

INVESTERINGSFORENINGEN

*Nielsen Global Value*

**Årsrapport for 2017**



INVESTERINGSFORENINGEN

*Nielsen Global Value*

## Årsrapport 2017

INVESTERINGSFORENINGEN

*Nielsen Global Value*

**Indhold:**

|  |    |
|--|----|
| <b>Foreningsoplysninger</b> .....                | 4  |
| <b>Forord</b> .....                              | 5  |
| <b>Ledelsesberetning for 2017</b> .....          | 9  |
| Bestyrelse og Direktion .....                    | 14 |
| <b>Påtegninger</b>                               |    |
| Ledespåtegning .....                             | 15 |
| Den uafhængige revisors revisionspåtegning ..... | 16 |
| <b>Årsregnskab</b>                               |    |
| Anvendt regnskabspraksis .....                   | 20 |
| Resultatopgørelse .....                          | 24 |
| Balance .....                                    | 25 |
| Noter .....                                      | 26 |
| <b>Supplerende information</b>                   |    |
| Finanskalender .....                             | 29 |

Foreningens ordinære generalforsamling  
afholdes den 20. april 2018 kl. 10:00  
BankInvest, Sundkrogsgade 7, 2100 København Ø

INVESTERINGSFORENINGEN

*Nielsen Global Value*

## Foreningsoplysninger

### **Investeringsforeningen Nielsen Global Value**

c/o BI Management A/S  
Sundkrogsgade 7  
Postboks 2672  
2100 København Ø

CVR nr. 26 58 41 40  
Fondskode: DK001029126-9

#### **Bestyrelse:**

Kim Håkonsson, formand  
Merete Addis, næstformand  
Peter Pilsborg

#### **Investeringsforvaltningsselskab:**

BI Management A/S

#### **Investeringsrådgiver**

Nielsen Capital Management Fondsmæglerselskab A/S  
Eriksholmvej 40  
4390 Vipperød  
nielsen@nielsencapitalmanagement.dk

#### **Revision:**

Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

#### **Depotselskab:**

Ringkjøbing Landbobank A/S

## Forord

Af direktør Ole Nielsen, rådgiver for Investeringsforeningen Nielsen Global Value

### Kære investorer og partnere

Indre værdi pr. investeringsandel steg i 2017 med 1,43%. Afkastet for de generelle aktiemarkeder, målt ved MSCI World Index, lå på 7,62%. Set i sammenligning med afkastet for MSCI World Index er foreningens afkast i 2017 utilfredsstillende. Foreningen har i lighed med de seneste år haft en relativ høj likviditetsandel, som i 2017 gennemsnitligt har udgjort knap 20%.

Fra foreningens etablering i juli 2002 og til ultimo 2017 ligger afkastet på 8,97% pro anno mod et pro anno-afkast for MSCI World Index i samme periode på 6,77%. Det er maksimeringen af foreningens langsigtede, gennemsnitlige pro anno-afkast, der har min førsteprioritet. Selvom jeg fokuserer på at skabe absolut afkast, skal afkastet for foreningen på langt sigt ligge over MSCI World Index. Forskellen mellem foreningens pro anno-afkast og MSCI World Index er igen i år blevet mindre. En økonomisk tilstand, som jeg arbejder på at ændre. Det skyldes ikke, at foreningens selskaber er ringe, men – som omtalt tidligere (og nedenfor) at afkastet fra en koncentreret portefølje i længere perioder kan afvige markant fra afkastet i de generelle markeder.

### Foreningens investeringer

Jeg er tilhænger af en koncentreret portefølje, og vi har 14 selskaber i porteføljen. De fem største positioner udgjorde 43,0% af porteføljen, og de ti største positioner udgjorde 66,6%. Med så få selskaber kan afkastet i foreningen fra år til år afvige markant fra de generelle aktiemarkeder, målt ved MSCI World Index, endog også i længere perioder. Selvom vores mål er at skabe absolut afkast, håber og forventer jeg, at en akkumulering af afvigelse på langt sigt vil være til vores fordel.

Nedenfor fremgår de ti største positioner med størrelsen angivet som procent af foreningens formue.

| <i>Navn</i>                          | <i>Størrelse af formue</i> |
|--------------------------------------|----------------------------|
| Admiral Group Plc.                   | 10,2%                      |
| Fairfax Financial Holdings, Inc      | 9,6%                       |
| Ringkjøbing Landbobank A/S           | 9,5%                       |
| American International Group, Inc.   | 8,9%                       |
| Alleghany Corp.                      | 4,8%                       |
| Grønlandsbanken A/S                  | 4,8%                       |
| Berkshire Hathaway, Inc.             | 4,8%                       |
| Expeditors Intl. of Washington, Inc. | 4,7%                       |
| Leucadia National Corp.              | 4,7%                       |
| Thor Industries, Inc.                | 4,6%                       |

De følgende fem største positioner i alfabetisk orden udgjorde 43,0%:

Admiral Group Plc.: Englands mest profitable autoforsikringselskab. Admiral fokuserer på lave omkostninger, direkte salg, god kundeservice og høj egenkapitalforrentning. Har siden etableringen i 1993 haft meget høj vækst med en markedsandel, der er gået fra 0 til 13%. Admiral er prisfastsat til under 11 gange forventet driftsindtjening for 2018.

American International Group, Inc.: Internationalt forsikringselskab med repræsentation i over 100 lande. Har siden 2008 været igennem en rationaliseringsproces, hvor ikke-kerneaktiviteter er solgt fra. Ledelsen fokuserer på omkostningsreduktion og disciplineret prisfastsættelse af forsikringsrisiko med et mål for egenkapitalforrentningen på mellem 10% og 15%. AIG er prisfastsat til under 0,8 gange egenkapitalen.

Alleghany Corp.: Holdingselskab med investeringer i forsikringselskaber, herunder Transatlantic Hlds., der er blandt verdens ti største genforsikringselskaber. Alleghany har samme forretningsmodel som Fairfax og Berkshire Hathaway, med fokus på disciplineret forsikringsdrift og investering af forsikringsforretningens ”float” med mål om langsigtet høj egenkapitalforrentning. Alleghany er prisfastsat til 1,1 gange egenkapitalen.

Fairfax Financial Holdings, Ltd.: Holdingselskab for en række forsikringselskaber i Nordamerika. Ledelsen, som selv er aktionærer i selskabet, er meget ejerorienteret. Ved fokusering på ”floatet” fra forsikringselskaberne og value-orienteret investering samt med fokus på absolut afkast har ledelsen siden 1985 forøget egenkapitalen pr. aktie gennemsnitligt med over 20% pr. år. Foreningen har oprindeligt investeret i Fairfax med en stor discount til egenkapitalen og en endnu større discount til den forretningsmæssige værdi. Fairfax er prisfastsat til under 1,3 gange egenkapitalen.

Ringkjøbing Landbobank A/S: Regionalbank, som er Danmarks mest profitable pengeinstitut. Ledelsen er fokuseret på en meget høj kreditkvalitet i låneporteføljen og stram omkostningsstyring. Til trods for høj soliditet opnår banken en høj egenkapitalforrentning. Foreningen har investeret til priser under egenkapitalens niveau, og banken er på nuværende tidspunkt prisfastsat til under ti gange estimeret indtjeningsevne.

Bank, forsikring og anden finansiel virksomhed udgør med 59,9% en stor andel af foreningen. Fire forsikringselskaber, som tilsammen udgør 33,5%, tre bank- og realkreditinstitutvirksomheder, der udgør 16,9%, og to selskaber med i alt 9,5%, som kan betegnes som diversificerede finansielle virksomheder. Resten af aktieporteføljen på 21,5% af formuen repræsenteres af andre brancher. Likviditetsbeholdningen ultimo 2017 udgjorde 18,6%

Foreningens valutaeksponering fordeler sig som følger.

|                |       |
|----------------|-------|
| USD            | 37,3% |
| DKK            | 17,4% |
| CAD            | 9,7%  |
| GBP            | 9,7%  |
| CHF            | 3,7%  |
| JPY            | 3,2%  |
| Likviditet DKK | 19,0% |

Med en så koncentreret portefølje kan der opstå situationer, hvor stigninger i enkelte selskabers aktiekurser eller tilhørende valutakurser forårsager brud på 5-10-40%-reglen. Reglen tilsiger, at foreningen ikke må have mere end 10% af formuen i én position, og den samlede værdi af investeringer, der overstiger 5%, må ikke overstige 40% af foreningens formue. Når dette sker, tilrettes porteføljen. Der har igen i år været en hel del nedbringelser af disse positioner, hvilket ikke har hjulpet afkastet.

Foreningens omsætningshastighed lå med 4%, inkl. disse småtilretninger, stort set lige så lavt som i 2016, hvor omsætningshastigheden var 4%. Jeg forventer over tid, at omsætningshastigheden vil ligge omkring de 15%, inkl. de tilretninger, som 5-10-40%-reglen måtte medføre.

### **Muligheder og eksekvering**

Aktiemarkedene udviser fortsat en stigende tendens, som bunder i højere optimisme i forhold til den økonomiske udvikling. Hvis en højere økonomisk vækst kan gå hånd i hånd med lav inflation og medføre stigende indtjening i virksomhederne, vil de lave renter understøtte den relativt høje prisfastsættelse på aktiemarkedene – synes markedsdeltagerne at tænke. Det rører dog ikke ved det faktum, at aktiemarkedene, målt på forskellige parametre, fortsat er meget højt værdisat i et historisk perspektiv. Historisk set har aktiemarkedene bevæget sig



mellem høje og lave værdisætninger, hvorfor jeg fortsat vurderer, at risikoen ved aktieinvestering i øjeblikket er højere end normalt.

Det betyder dog ikke, at jeg ikke vil foretage investeringer i selskaber, der møder vores investeringskriterier. I 2017 har foreningen foretaget investering i to kvalitetsselskaber, hvoraf det ene er et markedsdominerende, finansielt selskab i USA, og det andet, Dürr AG, er i den industrielle sektor i Tyskland.

Dürr AG er en tyskbaseret, men verdensledende producent og servicer af robotter og maleanlæg til bilindustrien. Selvom jeg har kendt til Dürr som ordinært selskab tidligere, har jeg først sent observeret den transformering til kvalitetsselskab, som Dürr har været igennem under ledelse af Ralf Dieter. Når jeg analyserer et selskab, gennemgår jeg også selskabets konkurrenter. Som led i en analyse af et selskab i USA inden for samme industri som Dürr krydsede jeg naturligt Dürr igen. Det jeg så, var en forvandling fra et ordinært, men markedsledende selskab før 2006 til et kvalitetsselskab. Fortsat markedsledende, men nu med fokusering på højt afkast på investeret kapital og høj konverteringsrate mellem nettoprofit og frit cashflow.

Ralf Dieter kom fra datterselskabet Carl Schenck og blev CEO i Dürr i 2005, hvor han begyndte at implementere en strategiændring. Finanskrisen satte ind i perioden 2007 til 2010, hvor den efterfølgende indtjeningsfremgang ikke kunne sige sig fri for blot at være et udtryk for en almindelig rationalisering af et ordinært selskab. De senere år er det dog blevet tydeligt, at der er tale om mere end bare en rationalisering. Ralf Dieter og ledelsesgruppen har specifikt fokuseret på at rationalisere processer, at optimere driftsomkostninger, at nedbringe arbejdskapital, at øge gennemsnitligt afkast på investeret kapital over en forretningscyklus og at fokusere på et højt frit cashflow i forhold til indtjeningen.

Den succes, ledelsen har haft med Dürr, er man i gang med at gentage i selskabet Homag, som Dürr overtog i 2014. Homag er også et selskab med markedsførende produkter – dog inden for træskæremaskiner. Men også her er der tale om en forvandling med fokus på rationalisering af arbejdsprocesser og reduktion af arbejdskapital. Et andet produkt, et andet selskab, men samme udfordring.

Dürr er fortsat et cyklisk selskab og vil indtjeningsmæssigt variere i takt med konjunkturerne. Men Dürres marked vil på meget lang sigt vokse mere end det globale BNP. Herudover vil Dürr formentlig gentage sin succes ved at bruge en del af sit cashflow til at opkøbe andre selskaber med markedsledende produkter, men som har behov for en rationalisering af både drift og balance. Således forventer jeg en langsigtet pæn vækst i Dürres indtjening, men dog med den cykliske indtjeningskarakteristik. Vi betalte ti gange forventet driftsindtjening for mit estimat for 2018. Jeg vurderer, at prisen for et selskab med Dürres egenskaber i en privat handel vil skulle ligge pænt højere, men grundet netop cykliske karakteregenskaber og den nuværende værdisætning tog foreningen kun en halv position, hvilket svarer til ca. 4,5%.

Herudover har foreningen solgt sin position i Nordea Bank AB. Banksektoren oplever en eksplosion i compliance-relaterede regler, hvilket medfører stigende omkostninger. Denne form for omkostninger forplanter sig desværre ikke til efterfølgende stigende indtjening. I bedste fald vil bankerne kunne hente nogle af omkostningerne tilbage ved at påføre kunderne ekstragebyrer. Yderligere har bankerne måtte vende sig til at leve med skærpede regler for solvens og likviditetsbuffer, hvilket generelt har nedbragt mulighederne for tilfredsstillende egenkapitals-forrentning i løbet af en forretningscyklus.

Det er som sådan ikke, fordi det vrimler med investeringsidéer i det nuværende marked. Der vil dog af og til opstå interessante muligheder for investeringer, der møder vores investeringskriterier. I de senere år har der været længere mellem mulighederne, og foreningens likviditet ligger fortsat tæt på de 20%. Som jeg nævnte i sidste års beretning, er likviditet det bedste aktiv at have lige ved hånden. Prisen på likviditet er højest, når man ikke har den! Vi vil på

et tidspunkt få muligheden for at placere foreningens likviditet og igen være fuldt investeret. Som Jean-Jacques Rousseau sagde: ”Patience is bitter, but its fruit is sweet”. Bitterheden er til at smage!

### **Målsætning**

Det er foreningens økonomiske mål at maksimere den langsigtede, gennemsnitlige egenkapitalforrentning pr. år under hensyntagen til lav risiko for permanent tab af kapital. Foreningen måler ikke sin økonomiske succes i størrelsen af foreningens formue. Foreningens fokus på værdiforøgelse over tid skal opfyldes ved investering i undervurderede og velkapitaliserede selskaber hjemmehørende nationalt såvel som internationalt.

Foreningen forsøger at nå dette mål ved investering i både kvalitetsselskaber og ordinære selskaber. Foreningen vil foretrække en portefølje bestående af kvalitetsselskaber, idet disse selskaber på sigt øger deres forretningsmæssige værdi betydeligt. Kvalitetsselskaber er selskaber med karakteristika som førende inden for sit felt, højt afkast på investeret kapital, likviditetsgenererende, aktionærorienterede og stærke ledelser. Fælles for alle gælder, at foreningen skal have en meget stor sikkerhedsmargin, før den investerer. Det er således ikke nok for foreningen, at et givent kvalitetsselskab handles til en relativt ”fair” pris. Det betyder, at der går længere tid, før foreningen ”sparker til bolden”, men det vil alt andet lige også betyde en lavere omsætningshastighed.

Hvis foreningen har investeret med en stor sikkerhedsmargin, har den intet imod, at markedsprisen falder yderligere, da den så kan addere til sin investering med større sikkerhedsmargin. Ultimativt vil foreningen blive begunstiget af en markedspris, som reflekterer den forretningsmæssige værdi. Foreningen bekymrer sig ikke om den kvartalsvise eller årlige kursudvikling, men fokuserer i stedet på, hvilke handlinger der i dag vil maksimere den langsigtede værdi.

### **Andre forhold**

Jeg vil gerne takke foreningens investorer for den tillid, der udvises både foreningen og undertegnede. Dividenden for regnskabsåret 2017 udgør 108,70 kroner pr. bevis, som går fra i kursen dagen efter generalforsamlingens afholdelse.

Udbyttes størrelse er en konsekvens af realisation af en stor del af foreningens værdipapirer til imødegåelse af betydelige indløsninger. Disse realisationer har medført store skattemæssige avancer, som i henhold til gældende udlodningsregler skal udbetales som udbytte til foreningens medlemmer, fordelt efter disses forholdsmæssige andel af avancerne.

Investorerne bør være opmærksom på denne problemstilling og i tvivlstilfælde kontakte undertegnede eller egen rådgiver.

Januar 2018

Med venlig hilsen  
Nielsen Capital Management Fondsmæglerselskab A/S

*Ole Nielsen*

## Ledelsesberetning for 2017

Bestyrelsen for Investeringsforeningen Nielsen Global Value har på et bestyrelsesmøde i dag behandlet og godkendt årsrapporten for 2017, hvilken herved fremlægges.

### **Investeringsprofil**

Investeringsforeningen Nielsen Global Value investerer internationalt i aktievirksomheder. Det er foreningens målsætning at opnå en høj langsigtet egenkapitalforrentning pr. år under hensyntagen til en lav risiko for permanent tab af kapital. Investeringerne vælges efter value-princippet. Det vil sige, at der kun købes aktier i virksomheder, som handles til priser på børsen, der vurderes til at ligge væsentligt under deres reelle værdi. Dette kaldes også for sikkerhedsmarginen. Ved at fokusere på en stor sikkerhedsmargin reduceres risikoen for permanent tab af kapital.

### **Risikoprofil**

Foreningen investerer i en række danske og udenlandske aktier. Da afdelingen søger at minimere risikoen for permanent tab af kapital, kan aktieinvesteringernes afkast variere betydeligt på kort sigt, og foreningen er således mest velegnet til langsigtet formueplacering.

Afkastet i investeringsforeningen bliver naturligvis påvirket af alle de risici, som knytter sig til investeringsmarkederne. Disse stammer typisk fra udviklingen i de økonomiske konjunkturer, politiske risici, udsving i valutakurser, stigende renter med mere. Her tænkes både på den løbende udvikling i den globale vækst og på økonomiske kriser. Hertil kommer påvirkningen fra lokale konjunkturforhold i de lande, hvor de selskaber, der investeres i, har deres væsentligste aktiviteter.

Afkastet påvirkes også af den globale politiske udvikling, som kan udløse ændringer i de økonomiske forhold og give udsving på de finansielle markeder. Lokale politiske forhold og indgreb kan tillige udøve en stor påvirkning på afkastet, både kortvarigt og på længere sigt. Visse lande og regioner er desuden ofte præget af politisk ustabilitet og uroligheder, der kan vanskeliggøre forudsigeligheden og gennemskueligheden i udviklingen.

Hvis værdipapirer indkøbes i anden valuta end danske kroner, er der altid en valutarisiko. Renteudviklingen har også betydning for værdisætningen af aktier. Desuden har den betydning for forrentningen af foreningens kontantandel. Indlån placeres og forrentes i foreningens depotbank. Banken skal leve op til en mængde krav, som løbende kontrolleres og overvåges af det danske Finanstilsyn.

På EU's risikoskala er afdelingen placeret i kategori 5. Foreningen bestræber sig på at fastholde sin risikoprofil gennem løbende overvågning og tilpasning af de foretagne investeringer.

### **Afkast og formueudvikling**

Afkastet lå i 2017 på 1,43% mod de generelle aktiemarkeders samlede afkast, målt ved MSCI World Index, på 7,62%. Afkastet anses ikke for tilfredsstillende og skal ses i lyset af foreningens investeringsstrategi, der er langsigtet. Fra foreningens etablering i juli 2002 og til ultimo 2017 ligger afkastet på 8,97% pro anno mod et pro anno-afkast for MSCI World Index i samme periode på 6,77%.

De fleste aktiemarkeder udviste pæne stigninger i 2017. Specielt i USA har forventningerne til den amerikanske præsident Trumps lovede skattelettelser været en medvirkende årsag, som blev cementeret i slutningen af 2017. Der er igen begyndt at vise sig tegn på en mere stabil, underliggende økonomisk vækst i både USA og Europa. Arbejdsløsheden er faldende, og de fleste økonomiske prognoser udviser optimisme. En stigende euro – og derved også danske kroner – over for de fleste internationale valutaer har dog haft en negativ effekt på stigningerne i aktieindeksene i danske kroner.

De begyndende gunstige konjunkturer og en inflation, der ikke viser tænder – sammenholdt med en tro på, at renteniveauet ikke står foran en væsentlig stigning – har været en væsentlig faktor for de stigende aktiemarkeder.

Foreningens aktieinvesteringer har kursmæssigt udvist en uensartet tendens med både stigninger og fald i aktiekurserne. Denne uensartede tendens har også været gældende for foreningens større investeringer, hvilket har medført en noget lavere kursudvikling end de generelle aktiemarkeder, målt ved MSCI World Index. Foreningens afkast lå under det i årsrapporten for 2016 forventede niveau på omkring 5%. Foreningens portefølje består af 14 selskaber, som svarer til antallet af selskaber ultimo 2016. Foreningens strategi om en koncentreret portefølje er således uforandret i forhold til tidligere.

Foreningens formue udgjorde 129.729 t.kr. ultimo 2017 mod 1.511.830 t.kr. ved årets begyndelse. Det svarer til et nettofald i foreningens formue på 1.382.101 t.kr., som primært er forårsaget af nettoindløsninger på 1.292.283 t.kr. Der ud over udbetalte forening udlodning på 87.507 t.kr. for regnskabsåret 2016 og realiserede et nettoresultat for året på -2 t.kr.

### Udlodning

I overensstemmelse med skattelovgivningen foreslår bestyrelsen en udlodning på 108,70 kroner pr. bevis for 2017.

Udbyttes størrelse er en konsekvens af realisation af en stor del af foreningens værdipapirer til imødegåelse af betydelige indløsninger. Disse realisationer har medført store skattemæssige avancer, som i henhold til gældende udlodningsregler skal udbetales som udbytte til foreningens medlemmer, fordelt efter disses forholdsmæssige andel af avancerne.

Investorerne bør være opmærksom på denne problemstilling og i tvivlstilfælde kontakte foreningens rådgiver eller egen rådgiver. Indkomstfordeling fremgår af følgende skema:

|                  |                          |                  |
|------------------|--------------------------|------------------|
| Personbeskatning |                          |                  |
| Aktieindkomst    | Pensionsbeskatning (15%) | Selskabsindkomst |
| 108,70           | 108,70                   | 108,70           |

### Særlige risici, herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Modpartsrisikoen, markedsrisikoen og likviditetsrisikoen er af særlig betydning for foreningen. Modpartsrisikoen og markedsrisikoen er knyttet til det forhold, at en stor del af formuen er koncentreret på få selskaber. Således udgør de ti største positioner 66,6% af formuen, og mere end halvdelen af formuen er placeret i finansielle selskaber.

Ultimo regnskabsperioden er en betydelig del af afdelingens formue noteret i udenlandske aktier, som er tidsmæssigt foran og bagud i forhold til Danmark, hvilket betyder, at det danske marked først åbner og lukker, når de udenlandske markeder er lukket eller åbnet. Der er derfor en risiko for, at der ikke kan reageres med det samme ved kraftige kursfald, hvilket øger likviditetsrisikoen i foreningen. Det påvirker også markedsrisikoen, da der ikke kan handles på eksempelvis store kursbevægelser i løbet af handelsdagen.

### Forventninger til afkast i 2018

Aktiemarkederne er historisk højt værdisat. Der er fortsat forventninger til øget vækst i de internationale økonomier, hvilket også er gældende for den danske økonomi. I mange lande oplever man allerede nu en lav arbejdsløshed, som tilsammen med øget vækst vil kunne medføre øget opadgående pres på lønningerne. Den Amerikanske Nationalbank kommer formentlig til at øge renterne i USA i løbet af 2018. Spørgsmålet er, hvor mange gange. Den europæiske renteutvikling halter noget bagud i forhold hertil, men de næste bevægelser forventes at være for

opadgående. Højt værdisatte aktiemarkeder, øget økonomisk vækst, øget prispress og stigende renter er ikke den bedste cocktail for et stabilt aktiemarked. Bestyrelsen ser en vis risiko for noget større volatilitet i aktiemarkedene i forhold til 2017. Afkastet forventes dog at være positivt for hele 2018, i niveauet omkring 5%.

### **Usædvanlige forhold**

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

### **Begivenheder efter regnskabsårets afslutning**

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

### **Usikkerhed ved indregning eller måling**

Den væsentligste usikkerhed ved indregning og måling knytter sig til fastsættelse af en korrekt dagsværdi for visse aktier, da markedskursen i nogle tilfælde ikke anses som retvisende. Aktierne 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 investeringsforeningen 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 en investeringsforening kan overordnet knytte sig til tre elementer:

- Investeringsmarkederne
- Investeringsbeslutningerne
- Driften af foreningen

### **Risici knyttet til investeringsmarkederne**

Afkastet i investeringsforeningen 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 af 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**

Foreningen er aktivt styret med en koncentreret portefølje af relativt få selskaber, hvorfor risikoen for markante kursudsving er høj.

Investeringerne vælges efter value-princippet. Det vil sige, at der kun købes 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.

Dette skal ses 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 foreningen. Rammerne er fastlagt med reference til den maksimalt og minimalt observerede standardafvigelse over de seneste fem år. I dette 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, der har fokus på at få vendt udviklingen. Der anvendes desuden betydelige ressourcer på at sikre en korrekt prisfastsættelse. I de tilfælde, hvor den aktuelle børs kurs ikke vurderes at afspejle dagsværdien på det pågældende instrument, anvendes en værdiansættelsesmodel i stedet.

Investeringsforvaltningsselskabets compliance-afdeling overvåger og fører kontrol med, at de førnævnte systemer og forretningsgange virker og anvendes korrekt. Overskridelse af investeringsrammer rapporteres til foreningens bestyrelse og i visse tilfælde også til Finanstilsynet.

På IT-området lægges 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, dels at sikre, at de nødvendige ressourcer er til stede i form af personale, kompetencer og udstyr.

For yderligere oplysninger henvises til det gældende prospekt og Central Investorinformation. Disse kan downloades fra [www.nielseninvestment.com](http://www.nielseninvestment.com).

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 det pågældende land 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.

#### **Eksposering mod udlandet**

Investering i velorganiserede og højtudviklede udenlandske markeder medfører generelt en lavere risiko for den samlede portefølje end investering alene i enkeltlande/-markeder. Udenlandske markeder kan dog være mere usikre end det danske marked på grund af en forøget risiko for en kraftig reaktion på selskabsspecifikke, politiske, reguleringsmæssige, markedsmæssige og generelle økonomiske forhold.



**Valuta**

Investeringer i udenlandske værdipapirer giver eksponering mod valutaer, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner. Derfor vil foreningens 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 foreningen 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 (fx 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 ustabilt politisk system indebærer en øget risiko for pludselige og grundlæggende omvæltninger inden for økonomi og politik. For investorer kan dette eksempelvis bevirke, at aktiver nationaliseres, at rådigheden over aktiver begrænses, eller at der indføres statslige overvågnings- og kontrolmekanismer. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner for 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 falde væsentligt. Udsving kan blandt andet være en reaktion på selskabsspecifikke, politiske og reguleringsmæssige forhold eller som 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.

**Samfundsansvar**

Foreningen har ikke en politik for samfundsansvar.

## Ledelsesberetning, fortsat

### Bestyrelse og Direktion

Om bestyrelsesmedlemmer og direktion i Investeringsforeningen Nielsen Global Value er følgende ledelseshverv oplyst:

#### Bestyrelse

**Kim Håkonsson, formand. Tiltrådt 29. april 2002**

Direktør for:

CCCP Holdings ApS, Bahai Lighting

Formand i bestyrelsen for:

NISH Forsikringservice A/S, Return Advisors A/S og Kapitalforeningen Blue Strait Capital.

Medlem af bestyrelsen for:

Art Andersen ApS, JEC Fonden, Nymark Fonden, Fru Hedvigs Quidings Legat.

**Merete Addis, næstformand. Tiltrådt 28. april 2011**

Direktør og medlem af bestyrelsen for:

PA-Revision A/S

Medlem af bestyrelsen Kapitalforeningen Blue Strait Capital.

**Peter Pilsborg. Tiltrådt 27. april 2006**

Medlem af bestyrelsen Kapitalforeningen Blue Strait Capital.

#### Direktion

BI Management A/S

**Malene Ehrenskjöld, direktør**

**Henrik Granlund, vicedirektør**

Bestyrelsens valgperiode er reguleret ifølge foreningens vedtægter på følgende måde:

Medlemmerne vælges for 4 år ad gangen. Genvalg kan finde sted.

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

Foreningens samlede bestyrelseshonorar udgjorde i 2017: 180 t.kr. (2016: 180 t.kr.)



## Ledelsespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktionen har dags dato aflagt og godkendt årsrapporten for 2017 for Investeringsforeningen Nielsen Global Value.

Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv.

Årsregnskabet for foreningen giver et retvisende billede af foreningens aktiver og passiver, finansielle stilling pr. 31. december 2017 samt af resultatet for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2017.

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

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 27. marts 2018

### Bestyrelse

---

Kim Håkonsson  
Formand

---

Merete Addis  
Næstformand

---

Peter Pilsborg

Direktion  
BI Management A/S

---

Malene Ehrenskjöld  
Direktør

---

Henrik Granlund  
Vicedirektør

## Den uafhængige revisors revisionspåtegning

*Til investorerne i Investeringsforeningen Nielsen Global Value*

### **Konklusion**

Vi har revideret årsregnskabet for Investeringsforeningen Nielsen Global Value for regnskabsåret 01.01.2017 - 31.12.2017, der omfatter resultatopgørelse, balance og noter, herunder anvendt regnskabspraksis, for 1 afdeling. Årsregnskabet udarbejdes efter lov om investeringsforeninger mv.

Det er vores opfattelse, at årsregnskabet giver et retvisende billede af foreningens aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31.12.2017 samt af resultatet af afdelingens aktiviteter for regnskabsåret 01.01.2017-31.12.2017 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv.

Vores konklusion er konsistent med vores revisionsprotokollat til bestyrelsen.

### **Grundlag for konklusion**

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

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

Vi blev første gang valgt som revisor for Investeringsforeningen Nielsen Global Value den 28.04.2011 for regnskabsåret 2011. Vi er genvalgt årligt ved generalforsamlingsbeslutning i en samlet sammenhængende opgaveperiode på 7 år frem til og med regnskabsåret 2017 efter, at vi den 25.04.2017 blev genudpeget ved en udbudsrunde.

### **Centrale forhold ved revisionen**

Centrale forhold ved revisionen er de forhold, der efter vores faglige vurdering var mest betydelige ved vores revision af årsregnskabet for regnskabsåret 01.01.2017 - 31.12.2017. Disse forhold blev behandlet som led i vores revision af årsregnskabet som helhed og udformningen af vores konklusion herom. Vi afgiver ikke nogen særskilt konklusion om disse forhold.

**Værdiansættelse og tilstedeværelse af børsnoterede finansielle instrumenter**

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

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

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

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

Sammensætningen af afdelingens børsnoterede finansielle instrumenter fremgår af noter til afdelingens balancer.

**Forholdet er behandlet således i revisionen**

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

- Vi har opnået en forståelse for og evalueret investeringsforvaltningsselskabets kontroller i de centrale processer, herunder relevante it-systemer.
- Vi har testet investeringsforvaltningsselskabets kontroller, som sikrer korrekt registrering af børs- og valutakurser således, at afdelingens beholdninger af børsnoterede finansielle instrumenter pr. 31. december 2017 er værdiansat i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv. samt foreningens regnskabspraksis.
- Vi har endvidere testet investeringsforvaltningsselskabets kontrol, som sikrer korrekt afstemning af afdelingens beholdninger af børsnoterede finansielle instrumenter til foreningens depotbank. Afstemningerne er ligeledes stikprøvevist gennemgået pr. 31. december 2017.

**Ledelsens ansvar for årsregnskabet**

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

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

**Revisors ansvar for revisionen af årsregnskabet**

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

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

- Identificerer og vurderer vi risikoen for væsentlig fejlinformation i årsregnskabet, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl, udformer og udfører revisionshandlingerne som reaktion på disse risici samt opnår revisionsbevis, der er tilstrækkeligt og egnet til at danne grundlag for vores konklusion. Risikoen for ikke at opdage væsentlig fejlinformation forårsaget af besvigelser er højere end ved væsentlig fejlinformation forårsaget af fejl, idet besvigelser kan omfatte sammensværgelser, dokumentfalsk, bevidste udeladelser, vildledning eller tilsidesættelse af intern kontrol.
- Opnår vi forståelse af den interne kontrol med relevans for revisionen for at kunne udforme revisionshandlingerne, der er passende efter omstændighederne, men ikke for at kunne udtrykke en konklusion om effektiviteten af foreningens interne kontrol.
- Tager vi stilling til, om den regnskabspraksis, som er anvendt af ledelsen, er passende, samt om de regnskabsmæssige skøn og tilknyttede oplysninger, som ledelsen har udarbejdet, er rimelige.
- Konkluderer vi, om ledelsens udarbejdelse af årsregnskabet på grundlag af regnskabsprincippet om fortsat drift er passende, samt om der på grundlag af det opnåede revisionsbevis er væsentlig usikkerhed forbundet med begivenheder eller forhold, der kan skabe betydelig tvivl om foreningens evne til at fortsætte driften. Hvis vi konkluderer, at der er en væsentlig usikkerhed, skal vi i vores revisionspåtegning gøre opmærksom på oplysninger herom i årsregnskabet eller, hvis sådanne oplysninger ikke er tilstrækkelige, modificere vores konklusion. Vores konklusioner er baseret på det revisionsbevis, der er opnået frem til datoen for vores revisionspåtegning. Fremtidige begivenheder eller forhold kan dog medføre, at foreningen ikke længere kan fortsætte driften.
- Tager vi stilling til den samlede præsentation, struktur og indhold af årsregnskabet, herunder noteoplysningerne, samt om årsregnskabet afspejler de underliggende transaktioner og begivenheder på en sådan måde, at der gives et retvisende billede heraf.

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

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

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

#### **Udtalelse om ledelsesberetningen**

Ledelsen er ansvarlig for ledelsesberetningen.

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

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

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

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

København, den 27. marts 2018

#### **Deloitte**

Statsautoriseret Revisionspartnerselskab  
CVR-nr. 33 96 35 56

---

Jens Ringbæk, mne 27735  
Statsautoriseret revisor

---

Tenna Hauge Jørgensen, mne 33800  
Statsautoriseret revisor

## Anvendt regnskabspraksis

Årsrapporten er udarbejdet i overensstemmelse med Lov om investeringsforeninger m.v., herunder Bekendtgørelse om finansielle rapporter for danske UCITS.

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten for 2016.

### 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 og afledte finansielle instrumenter samt mellemværender ved handelsafvikling. Finansielle forpligtelser består af afledte finansielle instrumenter og mellemværender ved handelsafvikling.

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

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

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

### Omregning af fremmed valuta

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

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

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

### Usikkerhed ved indregning og måling

Den væsentligste usikkerhed ved indregning og måling knytter sig til fastsættelse af en korrekt dagsværdi for unoterede kapitalandele eller instrumenter med lav omsætning, 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.

## Resultatopgørelse

### Renter og udbytter

Renteindtægter består af årets indtjente renter og renteudgifter 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 investorenes 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

Foreningens direkte omkostninger består af de omkostninger, som direkte kan henføres til foreningen.

Foreningen har indgået aftale med investeringsforvaltningsselskabet BI Management A/S om administration. Administrationsbidraget til BI Management A/S er opført som ”Fast administrationshonorar” i foreningen.

### Skat

Skat består af tilbageholdt udbytteskat som ikke kan refunderes.

### Udlodning/udbytte

Foreningen foretager hvert år en udlodning/udbytte i overensstemmelse med foreningens vedtægter, der opfylder de i ligningslovens §16 C anførte krav til minimumsindkomsten.

Foreningerne skal derfor ikke betale skat, men skattepligten påhviler modtageren af udlodningen/udbyttet. Minimumsindkomsten opgøres på grundlag af de i regnskabsåret:

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

Udlodningsprocenten beregnes som den opgjorte udlodning (rådighedsbeløb) i procent af foreningens cirkulerende andele på balancedagen. Den beregnede udlodningsprocent nedrundes efter gældende regler til nærmeste tidendedel procent eller til nul, hvis den beregnede udlod-

ningsprocent er mindre end 0,10%. Et overskydende positivt beløb til rådighed for udlodning overføres til udlodning næste år.

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

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

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

## **Balancen**

### **Likvide midler**

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

### **Kapitalandele**

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

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 m.m. består af periodiserede renter på likvider, 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. Nøgletallene er opgjort i overensstemmelse med Finanstilsynets bekendtgørelse og retningslinier fra InvesteringsForeningsRådet.

### **Indre værdi**

Investorerne formue delt med cirkulerende andele på balancedagen.

### **Udlodning i procent**

Udlodning til investorerne i procent af cirkulerende andele på balancedagen.



**Omkostningsprocent**

Administrationsomkostningerne i procent af afdelingens gennemsnitlige månedlige opgjorte formuer.

**Årets afkast i procent**

beregnes som:

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

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

**ÅOP (Årlige omkostninger i procent)**

ÅOP beregnes som summen af omkostningsprocenten fra Central Investorinformation, resultatbetings honorar og direkte handelsomkostninger ved løbende drift i procent af den gennemsnitlige formue tillagt en syvendedel af summen af det maksimale emissionstillæg og maksimale indløsningsfradrag. ÅOP er opgjort pr. 31.12.

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

**Sharpe Ratio**

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

**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. Nøgletallet angives for det aktuelle regnskabsår.

**Resultatopgørelse**

|   | <b>2017</b>     | <b>2016</b>    |
|---|-----------------|----------------|
|   | <b>(t.kr.)</b>  | <b>(t.kr.)</b> |
| <b>Renter og udbytter</b>                         |                 |                |
| 1 Renteindtægter                                  | -685            | -1.210         |
| 2 Udbytter  | 23.779          | 32.956         |
| <b>I alt renter og udbytter</b>                   | <b>23.094</b>   | 31.746         |
| <b>Kursgevinster og -tab</b>                      |                 |                |
| Kapitalandele                                     | -10.204         | 112.551        |
| Valutakonti                                       | -337            | -630           |
| Øvrige aktiver/passiver                           | -309            | 19             |
| 3 Handelsomkostninger                             | 192             | 541            |
| <b>I alt kursgevinster og -tab</b>                | <b>-11.042</b>  | 111.399        |
| <b>I alt indtægter</b>                            | <b>12.052</b>   | 143.145        |
| 4 Administrationsomkostninger                     | 13.033          | 27.053         |
| <b>Resultat før skat</b>                          | <b>-981</b>     | 116.092        |
| 5 Skat  | 1.331           | 4.294          |
| <b>Årets nettoresultat</b>                        | <b>-2.312</b>   | 111.798        |
| <b>Resultatdisponering og udlodningsopgørelse</b> |                 |                |
| <b>Formuebevægelser</b>                           |                 |                |
| Udlodningsregulering                              | -435.501        | 89.690         |
| Overført fra sidste år                            | 409             | 46             |
| <b>I alt formuebevægelser</b>                     | <b>-435.092</b> | 89.736         |
| <b>Til disposition</b>                            | <b>-437.404</b> | 201.534        |
| <b>Forslag til anvendelse</b>                     |                 |                |
| 8 Til rådighed for udlodning                      | 59.941          | 88.230         |
| Foreslået udlodning                               | 59.927          | 87.821         |
| Overført til udlodning næste år                   | 14              | 409            |
| Overført til formue                               | -497.345        | 113.304        |
| <b>I alt disponeret</b>                           | <b>-437.404</b> | 201.534        |

**Balance pr. 31.12.**

|   | <b>2017</b>    | <b>2016</b>    |
|---|----------------|----------------|
|   | <b>(t.kr.)</b> | <b>(t.kr.)</b> |
| <b>Aktiver</b>                                    |                |                |
| <b>Likvide midler</b>                             |                |                |
| Indestående i depotselskab                        | 9.141          | 94.285         |
| Indestående i andre pengeinstitutter              | 14.500         | 195.000        |
| <b>6 I alt likvide midler</b>                     | <b>23.641</b>  | 289.285        |
| <b>Kapitalandele</b>                              |                |                |
| Noterede aktier fra danske selskaber              | 18.572         | 192.172        |
| Noterede aktier fra udenlandske selskaber         | 85.577         | 1.030.663      |
| Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber | 1.358          | 0              |
| <b>6 I alt kapitalandele</b>                      | <b>105.507</b> | 1.222.835      |
| <b>Andre aktiver</b>                              |                |                |
| Tilgodehavende renter, udbytte m.m.               | 36             | 206            |
| Andre tilgodehavender                             | 866            | 921            |
| <b>I alt andre aktiver</b>                        | <b>902</b>     | 1.127          |
| <b>Aktiver i alt</b>                              | <b>130.050</b> | 1.513.247      |
| <b>Passiver</b>                                   |                |                |
| <b>7 Investorenes formue</b>                      | <b>129.729</b> | 1.511.830      |
| <b>Anden gæld</b>                                 |                |                |
| Skyldige omkostninger                             | 321            | 1.417          |
| <b>I alt anden gæld</b>                           | <b>321</b>     | 1.417          |
| <b>Passiver i alt</b>                             | <b>130.050</b> | 1.513.247      |

9 Femårsoversigt

## Noter

| Note   | 2017<br>(t.kr.) | 2016<br>(t.kr.) |
|--|-----------------|-----------------|
| <b>1 Renteindtægter</b>  |                 |                 |
| Indestående i pengeinstitutter   | -685            | -1.260          |
| Andre aktiver  | 0               | 50              |
| <b>I alt renteindtægter</b>  | <b>-685</b>     | <b>-1.210</b>   |
| <b>2 Udbytter</b>  |                 |                 |
| Noterede aktier fra danske selskaber   | 9.014           | 8.429           |
| Noterede aktier fra udenlandske selskaber  | 14.765          | 24.527          |
| <b>I alt udbytter</b>  | <b>23.779</b>   | <b>32.956</b>   |
| <b>3 Handelsomkostninger</b>   |                 |                 |
| Bruttohandelsomkostninger  | 477             | 626             |
| Dækket af emissions- og indløsningsindtægter   | -285            | -85             |
| <b>I alt handelsomkostninger</b>   | <b>192</b>      | <b>541</b>      |
| <b>4 Administrationsomkostninger</b>   |                 |                 |
| Honorar til bestyrelse m.v.  | 180             | 180             |
| Revisionshonorar   | 19              | 30              |
| Andre honorarer til revisorer  | 0               | 27              |
| Gebyrer til depotselskab   | 362             | 648             |
| Andre omk. i forb. med formueplejen  | 11.404          | 24.340          |
| Øvrige omkostninger  | 348             | 362             |
| Fast administrationshonorar  | 720             | 1.466           |
| <b>I alt administrationsomkostninger</b>   | <b>13.033</b>   | <b>27.053</b>   |
| <i>Der er for regnskabsåret 2017 ikke leveret ydelser af Deloitte udover den lovpligtige revision.</i> |                 |                 |
| <b>5 Skat</b>  |                 |                 |
| Ikke refunderbar skat  | 1.331           | 4.294           |
| <b>I alt skat</b>  | <b>1.331</b>    | <b>4.294</b>    |
| <b>6 Finansielle instrumenter</b>  |                 |                 |
| Børsnoterede finansielle instrumenter  | 80,3%           | 80,9%           |
| Finansielle instrumenter noteret på det reguleret marked   | 1,0%            | 0,0%            |
| Andre aktiver og passiver  | 18,7%           | 19,1%           |

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

## Noter

### Formue fordelt på regioner

|                          |     |     |
|--------------------------|-----|-----|
| Nordamerika              | 49% | 47% |
| Europa                   | 41% | 44% |
| Ingen                    | 7%  | 0%  |
| Japan                    | 4%  | 3%  |
| Andre inklusiv kontanter | 0%  | 6%  |

### Formue fordelt på sektorer

|                          |     |     |
|--------------------------|-----|-----|
| Finans                   | 60% | 61% |
| Industri                 | 9%  | 4%  |
| Cykliske forbrugsgoder   | 5%  | 5%  |
| Ejendomme                | 4%  | 0%  |
| Andre inklusiv kontanter | 23% | 23% |
| Stabile forbrugsgoder    | 0%  | 7%  |

Afdelingen besidder aktier i Ringkjøbing Landbobank A/S, som også er afdelingens depotselskab.

|  | 2017<br>(t.kr.)  |                         | 2016<br>(t.kr.)  |                         |
|--|------------------|-------------------------|------------------|-------------------------|
|  | Cirk.<br>Beviser | Formue-<br>værdi        | Cirk.<br>Beviser | Formue-<br>værdi        |
| <b>7 Investorenes formue</b>                                 |                  |                         |                  |                         |
| Formue primo   | 614.134          | 1.511.830               | 631.407          | 1.524.653               |
| Udlodning fra sidste år vedrørende cirkul-<br>erende beviser |                  | 87.821                  |                  | 84.609                  |
| Ændring i udbetalt udlodning p.g.a.<br>emission/indløsning   |                  | 315                     |                  | 208                     |
| Emissioner i året  | 26.117           | 60.990                  | 0                | 0                       |
| Indløsninger i året  | 585.121          | 1.353.273               | 17.273           | 40.303                  |
| Nettoemissionstillæg og netto<br>indløsningsfradrag          |                  | 0                       |                  | 83                      |
| Udlodningsregulering   |                  | 435.501                 |                  | -89.690                 |
| Overført udlodning fra sidste år                             |                  | -409                    |                  | -46                     |
| Overført udlodning til næste år                              |                  | 14                      |                  | 409                     |
| Foreslået udlodning  |                  | 59.927                  |                  | 87.821                  |
| Overført fra resultatopgørelsen                              |                  | -497.345                |                  | 113.304                 |
| <b>Formue ultimo</b>   | <b>55.130</b>    | <b>129.729</b>          | 614.134          | 1.511.830               |
| <b>8 Til rådighed for udlodning</b>                          |                  | <b>2017<br/>(t.kr.)</b> |                  | <b>2016<br/>(t.kr.)</b> |
| Udlodning overført fra sidste år                             |                  | 409                     |                  | 46                      |
| Renter og udbytter   |                  | 25.389                  |                  | 31.738                  |
| Ikke refunderbar skat  |                  | -3.498                  |                  | -4.294                  |
| Kursgevinster til udlodning                                  |                  | 486.175                 |                  | 89.202                  |
| Udlodningsregulering ved emission/indløsning                 |                  | -446.392                |                  | -1.897                  |
| <b>I alt indkomst før administrationsomkostninger</b>        |                  | <b>62.083</b>           |                  | 114.795                 |
| Administrationsomkostninger                                  |                  | -13.033                 |                  | -27.053                 |
| Udlodningsregulering administrationsomkostninger             |                  | 10.891                  |                  | 488                     |
| <b>I alt rådighed for udlodning</b>                          |                  | <b>59.941</b>           |                  | 88.230                  |

**Noter**

| 9 <b>Femårsoversigt</b>                   | <b>2017</b> | <b>2016</b> | <b>2015</b> | <b>2014</b> | <b>2013</b> |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Årets nettoresultat (t.kr.)               | -2.312      | 111.798     | 182.832     | 202.879     | 174.651     |
| Investorerne formue ultimo (t.kr.)        | 129.729     | 1.511.830   | 1.524.653   | 1.443.015   | 1.266.349   |
| Cirkulerende andele (t.kr.)               | 55.130      | 614.134     | 631.407     | 641.719     | 618.054     |
| Indre værdi                               | 235,31      | 246,17      | 241,47      | 224,87      | 204,89      |
| Udlodning (%)                             | 108,70      | 14,30       | 13,40       | 12,00       | 11,70       |
| Omkostningsprocent                        | 1,85        | 1,85        | 1,85        | 1,86        | 1,85        |
| Årets afkast (%)                          | 1,43        | 8,07        | 12,56       | 16,24       | 19,27       |
| Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)  | 109.771     | 57.310      | 44.986      | 154.981     | 393.183     |
| Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.) | 1.216.418   | 180.289     | 182.455     | 254.625     | 300.462     |
| Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)       | 1.326.189   | 237.599     | 227.441     | 409.606     | 693.645     |
| Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)        | 0           | 110.895     | 160.819     | 453.465     | 500.140     |
| Omsætningshastighed                       | 0           | 0,04        | 0,05        | 0,17        | 0,23        |
| ÅOP                                       | 2,01        | 2,02        | 2,22        | 2,34        | 2,31        |
| Sharpe Ratio                              | 1,40        |             |             |             |             |
| Standardafvigelse (%)                     | 7,77        |             |             |             |             |
| Tracking Error (%)                        | 5,56        |             |             |             |             |

## **Finanskalender 2018**

|            |                     |
|------------|---------------------|
| 27.03.2018 | Årsrapport 2017     |
| 20.04.2018 | Generalforsamling   |
| 22.08.2018 | Halvårsrapport 2018 |





