

2014
HALVÅRSRAPPORT

HALVÅRSRAPPORT 2014 FOR INVESTERINGSFORENINGEN VALUEINVEST 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

FF-nr.

Investeringsforeningen
ValueInvest Danmark 11106

Fondskoder

ValueInvest Blue Chip Value
DK001024922-6

Bestyrelse

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

ValueInvest Global

DK001024639-6

ValueInvest Global Akkumulerende

DK006003249-8

Investeringsforvalningsselskab

BI Management A/S

ValueInvest Japan

DK001024647-9

Investeringsrådgiver

ValueInvest Asset Management S.A.,
Luxembourg

Depotselskab

Spar Nord Bank A/S

Revision

PwC

Brancheforening

InvesteringsForeningsRådet

CVR-nr.

Investeringsforeningen
ValueInvest Danmark 20 93 10 43

Layout

Kandrup Bogtrykkeri A/S

Produktion

Kandrup Bogtrykkeri A/S

Køb og salg af beviser

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

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

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

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

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

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

Når De henvender Dem i banken, oplys følgende:

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

Indhold

Ledelsesberetning.....	4
Ledelsespåtegning.....	10
Anvendt regnskabspraksis.....	11
ValueInvest Blue Chip Value.....	12
Kommentarer og forventninger.....	12
Resultatopgørelse.....	14
Balance.....	14
Noter.....	15
ValueInvest Global.....	16
Kommentarer og forventninger.....	16
Resultatopgørelse.....	18
Balance.....	18
Noter.....	19
ValueInvest Global Akkumulerende.....	20
Kommentarer og forventninger.....	20
Resultatopgørelse.....	22
Balance.....	22
Noter.....	23
ValueInvest Japan.....	24
Kommentarer og forventninger.....	24
Resultatopgørelse.....	26
Balance.....	26
Noter.....	27
Begreber for ValueInvest Danmarks fire afdelinger.....	28
Hvad er valueinvestering?.....	29
Hvem er ValueInvest?.....	30

Ledelsesberetning første halvår 2014

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

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

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

Endvidere påvirkes afdelingerne af mange af de samme forhold, selvom de investerer i forskellige 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.

Årets udvikling

Foreningen kan se tilbage på et rimeligt godt første halvår af 2014. Den samlede formue er steget med 2% svarende til 124.317 t.kr. og udgør ultimo 5.457.417 t.kr. En formuefremgang som dels kan tilskrives et samlet resultat for året på 283.841 t.kr. samt nettoemissioner for i alt 157.174 t.kr. og som dækker over, at der i forbindelse med generalforsamlingen i april blev udbetalt 316.698 t.kr. i udbytte til Foreningens investorer.

Det er især ValueInvest Global og den akkumulerende søsterafdeling som har haft investorenes interesse - idet de alene har tegnet sig for en nettotilgang på 341.770 t.kr.

Første halvår af 2014 har givet fornuftige afkast.

Som udtryk for forventningerne i årsrapporten for 2013 har den amerikanske centralbank fortsat nedtrapningen af obligationsopkøbene, der nu er mere end halveret i forhold til deres højeste niveau. Imidlertid har det imod forventning ikke haft nogen målbar negativ virkning på investeringsklimaet på aktiemarkedet. Den forventede stigning i volatiliteten på aktiemarkedet er udeblevet, og "Frygtens Indeks", det amerikanske VIX-indeks, er tæt på at sætte bundrekord.

Renteniveauet er fortsat historisk lavt, og de finansielle markeder bruger en del ressourcer på at forudse, hvornår disse meget lave renter begynder at stige. Uden for eurozonen er USA og England længst fremme i den økonomiske genopretning, og indenfor eurozonen er Tyskland det stærke lokomotiv, der kører for fuld damp. Det er da også i USA og England, at renterne først ventes at stige, hvorimod eurozonens renter ventes at forblive lave langt ind i 2015/2016.

Målt på MSCI Verden ND steg aktiemarkedet med 6,5% i første halvår af 2014. De globale afdelinger underperformede markedet marginalt og gav således samlede afkast på mellem 5,3% og 5,6%, hvilket anses for at være tilfredsstillende, når man husker på, hvilken forsigtig sammensætning porteføljerne har. MSCI Japan ND steg med 1,0% målt i DKK. Japan-afdelingen klarede sig med et afkast på 8,4%, hvilket er særdeles tilfredsstillende set i lyset af den ligeledes forsigtigt sammensatte portefølje. Japan-afdelingen har fortsat en overvægt af selskaber, der har overvejende fokus på omsætning og indtjening i Japan.

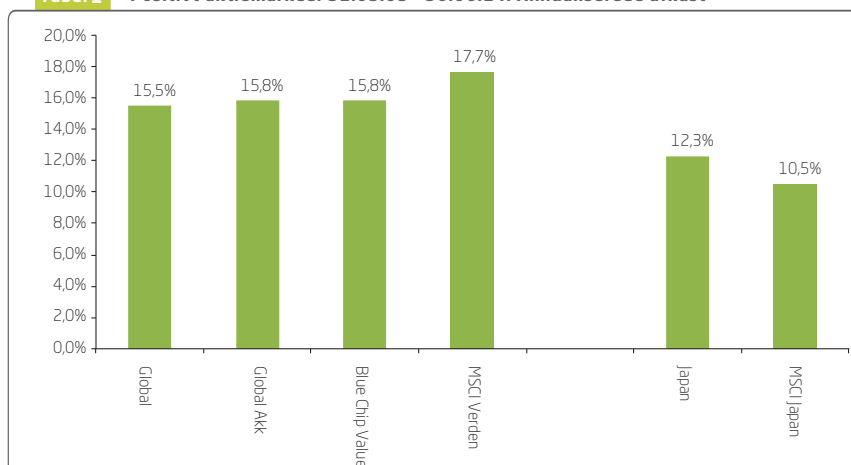
Markedsudviklingen på ValueInvests investeringsmarkeder

USA

Den strenge vinter i USA satte kulderkord og strakte sig over lang tid. De ekstreme vejrforhold satte naturligvis deres begrænsninger for aktivitet i samfundet, og fik da også deres del af skylden for en relativt pauver start på 2014 - set i et økonomisk perspektiv. Efterhånden som vinteren slap sit tag, lysnede det - også på den økonomiske front.

Som eksempel kan nævnes Philadelphia FED-indeks for virksomhedernes forventede

Tabel 1 Positivt aktiemarked: 31.03.09 - 30.06.14. Annualiserede afkast



kapitalinvesteringer, der har vist en tendens på stigning hen over første halvår. De små og mellemstore virksomheder er traditionelt dem, der skaber arbejdspladserne i et økonomisk opsving, og også her er der positive signaler at spore. Imod slutningen af halvåret viste disse virksomheder den største optimisme siden efteråret 2007.

Europa

Tyskland er fortsat Europas økonomiske muskelmand, der nyder faldende arbejdsløshed og stigende forbrugeroptimisme. I første halvår har både analytikere og virksomheder i Tyskland generelt haft et optimistisk syn på økonomien. Krisen i Ukraine går dog ikke ubemærket hen og har bl.a. betydet, at landet er begyndt at nytænke energiforsyningen, der er stærkt afhængig af gas fra Rusland. På de fleste områder ser England ud til at være ude af krisen. Detailsalget stiger pænt, og optimismen blandt virksomhederne er på det højeste niveau i årtier, samtidig med at beskæftigelses-situationen også ser bedre ud end længe. Frankrig og Italien er fortsat Europas "syge mænd", hvor reform-ivrigheden er til at overse.

Retfærdigvis skal det dog nævnes, at de to lande i ellefte time er begyndt at anerkende behovet for reformer på arbejdsmarkedet.

Derimod viser Spanien, Portugal og Irland tænder, og landene har øget konkurrenceevnen betragteligt. I Spanien falder arbejdsløsheden fra et højt niveau, og frygten for arbejdsløshed ligger på det laveste niveau i mange år.

Japan

I Japan handler det om Abenomics, og i hvilket omfang "den tredje pil" (strukturelle reformer) vil have effekt. Den tredje pil i Abenomics blev først lanceret imod slutningen af halvåret, og det ligger lige for at konkludere, at aktiemarkedet har ventet på denne væsentlige pil. Den drejer sig om de reformer, der skal få den japanske økonomi ud af frigeår. De væsentlige punkter lyder blandt andet på:

- produktivetsforbedringer
- sænkning af virksomhedsskatterne
- udvidelse af arbejdsstyrken (større deltagelse af kvinder på arbejdsmarkedet)
- bedre mobilitet for arbejdsstyrken
- nemmere adgang for udenlandsk arbejdskraft.

Imedens markedet har ventet utålmodigt på reformplanerne, er yennen også steget og har dermed genvundet noget af sidste års store fald. Dette har ramt de traditionelt

eksporttunge aktier i Japan, hvilket Japanafdelingen for en stor dels vedkommende er gået fri af.

Inflationen er allerede steget, og der pumper penge ud af centralbanken. Med en momsforhøjelse på 3%-point (1. april) var det ikke overraskende, at økonomien i første kvartal var understøttet af de private forbrugere, der logisk nok havde fremskynnet deres indkøb. Det store fald i yennen i 2013 har endnu ikke medført en mærkbar stigning i eksportvolumen, og Japans handelsbalance forværres derfor fortsat. Efter at have fordøjet momsforhøjelsen er der dog en vis optimisme at spore blandt de japanske virksomheder. Dette bakkes op af Reuters Tankan Survey, der viser et stigende antal virksomheder, der ser positivt på forretningsklimaet.

Globale afdelinger

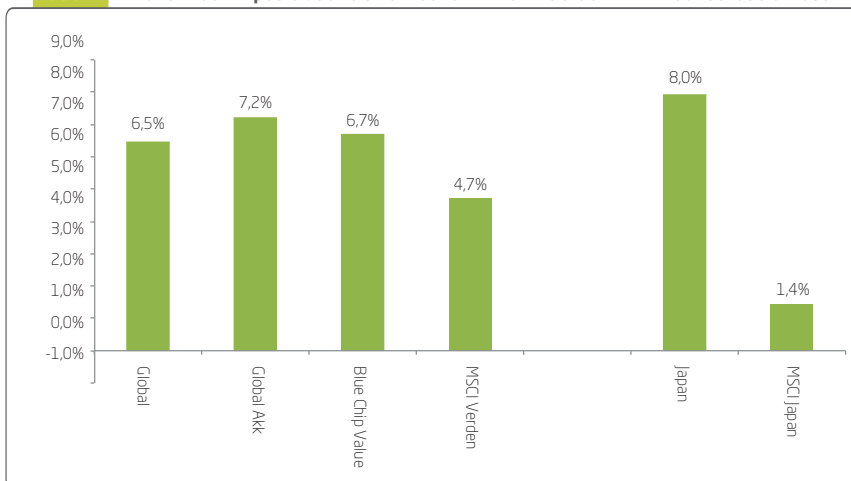
De globale afdelinger har fortsat ingen investeringer i hverken Finans eller Råvarer. Ligeledes er der fortsat en stor overvægt af selskaber inden for sektoren Stabilt Forbrug – herunder fødevarerproduktion og fødevarerhandel. Vægtningen i Medicinal er faldet marginalt henover halvåret. Medicinal lå i den bedste halvdel af MSCI ND's sektorer, afkastmæssigt, for første halvår. Efter en god start på 2014 måtte sektoren Stabilt Forbrug tage til takke med en plads i den tunge ende af afkastskalaen. Sektoren er fortsat én af de billigste sektorer målt på Foreningens seneste aktiemarkedsscreeninger.

Afdeling Japan

I Japan viste afkastene fra de ti hovedsektorer en lidt større spredning end det globale marked. Finans, Telekommunikation og Cyklisk Forbrug var de dårligste sektorer med negative afkast på hhv. 6,2%, 4,9% og 1,9%.

Der er ingen investeringer i Finans og afdelingens investeringer i Telekommunikation og Cyklisk Forbrug udgør tilsammen mindre end 10%. I den positive ende finder vi Energi, Stabilt Forbrug og Medicinal med afkast

Tabel 2 Finanskrisen + positivt aktiemarked: 31.12.07 - 30.06.14. Annualiserede afkast



på hhv. 10,1%, 9,3% og 6,3%. Afdelingen har cirka 60% investeret i disse sektorer.

Det bevidste fravalg af Finans og en anselig vægtning i Stabilt Forbrug var stærkt medvirkende til afdelingens gode relative afkast i forhold til markedet.

Foreningens risikoprofil

Både historisk set og aktuelt har ValueInvest-afdelingerne en meget højere andel af midlerne investeret i selskaber med mere forudsigelig og stabil indtjening end det generelle aktiemarked. Selskaber, der ligeledes er kendetegnet ved at have stærke balancer med et relativt lavt gældsniveau. Det har medført en anden afkast-/risikoprofil end den, der har kendetegnet det generelle aktiemarked. Denne afkast-/risikoprofil medfører, at investorerne i ValueInvest-afdelingerne i perioder risikerer at få et mindre afkast end det, der kan opnås på det generelle aktiemarked. Målt over længere perioder har afkast-/risikoprofilen dog givet ValueInvest-investorerne et højere afkast med en lavere risiko (målt på standardafvigelse).

I løbet af første halvår passerede vi femårsdagen for aktiemarkedets bund efter finanskrisen. Det positive aktiemarked kører dermed på sit sjette år. Målt på Morgan Stanleys Verdensindeks ND er aktiemarkedet steget med 163% siden det bundede i marts 2009. Morgan Stanleys Japanindeks ND er i samme periode steget med 82%. Målt på annualiserede afkast har investorerne i de globale afdelinger opnået et afkast på mellem 15,5% og 15,8% pro anno, siden ultimo marts 2009, imod markedets 17,7%. Vi er dermed i en periode, hvor ValueInvest-investorerne i de globale afdelinger har oplevet marginalt lavere afkast end markedet. I Japan-afdelingen gør dette sig ikke gældende. Dette fremgår af Figur 1. Hvis perioden udvides til at omfatte starten på finanskrisen; den periode hvor markedet faldt, ser de annualiserede afkast væsentligt anderledes ud. Først og fremmest er de lavere, og både de globale afdelinger og Japan-afdelingen giver et væsentligt højere annualiseret afkast end markedet.

Den afkast-/risikoprofil, der har givet ovenstående resultat, bakkes op af beregninger af nøgletallene Up-Market Capture Ratio og Down-Market Capture Ratio. Hvis der måles over en femårig periode frem til ultimo juni 2014, der netop dækker opturen på aktiemarkedet, ser vi, at deltagelsesgraden i opturen er på ca. 75% og kun mellem 43% og 51% på nedturen (for globale afdelinger). Måles over en 15-årig periode er resultatet stort set identisk med femårsperioden med ca. 76% Up-Market Capture Ratio og ca. 54% Down-Market Capture Ratio. Med en historisk set meget stor eksponering imod indtjeningsstabile virksomheder har Foreningen dermed leveret en høj deltagelsesgrad i aktiemarkedets stigninger og samtidig leveret en relativt god beskyttelse i dårlige tider, hvor aktiemarkedet falder.

Forventninger til andet halvår 2014

Den økonomiske udvikling på ValueInvests investeringsmarkeder er kort beskrevet ovenfor. Det gennemgående træk er; "det går bedre". Centralbankerne har valgt en meget langmodig tilgang til renteforhøjelser. Dette tilsiger et godt investeringsmiljø for aktier. Man må som investor imidlertid ikke glemme, at det generelle aktiemarked er steget mere end 160%, siden det bundede i marts 2009. Hermed skal det forstås, at den bedre økonomiske udvikling, vi ser nu, for en stor dels vedkommende allerede er inddiskonteret i markedets prissætning. Men mere vil have mere. Foreningens aktiemarkedsscreeninger viser, at der fortsat er meget høje forventninger til stigninger i virksomhedernes indtjening.

Ultimo juni er forventningerne i det generelle marked, at virksomhederne øger driftsindtjeningen med 17% i 2014 ift. 2013. Det står i stor kontrast til koncernregnskaberne for ValueInvest-afdelingerne, der kun forventer en behersket indtjeningsvækst på godt 1% (+4% i Japan-afdelingen) i beregningen af virksomhedernes værdi. Afdelingerne har historisk set en langt større vægtning imod indtjeningsstabilitet end markedet, og ultimo juni er ingen undtagelse – tværtimod. Ved halvårets afslutning

er vægtningen af A- og B- selskaber (de to mest indtjeningsstabile kategorier) den højeste i mange år. På længere sigt vil denne overvægt af indtjeningsstabilitet føre til mere stabile afkast end for markedet generelt. Også selvom en rutsjetur på aktiemarkedet umiddelbart vil medføre tab for alle investorer.

Fund Governance

Foreningens bestyrelse har vedtaget en fund governance-politik, som følger InvesteringsFondsBranchens anbefalinger. Politikken vedrører den overordnede styring af rettigheder og ansvar blandt aktørerne i og omkring Foreningen og Investeringsforvaltningsselskabet. I politikken – og i øvrige regler, forretningsgange og politikker – fastlægges samspillet mellem investorer, bestyrelsen, direktionen og øvrige interessenter.

Måltal for det underrepræsenterede køn

Det er bestyrelsens mål, at andelen af kvindelige generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer fra 2017 kommer til at udgøre 20 procent.

Videnressourcer

Investeringsforvaltningsselskabet råder over betydelige og brede videnressourcer, som kan sikre en stabil og sikker drift af Foreningen. På områder, hvor selskabet ikke selv besidder de fornødne videnressourcer, varetages opgaverne af eksterne parter. Videnressourcer udgør derfor ikke nogen risiko i relation til Foreningens fremtidige resultat og afkast.

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

Der er ikke væsentlig usikkerhed forbundet med indregning og måling af balanceposter.

Begivenheder efter regnskabsperiodens afslutning

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

Samfundsansvar

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

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

Her henvises til Foreningens hjemmeside www.valueinvest.dk under hovedpunkt "Investering" og afsnittet om "Ansvarlig Investering".

Risici og risikostyring

Risikoprofilen i Foreningens afdelinger er først og fremmest fastlagt i Foreningens vedtægter samt i prospektet. Afledt heraf fastlægger bestyrelsen endvidere en række detaljerede investeringsretningslinjer for direktionen og Foreningens investeringsrådgivere.

Nedenstående følger en generel beskrivelse af de væsentligste risici ved at investere igennem Investeringsforeningen ValueInvest Danmark samt, hvorledes Foreningens ledelse håndterer og styrer disse.

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 knyttes 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 samt kreditrisici.

Hver af disse risikofaktorer håndterer Foreningen inden for de givne rammer.

Eksempler på risikostyringselementer er rådgivningsaftalen og investeringspolitikker, interne kontroller samt lovgivningens krav om risikospredning.

Risici knyttet til investeringsbeslutningerne

Investeringerne i de fire afdelinger vælges efter valueprincippet. Det vil sige, at man kun køber aktier i virksomheder, som handles til priser på børsen, der vurderes 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 forskellig 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 en positiv og en negativ retning.

Dette i modsætning til passivt styrede foreninger og afdelinger - også for indeksbaserede afdelinger - 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 maksimale og minimale observerede standardafvigelse over de seneste fem år. I det område har bestyrelsen fastlagt en minimal og en maksimal standardafvigelse, som overvåges af investeringsforvaltningsselskabet.

Risici knyttet til driften af Foreningen

For at undgå fejl i driften af Foreningen har investeringsforvaltningsselskabet etableret en række kontrolprocedurer og forretningsgange, som reducerer disse risici.

Der arbejdes hele tiden på udvikling af systemer og højnelse af kontrolniveauet, således at risikoen for menneskelige fejl bliver reduceret mest muligt. Der er desuden opbygget et ledelsesinformationssystem, som sikrer, at der løbende følges op på omkostninger og afkast. Afkast vurderes dagligt, og er der områder, som ikke udvikler sig tilfredsstillende, tages dette op med rådgiver med fokus på at få vendt udviklingen. Der anvendes desuden betydelige ressourcer på at sikre en korrekt prisfastsættelse.

I de tilfælde, hvor den aktuelle børskurs ikke vurderes at afspejle dagsværdien for det pågældende "instrument", anvendes en værdiansættelsesmodel i stedet.

Investeringsforvaltningsselskabets compliance-afdeling overvåger og fører kontrol med, at de førnævnte systemer og forretningsgange virker samt 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 skal løses, følger Foreningens bestyrelse med på området. Formålet er dels at fastlægge sikkerhedsniveauet, 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 gældende prospekt og Central Investorinformation. Disse kan downloades fra 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 valutamarkedet samt lovgivningsmæssige, konkurrencemæssige, markedsmæssige og likviditetsmæssige forhold vil kunne påvirke selskabernes indtjening. Da afdelingerne på investerings-tidspunktet 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 obligationsmarkeder, 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 rådheden 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 formue kan investeres i virksomheder, hvis teknologier er helt eller delvist nye, og hvis udbredelse kommercielt og tidsmæssigt kan være vanskelig at vurdere.

Begivenheder efter halvårsregnskabet afslutning

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

Udsagn om forventninger

De udsagn om fremtiden, som er indeholdt i denne halvårsrapport, 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 fortsat er større, end hvad vi historisk har set. 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 halvår. Investorer og andre der træffer beslutninger på grundlag af informationen i denne rapport, bør generelt foretage deres egne omhyggelige overvejelser om hvilke usikkerheder, der kan have betydning.

Ledespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktionen har dags dato aflagt og godkendt halvårsrapporten for 2014 for Investeringsforeningen ValueInvest Danmark (4 afdelinger).

Halvårsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv.

Halvårsregnskabet giver et retvisende billede af Foreningens aktiver og passiver, finansielle stilling pr. 30. juni 2014 samt af resultatet for regnskabsperioden 1. januar - 30. juni 2014.

Foreningens ledelsesberetning indeholder en retvisende redegørelse for udviklingen i Foreningens aktiviteter og økonomiske forhold samt en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som Foreningen kan påvirkes af.

København, den 14. august 2014

Bestyrelse

Ole Steffensen
Formand

Jens Harck
Næstformand

Ole Richter-Mikkelsen
Bestyrelsesmedlem

Mikael Bernhoft
Bestyrelsesmedlem

Bent Carlsen
Bestyrelsesmedlem

Direktion

BI Management A/S

Christina Larsen
Direktør

Henrik Granlund
Vicedirektør

Anvendt regnskabspraksis

Halvårsrapporten for Investeringsforeningen ValueInvest Danmark er udarbejdet i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv., herunder bekendtgørelse om finansielle årsrapporter for investeringsforeninger og specialforeninger mv.

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten 2013.

ValueInvest Blue Chip Value

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

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

Investeringsområde og profil

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

Afkastforklaring

ValueInvest Blue Chip Value leverede et positivt afkast i første halvdel af 2014 på 5,6% mod et ligeledes positivt afkast fra MSCI Verden ND på 6,5%. I de 1 ½ kalenderår, ValueInvest Blue Chip Value har eksisteret, har porteføljen akkumuleret et positivt afkast på 172% mod et akkumuleret afkast på 18% for MSCI Verden ND.

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

"Forsigtighed er en dyd ... så må vi leve med afkastet". Dette står skrevet på Foreningens

hjemmeside under Mission. Ligeledes er det fremhævet, at målsætningen er "langsigtet levering af høje afkast kombineret med lav risiko for permanente tab". Vi har beregnet, hvor meget afdelingen deltager i stigende aktiemarkeder, og hvor stor deltagelsesgraden er i faldende aktiemarkeder – også kaldet Up-Market Capture Ratio og Down-Market Capture Ratio. Målt over de seneste 15 år frem til ultimo juni 2014, har afdelingen "fanget" 76% af kursstigningerne og kun deltaget i 55% af kursfaldene. Samme billede gør sig gældende, hvis man kun måler over den seneste femårsperiode, hvor investorerne på aktiemarkedet og i ValueInvest er blevet belønnet med høje afkast. Med en historisk set meget stor eksponering imod indtjeningsstabile virksomheder har afdelingen dermed leveret en høj deltagelsesgrad i aktiemarkedets stigninger og samtidig leveret en relativt god beskyttelse i dårlige tider, hvor aktiemarkedet falder.

Afdelingen har fortsat en meget stor overvægt af virksomheder, der har en relativt stor forudsigelighed og stabilitet i indtjeningen.

En lang periode med gode afkast skaber høje forventninger. Hvis der opstår skuffelser i det generelle aktiemarked, vil det blive straffet, og afdelingens investeringer kan ikke undgå også at blive delvist ramt kursmæssigt. Her er det vigtigt at skelne mellem kortsigtede udsving i aktiekurser og virksomhedernes underliggende indtjeningsstabilitet. Dette er langt mere væsentligt end de kortsigtede udsving i aktiekurserne.

Formueudvikling

Afdelingens formue udgjorde 692.001 t.kr. ultimo juni 2014 mod 782.877 t.kr. ultimo 2013, svarende til en reduktion på 90.876 t.kr. Der er foretaget nettoindløsninger for i alt 52.451 t.kr. Nettoresultat udgjorde 39.164 t.kr. kroner.

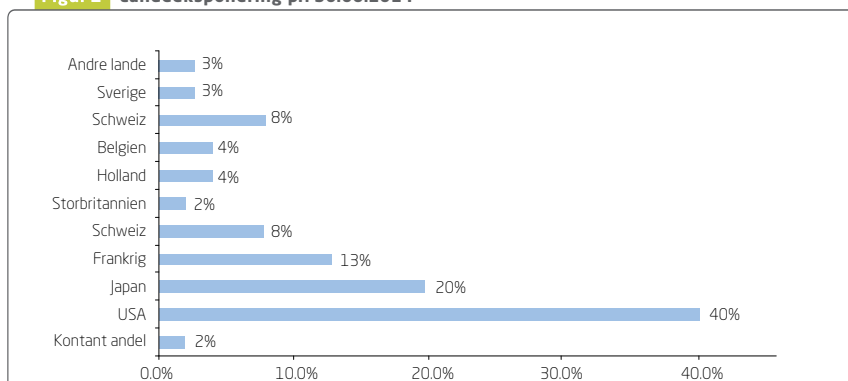
Historiske afkast

Af Figur 1 fremgår de historiske resultater fordelt på fem år, syv år og ti år. I syv- og tiårsperioderne er der leveret et merafkast i forhold til MSCI Verden ND i kombination med en lavere risiko, målt ved den årlige standardafvigelse. I femårsperioden har

Figur 1 Historiske afkast inklusive nøgletal

ValueInvest Blue Chip Value	31.12.2002-31.12.2013 (10 år)		31.12.2005-31.12.2013 (7 år)		31.12.2007-31.12.2013 (5 år)	
	Blue Chip Value	MSCI Verden	Blue Chip Value	MSCI Verden	Blue Chip Value	MSCI Verden
Akkumuleret afkast (%)	110,07	78,86	36,75	24,80	85,63	105,21
Årligt afkast (%)	7,71	5,99	4,57	3,22	13,17	15,46
Merafkast (%)	1,72		1,36		-2,29	
Standardafvigelse (p.a.%)	10,26	12,52	11,32	13,94	10,26	11,53
Sharpe Ratio	0,41	0,20	0,09	-0,02	0,94	1,04
Beta	0,69		0,69		0,75	
Tracking Error (p.a.%)	5,49		5,91		5,58	
Information Ratio	0,31		0,23		-0,41	

Figur 2 Landeeksponering pr. 30.06.2014



risikoen målt på den årlige standardafvigelse ligeledes været lavere, samtidig med at afkastet for afdelingen ikke helt har kunnet følge afkastet for markedet. Med godt 13% i årligt afkast har det dog været væsentligt højere, end hvad man bør forvente på lang sigt. I de to længste perioder – syv år og ti år – hvor det årlige afkast har været lavest, har porteføljen haft den laveste Beta, hvori- mod femårsperioden, hvor det årlige afkast har været højt, viser den højeste beta. I alle perioderne har porteføljen en høj Tracking Error, som indikerer store afvigelser i porteføljesammensætningen i forhold til MSCI Verden ND (jf. Begreber).

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 Blue Chip Value rummer derfor udelukkende selskaber og sektorer, der er identificeret positivt ud fra investeringsprocessen. Selskabsudvælgelsen har medført, at den største eksponering er mod selskaber baseret i USA, Japan og Frankrig.

Selskabeksponering

Porteføljens ti største selskabeksponeringer fremgår af Figur 3. De ti største selskabeksponeringer udgør 44,5% af den samlede portefølje med eksponering gående fra 5,4% til 3,6%. Der er således en god diversifikation i porteføljen, og samtidig er de ti største selskabeksponeringer alle investeret i kategorierne for indtjeningsstabilitet, A og B.

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

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

Ultimo juni 2014 var henholdsvis USA, Japan og Europa afdelingens tre største investeringsområder. Forudsat at vi ikke ændrer investeringsstrategien, vil den økonomiske og politiske udvikling i disse to lande samt Europa have en særlig stor betydning for investorenes fremtidige afkast.

Forventninger til andet halvår 2014

Den økonomiske udvikling går fremad i mange dele af verden, og selvom det i Kina går lidt langsommere end normalt, er væksten stadig på et niveau, som modne økonomier kun kan drømme om. Den økonomiske udvikling tilsiger højere renter. Centralbankerne har dog valgt at have en meget stor tålmodighed med den aktuelle økonomiske udvikling, inden de træder på bremserne. Derfor har vi fortsat meget lave renter, der fra centralbankernes side ofte begrundes med en fortsat lav inflation. Fortsætter det momentum i den økonomiske udvikling, der er ved at blive opbygget, vil centralbankerne begynde at stramme op og hæve renterne. Aktører på de finansielle markeder bruger mange ressourcer på at beregne tidspunktet for disse renteforhøjelser.

Det er en overordentlig svær opgave, men givetvis vil det være USA og Englands centralbanker, der vil lægge ud, da disse lande er længst fremme i den økonomiske genopretning. Ligeledes forventes den amerikanske centralbank helt at have nedtrappet de månedlige opkøb ved udgangen af 2014.

De finansielle markeder har nu i en årrække været vant til rigelig likviditet og til meget lave renter. Det bliver interessant at følge

udviklingen på markederne, når dette "nul-rente-scenarie" før eller siden ophører. Selvom Foreningen fejlagtigt forudså stigende volatilitet i årsrapporten for 2013, mener vi fortsat, at man bør udvise størst mulig forsigtighed ved investering i aktiemarkedet. Afdelingens eksponering imod høj indtjeningsstabilitet ligger på det højeste niveau i mange år med mere end 90% investeret i de to mest indtjeningsstabile risikokategorier, A + B. Ved et hurtigt stemningsskifte i negativ retning på aktiemarkedet vil disse stabile karakteristika ikke blive umiddelbart belønnet. Imidlertid er Foreningen overbevist om, at det på længere sigt vil blive belønnet i form af en mere stabil kursudvikling på disse selskaber og et bedre afkast end det generelle markedsafkast.

Historisk set har ValueInvest Blue Chip Value – naturligvis – haft primær fokus på investering i Large Cap-aktier, hvilket fortsat gælder. Foreningens seneste aktiemarkeds-screener ultimo juni 2014 viser da også, at det er i Large Cap-segmentet (større end 5 mia. EURO), at det generelle aktiemarked er billigst prissat med en pris i forhold til fair value på 71%. Small Cap-segmentet (mindre end 1 mia. EURO) er derimod prissat til 101%, hvilket samtidig er baseret på væsentligt højere forventninger til stigningen i indtjening, end hvad der forventes for Large Cap-segmentet.

Figur 3 Selskabeksponering pr. 30.06.2014

Selskabs top 10	Lande	Sektor	Industri	Risikokategori	Vægt
General Mills	USA	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	5,4%
Casino	Frankrig	Stabilt Forbrug	Fødevarerbutikker	B	5,2%
Kimberly-Clark	USA	Stabilt Forbrug	Husholdningsartikler	A	4,8%
Nestle	Schweiz	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	4,6%
Ahold	Holland	Stabilt Forbrug	Fødevarerbutikker	B	4,4%
Microsoft	USA	IT	Systemsoftware	B	4,3%
Danone	Frankrig	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	4,2%
ConAgra Foods	USA	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	4,2%
Delhaize	Belgien	Stabilt Forbrug	Fødevarerbutikker	B-1	3,8%
Staples	USA	Cyklisk Forbrug	Special Detailhandel	B	3,6%

Halvårsrapport > ValueInvest Blue Chip Value

Resultatopgørelse

	01.01. -30.06.14 (t.kr.)	01.01. -30.06.13 (t.kr.)
Renter og udbytter	16.972	20.638
Kursgevinster og -tab	32.232	125.263
Administrationsomkostninger	7.546	8.573
Resultat før skat	41.658	137.328
Skat	2.494	2.679
Halvårets nettoresultat	39.164	134.649

Balance pr. 30. juni

	30.06.14 (t.kr.)	31.12.13 (t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	9.687	10.569
1 Kapitalandele	681.469	771.680
Andre aktiver	4.074	2.797
Aktiver i alt	695.230	785.046
Passiver		
2 Medlemmernes formue	692.001	782.877
Anden gæld	3.229	2.169
Passiver i alt	695.230	785.046

3 Femårsoversigt

Noter

I Finansielle instrumenter	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	98%	99%
Andre aktiver og passiver	2%	1%
Formue fordelt på lande		
USA	40%	39%
Japan	20%	20%
Frankrig	13%	11%
Schweiz	8%	8%
Holland	4%	5%
Andre inklusiv kontanter	15%	17%
Formue fordelt på sektorer		
Stabile forbrugsgoder	57%	53%
Health Care	13%	15%
IT	7%	9%
Cykliske forbrugsgoder	6%	6%
Industri	6%	6%
Andre inklusiv kontanter	11%	11%

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

2 Medlemmernes formue		30.06.14		30.12.13
	Cirk.Beviser	Formue	Cirk.Beviser	Formue
Formue primo	409.845	782.877	468.353	757.471
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		81.969		31.614
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		4.380		1.397
Emissioner i året	1.953	3.414	604	1.098
Indløsninger i året	29.500	55.865	59.112	108.658
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		0		37
Overført fra resultatopgørelsen		39.164		163.146
Formue ultimo	382.298	692.001	409.845	782.877

3 Femårsoversigt	30.06.2014	30.06.2013	30.06.2012	30.06.2011	30.06.2010
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	39.164	134.649	32.723	-25.078	67.928
Medlemmernes formue (t.kr.)	692.001	812.861	795.238	847.739	899.883
Cirkulerende andele (t.kr.)	382.298	440.815	508.661	567.237	608.435
Indre værdi	181,01	184,40	156,34	149,45	147,90
Omkostninger (%)	1,02	1,05	1,04	1,05	1,07
Halvårets afkast (%)	5,60	18,26	3,90	-2,80	7,80
Sharpe ratio	1,54	-	-	-	-

ValueInvest Global

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

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

Investeringsområde og profil

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

Afkastforklaring

ValueInvest Global leverede et positivt afkast i første halvdel af 2014 på 5,3% mod et ligeledes positivt afkast fra MSCI Verden ND på 6,5%. I de 15½ kalenderår, ValueInvest Global har eksisteret, har porteføljen akkumuleret et positivt afkast på 248% mod et ligeledes positivt afkast på 71% for MSCI Verden ND.

ValueInvest Global har leveret dette merafkast med en lavere tabsrisiko end den, der er kendetegnet ved MSCI Verden ND. I Global-afdelingens levetid har aktiemarkedet haft to ekstremt negative afkastår; 2002 og siden 2008. I begge disse år har Global-afdelingen leveret en relativ kapitalbeskyttelse ved at tabe væsentligt mindre end aktiemarkedet generelt. "Forsigtighed er en dyd så må vi leve med afkastet".

Dette står skrevet på Foreningens hjemmeside under Mission. Ligeledes er det fremhævet, at målsætningen er "langsigtet levering af høje afkast kombineret med lav risiko for permanente tab". Vi har beregnet, hvor meget afdelingen deltager i stigende aktiemarkeder, og hvor stor deltagelsesgraden er i faldende aktiemarkeder – også kaldet Up-Market Capture Ratio og Down-Market Capture Ratio. Målt over de seneste 15 år frem til ultimo juni 2014 har afdelingen "fanget" 76% af kursstigningerne og kun deltaget i 53% af kursfaldene. Samme billede gør sig gældende, hvis man kun måler over den seneste femårsperiode, hvor investorerne på aktiemarkedet og i ValueInvest er blevet belønnet med høje afkast. Med en historisk set meget stor eksponering imod indtjeningsstabile virksomheder har afdelingen dermed leveret en høj deltagelsesgrad i aktiemarkedets stigninger og samtidig leveret en relativt god beskyttelse i dårlige tider, hvor aktiemarkedet falder.

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

En lang periode med gode afkast skaber høje forventninger. Hvis der opstår skuffelser i det generelle aktiemarked, vil det blive straffet, og afdelingens investeringer kan ikke undgå også at blive delvist ramt kursmæssigt. Her er det vigtigt at skelne mellem kortsigtede udsving i aktiekurser og virksomhedernes underliggende indtjeningsstabilitet. Dette er langt mere væsentligt end de kortsigtede udsving i aktiekurserne.

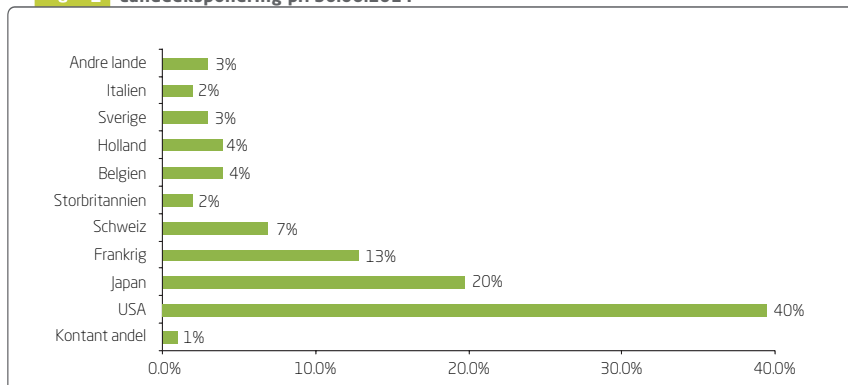
Formueudvikling

Afdelingens formue udgjorde 3.652.515 t.kr. ultimo juni 2014 mod 3.513.889 t.kr. ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på 138.626 t.kr. Der er foretaget nettoemissioner for i alt 184.596 t.kr. Nettoresultat udgjorde 185.047 t.kr. kroner.

Figur 1 Historiske afkast inklusive nøgletal

ValueInvest Global	31.12.2003-31.12.2013 (10 år)		31.12.2006-31.12.2013 (7 år)		31.12.2008-31.12.2013 (5 år)	
	ValueInvest Global	MSCI Verden	ValueInvest Global	MSCI Verden	ValueInvest Global	MSCI Verden
Akkumuleret afkast (%)	119,56	78,86	36,51	24,80	83,38	105,21
Årligt afkast (%)	8,18	5,99	4,55	3,22	12,89	15,46
Merafkast (%)	2,20		1,33		-2,57	
Standardafvigelse (p.a.%)	10,43	12,52	11,47	13,94	10,49	11,53
Sharpe Ratio	0,45	0,20	0,09	-0,02	0,90	1,04
Beta	0,70		0,70		0,78	
Tracking Error (p.a.%)	5,60		6,00		5,51	
Information Ratio	0,39		0,22		-0,47	

Figur 2 Landeksponering pr. 30.06.2014



Historiske afkast

Af Figur 1 fremgår de historiske resultater fordelt på fem år, syv år og ti år. I syv- og tiårsperioderne er der leveret et merafkast i forhold til MSCI Verden ND i kombination med en lavere risiko, målt ved den årlige standardafvigelse. I femårsperioden har risikoen målt på den årlige standardafvigelse ligeledes været lavere, samtidig med at afkastet for afdelingen ikke helt har kunnet følge afkastet for markedet. Med knap 13% i årligt afkast har det dog været væsentligt højere, end hvad man bør forvente på lang sigt. I de to længste perioder – syv år og ti år – hvor det årlige afkast har været lavest, har porteføljen haft den laveste Beta, hvori- mod femårsperioden, hvor det årlige afkast har været højt, viser den højeste beta. I alle perioderne har porteføljen en høj Tracking Error, som indikerer store afvigelser i porteføljesammensætningen i forhold til MSCI Verden ND (jf. Begreber).

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 rummer derfor udelukkende selskaber og sektorer, der er identificeret positivt ud fra investeringsprocessen. Selskabsudvælgelsen har medført, at den største eksponering er mod selskaber baseret i USA, Japan og Frankrig.

Selskabseksponering

Porteføljens ti største selskabseksponeringer fremgår af Figur 3. De ti største selskabseksponeringer udgør 44,5% af den samlede portefølje med eksponering gående fra 5,4% til 3,7%. Der er således en god diversifikation i porteføljen, og samtidig er de ti største selskabseksponeringer alle investeret i kategorierne for indtjeningsstabilitet, A og B.

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici.

Da afdelingen investerer i aktier på de internationale markeder, oplever afdelingen en forretningsmæssig risiko på udviklingen på disse markeder. Risikoen består hovedsageligt af den generelle markedsrisiko, en aktierisiko på den enkelte virksomhed samt en valutarisiko.

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

Ultimo juni 2014 var henholdsvis USA, Japan og Europa afdelingens tre største investeringsområder. Forudsat at vi ikke ændrer landesammensætningen, vil den økonomiske og politiske udvikling i disse to lande samt Europa have en særlig stor betydning for investorernes fremtidige afkast.

Forventninger til andet halvår 2014

Den økonomiske udvikling går fremad i mange dele af verden, og selvom det i Kina går lidt langsommere end normalt, er væksten stadig på et niveau, som modne økonomier kun kan drømme om. Den økonomiske udvikling tilsiger højere renter. Centralbankerne har dog valgt at have en meget stor tålmodighed med den aktuelle økonomiske udvikling, inden de træder på bremserne. Derfor har vi fortsat meget lave renter, der fra centralbankernes side ofte begrundes med en fortsat lav inflation.

Fortsætter det momentum i den økonomiske udvikling, der er ved at blive opbygget, vil centralbankerne begynde at stramme op og hæve renterne. Aktører på de finansielle markeder bruger mange ressourcer på at beregne tidspunktet for disse renteforhøjelser. Det er en overordentlig svær opgave, men givetvis vil det være USA og Englands centralbanker, der vil lægge ud, da disse lande er længst fremme i den økonomiske genopretning. Ligeledes forventes den amerikanske centralbank helt at have nedtrappet de månedlige opkøb ved udgangen af 2014.

De finansielle markeder har nu i en årrække været vant til rigelig likviditet og til meget lave renter. Det bliver interessant at følge udviklingen på markederne, når dette "nul-rente-scenari" før eller siden ophører. Selvom Foreningen fejlagtigt forudså stigende volatilitet i årsrapporten for 2013, mener vi fortsat, at man bør udvise størst mulig forsigtighed ved investering i aktiemarkedet. Afdelingens eksponering imod høj indtjeningsstabilitet ligger på det højeste niveau i mange år med mere end 90% investeret i de to mest indtjeningsstabile risikokategorier, A + B. Ved et hurtigt stemningsskifte i negativ retning på aktiemarkedet vil disse stabile karakteristika ikke blive umiddelbart belønnet. Imidlertid er Foreningen overbevist om, at det på længere sigt vil blive belønnet i form af en mere stabil kursudvikling på disse selskaber og et bedre afkast end det generelle markedsafkast.

Figur 3 Selskabseksponering pr. 30.06.2014

Selskabs top 10	Land	Sektor	Industri	Risikokategori	Vægt
General Mills	USA	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	5,4%
Casino	Frankrig	Stabilt Forbrug	Fødevarerbutikker	B	5,3%
Kimberly-Clark	USA	Stabilt Forbrug	Husholdningsartikler	A	4,9%
Ahold	Holland	Stabilt Forbrug	Fødevarerbutikker	B	4,5%
Nestle	Schweiz	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	4,5%
Microsoft	USA	IT	Systemsoftware	B	4,3%
ConAgra Foods	USA	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	4,2%
Danone	Frankrig	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	4,0%
Delhaize	Belgien	Stabilt Forbrug	Fødevarerbutikker	B-1	3,7%
Staples	USA	Cyklisk Forbrug	Special Detailhandel	B	3,7%

Halvårsrapport > ValueInvest Global

Resultatopgørelse

	01.01. -30.06.14 (t.kr.)	01.01. -30.06.13 (t.kr.)
Renter og udbytter	83.236	58.261
Kursgevinster og -tab	150.548	408.464
Administrationsomkostninger	36.405	29.894
Resultat før skat	197.379	436.831
Skat	12.332	8.108
Halvårets nettoresultat	185.047	428.723

Balance pr. 30. juni

	30.06.14 (t.kr.)	31.12.13 (t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	64.571	50.850
1 Kapitalandele	3.601.737	3.464.400
Andre aktiver	15.205	9.570
Aktiver i alt	3.681.513	3.524.820
Passiver		
2 Medlemmernes formue	3.652.515	3.513.889
Anden gæld	28.998	10.931
Passiver i alt	3.681.513	3.524.820
3 Femårsoversigt		

Noter

I Finansielle instrumenter	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	99%	98%
Andre aktiver og passiver	1%	2%
Formue fordelt på lande		
USA	40%	39%
Japan	20%	20%
Frankrig	13%	11%
Schweiz	7%	7%
Holland	5%	5%
Andre inklusiv kontanter	15%	18%
Formue fordelt på sektorer		
Stabile forbrugsgoder	57%	53%
Health Care	13%	16%
IT	7%	9%
Cykliske forbrugsgoder	6%	6%
Industri	7%	6%
Andre inklusiv kontanter	10%	10%

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

2 Medlemmernes formue		30.06.14		30.12.13
	Cirk.Beviser	Formue	Cirk.Beviser	Formue
Formue primo	1.666.193	3.513.889	1.379.403	2.433.922
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		226.602		62.073
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		-4.415		-1.862
Emissioner i året	128.039	265.213	301.683	616.078
Indløsninger i året	37.690	80.881	14.893	28.572
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		264		666
Overført fra resultatopgørelsen		185.047		555.730
Formue ultimo	1.756.542	3.652.515	1.666.193	3.513.889

3 Femårsoversigt	30.06.2014	30.06.2013	30.06.2012	30.06.2011	30.06.2010
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	185.047	428.723	109.688	-120.966	148.845
Medlemmernes formue (t.kr.)	3.652.515	3.186.022	2.415.085	2.510.075	1.974.326
Cirkulerende andele (t.kr.)	1.756.542	1.569.604	1.412.780	1.514.820	1.174.836
Indre værdi	207,94	202,98	170,95	165,70	168,05
Omkostninger (%)	1,01	1,04	1,03	1,03	1,08
Halvårets afkast (%)	5,27	17,64	4,44	-4,36	9,44
Sharpe ratio	1,46	-	-	-	-

ValueInvest Global Akkumulerende

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

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

Investeringsområde og profil

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

Afkastforklaring

ValueInvest Global Akkumulerende leverede et positivt afkast i første halvdel af 2014 på 5,3% mod et ligeledes positivt afkast fra MSCI Verden ND på 6,5%. I de 7½ kalenderår, ValueInvest Global Akkumulerende har eksisteret, har porteføljen akkumuleret et positivt afkast på 48% mod et ligeledes positivt afkast på 33% for MSCI Verden ND.

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

Forsigtighed er en dyd så må vi leve med afkastet". Dette står skrevet på Foreningens hjemmeside under Mission. Ligeledes er det fremhævet, at målsætningen er "langsigtet levering af høje afkast kombineret med lav risiko for permanente tab". Vi har beregnet, hvor meget den globale aktiestrategi deltager i stigende aktiemarkeder, og hvor stor deltagelsesgraden er i faldende aktiemarkeder – også kaldet Up-Market Capture Ratio og Down-Market Capture Ratio. På grund af Global Akkumulerendes relativt korte levetid har vi målt på Global-afdelingen. Målt over de seneste 15 år frem til ultimo juni 2014, har afdelingen "fanget" 76% af kursstigningerne og kun deltaget i 53% af kursfaldene. Samme billede gør sig gældende, hvis man kun måler over den seneste femårsperiode, hvor investorerne på aktiemarkedet og i ValueInvest er blevet belønnet med høje afkast.

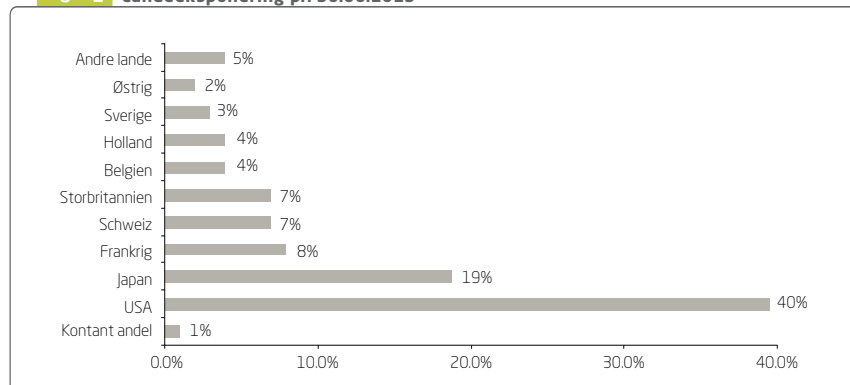
Med en historisk set meget stor eksponering imod indtjeningsstabile virksomheder har den globale aktiestrategi dermed leveret en høj deltagelsesgrad i aktiemarkedets stigninger og samtidig leveret en relativt god beskyttelse i dårlige tider, hvor aktiemarkedet falder. Afdelingen har fortsat en meget stor overvægt af virksomheder, der har en relativt stor forudsigelighed og stabilitet i indtjeningen.

En lang periode med gode afkast skaber høje forventninger. Hvis der opstår skuffelser i det generelle aktiemarked, vil det blive straffet, og afdelingens investeringer kan ikke undgå også at blive delvist ramt kursmæssigt. Her er det vigtigt at skelne mellem kortsigtede udsving i aktiekurser og virksomhedernes underliggende indtjeningsstabilitet. Dette er langt mere væsentligt end de kortsigtede udsving i aktiekurserne.

Figur 1 Historiske afkast inklusive nøgletal

ValueInvest Global	31.12.2002-31.12.2013 (10 år)		31.12.2005-31.12.2013 (7 år)		31.12.2007-31.12.2013 (5 år)	
	ValueInvest Global	MSCI Verden	ValueInvest Global	MSCI Verden	ValueInvest Global	MSCI Verden
Akkumuleret afkast (%)			41,02	24,80	90,30	105,21
Årligt afkast (%)			5,03	3,22	13,73	15,46
Merafkast (%)			1,82		-1,73	
Standardafvigelse (p.a.%)			11,64	13,94	10,70	11,53
Sharpe Ratio			0,13	-0,02	0,96	1,04
Beta			0,71		0,79	
Tracking Error (p.a.%)			6,22		5,58	
Information Ratio			0,29		-0,31	

Figur 2 Landeeksponering pr. 30.06.2013



Formueudvikling

Afdelingens formue udgjorde 982.728 t.kr. ultimo juni 2014 mod 887.963 t.kr. ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på 94.765 t.kr. Der er foretaget nettoemissioner for i alt 44.516 t.kr. Nettoresultat udgjorde 49.859 t.kr. kroner.

Historiske afkast

På grund af ValueInvest Global Akkumulerendes relativt korte levetid viser Figur 1 afdelingens historiske resultater fordelt på fem år og syv år. I syvårsperioden er der leveret et merafkast i forhold til MSCI Verden ND i kombination med en lavere risiko, målt ved den årlige standardafvigelse. I femårsperioden har risikoen målt på den årlige standardafvigelse ligeledes været lavere, dog har afkastet for afdelingen ikke helt kunnet følge afkastet for markedet. I syvårsperioden, hvor det årlige afkast har været lavest, har porteføljen haft den laveste Beta. I femårsperioden hvor det årlige afkast har været højt, har porteføljen haft en højere Beta. I alle perioderne har porteføljen en høj Tracking Error, som indikerer store afvigelser i porteføljesammensætningen i forhold til MSCI Verden ND (jf. Begreber).

Landeeksponering

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

Selskabseksponering

Porteføljens ti største selskabseksponeringer fremgår af Figur 3. De ti største selskabseksponeringer udgør 44,6% af den samlede portefølje med eksponering gående fra 5,4% til 3,6%.

Der er således en god diversifikation i porteføljen, og samtidig er de ti største selskabseksponeringer alle investeret i kategorierne for indtjeningsstabilitet, A og B.

Særlige risici - herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen investerer i aktier på de internationale markeder, har afdelingen en forretningsmæssig risiko på udviklingen på disse markeder. Risikoen består hovedsageligt af den generelle markedsrisiko, en aktierisiko på den enkelte virksomhed samt en valutarisiko. I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikobeskrivelse og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om Foreningens overordnede vurdering af disse risici. Ultimo juni 2014 var henholdsvis USA, Japan og Europa afdelingens tre største investeringsområder. Forudsat at vi ikke ændrer investeringsstrategien, vil den økonomiske og politiske udvikling i disse to lande samt Europa have en særlig stor betydning for investorernes fremtidige afkast.

Forventninger til andet halvår 2013

Den økonomiske udvikling går fremad i mange dele af verden, og selvom det i Kina går lidt langsommere end normalt, er væksten stadig på et niveau, som modne økonomier kun kan drømme om. Den økonomiske udvikling tilsiger højere renter. Centralbankerne har dog valgt at have en meget stor tålmodighed med den aktuelle økonomiske udvikling, inden de træder på bremserne. Derfor har vi fortsat meget lave renter, der fra centralbankernes side ofte begrundes med en fortsat lav inflation.

Fortsætter det momentum i den økonomiske udvikling, der er ved at blive opbygget, vil centralbankerne begynde at stramme op og hæve renterne. Aktører på de finansielle markeder bruger mange ressourcer på at beregne tidspunktet for disse renteforhøjelser. Det er en overordentlig svær opgave, men givetvis vil det være USA og Englands centralbanker, der vil lægge ud, da disse lande er længst fremme i den økonomiske genopretning. Ligeledes forventes den amerikanske centralbank helt at have nedtrappet de månedlige opkøb ved udgangen af 2014.

De finansielle markeder har nu i en årrække været vant til rigelig likviditet og til meget lave renter. Det bliver interessant at følge udviklingen på markederne, når dette "nulrente-scenari" før eller siden ophører. Selvom Foreningen fejlagtigt forudså stigende volatilitet i årsrapporten for 2013, mener vi fortsat, at man bør udvise størst mulig forsigtighed ved investering i aktiemarkedet. Afdelingens eksponering imod høj indtjeningsstabilitet ligger på det højeste niveau i mange år med mere end 90% investeret i de to mest indtjeningsstabile risikokategorier, A + B. Ved et hurtigt stemningsskifte i negativ retning på aktiemarkedet vil disse stabile karakteristika ikke blive umiddelbart belønnet. Imidlertid er Foreningen overbevist om, at det på længere sigt vil blive belønnet i form af en mere stabil kursudvikling på disse selskaber og et bedre afkast end det generelle markedsafkast.

Figur 3 Selskabseksponering pr. 30.06.2014

Selskabs top 10	Lande	Sektor	Industri	Risikokategori	Vægt
General Mills	USA	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	5,4%
Casino	Frankrig	Stabilt Forbrug	Fødevarebutikker	B	5,2%
Kimberly-Clark	USA	Stabilt Forbrug	Husholdningsartikler	A	4,9%
Nestle	Schweiz	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	4,6%
Ahold	Holland	Stabilt Forbrug	Fødevarebutikker	B	4,5%
Microsoft	USA	IT	Systemsoftware	B	4,3%
ConAgra Foods	USA	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	4,2%
Danone	Frankrig	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A	4,1%
Delhaize	Belgien	Stabilt Forbrug	Fødevarebutikker	B-1	3,8%
Staples	USA	Cyklisk Forbrug	Special Detailhandel	B	3,6%

Halvårsrapport > ValueInvest Global Akkumulerende

Resultatopgørelse

	01.01. -30.06.14 (t.kr.)	01.01. -30.06.13 (t.kr.)
Renter og udbytter	22.079	16.037
Kursgevinster og -tab	40.896	112.991
Administrationsomkostninger	9.820	8.422
Resultat før skat	53.155	120.606
Skat	3.296	2.243
Halvårets nettoresultat	49.859	118.363

Balance pr. 30. juni

	30.06.14 (t.kr.)	31.12.13 (t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	15.775	12.748
1 Kapitalandele	966.877	875.282
Andre aktiver	4.853	2.381
Aktiver i alt	987.505	890.411
Passiver		
2 Medlemmernes formue	982.728	887.963
Anden gæld	4.777	2.381
Passiver i alt	987.505	890.411

3 Femårsoversigt

Noter

I Finansielle instrumenter	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	98%	99%
Andre aktiver og passiver	2%	1%
Formue fordelt på lande		
USA	39%	39%
Japan	20%	20%
Frankrig	13%	11%
Schweiz	8%	8%
Holland	5%	5%
Andre inklusiv kontanter	15%	17%
Formue fordelt på sektorer		
Stabile forbrugsgoder	57%	53%
Health Care	13%	16%
IT	7%	10%
Industri	6%	6%
Cykliske forbrugsgoder	6%	6%
Andre inklusiv kontanter	11%	10%

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

2 Medlemmernes formue		30.06.14		30.12.13
	Cirk.Beviser	Formue	Cirk.Beviser	Formue
Formue primo	618.927	887.963	499.991	586.605
Emissioner i året	68.441	99.255	143.836	185.919
Indløsninger i året	36.800	54.544	24.900	36.027
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		195		383
Overført fra resultatopgørelsen		49.859		151.083
Formue ultimo	650.568	982.728	618.927	887.963

3 Femårsoversigt	30.06.2014	30.06.2013	30.06.2012	30.06.2011	30.06.2010
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	49.859	118.363	23.640	-26.486	25.112
Medlemmernes formue (t.kr.)	982.728	853.393	541.583	594.575	381.389
Cirkulerende andele (t.kr.)	650.568	617.091	476.391	547.791	350.651
Indre værdi	151,06	138,29	113,68	108,54	108,77
Omkostninger (%)	1,04	1,08	1,08	1,04	1,11
Halvårets afkast (%)	5,29	17,89	4,27	-4,52	8,92
Sharpe ratio	1,46	-	-	-	-

ValueInvest Japan

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

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

Investeringsområde og profil

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

Afkastforklaring

ValueInvest Japan leverede et positivt afkast i første halvår af 2014 på 8,4% mod et ligeledes positivt afkast fra MSCI Japan ND på 1,0%. I de 15½ kalenderår, ValueInvest Japan har eksisteret, har porteføljen akkumuleret et positivt afkast på 152% mod et ligeledes positivt afkast på 30% for MSCI Japan ND. ValueInvest Japan har leveret dette merafkast med en lavere tabsrisiko end den, der er kendetegnet ved MSCI Japan ND.

"Forsigtighed er en dyd så må vi leve med afkastet". Dette står skrevet på Foreningens hjemmeside under Mission. Ligeledes er det fremhævet, at målsætningen er "langsigtet levering af høje afkast kombineret med lav risiko for permanente tab".

Vi har beregnet, hvor meget afdelingen deltager i stigende aktiemarkeder, og hvor

stor deltagelsesgraden er i faldende aktiemarkeder – også kaldet Up-Market Capture Ratio og Down-Market Capture Ratio. Målt over de seneste 15 år frem til ultimo juni 2014 har afdelingen "fanget" 66% af kursstigningerne og kun deltaget i 50% af kursfaldene. Hvis man kun måler over den seneste femårsperiode, hvor investorerne på aktiemarkedet og i ValueInvest er blevet belønnet med høje afkast, har deltagelsesgraden i stigningerne været helt oppe på 86% og for faldenes vedkommende ligget under 60%. Med en historisk set meget stor eksponering imod indtjeningsstabile virksomheder har afdelingen dermed leveret en høj deltagelsesgrad i aktiemarkedets stigninger og samtidig leveret en relativ god beskyttelse i dårlige tider, hvor aktiemarkedet falder.

Afdelingen har fortsat en meget stor overvægt af virksomheder, der har en relativt stor forudsigelighed og stabilitet i indtjeningen.

Formueudvikling

Afdelingens formue udgjorde 130.173 t.kr. ultimo juni 2014 mod 148.371 t.kr. ultimo 2013, svarende til en reduktion på

18.198 t.kr. Der er foretaget nettoindløsninger for i alt 19.877 t.kr. Nettoresultat udgjorde 9.771 t.kr. kroner.

Historiske afkast

Af Figur 1 fremgår de historiske resultater fordelt på fem år, syv år og ti år. I syv- og tiårsperioderne er der leveret et merafkast i forhold til MSCI Japan ND i kombination med en lavere risiko, målt ved den årlige standardafvigelse. For femårsperioden er afkastet næsten ens, dog for porteføljens vedkommende opnået med en marginalt lavere standardafvigelse. I de to længste perioder – syv år og ti år – hvor det årlige afkast har været lavest, har porteføljen haft den laveste Beta. I femårsperioden, hvor det årlige afkast har været højest, har porteføljen haft en højere Beta. I alle perioderne har porteføljen en meget høj Tracking Error, som indikerer store afvigelser i porteføljesammensætningen i forhold til MSCI Japan ND (jf. Begreber).

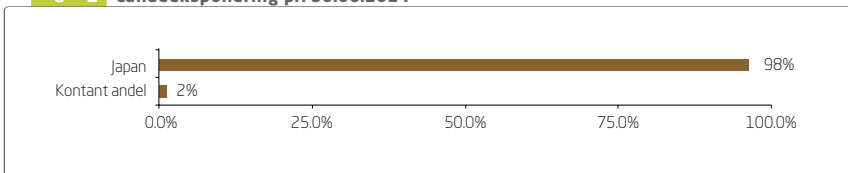
Selskabseksponering

Porteføljens ti største selskabseksponeringer fremgår af Figur 2. De ti største selskabseksponeringer udgør 49,1% af den samlede portefølje, med eksponering gående

Figur 1 Historiske afkast inklusive nøgletal

ValueInvest Japan	31.12.2002-31.12.2013 (10 år)		31.12.2005-31.12.2013 (7 år)		31.12.2007-31.12.2013 (5 år)	
	ValueInvest Japan	MSCI Verden	ValueInvest Japan	MSCI Verden	ValueInvest Japan	MSCI Verden
Akkumuleret afkast (%)	86,83	37,96	27,13	-6,04	46,85	47,32
Årligt afkast (%)	6,45	3,27	3,49	-0,89	7,99	8,06
Merafkast (%)	3,18		4,37		-0,07	
Standardafvigelse (p.a.%)	12,82	15,33	13,06	14,96	14,28	14,87
Sharpe Ratio	0,39	0,12	0,15	-0,16	0,45	0,44
Beta	0,62		0,61		0,72	
Tracking Error (p.a.%)	8,60		9,40		9,52	
Information Ratio	0,37		0,47		-0,01	

Figur 2 Landeeksponering pr. 30.06.2014



fra 5,9% til 4,6%. Der er således en god diversifikation i porteføljen, og samtidig er ni af de ti største selskabseksponeringer investeret i kategorierne A eller B, hvor vi finder de to højeste niveauer for indtjeningsstabilitet.

Særlige risici - herunder forretningsmæssige og finansielle risici

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

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

Forventninger til andet halvår 2014

Den økonomiske udvikling går fremad i mange dele af verden, og selvom det i Kina går lidt langsommere end normalt, er væksten stadig på et niveau, som modne økonomier kun kan drømme om. Den økonomiske udvikling tilsiger højere renter. Centralbankerne har dog valgt at have en meget stor tålmodighed med den aktuelle økonomiske udvikling, inden de træder på bremserne. Derfor har vi fortsat meget lave renter, der fra centralbankernes side ofte begrundes med en fortsat lav inflation. Fortsætter det momentum i den økonomiske udvikling, der er ved at blive opbygget, vil centralbankerne begynde at stramme op og hæve renterne. Aktører på de finansielle markeder bruger mange ressourcer på at beregne tidspunktet for disse renteforhøjelser. Det er en overordentlig svær opgave, men givetvis vil det være USA og Englands centralbanker, der vil lægge ud, da disse lande er længst fremme i den økonomiske genopretning.

Ligeledes forventes den amerikanske centralbank helt at have nedtrappet de månedlige opkøb ved udgangen af 2014.

De finansielle markeder har nu i en årrække været vant til rigelig likviditet og til meget lave renter.

Det bliver interessant at følge udviklingen på markederne, når dette "nulrente-scenarion" før eller siden ophører. Selvom Foreningen fejlagtigt forudså stigende volatilitet i årsrapporten for 2013, mener vi fortsat, at man bør udvise størst mulig forsigtighed ved investering i aktiemarkedet.

Foreningens aktiemarkedsscreeninger viser en positiv udvikling for prissætningen af det generelle japanske aktiemarked. Ved indgangen til 2014 handlede det japanske marked til 92% af den beregnede værdi, hvilket kan sammenlignes med kun 75% ved udgangen af juni. Samtidig er gældsætningen faldet marginalt, men dog fra et højt niveau set i globalt perspektiv. Selvom markedet er blevet mere gunstigt prissat, er der dog fortsat en markant forskel mellem markedet og Japan-afdelingens karakteristika. Set som en koncern har afdelingen ingen nettogæld, og samtidig er eksponeringen imod indtjeningsstabilitet markant højere. Afdelingen har 85% af midlerne investeret i risikokategorierne A + B, der har den højeste og næsthøjeste indtjeningsstabilitet. I det generelle marked fylder disse virksomhedstyper kun 33%. Hvis man tager fuldt (og

gældfrit) ejerskab over afdelingens virksomheder og dermed ejer det fulde driftsresultat, ville man opnå en forrentning (Earnings Yield) på 9,6% imod kun 7,7%, hvis man ejede hele markedet. Via Japan-afdelingen opnår man dermed en væsentligt højere Earnings Yield med en langt mere indtjeningsstabil portefølje af virksomheder, end hvad det generelle marked kan tilbyde. På længere sigt bør dette føre til en mere stabil kursudvikling på disse selskaber og et bedre afkast end det generelle markedsafkast.

Figur 3 Selskabseksponering pr. 30.06.2014

Selskabs top 10	Lande	Sektor	Industri	Risikokategori	Vægt
Air Water	Japan	Råvarer	Kemikalier	A	5,9%
Benesse	Japan	Cyklisk Forbrug	Diverse Forbruger Serviceydelse	B	5,2%
FamilyMart	Japan	Stabilt Forbrug	Fødevarerbutikker	B	5,0%
House Foods	Japan	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A-1	4,9%
Mitsubishi Tanabe	Japan	Medicinal	Medicinalindustri	B	4,8%
Nippon Flour Mills	Japan	Stabilt Forbrug	Fødevarer	A-1	4,7%
Osaka Gas	Japan	Forsyning	Gas Forsyning	B	4,7%
Lawson	Japan	Stabilt Forbrug	Fødevarerbutikker	B	4,7%
KDDI Corp	Japan	Telekomm.	Trådløs Kommunikationsservice	C	4,6%
Kao	Japan	Stabilt Forbrug	Personlige produkter	A-1	4,6%

Halvårsrapport > ValueInvest Japan

Resultatopgørelse

	01.01. -30.06.14 (t.kr.)	01.01. -30.06.13 (t.kr.)
Renter og udbytter	1.571	1.984
Kursgevinster og -tab	9.898	20.162
Administrationsomkostninger	1.442	1.702
Resultat før skat	10.027	20.444
Skat	256	142
Halvårets nettoresultat	9.771	20.302

Balance pr. 30. juni

	30.06.14 (t.kr.)	31.12.13 (t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	1.779	2.185
1 Kapitalandele	128.409	146.431
Andre aktiver	316	173
Aktiver i alt	130.504	148.789
Passiver		
2 Medlemmernes formue	130.173	148.371
Anden gæld	331	418
Passiver i alt	130.504	148.789

3 Femårsoversigt

Noter

I Finansielle instrumenter	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,6%	99%
Øvrige finansielle instrumenter	1,4%	1%
Sektorfordeling		
Stabile forbrugsgoder	37%	36%
Health Care	19%	17%
IT	11%	14%
Industri	7%	8%
Cykliske forbrugsgoder	5%	5%
Andre inklusiv kontanter	21%	20%
10 største poster		
Air Water Inc	5,82%	4,70%
Benesse Holdings Inc	5,14%	5,12%
Asahi Group Holdings Ltd	4,90%	0,00%
House Foods Corp	4,86%	4,67%
Family Mart	4,85%	4,74%
Mitsubishi Tanabe Pharma Corp	4,78%	4,93%
Osaka Gas Co Ltd	4,75%	3,63%
Lawson Inc, Japan	4,68%	4,26%
Seven & I Holdings Co Ltd	4,65%	4,59%
Nippon Flour Mills	4,58%	5,05%

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

2 Medlemmernes formue		30.06.14		30.12.13
	Cirk.Beviser	Formue	Cirk.Beviser	Formue
Formue primo	81.767	148.371	88.562	140.140
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		8.994		1.328
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		902		32
Emissioner i året	75	125	5.405	9.866
Indløsninger i året	11.300	20.034	12.200	21.641
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		32		85
Overført fra resultatopgørelsen		9.771		21.217
Formue ultimo	70.542	130.173	81.767	148.371

3 Femårsoversigt	30.06.2014	30.06.2013	30.06.2012	30.06.2011	30.06.2010
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	9.771	20.302	8.071	-15.129	49.139
Medlemmernes formue (t.kr.)	130.173	160.555	164.974	168.692	245.058
Cirkulerende andele (t.kr.)	70.542	89.067	98.662	121.362	164.455
Indre værdi	184,53	180,26	167,21	139,00	149,01
Omkostninger (%)	1,06	1,10	1,13	1,12	1,09
Halvårets afkast (%)	8,42	14,86	4,87	-7,91	20,51
Sharpe ratio	0,77	-	-	-	-

Begreber for ValueInvest Danmarks fire afdelinger

Beta

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

Information Ratio

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

Sharpe Ratio

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

Tracking Error

Tracking Error er et relativt risikomål og måler standardafvigelsen på det aktive afkast (afkast ud over benchmarkafkast), der er opnået ved at afvige fra det underliggende benchmark. Aktieporteføljer, der skygger aktiemarkedet tæt, vil have en lav Tracking Error.

En Tracking Error på for eksempel 8 procent p.a. angiver, at det årlige afkast med

stor sandsynlighed vil ligge inden for +/- 8 procent i forhold til benchmarkafkastet. Se desuden forklaring på Information Ratio.

MSCI Verden Net Dividens (ND)

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

MSCI Japan Net Dividens (ND)

Referenceindeks for afdeling ValueInvest Japan.

Up-Market og/eller Down-Market Capture Ratio

Up-Market Capture Ratio for ValueInvest Danmark er beregnet ved at tage afdelingens månedlige afkast i de måneder, hvor referenceindekset havde et positive afkast og dividere det med afkastet for referenceindekset i samme måned. Down-Market Capture Ratio er beregnet med den samme metodik, men ved måneder med negative afkast for referenceindekset. ValueInvest viser Up-Market og Down-Market Capture Ratio for 3-, 5-, 7-, 10-, og 15-års perioder, beregnet som et geometrisk gennemsnit for både ValueInvest Danmark afdelingen og referenceindekset, for henholdsvis positive og negative måneder.

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 fluktuerer aktiernes priser meget mere, end den reelle værdi for selskaberne tilsiger. Denne irrationelle adfærd kan udmønte sig i urealistiske høje prissætninger eller trække priserne ned til noget, der ligner en foræring.

ValueInvest Danmarks tilgang til markedet er køb af kvalitetsvirksomheder "out of favour" prifastsat 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 prissat 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" prifastsat væsentligt under "Fair Value" og sidenhen sælge dem, når de igen prifastsættes 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.

Handel og information

Investeringsbeviserne kan erhverves hos alle danske pengeinstitutter, og indre værdi mv. kan følges dagligt på www.valueinvest.dk. Ved navnenotering af beviserne via eget pengeinstitut tilsendes automatisk løbende information fra Foreningen 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.

ValueInvest
DANMARK