttohandelsomkostninger				1.885	1.879	
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter				-1.267	-1.536	
<b>I alt handelsomkostninger</b>				<b>618</b>	<b>343</b>	
<b>4 Administrationsomkostninger</b>						
	<b>Direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>2011 I alt</b>	<b>Direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>2010 I alt</b>
Honorar til bestyrelse mv.	0	269	269	0	236	236
Revisionshonorar	0	188	188	0	181	181
Kontorhold mv.	0	1	1	0	1	1
Markedsføringsomkostninger	22.834	435	23.269	18.176	390	18.566
Gebyrer til depotselskab	2.082	0	2.082	1.828	0	1.828
Andre omk. i forb. med formueplejen	21.736	0	21.736	18.359	0	18.359
Øvrige omkostninger	0	1.244	1.244	0	1.094	1.094
Fast administrationshonorar	0	1.734	1.734	0	1.510	1.510
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>46.652</b>	<b>3.871</b>	<b>50.523</b>	<b>38.363</b>	<b>3.412</b>	<b>41.775</b>
<b>5 Skat</b>						
Ikke refunderbar udbytteskat				2.867	4.025	
<b>I alt skat</b>				<b>2.867</b>	<b>4.025</b>	
<b>6 Finansielle Instrumenter</b>						
Børsnoterede finansielle instrumenter				98,62%	97,56%	
Øvrige finansielle instrumenter				1,38%	2,44%	

Specifikation af afdelingens børsnoterede værdipapirer kan rekvireres via [kontakt@valueinvest.dk](mailto:kontakt@valueinvest.dk) eller ved at rette henvendelse til BI Management A/S.

Landefordeling	2011	2010	10 største	2011	2010
Belgien	4,19%	4,18%	Glaxosmithkline Plc	5,93%	4,81%
Canada	1,43%	1,74%	Nestlé SA	5,14%	4,30%
Danmark	0,10%	0,12%	General Mills Inc.	4,77%	3,54%
England	10,02%	13,49%	Kimberly-Clark Corp.	4,71%	3,64%
Frankrig	7,14%	6,53%	Microsoft	4,35%	3,40%
Holland	4,67%	5,70%	Delhaize Group	4,19%	4,18%
Hong Kong	0,19%	1,21%	Pfizer	4,13%	
Irland	2,59%	2,07%	Conagra Foods Inc	4,11%	3,33%
Italien	0,90%	1,09%	Koninklijke Ahold NV	3,75%	
Japan	19,33%	18,00%	Roche Holdings	3,58%	
Schweiz	8,71%	6,57%	Thomas Cook Group PLC (GBP)		3,73%
Sverige	1,09%	2,31%	Publicis Groupe		3,58%
Tyskland	1,35%	2,41%	Computer Science		3,55%
USA	34,46%	28,45%			
Østrig	2,26%	2,81%			
Andre	1,56%	3,31%			

# Årsrapport > ValueInvest Global

7 Medlemmernes formue	2011		2010	
	Cirk. Beviser	Formue	Cirk. Beviser	Formue
Formue primo	1.396.478	2.458.583	1.045.074	1.650.781
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		31.421		41.802
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		-2.892		-2.584
Emissioner i året	195.323	336.094	354.202	596.552
Indløsninger i året	120.376	196.026	2.798	4.656
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		1369		2058
Udlodningsregulering		792		-11.047
Overført udlodning fra sidste år		-3.210		-2.036
Overført udlodning til næste år		3.196		3.210
Foreslået udlodning		36.786		31.421
Overført fra resultatopgørelsen		-163.383		236.686
<b>Formue ultimo</b>	<b>1.471.425</b>	<b>2.439.888</b>	<b>1.396.478</b>	<b>2.458.583</b>

8 Til rådighed for udlodning	2011		2010	
	Cirk. Beviser	Formue	Cirk. Beviser	Formue
Renter og udbytter		91.412		71.475
Ikke indeholdt skat		3.433		5.694
Kursgevinster til udlodning		108		-2.458
Administrationsomkostninger		50.523		41.775
Udlodningsregulering		-792		11.047
Udlodning overført fra sidste år (+/-)		3.210		2.036
<b>Til rådighed for udlodning, brutto</b>		<b>39.982</b>		<b>34.631</b>
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>		<b>39.982</b>		<b>34.631</b>
Heraf foreslået udlodning		36.786		31.421
Heraf foreslået overført til udlodning næste år		3.196		3.210

9 Femårsoversigt	2011	2010	2009	2008	2007
Årets nettoresultat (t.kr.)	-125.819	258.234	345.086	-388.408	-104.057
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	2.439.888	2.458.583	1.650.781	1.167.158	1.981.068
Cirkulerende andele (stk.)	14.714.255	13.964.780	10.450.740	9.349.320	11.908.640
Indre værdi	165,82	176,06	158,02	124,84	166,35
Udlodning (%)	2,50	2,25	4,00	1,00	5,50
Omkostningsprocent	2,05	2,07	2,16	2,14	2,04
Omkostningsprocent jf. vedtægter	1,93	1,70	1,72	1,72	1,93
Årets afkast (%)	-4,37	14,0	27,60	-22,05	-4,50
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	559.489	670.600	524.594	285.078	743.927
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	384.538	121.254	388.412	689.033	646.296
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	944.027	791.853	913.006	974.111	1.390.223
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	309.708	144.455	666.204	448.544	843.874
Omsætningshastighed	0,06	0,04	0,25	0,16	0,19
ÅOP	2,46	2,47	2,76	2,55	2,44
Sharpe Ratio	-15,86				
Standardafvigelse (%)	12,54				
MSCI Verden Net Dividens:					
Afkast (%)	-2,64	19,71	25,90	-37,75	-1,63
Sharpe Ratio, 5 år	-0,31				



# ValueInvest Global Akkumulerende

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Risici og risikostyring" med efterfølgende afsnit om risici samt afsnittet om "Forventninger til 2012" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

## Investeringsområde og profil

Afdelingen har som langsigtet mål at levere høje stabile afkast kombineret med lav risiko for permanente tab på baggrund af en disciplineret aktieudvælgelsesproces, som specialiserer sig i principperne om valueinvestering. Ved at investere i primært større likvide nordamerikanske, europæiske og japanske kvalitetsselskaber prisfastsat væsentlig under den reelle beregnede værdi kan afdelingen fremvise attraktive stabile afkast kombineret med en moderat risiko.

## Bristede forventninger til indtjeningsvæksten påvirkede aktiemarkedene

I halvårsrapporten udtrykte Foreningen tvivl om, at virksomhederne på globalt plan ville være i stand til leve op til de høje indtjeningsforventninger, der implicit lå i aktiemarkedet. I løbet af foråret 2011 var der høje vækstforventninger til årets indtjening, der toppede omkring 30% i vægtet gennemsnitlig indtjeningsvækst for mere end 6.700 globale virksomheder. Hen over sommeren og i løbet af efteråret var der mindre optimisme for den fremtidige indtjeningsvækst. Efter at en række virksomheder er leveret helårsrapportering (forskudt regnskabsår) eller periode-rapportering, er der nu konsensus i markedet (Bloomberg indsamlede markedsforventninger) for en lavere gennemsnitlig indtjeningsvækst for 2011 på 16%.

## Afkast 2011

ValueInvest Global Akk. leverede et negativt afkast i 2011 på 4,1% mod et ligeledes negativt afkast fra MSCI Verden ND på -2,69%. Afdelingens afkast var negativt påvirket af investeringer i inden for sektorerne Hotels, Resorts and Cruise lines og var positivt påvirket af en stor vægtning af selskaber i sektorerne Medicinal og Stabilt Forbrug. Afdelingen havde ingen investeringer i sektorerne Råvarer og Finans og var således forskånet for tab fra selskaber i disse to sektorer, som klarede sig dårligst af de ti hovedsektorer i MSCI Verden ND. Afdelingens

realiserede afkast i forhold til de beregninger, der er beskrevet i beretningen for 2010, kan findes i ledelsesberetningen i denne årsrapport.

Det opnåede afkast var markant lavere end det beregnede årlige afkastpotentiale på 9,6%. Væsentlige usikkerhedspunkter som eksempelvis jordskælv i Japan, nedgraderingen af USA's statsgæld, gældskrisen i Europa og USA samt en generel nedjuste-

ring af indtjeningsforventningerne henover året gjorde, at hverken markedet eller ValueInvest-afdelingerne kunne fremvise afkast, der modsvarer de beregnede forudsætninger, der fremgår af den fælles ledelsesberetning i denne årsrapport.

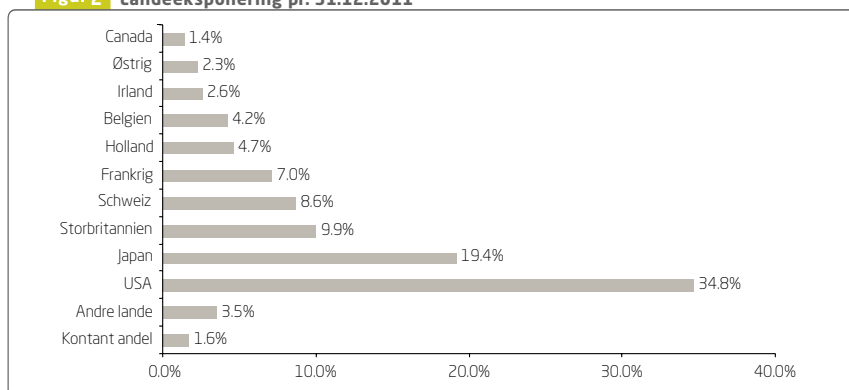
## Historiske afkast

På grund af ValueInvest Global Akk's relativt korte levetid viser Figur 1 Global afdelingens historiske resultater fordelt på 5 år,

**Figur 1 Historiske afkast inklusive nøgletal**

ValueInvest Global	31.12.2001-31.12.2011 (10 år)		31.12.2004-31.12.2011 (7 år)		31.12.2006-31.12.2011 (5 år)	
	MSCI Verden		MSCI Verden		MSCI Verden	
	Global	Net Dividens	Global	Net Dividens	Global	Net Dividens
Akkumuleret afkast (%)	60.85	-2.69	44.08	22.34	3.63	-10.12
Årligt afkast (%)	4.87	-0.27	5.36	2.92	0.72	-2.11
Merafkast (%)	5.14		2.43		2.83	
Standardafvigelse (p.a.%)	11.40	14.98	11.43	14.28	12.58	15.69
Sharpe Ratio	0.12	-0.25	0.16	-0.04	-0.22	-0.36
Beta	0.65		0.69		0.69	
Tracking Error (p.a.%)	6.03		5.85		6.41	
Information Ratio	0.85		0.42		0.44	

**Figur 2 Landeeksponering pr. 31.12.2011**



**Figur 3 Selskabseksponering pr. 31.12.2011**

Selskabs top 10	Land	Sektor	Industri	Risikokategori	Vægt
GlaxoSmithKline	Storbritannien	Medicinal	Medicinalindustri	A	5.9%
Nestlé	Schweiz	Stabilt forbrug	Fødevarer	A	5.1%
General Mills	USA	Stabilt forbrug	Fødevarer	A	4.8%
Kimberly-Clark	USA	Stabilt forbrug	Husholdningsartikler	A	4.7%
Microsoft	USA	IT	Systemsoftware	C	4.4%
Delhaize	Belgien	Stabilt forbrug	Fødevarerbutikker	B	4.2%
ConAgra Foods	USA	Stabilt forbrug	Fødevarer	B	4.2%
Pfizer	USA	Medicinal	Medicinalindustri	B	4.2%
Ahold	Holland	Stabilt forbrug	Fødevarerbutikker	B	3.7%
Roche	Schweiz	Medicinal	Medicinalindustri	A	3.6%

# ValueInvest Global Akkumulerende

7 år og 10 år. I alle perioder er der leveret et merafkast i forhold til MSCI Verden ND i kombination med en lavere risiko, målt ved den årlige standardafvigelse. Porteføljen er karakteriseret ved en lav Beta i alle perioder samt en høj Tracking Error, som indikerer store afvigelser i porteføljesammensætningen i forhold til MSCI Verden ND. Trods den høje Tracking Error er der leveret stærke resultater målt ved Information Ratio (jf. Ordforklaringer).

## Landeeksponering

Af Figur 2 fremgår landeeksponeringen. Udvælgelsen af selskaber og sammensætningen af porteføljerne sker med udgangspunkt i en investeringsproces, der går på tværs af lande og sektorer. ValueInvest Global Akk. rummer derfor udelukkende selskaber og sektorer, der er identificeret positivt ud fra investeringsprocessen. Selskabsudvælgelsen har medført, at den største eksponering er til selskaber baseret i Europa, USA og Japan. Porteføljen har ved udgangen af juni 2011 kun en marginal direkte eksponering til det øvrige Fjernøsten og emerging markets.

## Selskabseksponering

Porteføljens 10 største selskabseksponeringer fremgår af Figur 3. De 10 største selskabseksponeringer udgør 44,7% af den samlede portefølje med eksponering gående fra 5,9% til 3,6%. Der er således en god diversifikation i porteføljen, og samtidig er de 10 største selskabseksponeringer primært investeret i kategorierne for indtjeningsstabilitet A og B.

## Forventninger

Det af ValueInvest Danmark udarbejdede koncernregnskab, som er den konsoliderede balance og resultatopgørelse for selskaberne i porteføljen, viser ved udgangen af 2011 et stigningspotentiale på 134,5%, hvilket er højere end det generelle aktiemarkedsstigningspotentiale på 90,2%. Som det fremgår af Figur 1, har det historisk været muligt at give et højere afkast end det generelle marked. Med den attraktive prisfastsættelse af afdelingens aktier anser foreningen det fortsat for muligt, over tid, at levere et afkast der ligger over det generelle markedsafkast.

Vi forventer beherskede, men positive afkast på aktiemarkederne i 2012. Dette baseres på en positiv udvikling i verdensøkonomien samt en opbremsning af den europæiske gældskrise. Usikkerheden er dog fortsat meget høj og der er risiko for store udsving i kursene.

Generelt set er sammensætningen af ValueInvest afdelingerne væsentligt forskellige fra referenceindekset MSCI Verden ND, hvorved afkastene for afdelingerne ligeledes kan påregnes at afvige væsentligt fra dette indeks afkast, både i positiv og negativ retning

# Årsrapport > ValueInvest Global Akkumulerende

## Resultatopgørelse

	2011 (t.kr.)	2010 (t.kr.)
<b>Renter og udbytter</b>		
1 Renteindtægter	81	63
2 Udbytter	20.523	13.491
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>20.604</b>	<b>13.554</b>
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Kapitalandele	-34.791	41.640
Øvrige aktiver/passiver	13	145
3 Handelsomkostninger	121	113
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-34.899</b>	<b>41.672</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>-14.295</b>	<b>55.226</b>
4 Administrationsomkostninger	11.764	8.247
<b>Resultat før skat</b>	<b>-26.059</b>	<b>46.979</b>
5 Skat	1.671	984
<b>Årets nettoresultat:</b>	<b>-27.730</b>	<b>45.995</b>

## Balance pr. 31. December

	2011 (t.kr.)	2010 (t.kr.)
<b>Aktiver</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	7.177	12.189
<b>6 I alt likvide midler</b>	<b>7.177</b>	<b>12.189</b>
<b>Kapitalandele</b>		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	520.774	471.155
<b>6 I alt kapitalandele</b>	<b>520.774</b>	<b>471.155</b>
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	384	1.142
Andre tilgodehavender	585	521
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.301	1.761
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>2.270</b>	<b>3.424</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>530.221</b>	<b>486.768</b>
<b>Passiver</b>		
7 Medlemmernes formue	528.546	484.400
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	1.675	2.337
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	31
<b>I alt anden gæld</b>	<b>1.675</b>	<b>2.368</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>530.221</b>	<b>486.768</b>

8 Femårsoversigt

# Årsrapport > ValueInvest Global Akkumulerende

## Noter

	2011 (t.kr.)	2010 (t.kr.)
<b>1 Renteindtægter</b>		
Indestående i pengeinstitutter	80	49
Andre aktiver	1	14
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>81</b>	<b>63</b>

<b>2 Udbytter</b>		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	20.523	13.491
<b>I alt udbytter</b>	<b>20.523</b>	<b>13.491</b>

<b>3 Handelsomkostninger</b>		
Bruttohandelsomkostninger	604	480
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-483	-367
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>121</b>	<b>113</b>

4 Administrationsomkostninger	2011			2010		
	Direkte	fælles	I alt	Direkte	fælles	I alt
Honorar til bestyrelse mv.	0	61	61	0	45	45
Revisionshonorar	0	41	41	0	40	40
Markedsføringsomkostninger	4.981	92	5.073	3.336	73	3.409
Gebyrer til depotselskab	658	0	658	531	0	531
Andre omk. i forb. med formueplejen	5.108	0	5.108	3.640	0	3.640
Øvrige omkostninger	0	264	264	0	197	197
Fast administrationshonorar	0	559	559	0	385	385
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>10.747</b>	<b>1.017</b>	<b>11.764</b>	<b>7.507</b>	<b>740</b>	<b>8.247</b>

<b>5 Skat</b>		
Ikke refunderbar skat	1.671	984
<b>I alt skat</b>	<b>1.671</b>	<b>984</b>

<b>6 Finansielle Instrumenter</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,64%	97,48%
Øvrige finansielle instrumenter	1,36%	2,52%

Specifikation af afdelingens børsnoterede værdipapirer kan rekvireres via [kontakt@valueinvest.dk](mailto:kontakt@valueinvest.dk) eller ved at rette henvendelse til BI Management A/S.

Landefordeling	2011	2010	10 største	2011	2010
Belgien	4,19%	4,20%	Glaxosmithkline Plc	5,90%	4,79%
Canada	1,48%	1,67%	Nestlé SA	5,10%	4,35%
Danmark	0,11%	0,10%	General Mills Inc.	4,76%	3,62%
England	9,91%	13,86%	Kimberly-Clark Corp.	4,68%	3,65%
Frankrig	7,02%	6,18%	Microsoft	4,41%	3,38%
Holland	4,71%	5,74%	Delhaize Group	4,19%	4,20%
Hong Kong	0,19%	1,25%	Pfizer	4,14%	
Irland	2,59%	2,21%	Conagra Foods Inc	4,12%	
Italien	0,87%	1,01%	Koninklijke Ahold NV	3,73%	
Japan	19,54%	17,68%	Roche Holdings	3,57%	
Schweiz	8,67%	6,63%	Thomas Cook Group PLC (GBP)		3,75%
Sverige	1,10%	2,16%	Computer Science		3,56%
Tyskland	1,32%	2,29%	Conagra Foods Inc		3,36%
USA	34,50%	28,97%	Publicis Groupe		3,29%
Østrig	2,27%	2,76%			
Andre	1,53%	3,29%			

# Årsrapport > ValueInvest Global Akkumulerende

7 Medlemmernes formue	2011		2010	
	Cirk. Beviser	Formue	Cirk. Beviser	Formue
Formue primo	425.851	484.400	291.701	292.652
Emissioner i året	131.740	146.374	134.150	145.178
Indløsninger i året	72.000	75.234	0	0
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		736		575
Overført fra resultatopgørelsen		-27.730		45.995
<b>Formue ultimo</b>	<b>485.591</b>	<b>528.546</b>	425.851	484.400

8 Femårsoversigt	2011	2010	2009	2008	2007
Årets nettoresultat (t.kr.)	-27.730	45.995	73.495	-44.726	-15.874
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	528.546	484.400	292.652	179.740	210.378
Cirkulerende andele (stk.)	4.855.912	4.258.510	2.917.012	2.384.110	2.189.300
Indre værdi	108,85	113,75	100,33	75,39	96,10
Omkostningsprocent	2,09	2,14	2,22	2,22	2,10
Omkostningsprocent jf. vedtægter	1,93	1,70	1,82	2,16	1,87
Årets afkast (%)	-4,10	13,3	33,07	-21,55	-5,54
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	189.215	164.622	123.930	71.850	127.140
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	104.452	22.030	83.254	52.228	19.254
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	293.667	186.652	207.184	124.078	146.394
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	58.735	44.058	157.145	59.880	38.482
Omsætningshastighed	0,05	0,06	0,33	0,16	0,11
ÅOP	2,50	2,56	2,85	2,60	2,49
Sharpe Ratio	-0,10				
Standard afvigelse	12,69				
MSCI Verden Net Dividens:					
Afkast (%)	-2,64	19,71	25,90	-37,75	-1,63
Sharpe Ratio, 5 år	-0,31				

# ValueInvest Japan

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Risici og risikostyring" med efterfølgende afsnit om risici samt afsnittet om "Forventninger til 2012" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

## Investeringsområde og profil

Afdelingen har som langsigtet mål at levere høje stabile afkast kombineret med lav risiko for permanente tab på baggrund af en disciplineret aktieudvælgelsesproces, som specialiserer sig i principperne om valueinvestering. Ved at investere i primært større likvide japanske kvalitetsselskaber prisfastsat væsentlig under den reelle beregnede værdi kan afdelingen fremvise attraktive stabile afkast kombineret med en moderat risiko.

## Tragiske begivenheder i forbindelse med jordskælvet i det nordøstlige Japan

Japan blev i foråret 2011 ramt af en voldsom naturkatastrofe i form af jordskælv med efterfølgende tsunami, der ramte den japanske nordøstkyst. I kølvandet på tsunamien skete der uoprettelige skader på atomkraftværket ved Fukushima, hvilket udviklede sig til en atomkatastrofe, som vi endnu ikke kender konsekvenserne af. Det japanske aktiemarked faldt i 2011 med 11,7% målt ved Morgan Stanleys Japan indeks. Da de japanske atomkraftværker er ejet af børsnoterede forsyningsselskaber, blev denne sektor kursmæssigt meget hårdt ramt. Sektoren faldt i 2011 med næsten 40%.

## Afkast 2011

ValueInvest Japan leverede et positivt afkast i 2011 på 5,6% mod et negativt afkast fra MSCI Japan ND på -8,46%. Dette meget tilfredsstillende resultat skyldes især, at afdelingen ikke havde investeringer i sektorerne Finans og Forsyning og var således forskånet for tab fra selskaber i disse to sektorer, som klarede sig dårligst af de ti hovedsektorer i MSCI Japan ND.

Det opnåede afkast var imidlertid lavere end det beregnede årlige afkastpotentiale på 10,8%. Væsentlige usikkerhedspunkter som netop jordskælvet, nedgraderingen af USA's statsgæld, gældskrisen i Europa og

USA samt en generel nedjustering af indtjenningsforventningerne henover året gjorde, at hverken markedet eller ValueInvest afdelingerne kunne fremvise afkast, der modsvarer de beregnede forudsætninger, der fremgår af den fælles ledelsesberetning i denne årsrapport.

## Historiske afkast

Af Figur 1 fremgår de historiske resultater fordelt på 5 år, 7 år og 10 år. I alle perioder er der leveret et merafkast i forhold til MSCI Japan ND i kombination med en lavere risiko, målt ved den årlige standardafvigelse. Por-

teføljen er karakteriseret ved en lav Beta i alle perioder samt en høj Tracking Error, som indikerer store afvigelser i porteføljesammensætningen i forhold til MSCI Japan ND. Trods den høje Tracking Error er der leveret stærke resultater målt ved Information Ratio (jf. Ordforklaringer).

## Selskabseksposering

Porteføljens 10 største selskabseksposeringer fremgår af Figur 2. De 10 største selskabseksposeringer udgør 44,8% af den samlede portefølje med eksposering gånede fra 5,4% til 4,2%. Der er således en god

**Figur 1** Historiske afkast inklusive nøgletal

ValueInvest Japan	31.12.2001-31.12.2011 (10 år)		31.12.2004-31.12.2011 (7 år)		31.12.2006-31.12.2011 (5 år)	
	MSCI Japan		MSCI Japan		MSCI Japan	
	Japan	Net Dividens	Japan	Net Dividens	Japan	Net Dividens
Akkumuleret afkast (%)	56.93	-8.46	37.35	-0.34	10.82	-27.83
Årligt afkast (%)	4.61	-0.88	4.64	-0.05	2.08	-6.31
Merafkast (%)	5.49		4.69		8.39	
Standardafvigelse (p.a.%)	12.84	17.29	12.53	15.69	13.64	16.06
Sharpe Ratio	0.24	-0.14	0.25	-0.10	0.04	-0.49
Beta	0.58		0.60		0.63	
Tracking Error (p.a.%)	8.03		8.32		9.27	
Information Ratio	0.68		0.56		0.90	

**Figur 2** Selskabseksposering pr. 31.12.2011

Selskabs top 10	Lande	Sektor	Industri	Risikokategori	Vægt
Konika Minolta	Japan	IT	Kontormaskiner	C	5.4%
Asahi Group	Japan	Stabilt Forbrug	Bryggerier	B	4.8%
Astellas Pharma	Japan	Medicinal	Medicinalindustri	B	4.5%
Itochu Enex	Japan	Energi	Olie & Gas Raffinering samt Ma	D	4.4%
Eisai	Japan	Medicinal	Medicinalindustri	A	4.4%
Seven & I Holdings	Japan	Stabilt forbrug	Fødevarebutikker	B	4.3%
Circle K Holdings	Japan	Stabilt forbrug	Fødevarebutikker	B	4.3%
Nippon Flour Mills	Japan	Stabilt forbrug	Fødevarer	B	4.2%
Secom	Japan	Industri	Diverse Kommercielle & Profes	B	4.2%
Mitsubishi Tanabe	Japan	Medicinal	Medicinalindustri	B	4.2%

**Figur 3** Dekomponering af afkast - sektorer

Medicinalindustrien	26,7%	Kontormaskiner	3,4%
Fødevarebutikker	23,8%	Bryggerier	3,1%
IT konsulentstjeneste	11,0%	Trådløs kommunikationstjeneste	2,9%
		Uddannelsesservice	2,7%
Fødevarer	5,1%	Personlige produkter	2,6%
		Underholdningssoftware	2,4%
Olie-/gasraffinering og markedsføring	4,3%	DK&PS*	2,4%
Husholdningsapparater	4,3%	Detailhandel: Tekstiler og luksusvarer	1,5%
Husholdningsartikler	3,8%		

# ValueInvest Japan

diversifikation i porteføljen, og samtidig er 7 af de 10 største selskabseksponeringer investeret i kategorien B, der har den næstbedste indtjeningsstabilitet.

## Forventninger

Det af ValueInvest Danmark udarbejdede koncernregnskab, som er den konsoliderede balance og resultatopgørelse for selskaberne i porteføljen, viser ved udgangen af 2011 et stigningspotentiale på 151,0%, hvilket er højere end det generelle japanske aktiemarkeds stigningspotentiale på 62,5%. Som det fremgår af Figur 1, har det historisk været muligt at give et højere afkast end det generelle marked. Med den attraktive prisfastsættelse af afdelingens aktier anser foreningen det fortsat for muligt, over tid, at levere et afkast, der ligger over det generelle japanske markedsafkast.

Vi forventer beherskede, men positive afkast på aktiemarkedet i 2012. Dette baseres på en positiv udvikling i verdensøkonomien samt en opbremsning af den europæiske gældskrise. Usikkerheden er dog fortsat meget høj og der er risiko for store udsving i kurserne.

Generelt set er sammensætningen af ValueInvest Japan afdelingen væsentligt forskellig fra referenceindekset MCSI Japan ND, hvorved afkastet for afdelingen ligeledes kan påregnes at afvige væsentligt fra dette indeks afkast, både i positiv og negativ retning.

# Årsrapport > ValueInvest Japan

## Resultatopgørelse

	2011 (t.kr.)	2010 (t.kr.)
<b>Renter og udbytter</b>		
1 Renteindtægter	12	16
2 Udbytter	4.945	6.862
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>4.957</b>	<b>6.878</b>
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Kapitalandele	7.231	50.795
Valutakonti	200	1.117
Øvrige aktiver/passiver	0	-6
3 Handelsomkostninger	37	170
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>7.394</b>	<b>51.736</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>12.351</b>	<b>58.614</b>
4 Administrationsomkostninger	3.788	5.046
<b>Resultat før skat</b>	<b>8.563</b>	<b>53.568</b>
5 Skat	346	480
<b>Årets nettoresultat:</b>	<b>8.217</b>	<b>53.088</b>

## Balance pr. 31. December

	2011 (t.kr.)	2010 (t.kr.)
<b>Aktiver</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	2.275	4.426
<b>6 I alt likvide midler</b>	<b>2.275</b>	<b>4.426</b>
<b>Kapitalandele</b>		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	171.345	194.654
<b>6 I alt kapitalandele</b>	<b>171.345</b>	<b>194.654</b>
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	125	106
Andre tilgodehavender	7	8
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>132</b>	<b>114</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>173.752</b>	<b>199.194</b>
<b>Passiver</b>		
7 Medlemmernes formue	172.019	197.721
<b>Aledte finansielle instrumenter</b>		
Skyldige omkostninger	469	550
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.264	923
<b>I alt anden gæld</b>	<b>1.733</b>	<b>1.473</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>173.752</b>	<b>199.194</b>

8 Til rådighed for udlodning

9 Femårsoversigt



# Årsrapport > ValueInvest Japan

## Noter

				2011 (t.kr.)	2010 (t.kr.)		
1	<b>Renteindtægter</b>						
	Indestående i pengeinstitutter			12	16		
	<b>I alt renteindtægter</b>			<b>12</b>	<b>16</b>		
2	<b>Udbylter</b>						
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber			4.945	6.862		
	<b>I alt udbylter</b>			<b>4.945</b>	<b>6.862</b>		
3	<b>Handelssomkostninger</b>						
	Bruttohandelssomkostninger			101	366		
	Dækket af emissions- og indløsningsindtægter			-64	-196		
	<b>I alt handelssomkostninger</b>			<b>37</b>	<b>170</b>		
4	<b>Administrationsomkostninger</b>						
		Direkte	fælles	2011 I alt	Direkte	fælles	2010 I alt
	Honorar til bestyrelse mv.	0	20	20	0	29	29
	Revisionshonorar	0	13	13	0	19	19
	Markedsføringsomkostninger	1.501	33	1.534	2.042	50	2.092
	Gebyrer til depotselskab	170	0	170	251	0	251
	Andre omk. i forb. med formueplejen	1.643	0	1.643	2.196	0	2.196
	Øvrige omkostninger	0	101	101	0	162	162
	Fast administrationshonorar	0	307	307	0	297	297
	<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>3.314</b>	<b>474</b>	<b>3.788</b>	4.489	557	5.046
5	<b>Skat</b>						
	Ikke refunderbar udbytteskat					346	480
	<b>I alt skat</b>					<b>346</b>	<b>480</b>
6	<b>Finansielle Instrumenter</b>						
	Børsnoterede finansielle instrumenter					98,69%	97,78%
	Øvrige finansielle instrumenter					1,31%	2,22%

Specifikation af afdelingens børsnoterede værdipapirer kan rekvireres fra [kontakt@valueinvest.dk](mailto:kontakt@valueinvest.dk) eller ved at rette henvendelse til BI Management A/S.

Sektorfordeling	2011	2010	10 største	2011	2010
Faste forbrugsgoder	38,51%	36,22%	Konica Minolta Holdings Inc.	5,42%	
Health Care	21,58%	22,58%	Asahi Group Holdings Ltd	4,85%	
IT	13,41%	13,49%	Astellas Pharma Inc	4,51%	4,27%
Energi	8,38%	8,19%	Itochu Enex Co Ltd	4,46%	5,01%
Industri	7,45%	7,20%	Eisai Co.	4,44%	
Cykliske forbrugsgoder	6,18%	6,01%	Seven & I Holdings Co Ltd	4,34%	4,40%
Telekommunikation	3,93%	4,76%	Circle K Sunkus Co. Ltd.	4,32%	4,90%
Ikke-klassificeret	0,56%	1,55%	Nippon Flour Mills	4,27%	4,72%
			Secom Co	4,26%	4,65%
			Mitsubishi Tanabe Pharma Corp	4,24%	4,75%
			KDDI Corp		4,76%
			House Foods Corp		4,42%
			Ono Pharmaceutical Co Ltd	4,24%	4,25%

# Årsrapport > ValueInvest Japan

7 Medlemmernes formue	2011		2010	
	Cirk. Beviser	Formue	Cirk. Beviser	Formue
Formue primo	129.295	197.721	213.455	263.942
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		2.263		0
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		109		0
Emissioner i året	2.167	2.905	840	1.220
Indløsninger i året	23.400	34.780	85.000	120.890
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		110		361
Udlodningsregulering		95		1.139
Overført udlodning fra sidste år		-59		-1.096
Overført udlodning til næste år		941		59
Foreslået udlodning		0		2.263
Overført fra resultatopgørelsen		7.240		50.723
<b>Formue ultimo</b>	<b>108.062</b>	<b>172.019</b>	<b>129.295</b>	<b>197.721</b>

8 Til rådighed for udlodning	2011	2010
Renter og udbytter	4.957	6.877
Ikke indeholdt skat	346	480
Kursgevinster til udlodning	154	1.014
Administrationsomkostninger	3.788	5.046
Udlodningsregulering	-95	-1.139
Udlodning overført fra sidste år (+/-)	59	1.096
<b>Til rådighed for udlodning, brutto</b>	<b>941</b>	<b>2.322</b>
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>941</b>	<b>2.322</b>
Heraf foreslået udlodning	0	2.263
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	941	59

9 Femårsoversigt	2011	2010	2009	2008	2007
Årets nettoresultat (t.kr.)	8.217	53.088	-12.491	3.033	-213.012
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	172.019	197.721	263.942	391.883	769.527
Cirkulerende andele (stk.)	1.080.617	1.292.950	2.134.550	3.077.760	6.241.160
Indre værdi	159,19	152,92	123,26	127,33	123,30
Udlodning (%)	0,00	1,75	0,00	1,00	0,00
Omkostningsprocent	2,20	2,15	2,24	2,13	2,08
Omkostningsprocent jfr. vedtægter	2,01	1,87	2,01	1,61	1,61
Årets afkast (%)	5,64	23,7	-2,03	3,27	-16,17
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	18.422	58.114	86.885	101.887	26.781
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	48.861	173.502	196.704	467.335	583.203
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	67.283	231.616	283.589	569.222	609.984
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	24.365	107.439	159.962	179.311	21.337
Omsætningshastighed	0,07	0,23	0,27	0,18	0,01
ÅOP	2,62	2,63	2,75	2,52	2,47
Sharpe Ratio	-4,78				
Standardafvigelse (%)	13,59				
MSCI Japan Net Dividens:					
Afkast (%)	-8,46	23,73	2,91	-25,68	-13,60
Sharpe Ratio, 5 år	-0,57				

# Ordforklaringer for ValueInvest Danmarks fire afdelinger

## Beta

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

## Information Ratio

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

## Sharpe Ratio

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

## Tracking Error

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

## MSCI Verden Net Dividens (ND)

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

## MSCI Japan Net Dividens (ND)

Referenceindeks for afdeling ValueInvest Japan.

# Fondsbørsmeddelelser & Finanskalender

Nedenstående er en liste over de børsmeddelelser, der blev sendt af ValueInvest Danmark i 2011, samt finanskalender for 2012

## For regnskabsåret 2011

13.01.2011	Forventet udbytte
11.02.2011	Prospektopdatering
17.03.2011	Årsrapport 2010
28.03.2011	Indkaldelse til ordinær generalforsamling
14.04.2011	Forløb af ordinær generalforsamling
26.04.2011	Prospektopdatering
06.06.2011	Manglende priser på fondsbørsen
23.06.2011	Manglende priser på fondsbørsen
19.08.2011	Halvårsrapport 2011
23.08.2011	Prospektopdatering
17.10.2011	Central investorinformation
14.12.2011	Finanskalender 2012
16.12.2011	Forventet udbytte

## For regnskabsåret 2012

22.03.2012	Årsrapport 2011
17.04.2012	Generalforsamling
16.08.2012	Halvårsrapport 2012

# 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 børserne, 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 fluktuere 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" prifsatsat 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 prissats væsentlig 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" prifsats væsentligt under "Fair Value" og sidenhen sælge dem, når de igen prifsættes til "Fair Value".

# Hvem er ValueInvest Danmark?

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

Gennem fire afdelinger - ValueInvest Blue Chip Value, ValueInvest Global, ValueInvest Global Akkumulerende og ValueInvest Japan, der alle er noterede på Nasdaq OMX Copenhagen A/S, investerer ValueInvest Danmark udelukkende i selskaber, der er noteret på internationalt anerkendte børser. ValueInvest Danmark indgår i InvesteringsForeningsRådets (IFR) afkaststatistik, se [www.ifr.dk](http://www.ifr.dk).

## Handel og information

Investeringsbeviserne kan erhverves hos alle danske pengeinstitutter, og indre værdi mv. kan følges dagligt på [www.valueinvest.dk](http://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 ValueInvest Asset Management S.A., der er hjemmehørende i Luxembourg og under tilsyn af det luxembourgske finanstilsyn CSSF.

Til notater



### Praktiske forhold

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

### Fondskoder:

- ValueInvest Blue Chip Value  
DK001024922-6
- ValueInvest Global  
DK001024639-6
- ValueInvest Global  
Akkumulerende  
DK006003249-8
- ValueInvest Japan  
DK001024647-9

### Husk navnenotering

#### Administration

BI Management A/S  
Sundkrogsgade 7  
Postboks 2672  
2100 København Ø.  
Telefon: 7730 9000  
Telefax: 7730 9100  
kontakt@valueinvest.dk  
www.valueinvest.dk

### Rådgivning og service

ValueInvest Asset  
Management S.A.  
36, rue Marie-Adeläide  
L-2128 Luxembourg  
Luxembourg  
Telefon: 3314 4025  
info@valueinvest.lu  
www.valueinvest.lu

### Pengeinstitutter

Aarhus Lokalbanc  
Alm. Brand Bank  
BankNordik  
Dexia Bank Denmark  
DiBa  
Djurslands Bank  
Dronninglund sparekasse  
Finansbanken  
Fjordbank Mors af 2011 A/S  
Frøs Herreds Sparekasse  
Kreditbanken  
Lollands Bank  
Lån & Spar Bank A/S  
Max Bank af 2011 A/S  
Middelfart Sparekasse  
Nordea Bank  
Nordfyns Bank  
Nykredit Bank  
Ringkjøbing Landbobank  
SAXO-ETRADE  
Skjern Bank  
SPARBANK  
Spar Nord Bank  
Sparekassen Hobro  
Sparekassen Hvetbo  
Sparekassen Kronjylland  
Sparekassen for Nørre  
Nebel og Omegn  
Sparekassen i Skals  
Sparekassen Sjælland  
Sparekassen Thy  
Sparekassen Østjylland  
Sydbank  
Totalbanken  
Tønder Bank  
Vestfyns Bank  
vestjysk BANK  
Østjysk Bank

### Information

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

- Ratepension
- Kapitalpension
- Selvpension

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 halvårsrapportering og andet skriftligt materiale, der udsendes til investorerne samt indkaldelse til generalforsamlinger. På vor hjemmeside [www.valueinvest.dk](http://www.valueinvest.dk) kan De dagligt fra kl. 10.00 følge afdelingens bevisers indre værdi m.m. Her er det desuden muligt at se bl.a. halvårsrapporter, årsrapporter og månedlige beholdningsoversigter.