

Investeringsforeningen PFA Invest

# Årsrapport 2018

Offentliggjort 8. februar 2019 · [pfainvest.dk](http://pfainvest.dk)



**PFA**

Mere til dig

# Indholdsfortegnelse

## Påtegninger

Ledelsespåtegning .....	4
Den uafhængige revisors erklæringer .....	5

## Ledelsesberetning

Generelt for afdelingerne .....	10
Ansvarlige investeringer .....	15
Bestyrelse og direktion .....	18
De finansielle markeder .....	19
Generelle risikofaktorer .....	22
Risici og risikostyring .....	24

## Årsrapport for afdelingerne

Mellemlange Obligationer .....	28
Kreditobligationer .....	33
Udenlandske Obligationer .....	40
Danske Aktier .....	47
Globale Aktier .....	54
Højt Udbytte Aktier .....	60
Europa Value Aktier .....	67
USA Stabile Aktier .....	73
Balance A .....	80
Balance AA .....	87
Balance B .....	94
Balance C .....	101
Balance Akkumulerende .....	108

## Fælles noter

Bestyrelses- og revisionshonorar .....	116
Anvendt regnskabspraksis .....	117
Nøgletalsdefinitioner .....	119
Foreningsoplysninger .....	121

---

Påtegninger

## Ledelsespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktionen har dags dato aflagt og godkendt årsrapporten for 2018 for 13 afdelinger i Investeringsforeningen PFA Invest.

Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v.

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

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

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København d. 8. februar 2019

### Bestyrelsen:



Peter Engberg Jensen  
Formand

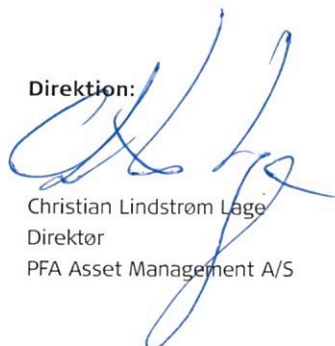


Jørgen Madsen



Rina Asmussen

### Direktion:



Christian Lindstrøm Lage  
Direktør  
PFA Asset Management A/S



Henrik Nøhr Poulsen  
Direktør  
PFA Asset Management A/S



Rasmus Uldal Bessing  
Direktør  
PFA Asset Management A/S

# Den uafhængige revisors erklæringer

## Til investorerne i Investeringsforeningen PFA Invest

### Konklusion

Vi har revideret årsregnskabet for Investeringsforeningen PFA Invest for regnskabsåret 1. januar 2018 - 31. december 2018, der omfatter resultatopgørelse, balance, noter og fællesnoter, herunder anvendt regnskabspraksis, for 13 afdelinger. Årsregnskabet udarbejdes efter lov om investeringsforeninger mv.

Det er vores opfattelse, at årsregnskabet giver et retvisende billede af foreningens og afdelingernes aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2018 samt af resultatet af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret 1. januar 2018 - 31. december 2018 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv.

Vores konklusion er konsistent med vores revisionsprotokollat til bestyrelsen.

### Grundlag for konklusion

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

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

Vi blev første gang valgt som revisor for Investeringsforeningen PFA Invest den 31. august 2012 for regnskabsåret 2012. Vi er genvalgt årligt ved generalforsamlingsbeslutning i en samlet sammenhængende opgaveperiode på 6 år frem til og med regnskabsåret 2018.

### 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 1. januar 2018 - 31. december 2018. Disse forhold blev behandlet som led i vores revision af årsregnskabet som helhed og udformningen af vores konklusion herom. Vi afgiver ikke nogen særskilt konklusion om disse forhold.

### Værdiansættelse og tilstedeværelse af børsnoterede finansielle instrumenter

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

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

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

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

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

#### **Forholdet er behandlet således i revisionen**

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

- Vi har opnået en forståelse for og evalueret investeringsforvaltningsselskabets kontroller i de centrale processer, herunder relevante it-systemer.
- Vi har testet investeringsforvaltningsselskabets kontroller, som sikrer korrekt registrering af børs- og valutakurser således, at afdelingernes beholdninger af børsnoterede finansielle instrumenter pr. 31. december 2018 er værdiansat i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv. samt foreningens regnskabspraksis.
- Vi har endvidere testet investeringsforvaltningsselskabets kontrol, som sikrer korrekt afstemning af afdelingernes beholdninger af børsnoterede finansielle instrumenter til foreningens depotbank pr. 31. december 2018.

#### **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 regnskabsprin-

cippet 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 afdekke 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 regnskabsbrugere 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, udfører og udfører revisionshandlinger som reaktion på disse risici samt opnår revisionsbevis, der er tilstrækkeligt og egnet til at danne grundlag for vores konklusion. Risikoen for ikke at opdage væsentlig fejlinformation forårsaget af besvigelser er højere end ved væsentlig fejlinformation forårsaget af fejl, idet besvigelser kan omfatte sammensværgelser, dokumentfalsk, bevidste udeladelser, vildledning eller tilsidesættelse af intern kontrol.

- Opnår vi forståelse af den interne kontrol med relevans for revisionen for at kunne udforme revisionshandlinger, der er passende efter omstændighederne, men ikke for at kunne udtrykke en konklusion om effektiviteten af foreningens interne kontrol.
- Tager vi stilling til, 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 den fælles ledelsesberetning og ledelsesberetningerne for de enkelte afdelinger, efterfølgende benævnt ledelsesberetningerne.

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

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

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

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

København, den 8. februar 2019

Deloitte

Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

CVR-nr. 33 96 35 56



Kasper Bruhn Udam

Statsautoriseret revisor

MNE-nr. mne29421



Michael Thoro Larsen

Statsautoriseret revisor

MNE-nr. mne35823



---

# Ledelsesberetning

# Generelt for afdelingerne

## Velkommen til Investeringsforeningen

### PFA Invest

Det uafhængige analyseinstitut Morningstar vurderer fortsat, at foreningen er en af Danmarks bedste investeringsforeninger. For andet år i træk fremhæves PFA Invest i årsrapporten fra Morningstar, som konkluderer: "PFA Invest havde en stærk afslutning på året med en gennemsnitlig rating for detailafdelinger på 4,25". Med undtagelse af afdelingen Europa Value Aktier havde alle afdelinger i PFA Invest en rating fra Morningstar på enten 4 eller 5 stjerner ved udgangen af 2018, hvor 5 er det højst mulige.

Topplaceringen skyldes en kombination af investeringsmæssige gode resultater og en lav pris i forhold til sammenlignelige produkter i markedet. Den attraktive prisfastsættelse følger målsætning om at være 20 % billigere end markedet.

Netop omkostninger er en væsentlig komponent i det langsigtede investeringsafkast. Og her er fordelene ved at være i investeringsfællesskab med PFA øget yderligere i 2018, da PFA Invest og PFA Bank i april indgik aftale om at forenkle priserne på formidlingsprovision (som dækker bl.a. rådgivning). Det bevirker, at prisen for rådgivning er den samme på tværs af foreningens afdelinger, dog ydes der en særlig rabat på tre af afdelingerne – Mellem-lange Obligationer, Udenlandske Obligationer og Balance AA. For de fleste afdelingers vedkommende betyder det, at formidlingsprovisionen er blevet lavere.

Samtidig har PFA Invest sammen med PFA Asset Management aftalt en ny prisstruktur for administration og kapitalforvaltning. Den indebærer, at prisen på administration og kapitalforvaltning falder med 10 pct. på den del af foreningens formue, der overstiger 25 mia. kr., når PFA Invest samlet set når 25 mia. kr. under forvaltning. Prisen falder yderligere 10 pct. på den del af foreningens formue, der overstiger 50 mia. kr., når formuen overstiger 50 mia. kr.

Investeringsuniverset for PFA Invests Balance-afdelinger blev i juni udvidet ved at åbne op for eksponering mod ejendomsmarkedet. Pt. er ca. 8 pct. af afdelingernes midler placeret i en obligation, der har en underliggende eksponering mod primært københavnske kontorejendomme. Det skal sikre fortsat solide og stabile afkast i investeringsafdelingerne.

Væksten i foreningen har i 2018 været mere moderat end tidligere år. Således blev formuen forøget med 2,2 mia. kr. til 13,7 mia. kr., svarende til en stigning på 20 %. Hvis der renses for den formueforøgelse balancefondenes investering i de øvrige fonde giver, blev formuen forøget med 1,8 mia. kr. til 10,0 mia. kr., svarende til en stigning på 22 %. Dette skal dog ses i lyset af, at det samlede nettoflow (nettokøb korrigeret for udbytter) i detailafdelinger i danske investeringsforeninger i 2018 faldt fra 37,7 mia. kr. til 8,7 mia. kr., og PFA Invest havde det næsthøjeste nettoflow, jf. Investering Danmark.

Det samlede resultat for foreningen blev et underskud på 508,6 mio. kr. Bestyrelsen foreslår til godkendelse på generalforsamlingen, at der udloddes udbytte i 8 af foreningens 12 udloddende afdelinger. De foreslåede udbyttesatser fremgår på side 12.

2018 var præget af stigende volatilitet og faldende aktiekurser i flere regioner, mens amerikanske aktier leverede mindre kursstigninger. Renterne steg i USA, mens de var uændrede i Tyskland og Japan. Det førte til en styrkelse af amerikanske dollar og store forskelle i regionale afkast. Udviklingen afspejler bl.a. en deobling i den økonomiske vækst i USA, Europa og Asien og en række politiske begivenheder, som påvirkede de finansielle markeder negativt i 2018. Herunder stigende spændinger i handelskonflikten mellem USA og Kina, svære forhandlinger om en Brexit-aftale og Italiens kontrovers med EU Kommissionen om budgettet. Omvendt har skattelettelser og

en meget ekspansiv finanspolitik i USA, bidraget positivt til udviklingen i løbet af året.

Foreningens afdelinger med obligationer leverede meget forskellige afkast i 2018. Afdelingen med kreditobligationer gav et afkast på -4,22 %, mens afdelingen med udenlandske obligationer gav et afkast på -0,20 %. Mellemlange obligationer, som er den største obligationsafdeling i PFA Invest, gav et afkast på 0,36 %.

Også blandt foreningens afdelinger med børsnoterede aktier var der i 2018 betydelige forskelle i afkastene. Eneste afdeling med positivt afkast blev leveret af afdelingen USA Stabile Aktier (6,85 %). De øvrige fire aktieafdelinger leverede negative afkast på mellem 5,65 % og 15,18 %.

De blandede afdelinger Balance AA, Balance A, Balance B, Balance C og Balance AKK leverede alle negative afkast på henholdsvis 1,49 %, 2,55 %, 4,31 %, 5,19 % og 4,01 %.

Direktionen

PFA Asset Management A/S

Christian Lindstrøm Lage, Henrik Nøhr Poulsen og Rasmus Udal Bessing

## Resultat, formue og andele

Foreningen realiserede i 2018 et samlet resultat på -508,6 mio. kr. og havde ved årets udgang en formue inklusiv udlodning på 13,7 mia. kr. fordelt på i alt 124,3 mio. andele.

## Udlodning

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at foreningen udlodder følgende udbytter for 2018:

Afdeling	Udbytte (kr. pr. andel)
Mellemlange Obligationer	0,10
Kreditobligationer	0,00
Udenlandske Obligationer	0,00
Danske Aktier	19,90
Globale Aktier	0,00
Højt Udbytte Aktier	7,10
Europa Value Aktier	0,00
USA Stabile Aktier	6,60
Balance A	4,00
Balance AA	3,40
Balance B	3,90
Balance C	1,40

## Fastholdelse af risikoprofil

Foreningen fokuserer i det daglige investeringsarbejde på at fastholde afdelingernes risikoprofiler. De vigtigste elementer i dette fokus er den løbende overvågning af:

- Afdelingernes porteføljer er veldiversificerede med hensyn til eksponering på lande, brancher, sektorer, kreditkvaliteter og andre relevante markedssegmenteringer inden for afdelingernes respektive investeringsunivers.
- Den gennemsnitlige forskel mellem afdelingernes afkast og benchmarkafkast (tracking error) holdes på et passende niveau for hver enkelt afdeling.

Foreningen har for alle afdelinger fastlagt rammer for, hvilke markeder og markedssegmenter, der kan investeres i. Foreningens ledelse vurderer løbende,

om der er behov for at korrigere udnyttelsen af disse investeringsrammer.

## Bestyrelses- og ledelsesforhold

Foreningen har ikke selv en direktion eller andre ansatte. Foreningen har i stedet en aftale med PFA Asset Management A/S som investeringsforvaltningsselskab. Bestyrelsens opgaver er beskrevet i foreningens vedtægter og forretningsorden for bestyrelsen.

Ledelsen af investeringsforeninger er reguleret i lov om finansiel virksomhed og i lov om investeringsforeninger m.v. samt i diverse bekendtgørelser. Hertil kommer en række konkrete anvisninger i vejledninger fra Finanstilsynet.

Bestyrelsen er for 2018 med generalforsamlingens godkendelse samlet honoreret for arbejdet i foreningen med 400.000 kr. Honoraret for de enkelte medlemmer fremgår under Fælles noter og afsnittet Bestyrelses- og revisionshonorar. Bestyrelsen modtager ikke andre former for vederlag i forbindelse med bestyrelsesarbejdet. Bestyrelsens sammensætning og tillidshverv er beskrevet i et særskilt afsnit.

## Investeringspolitik

Foreningens investeringspolitik er gennem aktiv formueforvaltning at opnå et tilfredsstillende afkast i forhold til de respektive markeder og instrumenter, som er defineret i de enkelte afdelingers placeringsregler. Der investeres under hensyn til både spredningskrav, reduktion af risici og under iagttagelse af diverse etiske aspekter.

## Tracking Error og Active Share

Tracking Error er et mål for, hvor tæt afkastsudviklingen i en afdeling følger afkastsudviklingen af et benchmark. Jo tættere på 0 %, jo mere identiske er afdelingens afkast med indekset. Passivt forvaltede afdelinger vil normalt have en Tracking Error under 1 %. Tracking Error beregnes kun for afdelinger, der har eksisteret i mere end 3 år, hvilket i år er aktuelt for følgende 8 afdelinger: Kreditobliga-

tioner, Danske Aktier, Globale Aktier, Højt Udbytte Aktier, Europa Value Aktier, Balance A, Balance B og Balance C. Tracking Error fremgår af noten 5-års oversigt i rapporten for de enkelte afdelinger.

### **Kommunikationspolitik**

Der er stor interesse for opsparing og investering. Foreningen ønsker at være åben over for medlemmer, presse og myndigheder. Medlemmernes adgang til information sikres først og fremmest via hjemmesiden [pfainvest.dk](http://pfainvest.dk), hvor alle relevante oplysninger om foreningens afdelinger findes. Hjemmesiden opdateres løbende med emissions- og indløsningskurser, afkast og performedata samt de største aktiver i beholdningen. Medlemmerne har mulighed for at få besked via e-mail, når der indkaldes til generalforsamling, eller der publiceres hel- og halvårsregnskaber.

Foreningens andele udstedes gennem Danske Bank. Alle afdelinger er optaget til daglig handel på NASDAQ Copenhagen. Alle væsentlige nyheder vedrørende foreningen vil derfor blive offentliggjort via NASDAQ Copenhagen. Disse selskabsmeddelelser vil også kunne findes på hjemmesiden.

Medlemmer og andre interesserede kan henvende sig til foreningen via e-mail [pfainvest@pfa.dk](mailto:pfainvest@pfa.dk) med spørgsmål til foreningens forretningsområde.

### **Indregning og måling**

Der er ved aflæggelse af dette årsregnskab ikke konstateret usikkerhed ved indregning og måling. Dette skyldes at afdelingernes aktiver primært består af børsnoterede værdipairer noteret på effektive markeder og unoterede aktiver kun udgør en mindre del af afdelingernes aktiver.

Der er ikke konstateret usædvanlige forhold, der kan have påvirket indregning eller måling.

### **Væsentlige begivenheder siden årsskiftet**

Foreningen har ikke i perioden siden balancedagen konstateret forhold, som forrykker vurderingen af årsrapporten.

### **Videnressourcer**

Foreningen har ingen ansatte, men baserer sig på eksterne samarbejdspartnere. Den overvejende del af foreningens videnbase er derfor placeret hos de medarbejdere, der er ansat hos samarbejdspartnerne.

Foreningens bestyrelse lægger afgørende vægt på at sikre, at den viden og de kompetencer, der er forankret hos samarbejdspartnerne, beskyttes og udvikles. Bestyrelsen modtager og evaluerer derfor løbende rapportering om samarbejdspartnerne initiativer til at sikre, at den nødvendige viden om foreningens virksomhed, og arbejdsbetingelser bevares og udvikles.

### **Måltal for det underrepræsenterede køn**

Bestyrelsen har fastsat et måltal for det underrepræsenterede køn i bestyrelsen, således at det underrepræsenterede køn som minimum skal udgøre 33 % af bestyrelsen. Måltallet var ved udgangen af 2018 opfyldt, idet den kønsmæssige fordeling i bestyrelsen udgør 33/67 %. Bestyrelsen foretager en årlig vurdering og eventuel ajourføring af det opstillede måltal.

### **Fund Governance og Best practice for ledelse**

De grundlæggende rammer for god ledelse af investeringsforeninger er fastlagt i lov om investeringsforeninger, bekendtgørelsen om ledelse, styring og administration af danske UCITS samt vejledninger fra Finanstilsynet. Investeringsfundsbranchen (Investering Danmark), der er investeringsforeningernes brancheorganisation, har udarbejdet et sæt anbefalinger til sine medlemmer om Fund Governance samt et sæt anbefalinger om Best practice for ledelse.

### **Fund Governance**

Foreningens bestyrelse har vedtaget en fund governance politik. Den vedrører den overordnede styring af rettigheder og ansvar blandt aktørerne i og omkring foreningen og investeringsforvaltnings-selskabet PFA Asset Management A/S. Politikken definerer – sammen med øvrige regler, forretnings-

gange og politikker – samspillet mellem investorer, bestyrelsen, direktionen og øvrige interessenter. Politikken følger Investeringsfondsbranchens anbefalinger på området.

Læs mere om fund governance politikken på foreningens hjemmeside [pfainvest.dk](http://pfainvest.dk).

### **Best practice for ledelse**

Foreningens bestyrelse har vedtaget en politik for best practice for ledelse af investeringsforeninger.

Politikken tager udgangspunkt i lovkravet om, at ledelsen skal vælge og begrunde en forretningsmodel i overensstemmelse med vedtægternes formålsparagraf, efterfulgt af foreningens efterlevelse af brancheanbefalingerne om drift og opfølgning på de enkelte elementer i forretningsmodellen. Politikken følger Investeringsfondsbranchens anbefalinger på området.

Læs mere om politikken for best practice på foreningens hjemmeside [pfainvest.dk](http://pfainvest.dk).

### **Øvrige forhold**

Investeringsforeningen er stiftet på initiativ af PFA Pension.

Relationen til PFA Pension, forsikringsaktieselskab giver foreningen adgang til PFA-koncernens investeringsekspertise og stordriftsfordele i form af serviceydelser udført af PFA Bank A/S og PFA Asset Management A/S. Aftalerne om serviceydelser er indgået på markedsbaserede vilkår.

# Ansvarlige investeringer

## Investeringsforeningen PFA Invest – Ansvarlige investeringer 2018

Foreningens bestyrelse har uddelegeret forvaltningen af foreningens midler til PFA Asset Management A/S (PAM). Investeringsforeningen PFA Invest ("Foreningen") bestyrelse har besluttet, at foreningens politik og retningslinjer for ansvarlige investeringer følger PFA Pensions politik for ansvarlige investeringer. Investeringsforeningen følger investeringspolitikken som er beskrevet i særskilt afsnit.

PFA koncernens Responsible Investment Board (RI Board) overvåger og prioriterer implementeringen af politik for ansvarlige investeringer. Foreningens bestyrelse har besluttet at støtte sig til de beslutninger, der vedtages af PFA-koncernens RI Board. Det understreges, at Foreningen ikke er bundet af de beslutninger, som vedtages af PFA koncernes RI Board, og Foreningens bestyrelse kan til enhver tid beslutte ikke at følge RI Boardets beslutninger.

Politik for ansvarlige investeringer, retningslinjer og eksklusionsliste er tilgængelige på [pfainvest.dk](http://pfainvest.dk) og [pfaassetmanagement.dk](http://pfaassetmanagement.dk).

### Politik for ansvarlige investeringer

Foreningens politik for ansvarlige investeringer blev revideret i 2018. Politikken udgør de overordnede rammer for arbejdet med ansvarlige investeringer.

Politikken sikrer, at PAM implementerer klima, miljø, sociale hensyn og god selskabsledelse (kendt som ESG), samt menneskerettigheder og arbejdstagerrettigheder i investeringsprocesserne.

Politikken tager udgangspunkt i internationale principper og standarder, herunder:

- De FN-understøttede principper for ansvarlige investeringer, PRI
- De ti principper i FN's Global Compact
- FN's retningslinjer for menneskerettigheder og erhverv

- OECD's vejledning 'Responsible Business Conduct for Institutional Investors'
- Parisaftalen, der blev indgået under COP21
- OECD's Base Erosion and Profit Sharing action plan (BEPS)

Implementeringen af politikken overvåges løbende for at minimere foreningens væsentlige risici for negativ indvirkning på menneskerettigheder, miljøkonventioner, arbejdstagerrettigheder og korrupsion. Dette sker gennem screening, dialog og aktivt ejerskab, foretaget af foreningens kapitalforvalter.

### Aktivt ejerskab

Investeringsforeningen PFA Invest sætter rammerne for det aktive ejerskab, der udføres af PAM. Det er Foreningens mål at være en langsigtet aktiv ejer, der påvirker virksomhederne i retningen af ansvarlig værdiskabelse. Arbejdet med aktivt ejerskab sker både gennem brugen af stemmerettigheder og dialog. Dialogen foretages enten direkte af PAM, i samarbejde med andre investorer gennem for eksempel Principles for Responsible Investment (PRI) og Nordic Engagement Cooperation (NEC), eller af PAM's rådgiver, Global Engagement Services (GES).

### Monitorering af selskaber og dialog

Foreningens investeringer screenes løbende for brud på de internationale konventioner, som Foreningens politik for ansvarlige investeringer er baseret på. Screeningsresultaterne diskuteres i PFA's RI Board, hvor der bliver taget stilling til, om PAM selv skal gå i dialog med et selskab, eller fortsat have tillid til, at selskabets dialog med PAM's rådgiver, GES, vil føre til overholdelse af Foreningens politik for ansvarlige investeringer.

Både GES og PAM er i dialog med en række selskaber for at afklare, om en handling er en verificeret overtrædelse af politikken.

Der har i løbet af 2018 været et særligt fokus på dialogen med Danske Bank. PFA og PAM har været

aktiv i både gennemgangen af bankens tidligere aktiviteter i Estland, samt valget af den nye bestyrelsesformand.

PAM har, på vegne af Foreningen, med udgangspunkt i politik for ansvarlige investeringer, været i direkte dialog med 7 selskaber og stemt på generalforsamlingerne for 38 udenlandske og 15 danske selskaber. Der har været fokus på både ledelsesforhold, menneskerettigheder, arbejdsretteligheder, miljø og klima.

Dialogen gennem medlemskabet af NEC har ført til dialog med 12 selskaber, hvoraf fire af dialogerne er en proaktiv dialog, hvor der er fokus på transparens i tekstilsektoren, men der er ikke konstateret brud på politikken. NEC's årsrapport vil, i 2019, være tilgængelig på pfa.dk med en detaljeret beskrivelse af alle sagerne, samt deres relation til relevant verdensmål.

I 2018 har GES, i blandt Foreningens samlede investeringer, med udgangspunkt i politikken evalueret 13 nye sager, startet ny dialog med 2 selskaber og afsluttet 8 dialoger. Samlet set er GES ved at evaluere 36 selskaber, og GES er i dialog med 23 selskaber, hvoraf 4 har bekræftede brud på politik for ansvarlige investeringer.

### **Eksklusion af selskaber**

PFA følger egne retningslinjer for eksklusion og inklusion af selskaber og statsobligationer. Retningslinjerne samt den gældende eksklusionsliste kan findes på pfa.dk. Eksklusionslisten revideres 2 gange årligt for at sikre, at det stadig er relevant, at selskaberne er ekskluderet.

I 2018 vedtog PFA at ekskludere Larsen & Toubro, Rockwell Collins og Bharat Electronics fra investeringsuniverset, som følge af deres eksponering til kernevåben, hvilket er et brud på foreningens politik for ansvarlige investeringer.

### **Investering i statsobligationer**

PAM screener og analyserer lande i henhold til Foreningens politik og retningslinjer for ansvarlige investeringer i statsobligationer. Der foretages ikke engagementsdialog med lande, idet det anses for et udenrigspolitisk anliggende. Listen over lande, der investeres i – såvel som ekskluderede lande – findes på pfainvest.dk og pfaassetmanagement.dk.

I 2018 fulgte RI Board'et op på eksisterende investeringer i statsobligationer udstedt af Venezuela. Landet har igen i år været præget af en negativ udvikling både politisk og økonomisk. Foreningen har besluttet, at fastholde sine investeringer i venezuelanske statsobligationer og følger udviklingen i den internationale dialog med regeringen.

### **Klima**

I 2018 har PAM systematisk foretaget CO<sub>2</sub>- og 2 graders scenarieanalyser af den samlede aktieportefølje. Formålet er, at vurdere om aktieporteføljen, inklusiv Foreningens aktieinvesteringer, stemmer overens med det forventede energimix, hvis temperaturstigningerne skal begrænses til 2 grader. Klimaanalyserne bliver rapporteret til PFA's RI Board.

Klima indgår i det aktive ejerskab gennem PFA's deltagelse i "climate action 100+", der er en international sammenslutning af investorer, der går i dialog med de 100 selskaber, der har den største udledning af drivhusgasser.

CO<sub>2</sub> analyserne har givet anledning til, at starte dialog med to eksterne forvaltere der havde investeret i selskaber med en høj CO<sub>2</sub> udledning, både absolut og relativt til deres respektive industrier. Begge forvaltere tilbød indsigt i selskabernes klimaovervejelser, PFA ikke var bekendt med, og det blev vurderet, at der ikke var behov for frasalg.

Der findes mere information om ansvarlige investeringer og aktivt ejerskab på pfa.dk/om-pfa og i



PFA's CR-rapport, som findes på [pfa.dk/cr-rapport2018](http://pfa.dk/cr-rapport2018).

### **Indsatsområder i 2019**

Arbejdet med aktivt ejerskab, integrationen af klimahensyn og FNs retningslinjer for menneskerettigheder og erhverv fortsætter i 2019, hvor der vil være fokus på:

- Aktivt ejerskab gennem dialog og stemmeafgivning på generalforsamlinger.
- PAM vil forsat undersøge mulighederne for at foretage klimaanalyser af flere aktivklasser, herunder erhvervsobligationer
- PAM vil forsat vurdere muligheden for at højne transparensen relateret til ansvarlige investeringer.

# Bestyrelse og direktion

## Bestyrelsen

Bestyrelsens medlemmer vælges af generalforsamlingen. Bestyrelsen skal bestå af mindst 3 og højst 5 medlemmer. Bestyrelsen vælger selv sin formand. Hvert år afgår det bestyrelsesmedlem eller de bestyrelsesmedlemmer, der har fungeret længst, regnet fra den pågældendes sidste valg. Mellem flere medlemmer, der har fungeret lige længe, bestemmes afgangens ved lodtrækning. Genvalg kan finde sted.

Bestyrelsen har i 2018 afholdt møder på følgende datoer: 7. februar, 1. marts (ekstraordinært bestyrelsesmøde), 4. april (ekstraordinært bestyrelsesmøde), 26. juni, 30. august, 12. oktober (ekstraordinært bestyrelsesmøde), og 29. november.

**Peter Engberg Jensen** · Formand · Født 1953  
Professionelt bestyrelsesmedlem, Sankt Annæ Plads 13, 3, 1250 København K. Indtrådte i bestyrelsen 9. september 2014 og genvalgt i 2017.

### Andre ledelseshverv:

Bestyrelsesformand: Finansiell Stabilitet og Ordrup Gymnasium. Bestyrelsesmedlem: CAF Invest A/S, Chr. Augustinus Fabrikker Aktieselskab, Den Sociale Kapitalfond, PensionDanmark Holding A/S og PensionDanmark – pensionsforsikringsaktieselskab, Arborethusene A/S, 15. Juni Fonden, Aarhus Symposium.

Repræsentantskab: Business Lolland Falster.  
Enkeltmandsvirksomhed: peterengberg.dk (fuldt ansvarlig deltager).

**Rina Asmussen** · Født 1959  
Professionelt bestyrelsesmedlem, Emiliekildevej 28, 2930 Klampenborg. Indtrådte i bestyrelsen 22. april 2014 og genvalgt i 2016.

### Andre ledelseshverv:

Bestyrelsesmedlem: BRF Fonden (næstformand), BRF Holding A/S (næstformand), Jyske Bank A/S og Human Univerz Partner byHeart ApS.  
Enkeltmandsvirksomhed: RA-Consulting

**Jørgen Madsen** · Født 1945  
Professionelt bestyrelsesmedlem, Askhøj 15, 2850 Nærum.  
Indtrådte i bestyrelsen 31. august 2012 og genvalgt i 2018.

### Andre ledelseshverv:

Bestyrelsesmedlem: PFA Asset Management A/S.

## Direktion

**Christian Lindstrøm Lage** · Født 1975

Direktør, PFA Asset Management A/S, Sundkrogsgade 4, 2100 København Ø.

### Andre ledelseshverv:

Bestyrelsesmedlem: Kapitalforeningen BankPension Aktier (næstformand), Kapitalforeningen BankPension Obligationer (næstformand) og Kapitalforeningen BankPension Emerging Markets Aktier (næstformand).

**Henrik Nøhr Poulsen** · Født 1967

Direktør, PFA Asset Management A/S, Sundkrogsgade 4, 2100 København Ø.

### Andre ledelseshverv:

Direktør: PFA Infrastruktur Holding ApS, SE Blue Renewables GP ApS, SE Blue Renewables GP DK ApS, High Leas PV Limited, West End Farm PV Limited, Alcor LSPV Limited, Woodhouse Farm Solar PV Limited, Pobail CIC, West End Farm (Community) PV CIC, PFA Ophelia InvestCo I 2018 GP ApS.  
Bestyrelsesmedlem: SE Blue Renewables K/S, SE Blue Renewables DK P/S, Via Equity Fond III K/S og Gudbjörg & Ejnar Honorés Fond.  
Medlem af investeringskomitéen: Copenhagen Infrastructure III. Medlem af investor Board: Danish SDG Investment Fund.

**Rasmus Uldal Bessing** · Født 1974

Direktør, PFA Asset Management A/S, Sundkrogsgade 4, 2100 København Ø

### Andre ledelseshverv:

Direktør: Anpartsselskabet af 28. februar 2018 GP. Bestyrelsesformand: Kapitalforeningen BankPension Aktier, Kapitalforeningen BankPension Obligationer, Kapitalforeningen BankPension Emerging Markets Aktier.  
Bestyrelsesmedlem: Investeringsfondsbranchen, VP Securities A/S.

## FINANSKALENDER 2019

8. februar 2019	Offentliggørelse af årsrapport for 2018
6. marts 2019	Ordinær generalforsamling
28. august 2019	Offentliggørelse af halvårsrapport for første halvår 2019

## De finansielle markeder

2018 var et år præget af stigende volatilitet og store kursfald på aktiemarkedene. Den negative udvikling ramte bredt på tværs af regioner og kom i kølvandet på flere års uafbrudt fremgang. Faldet i aktiekurserne skal ses i lyset af mere afdæmpede globale vækstforventninger samt en række politiske begivenheder, som bidrog til at øge usikkerheden på de finansielle markeder. Det gælder særligt handelskonflikten mellem USA og Kina, svære forhandlinger om Brexit-aftalen samt Italiens kontrovers med EU Kommissionen vedrørende underskuddet på statsbudgettet. Omvendt har skattelettelser og en meget ekspansiv finanspolitik i USA bidraget positivt.

I løbet af 2018 steg de lange renter i USA, mens de var stort set uændrede i Tyskland og Japan. Det førte til en styrkelse af amerikanske dollar og store forskelle i regionale afkast. Udviklingen afspejler blandt andet, at USA, Europa og Asien befinder sig forskellige steder i konjunkturcyklen.

### Eurozonen tynges af politisk usikkerhed

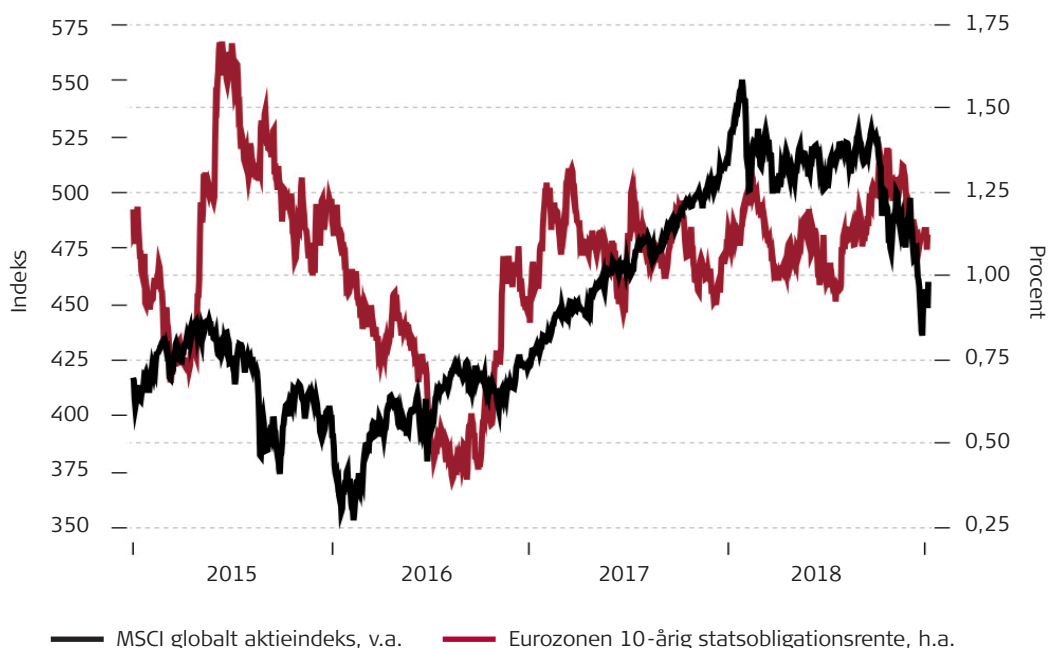
Den økonomiske udvikling i Eurozonen skuffede, og væksten aftog gradvist, om end fra et meget højt

niveau ved indgangen til året. I tredje kvartal faldt BNP-væksten til 1,7 pct. set i forhold til samme kvartal året før, hvilket var den laveste vækstrate siden 2014. Vækstprognoserne for hele 2018 er løbende blevet nedjusteret som konsekvens af skuffende nøgletal.

Eurozonen blev negativt påvirket af en kombination af svagere global vækst, forhøjet politisk usikkerhed og trusler om forhøjede toldsatser på eksport til USA. Det kom bl.a. til udtryk i faldende tillidsindikatorer, specielt inden for de mere eksportorienterede fremstillingsvirksomheder.

I Italien fremlagde regeringen et budgetunderskud, som var i strid med tidligere aftaler om at balancere statsgælden. Det førte til en kontrovers med EU Kommissionen og forhøjede renter på italienske statsobligationer. I Storbritannien var der stor intern uenighed om indholdet i Brexit-aftalen med EU, og udsigten til et kaotisk britisk exit fra EU til marts 2019 var med til at tynde markederne.

Figur 1: Udviklingen i globale aktier og 10-årige eurorenter, 2015-2018



Underliggende fortsatte en nogenlunde stabil udvikling i den indenlandske efterspørgsel med at trække det økonomiske opsving gennem året. Det førte til stigende beskæftigelse og et fald i arbejdsløsheden til 8,1 pct., som er det laveste niveau siden 2008.

### ECB fastholder lempelig pengepolitik

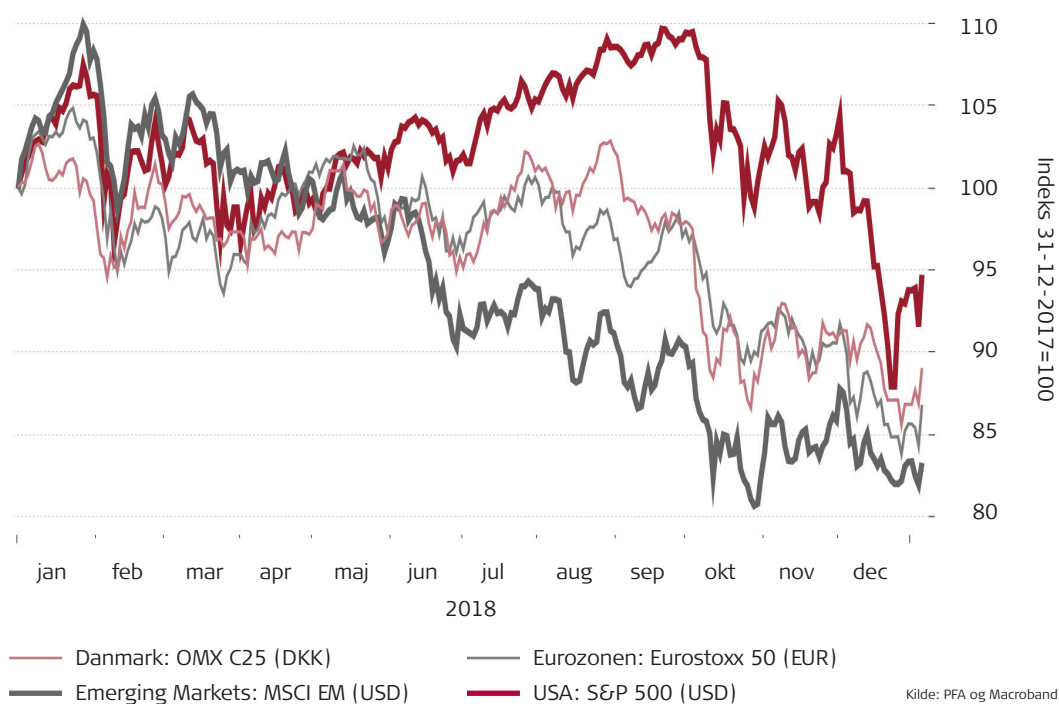
Den Europæiske Centralbank (ECB) har gennem 2018 fastholdt en yderst lempelig pengepolitik baseret på negative renter og opkøb af obligationer. I oktober blev de månedlige opkøb reduceret fra 30 mia. euro til 15 mia. euro, og opkøbsprogrammet stoppet ved udgangen af 2018. ECB understreger, at renten tidligst ventes at blive hævet efter sommeren 2019 og at man vil fortsætte med at geninvestere obligationer, som udløber, endnu længere tid. Det skyldes, at inflationen – selv om den gradvist vil tage til – ventes at ligge under ECB's målsætning på 2 pct. Udsigten til en fortsat lang periode med lave renter var medvirkende til at holde de lange obligationsrenter på et lavt niveau gennem 2018.

### Kraftig vækst i USA

Væksten i amerikansk økonomi accelererede i løbet af 2018 og nåede i tredje kvartal op på 3,0 pct. set i forhold til samme periode året før. Det var højere end forventet ved årets start og over vækstraten i 2017, der var på 2,2 pct. Skattelettelser og en ekspansiv finanspolitik gav et markant løft i den indenlandske aktivitet og bidrog til en robust fremgang i beskæftigelsen. Arbejdsløsheden faldt yderligere og nåede i november ned på 3,7 pct., hvilket er det laveste niveau i 48 år. Boligmarkedet var dog et svagt punkt, da antallet af usolgte boliger fulgte en stigende trend og nybyggeriet faldt. Højere renter og ændrede fradragsregler kan have dæmpet efterspørgslen.

Den robuste vækst kombineret med lavere selskabsskat var med til at løfte virksomhedernes indtjening, og dermed aktiekurserne, men et mere afdæmpet syn på fremtiden medvirkede i slutningen af året til en negativ udvikling på aktiemarkedet. Administrationen i USA nåede til enighed med Mexico og Canada om en revideret NAFTA-aftale,

Figur 2: Udvalgte aktieindeks, Indeks (31.12.2017=100)



men samtidig eskalerede handelskonflikten med Kina, da amerikanerne indførte told på kinesiske varer for 250 mia. USD.

Ved midtvejsvalget vandt demokraterne flertallet i Repræsentanternes Hus, mens Senatet forblev republikansk. Med en splittet kongres ventes der ikke at ske de store ændringer i finanspolitikken fremadrettet. Væksten ventes at aftage til et mere moderat niveau i 2019.

### **Fed strammer gradvist**

Den amerikanske centralbank (Fed) har i løbet af 2018 hævet renten til 2,50 pct. ad fire omgange og fastholdt signalet om, at renten kan blive hævet igen set i lyset af, at væksten er over potentielt niveau samtidig med, at der er begrænsede ledige ressourcer i økonomien. Fed har gennem året nedbragt obligationsbeholdningen, som er akkumuleret gennem flere opkøbsprogrammer, ved gradvist at stoppe med at geninvestere en andel af de obligationer, som udløber. Det har alt andet lige bidraget til at presse renterne opad.

Stramningen af pengepolitikken er sket i et moderat tempo, hvilket afspejler den stigende økonomiske aktivitet kombineret med et fortsat relativt moderat inflationspres. Fremadrettet ventes stigende kapacitetspres at føre til gradvist højere inflation, og hertil kommer pålagte toldafgifter, som øger prisen for forbrugeren.

### **Stigende kapacitetspres i varm dansk økonomi**

Aktiviteten i dansk økonomi udviklede sig moderat i årets første tre kvartaler og væksten for hele året ventes at blive lavere end i 2017, hvor væksten var på 2,3 pct. Den varme og tørre sommer sænkede produktionen i landbruget, og bidrog sammen med aftagende vækst på eksportmarkederne til den mere moderate udvikling. På arbejdsmarkedet steg beskæftigelsen og arbejdsløshed faldt, hvilket førte til flaskehalsproblemer og spirende lønpres i visse sektorer. Privatforbruget afspejlede primært fremgangen i løn og beskæftigelse, mens kreditvæksten stadig er træg. Strammere regulering af nye realkreditlån lagde en dæmper på aktiviteten på boligmarkedet.

### **Kina stimulerer økonomien**

Væksten i Kina aftog gradvist fra 6,9 pct. i 2017 til omkring 6,5 pct. i 2018. En af årsagerne til den svagere vækst var den verserende handelskonflikt med USA, som tynger eksport, produktion og investeringer. Kinesiske aktieindeks er faldet med 25 pct. hen over året. For at understøtte væksten introducerede myndighederne flere stimulerende tiltag, herunder skattelettelser og lavere reservekrav til bankerne, hvilket kan øge deres udlånskapacitet.

I andre større Emerging Markets økonomier var der fremgang i aktiviteten, og det gælder blandt andet Brasilien og Indien. Tyrkiet derimod blev ramt af et dyk i tilliden til økonomien, som førte til en markant svækkelse af tyrkiske lira.

# Generelle risikofaktorer

## Landerisiko

Ved investering i værdipapirer i et enkelt land, for eksempel Danmark, ligger der en 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 eksposering mod valutaer, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner. Derfor vil den enkelte afdelings kurs blive påvirket af udsving i valutakurserne mellem disse valutaer og danske kroner. Afdelinger, som investerer i danske aktier eller obligationer, har ingen direkte valutarisiko, mens afdelinger, som investerer i europæiske aktier eller obligationer, har begrænset valutarisiko.

## Selskabsspecifikke forhold

Værdien af en enkelt aktie og obligation 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 en afdeling kan investere op til 10 % i et enkelt selskab, kan værdien af afdelingen variere kraftigt som følge af udsving i enkelte aktier og obligationer. 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, Østeuropa og Afrika. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt aktie- og obligationsmarkedet, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder er forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Et stabilt politisk system indebærer en øget risiko for pludselige og grundlæggende omvæltninger inden for økonomi og politik. For investorer kan dette eksempelvis betyde, at aktiver nationaliseres, at rådigheden over aktiver begrænses, eller at der indføres statslige overvågnings- og kontrolmekanismer. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til udførsel af valuta eller kan gøre det med kort varsel. Markedslividiteten på de nye markeder kan være faldende som følge af økonomiske og politiske ændringer. Effekten kan også være mere vedvarende.

## Særlige risici for obligationsafdelingerne

### Kursudsving på obligationsmarkedet

Obligationsmarkedet kan blive udsat for specielle politiske eller reguleringsmæssige tiltag, som kan påvirke værdien af afdelingens investeringer. Desuden vil markedsmæssige eller generelle økonomiske forhold, herunder renteutviklingen globalt, påvirke investeringernes værdi.

## Renterisiko

Renteniveauet varierer fra region til region og skal ses i sammenhæng med blandt andet inflationsniveauet. Renteniveauet spiller en stor rolle for, hvor attraktivt det er at investere i blandt andet obligationer, samtidig med at ændringer i renteniveauet kan give kursfald/-stigninger. Når renteniveauet stiger, kan det betyde kursfald. Begrebet varighed udtrykker blandt andet kursrisikoen på de obligationer, foreningen investerer i. Jo lavere varighed, desto mere kursstabile er obligationerne, hvis renten ændrer sig.

### **Kreditrisiko**

Inden for forskellige obligationstyper – statsobligationer, realkreditobligationer, emerging markets-obligationer, erhvervsobligationer osv. – er der en kreditrisiko relateret til, om obligationerne modsvarer reelle værdier, og om stater, boligejere og virksomheder kan indfri deres gældsforpligtelser. Ved investering i obligationer udstedt af erhvervsvirksomheder samt visse lande kan der være risiko for, at udsteder får forringet sin rating og/ eller ikke kan overholde sine forpligtelser. Kreditspænd udtrykker renteforskellen mellem kreditobligationer og traditionelle, sikre statsobligationer udstedt i samme valuta og med samme løbetid. Kreditspændet viser den præmie, man som investor får for at påtage sig kreditrisikoen.

### **Særlige risici for aktieafdelingerne**

#### **Kursudsving på aktiemarkedet**

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

### **Særlige risici for blandede afdelinger**

Blandede afdelinger er påvirket af de faktorer, der påvirker såvel aktie som obligationsafdelinger.

# Risici og risikostyring

Som investor i PFA Invest får man en løbende pleje af sin opsparing. Plejen indebærer blandt andet en hensyntagen til de mange forskellige risikofaktorer på investeringsmarkederne. Risikofaktorerne varierer fra afdeling til afdeling. Nogle risici påvirker især aktieafdelingerne, andre især obligationsafdelingerne, mens atter andre risikofaktorer gælder for begge typer af afdelinger. En af de vigtigste risikofaktorer - og den skal investor selv tage højde for - er valget af afdelinger. Som investor skal man være klar over, at der altid er en risiko ved at investere, og at de enkelte afdelinger investerer inden for hver deres investeringsområde uanset markedsudviklingen. Det vil sige, at hvis investor for eksempel har valgt at investere i en afdeling, der har danske aktier som investeringsområde, så fastholdes dette investeringsområde, uanset om de pågældende aktier stiger eller falder i værdi.

Risikoen ved at investere gennem en investeringsforening kan grundlæggende afdækkes ved at observere følgende fire elementer:

## Risici knyttet til investors valg af afdelinger

Inden man som investor beslutter sig for at investere, er det vigtigt at få fastlagt en investeringsprofil, så investeringerne kan sammensættes ud fra ens behov og forventninger. Desuden er det afgørende, at man er bevidst om de risici, der er forbundet med den konkrete investering. Det kan derfor være en god ide at fastlægge sin investeringsprofil i samråd med en rådgiver. PFA Invest har indgået samarbejdsaftale med PFA Bank om rådgivning af PFA Invests investorer. Du kan få gode råd før du investerer og læse om mulighederne med PFA Invest og PFA Bank på PFA Banks hjemmeside. Investeringsprofilen skal blandt andet tage højde for, hvilken risiko man ønsker at løbe med sin investering, og hvor lang tidshorizonten for investeringen er. Ønsker man for eksempel en meget stabil udvikling i sine PFA Invest andele, bør man som udgangspunkt ikke investere i afdelingerne med høj risiko (altså afdelinger, der er markeret med 6 eller 7 på risikoindekatoren).

Af den enkelte afdelings årsrapport fremgår dens risikoklassifikation målt med risikoindekatoren fra dokumentet Central Investorinformation. Risikoen udtrykkes ved et tal mellem 1 og 7, hvor "1" udtrykker laveste risiko og "7" højeste risiko. Kategorien "1" udtrykker ikke en risikofri investering.

### Risikoprofil

1	2	3	4	5	6	7
Lav risiko			Høj risiko			
Lavt forventet afkast			Højt forventet afkast			

Afdelingens placering på risikoindekatoren er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste 5 år og/eller repræsentative data. Store historiske udsving er lig med høj risiko og en placering til højre på risikoskalaen (6 - 7). Små udsving er lig med en lavere risiko og en placering til venstre på risikoskalaen (1-2). Afdelingens placering på skalaen er ikke konstant. Placeringen kan ændre sig med tiden. Risikoindekatoren tager ikke højde for pludseligt indtrufne begivenheder, som eksempelvis devalueringer, politiske indgreb og pludselige udsving i valutaer.

## Risici relateret til finansielle markeder

Investering i afdelinger i PFA Invest medfører en række risici afhængigt af afdelingernes investeringsunivers. Obligationsafdelinger er udsat for renterisici, idet stigende renter alt andet lige medfører kurstab. Renteudviklingen afhænger blandt andet af forventningerne til den økonomiske udvikling - ikke mindst inflationsudviklingen. Derudover påvirkes renteudviklingen også af politiske, finansielle og regulatoriske forhold i de relevante lande. Udviklingen i de korte renter i Danmark påvirkes især af Nationalbankens ledende rentesatser, mens de lange renter primært påvirkes af vækstudsigter og inflationsforventninger.

Renteudviklingen for en given obligation afhænger tillige af udstederens evne og vilje til at indfri sine forpligtelser. Denne risiko, der ofte betegnes kreditrisiko, er især til stede på markeder for erhvervsobligationer og emerging markets obligationer.



Kursudviklingen på aktier påvirkes af de generelle økonomiske udsigter, branche- og landespecifikke forhold samt selskabsspecifikke forhold, herunder selskabernes evne til at generere indtjening. Udsvingene på aktiemarkederne er typisk større end udsvingene på obligationsmarkederne.

Investering i udenlandske værdipapirer indebærer valutarisiko, idet valutakurserne går op og ned i takt med de økonomiske udsigter for de enkelte lande.

De enkelte afdelingers eksponering til ovenfor nævnte risici afgrænses i vidt omfang af afdelingernes prospekter samt lovgivningens krav om risikospredning.

#### **Risici knyttet til investeringsbeslutningerne**

Alle investeringsbeslutninger i foreningens afdelinger bygger på foreningens og rådgivernes forventninger til den fremtidige udvikling i renter og konjunkturer, virksomhedernes indtjening, politiske forhold og andre eksterne faktorer. På grundlag af disse forventninger køber og sælger foreningen aktier og obligationer for afdelingerne. Denne type af beslutninger rummer implicit en risiko.

Som det fremgår af afdelingsberetningerne i årsrapporten, har foreningen for hver enkelt afdeling fastsat et benchmark, dvs. et indeks, der måler afkastudvikling på det eller de markeder, hvor afdelingen investerer. Foreningen finder, at de valgte benchmarks er velegnede som sammenligningsgrundlag, når afdelingernes investeringsresultater skal vurderes. Ved sammenligning skal man dog have for øje, at afdelingernes afkast er opgjort efter fradrag af administrations- og handelsomkostninger, mens udviklingen i benchmarkafkastet ikke inkluderer omkostninger.

Alle foreningens afdelinger følger en aktiv investeringsstrategi i bestræbelserne på at opnå et afkast, der er højere end afkastet af de tilhørende benchmarks. Foreningen udvælger de investeringsmuligheder, der kan antages at give det højest

mulige afkast under hensyn til investeringsrisikoen. Afkastet vil derfor kunne afvige positivt eller negativt fra benchmarkafkastet.

For at begrænse risikoen for at afkastet afviger betydeligt fra benchmark, kan foreningens bestyrelse fastlægge konkrete rammer for afdelingernes investeringer. For aktieafdelinger vil disse rammer som regel være begrænsninger på muligheden for at afvige fra benchmark's underliggende struktur. For obligationsafdelinger vil bestyrelsen kunne indføre begrænsninger på varigheden (rentefølsomheden) og på kreditrisikoen (credit ratings).

Foreningen fokuserer i det daglige investeringsarbejde på at fastholde afdelingernes risikoprofiler. De vigtigste elementer i dette fokus er den løbende overvågning af, at afdelingernes porteføljer er veldiversificerede med hensyn til eksponering på lande, brancher, sektorer, kreditkvaliteter og andre relevante markedssegmenteringer inden for afdelingernes respektive investeringsuniverser.

#### **Risici knyttet til driften af foreningen**

For at undgå fejl i driften af foreningen er der fastlagt en lang række kontrolprocedurer og forretningsgange, som reducerer disse risici. Der arbejdes hele tiden på at udvikle systemerne, og der stræbes efter, 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. Der gøres jævnligt status på afkastene. Er der områder, som ikke udvikler sig tilfredsstillende, drøftes det med porteføljerådgiver, hvad der kan gøres for at vende udviklingen.

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

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 om de enkelte PFA Investafdelinger henvises til de gældende prospekter og Central Investorinformation for de pågældende afdelinger. Disse kan downloades fra [pfainvest.dk](http://pfainvest.dk) under Afdelinger og Materiale.

# Årsrapport for afdelingerne

Investeringsforeningen PFA Invest består af flere afdelinger. Hver afdeling aflægger separat årsrapport og afdelingsberetning. Årsrapporterne viser afdelingernes økonomiske udvikling i året samt giver en status ultimo året. I afdelingsberetningerne kommenteres afdelingernes resultater i året samt de afdelingspecifikke forhold.

Foreningen håndterer de administrative opgaver og investeringsopgaven fælles for alle afdelinger inden for de rammer, der er lagt for foreningens afdelinger. Det er med til at sikre en omkostningseffektiv drift af foreningen. Det hænger også sammen med, at afdelingerne – selvom de investerer i forskellige typer af værdipapirer og følger forskellige strategier – ofte påvirkes af mange af de samme forhold. Eksempelvis kan udsving i den globale vækst påvirke afkast og risiko i alle afdelinger.

I de foregående afsnit i denne årsrapport findes overordnede beskrivelser af

- den samfundsøkonomiske og finansielle udvikling i regnskabsåret
- de generelle risici forbundet med foreningens investeringsvirksomhed
- foreningens risikostyring

Det anbefales, at du læser disse afsnit i sammenhæng med de specifikke afdelingsberetninger for samlet set at få et fyldestgørende billede af udviklingen og de særlige forhold og risici, der påvirker de enkelte afdelinger.

Afdelingernes årsrapportering følger herefter. For yderligere oplysninger om de enkelte afdelinger henvises til foreningens prospekt og til dokumentet Central Investorinformation for hver af afdelingerne. Disse dokumenter kan downloades fra foreningens hjemmeside [www.pfainvest.dk](http://www.pfainvest.dk).

# Mellemlange Obligationer

Afdelingen investerer minimum 80 % af formuen i danske stats- og realkreditobligationer optaget til handel på et reguleret marked. Afdelingen investerer ikke i præmieobligationer og konvertible obligationer. Afdelingen skaber sine resultater gennem aktiv forvaltning med fokus på allokeringen mellem stats- og realkreditobligationer inden for en samlet varighedsramme på op til 2 år fra det angivne benchmark. Målsætningen er at skabe et langsigtet merafkast i forhold til afdelingens benchmark. Endvidere kan afdelingen investere op til 10 % af formuen i andre investeringsforeninger.

## Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

## Startdato

Afdelingen havde opstart den 30.03.16.

## Benchmark

Afdelingens benchmark er 25 % Nordea Markets Mortgage Bond Index Combined, 40 % Nordea Markets Mortgage Bond Index Non-callable > 1Y, 10 % Nordea Markets Government Bond Denmark Index, 25 % Nordea Markets Government Bond Denmark Index CM 2Y.

## Risikoprofil

1	<b>2</b>	3	4	5	6	7
Lav risiko Lavt forventet afkast			Høj risiko Højt forventet afkast			

## Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2018 et afkast på 0,36 %, mens benchmark gav et afkast på 0,83 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2016*	1,39 %	1,25 %	0,14 %
2017	1,02 %	1,44 %	-0,42 %
2018	0,36 %	0,83 %	-0,46 %
<b>siden start</b>	<b>2,80 %</b>	<b>3,56 %</b>	<b>-0,76 %</b>

\* Perioden 30.03-31.12.16

## Markedsudvikling i 2018

Danske konverterbare realkreditobligationer havde en meget stæk afslutning op mod afslutningen af

2017 hvilket alt overvejende var drevet udlandets interesse for segmentet, en interesse som vi ikke tidligere har set i den størrelsesorden. Blandt indenlandske aktører var der en udbredt enighed om, at denne tendens så ud til at fortsætte i 2018. Det skyldes, at investeringsrationalet fortsat så rigtig godt ud for disse investorer, idet der var udsigt til faldende udstedelse samt en reduktion af den udestående mængde af konverterbare realkreditobligationer forårsaget af statens omlægning af finansiering af alment støttet boligbyggeri. Udlandets interesse viste sig også at være intakt igennem 2018, og disse investorer ejer i dag i størrelsesorden cirka 32 % af de konverterbare realkreditobligationer, og i flere serier er ejerandelen pænt over 40 %. Udlandets ejerandel af rentetilpasningsobligationer udgør kun cirka 17 %.

På trods af den pæne efterspørgsel har kreditspændet på både rentetilpasnings og konverterbare realkreditobligationer ikke kunne holde niveauet og er blevet udvidet i løbet af året. Størrelsen af renteudsvingene er også fortsat med at falde langt ind i 2018, men ender også året på et lavere niveau. Renteudsvingene og renteudviklingen har været holdt i en stram snor, dels som følge af Den Europæiske Centralbanks (ECB) opkøbsprogram, dels som følge af ECBs retorik om den fremtidige pengepolitik. Udvikling i renteudsvingene har haft en positiv effekt på afkastet på de konverterbare realkreditobligationer.

2018 har været præget af en historisk høj politisk usikkerhed. I store træk har der været nogle langvarige temaer som den politiske situation i Italien, Nordkorea, Brexit, den globale handelskrig, nedrosling af ECB's opkøbsprogram og prognostisering af den korte rente, som fastsættes af Den Amerikanske Centralbank (Fed).

Renterne i 2018 ender på stort set samme niveau som året før, men har været en anelse højere i løbet af året på forventning om stigende inflation. Denne forventning er dog sidst på året priset ud igen.

### Afdelingens udvikling i 2018

Forventningerne til afkastet var meget begrænsede ved indgangen til året. Afdelingen havde et afkast på 0,36 % efter omkostninger, hvilket er 0,46 %-point lavere end benchmarkafkastet på 0,83 %. Afdelingen har over året været undervægtet i renterisiko.

### Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 0,10 kr. pr. andel.

### Forventninger til 2019

Afdelingen forventer, at det løbende afkast i 2019 vil blive meget begrænset, da renteniveauet generelt er meget lavt.

### Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen henvender sig til investorer, der frem for at foretage enkeltinvesteringer og opbygge en individuel værdipapirportefølje ønsker at drage fordel af den risikospredning, som afdelingens portefølje indebærer. Den typiske investor i afdelingen har en investeringshorisont på mindst tre år og betragter investeringen i afdelingen som et af flere elementer i en samlet portefølje.

Afdelingens investeringer er først og fremmest følsomme over for følgende risici:

### Renterisiko

Renteudviklingen på obligationsmarkederne påvirkes af de generelle økonomiske vilkår, herunder forventninger til inflationsudviklingen. Obligationsmarkederne påvirkes blandt andet af vanskeligt forudsigelige politiske, finansielle eller regulatoriske forhold.

Ændringer i Nationalbankens ledende rentesatser påvirker især de korte renter, mens de lange renter primært drives af inflationsudviklingen, hvorved nettoværdien af afdelingens formue påvirkes.

Kursudviklingen på obligationsmarkederne er generelt mindre volatile end kursudviklingen på aktiemarkederne.

### Landerisiko

Afdelingen investerer i danske stats- og realkreditobligationer. Kursudviklingen på det danske obligationsmarked har dermed en betydning for afdelingens værdiudvikling. Såvel specifikke danske politiske og regulatoriske foranstaltninger som landets finansielle og økonomiske udvikling, herunder rente- og valutaudviklingen, samt andre obligationspåvirkende faktorer er derfor væsentlige risikoelementer for udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue, som ikke – eller kun delvis – kan elimineres ved risikospredning indenfor afdelingens investeringsunivers.

### Særlige risici i 2019

De største risici for afdelingen forventes at være en generel markant stigning i den økonomiske vækst, men indenlandsk politisk og økonomisk usikkerhed kan også påvirke markedsudviklingen.

Risici er også omtalt under Generelle Risikofaktorer.

# Mellemlange Obligationer

Note	Resultatopgørelse (1000 kr.)	2018	2017
1	Renteindtægter	34.521	32.465
2	Renteudgifter	-268	-411
	<b>I alt renter</b>	<b>34.253</b>	<b>32.054</b>
3	Kursgevinster og -tab, Obligationer	-18.632	-6.881
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-18.632</b>	<b>-6.881</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>15.621</b>	<b>25.173</b>
4	Administrationsomkostninger	8.092	6.204
	<b>Resultat før skat</b>	<b>7.529</b>	<b>18.969</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>7.529</b>	<b>18.969</b>
	Udlodningsregulering	234	2.428
	Overført fra sidste år	378	989
	<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>612</b>	<b>3.417</b>
	<b>Til disposition</b>	<b>8.141</b>	<b>22.386</b>
5	<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>3.818</b>	<b>24.464</b>
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	2.185	24.086
	Overført til udlodning næste år	1.633	378
	<b>Overført til formuen</b>	<b>4.323</b>	<b>-2.078</b>
Note	Balance (1000 kr.)	2018	2017
	<b>AKTIVER</b>		
	Indestående i depotselskab	49.182	7.737
6	<b>I alt likvide midler</b>	<b>49.182</b>	<b>7.737</b>
	Noterede obligationer fra danske udstedere	2.083.527	1.994.252
6	<b>I alt obligationer</b>	<b>2.083.527</b>	<b>1.994.252</b>
	Tilgodehavende renter, udbytte m.m	10.456	10.129
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	61.632	30.255
6	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>72.088</b>	<b>40.384</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.204.797</b>	<b>2.042.373</b>
	<b>PASSIVER</b>		
7	<b>Investorenes formue</b>	<b>2.203.762</b>	<b>2.041.641</b>
	Skyldige omkostninger	1.028	732
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	7	0
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>1.035</b>	<b>732</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>2.204.797</b>	<b>2.042.373</b>
8	<b>Noter, hvortil der ikke henvises</b>		

# Mellemlange Obligationer

NOTER		2018	2017
1	<b>Renteindtægter (1000 kr.)</b>		
	Noterede obligationer fra danske udstedere	34.521	32.465
	<b>I alt renteindtægter</b>	<b>34.521</b>	<b>32.465</b>
2	<b>Renteudgifter (1000 kr.)</b>		
	Renteudgifter depotselskab	-268	-411
	<b>I alt renteudgifter</b>	<b>-268</b>	<b>-411</b>
3	<b>Kursgevinster og -tab, Obligationer (1000 kr.)</b>		
	Noterede obligationer fra danske udstedere	-18.632	-6.881
	<b>I alt kursgevinster og -tab, Obligationer</b>	<b>-18.632</b>	<b>-6.881</b>
	Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, obligationer	-22.955	-4.804
4	<b>Administrationsomkostninger (1000 kr.)</b>		
	<b>Afdelingsdirekte</b>		
	Administrationsvederlag	1.853	1.660
	Markedsføringsomkostninger	4.786	3.320
	Gebyrer til depotselskab	240	199
	Andre omk. i forbindelse med formuepleje	919	839
	Øvrige omkostninger	49	39
	<b>I alt afd. Direkte adm.omkostninger</b>	<b>7.847</b>	<b>6.057</b>
	<b>Andel af fællesomkostninger</b>		
	Honorar til bestyrelse	69	77
	Revisionshonorar til revisorer	30	31
	Licensomkostninger	82	0
	Andre omk. i forbindelse med formuepleje	37	2
	Øvrige omkostninger	27	37
	<b>I alt andel af fælles adm.omkostninger</b>	<b>245</b>	<b>147</b>
	<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>8.092</b>	<b>6.204</b>
5	<b>Til rådighed for udlodning (1000 kr.)</b>		
	Renter	34.252	32.055
	Kursgevinst til udlodning*	-22.955	-4.804
	Adm. Omkostninger til modregning i udlodning	-8.091	-6.204
	Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	234	2.428
	Udlodning fra sidste år	378	989
	<b>I alt til rådighed til udlodning</b>	<b>3.818</b>	<b>24.464</b>
	* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på obligationer	-22.955	-4.804
6	<b>Finansielle instrumenter(%)</b>		
	Børsnoterede finansielle instrumenter*	97,77	99,62
	Øvrige finansielle instrumenter**	2,23	0,38
	<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
	Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside <a href="http://www.pfainvest.dk">www.pfainvest.dk</a>		
	*Indeholder Obligationer og tilgodehavende rente, udbytte mm		
	**Indeholder Likvide midler		

# Mellemlange Obligationer

Note **NOTER (Fortsat)**

	2018		2017	
	Cirk. Andele	Formue værdi	Cirk. Andele	Formue værdi
<b>7 Investorenes formue (1000 kr)</b>				
Investorenes formue (primo)	20.072	2.041.641	14.293	1.449.210
Emissioner i året	1.914	192.655	6.036	609.533
Indløsninger i året	-140	-14.078	-257	-26.204
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		183		625
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		-234		-2.428
Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		-24.168		-10.492
Overført til udlodning fra sidste år		-378		-989
Overført til udlodning næste år		1.633		378
Foreslået udlodning		2.185		24.086
Overført fra resultatopgørelse		4.323		-2.078
<b>I alt investorenes formue</b>	<b>21.846</b>	<b>2.203.762</b>	<b>20.072</b>	<b>2.041.641</b>

## 8 Noter, hvortil der ikke henvises

### 5 års oversigt

	2018	2017	2016*
Netto resultat (1000 kr.)	7.529	18.969	-390
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	2.203.762	2.041.641	1.449.210
Cirkulerende andele (stk.)	21.845.874	20.071.994	14.293.158
Indre værdi pr. andel	100,88	101,72	101,39
Udlodning pr. andel	0,10	1,20	0,70
Årets afkast i %	0,36	1,02	1,39
Årets benchmarkafkast i %	0,83	1,44	1,25
Omkostnings %	0,39	0,33	0,35
Omsætningshastighed	0,20	0,17	0,02
ÅOP (helårsperiodiseret 2016)	0,42	0,36	0,38
Indirekte handelsomkostninger	0,04		

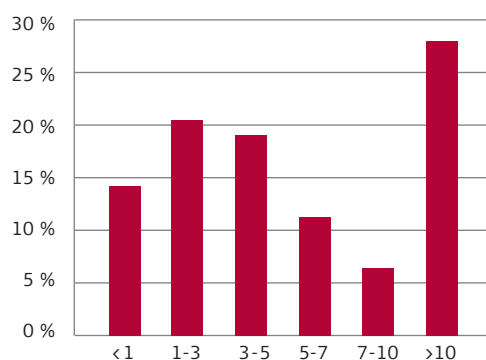
\* Perioden 30.03-31.12.16

### Afdelingens ti største beholdninger

1.75 % Denmark - Bullet 15/11/2025	11,50 %
2 % Nordea Kredit 01/10/2047	9,45 %
0.5 % Denmark - Bullet 15/11/2027	6,98 %
1 % Realkredit Dnmrk 01/04/2020	6,78 %
1 % Dlr Kredit A/S 01/10/2022	4,96 %
1 % Dlr Kredit A/S 01/10/2023	4,96 %
-0.265 % Nykredit 01/01/2020	4,67 %
1 % Jyske Realkredit 01/04/2022	4,48 %
2 % Jyske Realkredit 01/04/2019	4,48 %
4 % Denmark - Bullet 15/11/2019	4,24 %

### Formuefordeling (%)

#### Løbetid



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider og derivater.



# Kreditobligationer

Afdelingen investerer primært i kredit- og erhvervsobligationer udstedt af virksomheder i Nordamerika eller Europa. Der investeres i mindre omfang i obligationer udstedt af lande og virksomheder på nye markeder (Emerging Markets). Der kan investeres i obligationer af enhver kreditværdighed, og det tilstræbes, at afdelingen har en veldiversificeret portefølje på minimum 150 obligationer. Afdelingen investerer hovedsagligt i børsnoterede obligationer (obligationer optaget til handel på et reguleret marked). Endvidere kan afdelingen investere op til 10 % af formuen i andre investeringsforeninger.

## Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

## Startdato

Afdelingen havde opstart den 1.10.12.

## Benchmark

Afdelingens benchmark er 50 % Barclays Global Aggr Corp. excl. AAA EUR+USD (Hedged to DKK), 25 % JP Morgan EMBI Global Diversified (Hedged to DKK), 25 % Barclays US High Yield Corp 2 % Issuer capped (Hedged to DKK).

## Risikoprofil

1	2	3	4	5	6	7
Lav risiko				Høj risiko		
Lavt forventet afkast				Højt forventet afkast		

## Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2018 et afkast på -4,22 %, mens benchmark gav et afkast på -5,10 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2014	19,35 %	18,53 %	0,82 %
2015	7,84 %	8,96 %	-1,12 %
2016	8,10 %	7,13 %	0,97 %
2017	5,95 %	5,10 %	0,85 %
2018	-4,22 %	-5,10 %	0,88 %
<b>siden start</b>	<b>39,26 %</b>	<b>34,13 %</b>	<b>5,13 %</b>

## Markedsudvikling i 2018

Kreditmarkedet havde et udfordrende år i 2018. Kreditpræmier for både Investment grade, high yield og emerging markets sluttede året med en stigning. USD-denominerede obligationer blev desuden påvirket af signifikante rentestigninger i USA, hvor rentekurven blev mere flad. Euro-denominerede obligationer oplevede derimod rentefald, men også dette segment oplevede en fladere rentekurve. I tillæg blev den amerikanske dollar styrket med hele 5,3 % hvilket medførte en likviditetspåvirkning på grund af porteføljens valutaafdækningsgrad på 95 %. De uafdækkede afkast i 2018 udgjorde 2,6 % for investment grade, -1,1 % for high yield og 0,8 % for emerging markets. Den europæiske centralbank, ECB, besluttede at halvere sit opkøbsprogram for obligationer i 4. kvartal og herefter afslutte programmet ved årets udløb. Dette havde generelt en negativ effekt på investorernes risikoappetit samt likviditeten i markedet. Centralbanken vil dog fortsætte med at geninvestere løbende kuponer og tilbagebetalt hovedstol af obligationer i beholdningen. Makroøkonomiske temaer omkring Brexit, Italiensk politik samt globale todsatser lagde ligeledes en dæmper på risikoappetitten. Det kraftige fald i olieprisen i fjerde kvartal havde desuden en negativ afsmittende effekt på især det amerikanske high yield marked.

## Afdelingens udvikling i 2018

Afdelingen leverede i 2018 et afkast på -4,2 %, hvilket ligger 0,9 %-point over det sammenlignelige benchmarkafkast på -5,1 % på grund af et positivt bidrag fra papirudvælgelse. Afkastet blev påvirket negativt af både højere kreditpræmier, højere amerikanske renter samt stigende omkostning ved valutaafdækning på grund af det forøgede rentespænd mellem Danmark og USA. Dette førte til et afkast under det forventede niveau ved årets begyndelse. Til gengæld er det fremtidige afkastpotentiale nu øget på baggrund af forhøjede risikopræmier, omend volatiliteten forventes fortsat at være relativt høj.

### Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 0,00 kr. pr. andel.

### Forventninger til 2019

På grund af centralbankernes aftrapning og stramning af pengepolitikken forventes volatiliteten i markedet at være højere end de seneste par år. Dette bliver dog opvejet af de øgede kreditpræmier i 2018, hvilket øger afkastpotentialet for 2019. Vi forventer dog at afkastet primært vil stamme fra løbende kuponer og ikke decideret fra faldende kreditpræmier. Vi forventer et positivt étcifret afkast for året.

### Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen henvender sig til investorer, der frem for at foretage enkeltinvesteringer og opbygge en individuel værdipapirporteføje ønsker at drage fordel af den risikospredning, som afdelingens porteføje giver. Den typiske investor i afdelingen har en investeringshorisont på mindst tre år og betragter investeringen i afdelingen som et af flere elementer i en samlet porteføje. Afdelingens investeringer er først og fremmest følsomme over for følgende risici:

### Renterisiko

Renteudviklingen på obligationsmarkederne påvirkes af de generelle økonomiske vilkår, herunder forventninger til inflationsudviklingen. Sektorrelaterede, regionale, nationale samt internationale begivenheder af for eksempel økonomisk eller forretningsmæssig karakter kan også have afgørende indflydelse på såvel den langsigtede som den kortsigtede renteudvikling på obligationsmarkederne og dermed på udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue. Kursudviklingen på obligationsmarkederne er generelt mindre volatil end kursudviklingen på aktiemarkederne.

### Valutakursrisiko

Udviklingen i valutakurserne har betydning for afdelingen. Der foretages investeringer i uden-

landske obligationer udstedt i G7-valutaer (USA, Canada, Italien, Storbritannien, Frankrig, Japan og Tyskland), hvorfor afdelingen er eksponeret overfor valutaer, som kan have større eller mindre udsving i forhold til den danske krone. Valutakursrisikoen vil dog være 85-100 % afdækket i forhold til danske kroner eller Euro.

### Kreditrisiko

Ændringer i ratings samt forventninger til ændringer i ratings påvirker naturligvis den løbende kreditrisiko i afdelingen.

### Landerisiko

Afdelingen investerer primært i amerikanske og europæiske obligationer. Kursudviklingen på det internationale obligationsmarked har dermed en betydning for afdelingens værdiudvikling. Såvel specifikke amerikanske samt europæiske politiske og regulatoriske foranstaltninger, såsom regionernes finansielle og økonomiske udvikling, herunder rente- og valutaudviklingen, samt andre obligationspåvirkende faktorer er derfor væsentlige risikoelementer for udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue, som ikke eller kun delvis kan elimineres ved risikospredning indenfor afdelingens investeringsunivers.

### Selskabsspecifikke forhold

Kursudviklingen for hver enkelt obligation i afdelingens porteføje vil ofte være mere volatil end markedets gennemsnitlige kursudvikling. Selskabsspecifikke forhold, herunder selskabets fundamentale kreditmæssige forhold kan påvirke selskabets evne til at indfri forpligtelser. Endvidere kan finansieringsforhold, følsomheden over for udviklingen i udenlandsk rente, følsomheden over for udviklingen i valutakurserne samt ændringer i selskabets regulatoriske og skattemæssige rammebetingelser i udlandet medføre langt større kursudsving på selskabsniveau end markedets gennemsnitlige daglige kursvolatilitet.

### **Særlige risici i 2019**

De største risici for kreditobligationer forventes at være en generel afmatning af den globale makroøkonomiske vækst og en opstramning af kreditgivningen. Centralbankernes aftrapning af pengepolitikken kan påvirke risikopræmier i opadgående retning. En forværring af likviditeten i markedet kan også føre til øgede likviditetspræmier og kan forringe muligheden for at udnytte relativ værdifastsættelse i markedet.

Risici er også nærmere omtalt under Generelle Risikofaktorer.

# Kreditobligationer

Note	Resultatopgørelse (1000 kr.)	2018	2017
1	Renteindtægter	55.011	40.845
2	Renteudgifter	-83	-100
	<b>I alt renter</b>	<b>54.928</b>	<b>40.745</b>
3	Kursgevinster og -tab, Obligationer	-41.715	-55.734
	Kursgevinster og -tab, Kapitalandele	0	-8
	Kursgevinster og -tab, Afledte finansielle instrumenter	-54.534	69.073
	Kursgevinster og -tab, Valutakonti	-1.873	-3.371
	Kursgevinster og -tab, Øvrige	5	0
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-98.117</b>	<b>9.960</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>-43.189</b>	<b>50.705</b>
4	Administrationsomkostninger	9.120	6.313
	<b>Resultat før skat</b>	<b>-52.309</b>	<b>44.392</b>
5	<b>Skat</b>	<b>-124</b>	<b>0</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-52.185</b>	<b>44.392</b>
	Udlodningsregulering	-341	24.009
	Overført fra sidste år	753	537
	<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>412</b>	<b>24.546</b>
	<b>Til disposition</b>	<b>-51.773</b>	<b>68.938</b>
6	<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>-18.548</b>	<b>137.000</b>
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	0	136.247
	Overført til udlodning næste år	-7.309	753
	<b>Overført til formuen</b>	<b>-44.464</b>	<b>-68.062</b>
Note	Balance (1000 kr.)	2018	2017
	<b>AKTIVER</b>		
	Indestående i depotselskab	36.747	20.828
7	<b>I alt likvide midler</b>	<b>36.747</b>	<b>20.828</b>
	Noterede obligationer fra danske udstedere	69.525	42.745
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	1.209.967	988.633
7	<b>I alt obligationer</b>	<b>1.279.492</b>	<b>1.031.378</b>
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	235	13.804
	<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>235</b>	<b>13.804</b>
	Tilgodehavende renter, udbytte m.m	18.135	13.529
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	576
	Aktuelle skatteaktiver	4	4
7	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>18.139</b>	<b>14.109</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.334.613</b>	<b>1.080.119</b>
	<b>PASSIVER</b>		
8	<b>Investorenes formue</b>	<b>1.324.484</b>	<b>1.069.709</b>
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	8.984	9.716
	<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>8.984</b>	<b>9.716</b>
	Skyldige omkostninger	1.142	694
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	3	0
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>1.145</b>	<b>694</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>1.334.613</b>	<b>1.080.119</b>
9	<b>Noter, hvortil der ikke henvises</b>		

# Kreditobligationer

NOTER		2018	2017
<b>1 Renteindtægter (1000 kr.)</b>			
Renteindtægter depotselskab		236	106
Noterede obligationer fra danske udstedere		1.600	1.116
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere		53.175	39.623
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>55.011</b>	<b>40.845</b>
<b>2 Renteudgifter (1000 kr.)</b>			
Renteudgifter depotselskab		-83	-100
<b>I alt renteudgifter</b>		<b>-83</b>	<b>-100</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab, Obligationer (1000 kr.)</b>			
Noterede obligationer fra danske udstedere		-299	786
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere		-41.416	-56.229
Noterede konvertible obligationer fra udenlandske udstedere		0	-291
<b>I alt kursgevinster og -tab, Obligationer</b>		<b>-41.715</b>	<b>-55.734</b>
Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, obligationer		-8.231	11.924
<b>Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)</b>			
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		0	-8
<b>I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele</b>		<b>0</b>	<b>-8</b>
Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele		0	-8
<b>4 Administrationsomkostninger (1000 kr.)</b>			
<b>Afdelingsdirekte</b>			
Administrationsvederlag		1.020	801
Markedsføringsomkostninger		5.235	3.028
Gebyrer til depotselskab		219	102
Andre omk. i forbindelse med formuepleje		2.466	2.250
Øvrige omkostninger		51	53
<b>I alt afd. Direkte adm.omkostninger</b>		<b>8.991</b>	<b>6.234</b>
<b>Andel af fællesomkostninger</b>			
Honorar til bestyrelse		37	36
Revisionshonorar til revisorer		16	14
Licensomkostninger		44	0
Andre omk. i forbindelse med formuepleje		20	-2
Øvrige omkostninger		12	31
<b>I alt andel af fælles adm.omkostninger</b>		<b>129</b>	<b>79</b>
<b>I alt administrationsomkostninger</b>		<b>9.120</b>	<b>6.313</b>
<b>5 Skat (1000 kr.)</b>			
Ikke refunderbare udbytteskatter		-124	0
<b>I alt skat</b>		<b>-124</b>	<b>0</b>

# Kreditobligationer

Note **NOTER (Fortsat)**

## 6 Til rådighed for udlodning (1000 kr.)

Renter	54.928	40.745
Ikke refunderbar udbytteskat	124	0
Kursgevinst til udlodning*	-64.892	78.022
Adm. Omkostninger til modregning i udlodning	-9.120	-6.313
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	-341	24.009
Udlodning fra sidste år	753	537
<b>I alt til rådighed til udlodning</b>	<b>-18.548</b>	<b>137.000</b>
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på kapitalandele	0	-8
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på obligationer	-8.231	11.924
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på valutakonti	-56.662	66.105
Negativt rådighedsbeløb, der ikke overføres**	11.239	0

\*\* svarer til administrationsomkostninger og udlodningsregulering heraf, dog maksimalt det negative beløb til rådighed

## 7 Finansielle instrumenter(%)

Børsnoterede finansielle instrumenter*	97,23	98,05
Øvrige finansielle instrumenter**	2,77	1,95
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside [www.pfainvest.dk](http://www.pfainvest.dk)

\*Indeholder Obligationer og tilgodehavende rente, udbytte mm

\*\*Indeholder Likvide midler

	2018		2017	
	Cirk.	Formue værdi	Cirk.	Formue værdi
<b>8 Investorenes formue (1000 kr)</b>				
Investorenes formue (primo)	8.790	1.069.709	5.437	628.773
Emissioner i året	4.394	457.772	3.487	416.017
Indløsninger i året	-131	-14.431	-134	-16.321
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		1.184		1.495
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		341		-24.009
Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		-137.564		-4.647
Overført til udlodning fra sidste år		-753		-537
Overført til udlodning næste år		-7.309		753
Foreslået udlodning		0		136.247
Overført fra resultatopgørelse		-44.464		-68.062
<b>I alt investorenes formue</b>	<b>13.053</b>	<b>1.324.484</b>	<b>8.790</b>	<b>1.069.709</b>
<b>9 Noter, hvortil der ikke henvises</b>				
<b>Underl. eksponering ved valutaterminforretninger (1.000 kr.)</b>				
EUR			756.554	718.452
USD			-749.680	-715.526

## 5 års oversigt

	2018	2017	2016	2015	2014
Netto resultat (1000 kr.)	-52.185	44.392	35.941	27.603	49.749
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	1.324.484	1.069.709	628.773	372.260	354.091
Cirkulerende andele (stk.)	13.053.178	8.790.127	5.437.158	3.240.321	3.179.236
Indre værdi pr. andel	101,47	121,69	115,64	114,88	111,38
Udlodning pr. andel	0,00	15,50	0,80	8,00	5,50
Årets afkast i %	-4,22	5,95	8,10	7,84	19,35
Årets benchmarkafkast i %	-5,10	5,10	7,13	8,96	18,53
Omkostnings %	0,80	0,70	0,73	0,86	0,88
Omsætningshastighed	0,30	0,52	0,28	0,19	0,12
Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	0,11	0,44	0,35	0,44	
Tracking error (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	0,92	0,92	0,90	0,94	
ÅOP	0,91	0,80	0,89	1,14	1,16
Indirekte handelsomkostninger	0,31				

# Kreditobligationer

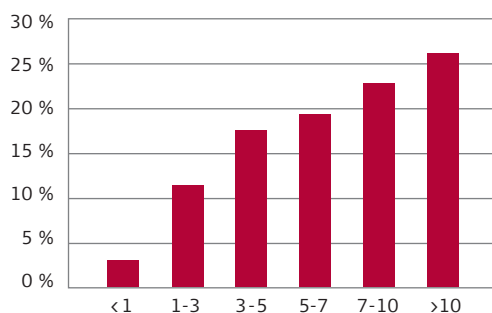
Note **NOTER (Fortsat)**

## Afdelingens ti største beholdninger

2.75 % Fairfax Finl Hld 29/03/2028	2,04 %
4.35 % Ge Cap Eur Fund 03/11/2021	1,87 %
1.7 % Teva Pharmaceuci 19/07/2019	1,75 %
5.375 % Nkt Holding A/S 12/09/3018	1,62 %
6.375 % Macys Retail Hld 15/03/2037	1,25 %
4.375 % Danica Pension 29/09/2045	1,22 %
1.125 % Hoist Finance Ab 04/10/2021	1,22 %
4 % Nordstrom Inc 15/03/2027	1,20 %
7.25 % Stora Enso Oyj 15/04/2036	1,19 %
3.36 % Sprint Spectrum 20/09/2021	1,15 %

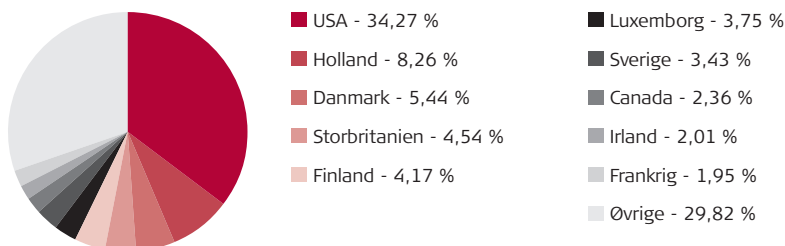
## Formuefordeling (%)

### Løbetid



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider og derivater.

### Lande



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider og derivater.

# Udenlandske Obligationer

Afdelingen investerer minimum 80 % af formuen i udenlandske obligationer, herunder statsobligationer. Afdelingen investerer endvidere i udenlandske covered bonds og mortgage backed securities. Investeringsfilosofien bag afdelingen bygger på aktiv forvaltning med fokus på allokeringen dels imellem statsobligationer i de tre store vestlige valutaer og dels indenfor Eurozonen imellem de enkelte udstedende lande, inden for en samlet varighedsramme på op til 2 år fra det angivne benchmark. Afdelingen afdækker 85 – 100 % af sin samlede valutaeksponering mod andre valutaer end danske kroner og/eller euro.

## Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

## Startdato

Afdelingen havde opstart den 26.10.16.

## Benchmark

Afdelingens benchmark er 46 % Barclays Capital Euro Treasury Index (Hedged to DKK), 46 % Barclays Capital US Treasury Index (Hedged to DKK), 8 % Barclays Capital Sterling Gilt Index (Hedged to DKK).

## Risikoprofil

1	2	<b>3</b>	4	5	6	7
Lav risiko						Høj risiko
Lavt forventet afkast						Højt forventet afkast

## Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2018 et afkast på -0,20 %, mens benchmark gav et afkast på -0,62 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2016*	-2,99 %	-2,73 %	-0,26 %
2017	-0,13 %	0,19 %	-0,33 %
2018	-0,20 %	-0,62 %	0,41 %
<b>siden start</b>	<b>-3,32 %</b>	<b>-3,15 %</b>	<b>-0,17 %</b>

\* Perioden 26.10.-31.12.16

## Markedsudvikling i 2018

I 2018 steg renterne i USA, mens de var uændrede i Tyskland og Japan. Det førte til en styrkelse af den amerikanske dollar og store forskelle i regio-

nale afkast. Udviklingen afspejler bl.a. en deklining i den økonomiske vækst i USA, Europa og Asien. Derudover påvirkede en række politiske begivenheder de finansielle markeder negativt i 2018. Herunder stigende spændinger i handelskonflikten mellem USA og Kina, svære forhandlinger om en Brexitaftale og Italiens kontrovers med EU Kommissionen om statsbudgettet. Omvendt har skattelettelser og en meget ekspansiv finanspolitik i USA bidraget positivt til udviklingen i løbet af året. I Eurozonen har den økonomiske vækst skuffet og er gradvist aftaget, dog fra et meget højt niveau ved indgangen til året. I tredje kvartal faldt BNP-væksten til 1,7 % set i forhold til samme kvartal året før. Eurozonen blev især negativt påvirket af svagere global vækst, forhøjet politisk usikkerhed og trusler om forhøjede todsatser på eksport til USA.

Den Europæiske Centralbank, ECB, har gennem 2018 fastholdt en yderst lempelig pengepolitik baseret på negative renter og opkøb af obligationer. I oktober blev de månedlige opkøb reduceret fra 30 mia. euro til 15 mia. euro og opkøbsprogrammet er sat til at stoppe ved udgangen af 2018. ECB understreger, at man vil fortsætte med at geninvestere obligationer, som udløber, i en rum tid endnu, og renten ventes først at blive hævet tidligst efter sommeren 2019. Det skyldes, at inflationen – selv om den gradvist vil tage til – ventes at ligge under ECB's målsætning på 2 %. Udsigten til en fortsat lang periode med lave renter var medvirkende til at holde de lange obligationsrenter på et lavt niveau gennem 2018.

Den amerikanske økonomi accelererede i løbet af 2018 til 3,0 % årligt, hvilket var noget højere end forventet ved årets start og højere end i 2017, hvor væksten var 2,2 %. Skattelettelser og en ekspansiv finanspolitik gav et markant løft i den indenlandske aktivitet og bidrog til robust fremgang i beskæftigelsen. Arbejdsløsheden faldt yderligere og lå i oktober på 3,7 %, hvilket er det laveste niveau i 48 år. Denne positive udvikling tillod den amerikanske centralbank, Fed, at hæve renten fire gange i 2018. Fed har samtidig fastholdt signalet



om, at renten kan blive hævet igen motiveret af vækst over potentielt niveau og begrænsede ledige ressourcer i økonomien.

### Afdelingens udvikling i 2018

Afdelingen har i 2018 efter omkostninger givet et afkast på -0,2 % mod et benchmarkafkast på -0,6 %. Med årets fire renteforhøjelser fra den amerikanske centralbank, Fed, har amerikanske renter over året været stigende. Særligt er de korte renter steget markant, hvilket har medført, at rentekurven er blevet betydeligt fladere. Afdelingen har ligget hensigtsmæssigt positioneret med en undervægt til renterisiko i USA, særligt i den korte ende af rentekurven, hvilket har bidraget positivt til afkast. Siden det italienske valg i marts er Italien løbet med størstedelen af opmærksomheden i det europæiske marked, og udviklingen i Italien har således været en meget signifikant drivkraft for performance i europæiske statsobligationer. De populistiske partier, Femstjernebevægelsen og Lega Nord, fik et overraskende godt valg med en samlet stemmefandel på lige over 50 %. De to partier udgjorde efter valget dog ikke nogen oplagt koalition, hvorfor det var meget usikkert, hvordan den endelige regering ville se ud. På trods af øget usikkerhed overraskede italienske statsobligationer de fleste efter valget i marts ved at fortsætte spændingsnævringen til tyske renter.

I årets første fire måneder var det således generelt temaet, at risikofyldte lande oplevede spændingsnævring og derved outperformede mere kreditværdige lande som Tyskland. I slutningen af maj lykkedes det de to populistiske partier at nå til enighed om en regeringsdannelse. De to partier har historisk ført meget kritisk retorik mod EU og euroen, hvorfor det fremtidige forhold til EU pludseligt virkede usikkert. Det blev senere klart, at den nye regering søgte at gennemføre en meget ekspansiv finanslov, hvilket ydermere fik investorer til at tvivle på bæredygtigheden af Italiens store gældsbyrde på 133 % af BNP. Den foreslåede finanslov ville resultere i større offentlige udgifter, et større finansieringsbehov og et markant større

behov for at accelerere økonomisk vækst i Italien. Markedet har siden maj kvitteret med at sende den italienske 10-årige rente op med cirka 1 procentpoint fra 1,8 % til omtrent 2,7 %.

Afdelingen lå i årets begyndelse hensigtsmæssigt positioneret med en overvægt til risikofyldte obligationer i Sydeuropa mod en undervægt i Frankrig og Tyskland. Afdelingen fik i løbet af foråret tidsnok reduceret denne overvægt til Sydeuropa og lå igen hensigtsmæssigt undervægtet, da Italien efterfølgende tabte kraftigt. Denne taktiske positionering i Sydeuropa har bidraget positivt til merafkastet.

### Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 0,00 kr. pr. andel.

### Forventninger til 2019

I Europa forventes 2019 at blive et år med fortsat stor politisk fokus. Italien vil forventeligt fortsat bidrage med politisk usikkerhed og et nyt valg er bestemt muligt. Ligeledes er der til maj valg til Europa Parlamentet, hvilket vil blive en spændende indikation af opbakningen til de populistiske og anti-EU kræfter, der synes at vinde flere steder i Europa. I 2019 skal det også blive interessant, om vi siden finanskrisen skal se den første renteforhøjelse fra ECB. Udfaldet af Brexit vil givetvis også forårsage noget volatilitet. Et udfald der på nuværende tidspunkt virker vanskeligt at forudsæ. I USA forventes det at Fed vil hæve renten yderligere 1-2 gange i løbet 2019.

### Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen henvender sig til investorer, der frem for at foretage enkeltinvesteringer og opbygge en individuel værdipapirportefølje ønsker at drage fordel af den risikospredning, som afdelingens portefølje giver. Den typiske investor i afdelingen har en investeringshorisont på mindst tre år og betragter investeringer i afdelingen som et af flere elementer i en samlet portefølje.

Afdelingens investeringer er først og fremmest følsomme over for følgende risici:

### **Renterisiko**

Rentemarkederne, inklusiv obligationsmarkederne påvirkes af de generelle økonomiske vilkår, herunder forventninger til inflationsudviklingen. Sektorrelaterede, regionale, nationale samt internationale begivenheder af for eksempel økonomisk eller forretningsmæssig karakter kan også have afgørende indflydelse på såvel den langsigtede som den kortsigtede renteutvikling på obligationsmarkederne og dermed på udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue.

Det skal bemærkes, at kursudsvingene på obligationsmarkederne typisk er mindre end på aktiemarkedet og ikke nødvendigvis er samtidige.

### **Kreditrisiko**

Ændringer i ratings samt forventninger til ændringer i ratings, påvirker den løbende kreditrisiko i afdelingen.

Hertil kommer specifikke forhold hos udstederne, herunder evnen til at indfri forpligtelserne.

### **Landerisiko**

Afdelingen investerer blandt andet i udenlandske obligationer. Kursudviklingen på det internationale obligationsmarked har dermed en betydning for afdelingens værdiudvikling. Såvel nationale som

internationale politiske og regulatoriske foranstaltninger, såsom regionernes finansielle og økonomiske udvikling, herunder rente- og valutaudviklingen, samt andre obligationspåvirkende faktorer er derfor væsentlige risikoelementer for udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue, som ikke eller kun delvis kan elimineres ved risikospredning indenfor afdelingens investeringsunivers.

### **Valutakursrisiko**

Afdelingen kan foretage investeringer i udenlandske obligationer, hvilket medfører en eksponering mod valutaer, som kan have et større eller mindre udsving i forhold til DKK og/ eller EUR.

Afdelingen søger som udgangspunkt at afdække valutarisikoen helt i forhold til DKK og/eller EUR, men kan i perioder kun være delvist afdækket.

### **Særlige Risici i 2019**

Den største risiko for statsobligationer i Eurozonen, Storbritannien og USA vurderes at være en signifikant stigning i inflation og inflationsforventninger, der kan føre til en hurtigere end ventet aftrapning af den nuværende lempelige pengepolitik.

Risici er også nærmere omtalt under Generelle Risikofaktorer.

# Udenlandske Obligationer

Note	Resultatopgørelse (1000 kr.)	2018	2017
1	Renteindtægter	4.659	3.621
2	Renteudgifter	-14	-12
	<b>I alt renter</b>	<b>4.645</b>	<b>3.609</b>
3	Kursgevinster og -tab, Obligationer	3.305	-12.071
	Kursgevinster og -tab, Afledte finansielle instrumenter	-7.036	8.556
	Kursgevinster og -tab, Valutakonti	159	426
	Kursgevinster og -tab, Øvrige	-5	0
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-3.577</b>	<b>-3.089</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>1.068</b>	<b>520</b>
4	Administrationsomkostninger	1.206	1.211
	<b>Resultat før skat</b>	<b>-138</b>	<b>-691</b>
5	Skat	-42	0
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-96</b>	<b>-691</b>
	Udlodningsregulering	-2.568	2.060
	Overført fra sidste år	198	0
	<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>-2.370</b>	<b>2.060</b>
	<b>Til disposition</b>	<b>-2.466</b>	<b>1.369</b>
6	<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>-11.123</b>	<b>10.507</b>
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	0	10.309
	Overført til udlodning næste år	-9.567	198
	<b>Overført til formuen</b>	<b>7.101</b>	<b>-9.138</b>
Note	Balance (1000 kr.)	2018	2017
	<b>AKTIVER</b>		
	Indestående i depotselskab	2.189	2.408
7	<b>I alt likvide midler</b>	<b>2.189</b>	<b>2.408</b>
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	239.024	199.555
7	<b>I alt obligationer</b>	<b>239.024</b>	<b>199.555</b>
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	502	1.908
	<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>502</b>	<b>1.908</b>
	Tilgodehavende renter, udbytte m.m	1.783	1.561
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	54.013	70
7	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>55.796</b>	<b>1.631</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>297.511</b>	<b>205.502</b>
	<b>PASSIVER</b>		
8	<b>Investorenes formue</b>	<b>261.326</b>	<b>203.825</b>
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	442	1.530
	<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>442</b>	<b>1.530</b>
	Skyldige omkostninger	133	147
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	35.610	0
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>35.743</b>	<b>147</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>297.511</b>	<b>205.502</b>
9	<b>Noter, hvortil der ikke henvises</b>		

# Udenlandske Obligationer

NOTER		2018	2017
<b>1 Renteindtægter (1000 kr.)</b>			
Renteindtægter depotselskab		21	7
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere		4.638	3.614
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>4.659</b>	<b>3.621</b>
<b>2 Renteudgifter (1000 kr.)</b>			
Renteudgifter depotselskab		-14	-12
<b>I alt renteudgifter</b>		<b>-14</b>	<b>-12</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab, Obligationer (1000 kr.)</b>			
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere		3.305	-12.071
<b>I alt kursgevinster og -tab, Obligationer</b>		<b>3.305</b>	<b>-12.071</b>
Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, obligationer		-5.354	-1.526
<b>4 Administrationsomkostninger (1000 kr.)</b>			
<b>Afdelingsdirekte</b>			
Administrationsvederlæg		184	161
Markedsføringsomkostninger		537	537
Gebyrer til depotselskab		10	83
Andre omk. i forbindelse med formuepleje		402	366
Øvrige omkostninger		48	50
<b>I alt afd. Direkte adm.omkostninger</b>		<b>1.181</b>	<b>1.197</b>
<b>Andel af fællesomkostninger</b>			
Honorar til bestyrelse		7	7
Revisionshonorar til revisorer		3	3
Licensomkostninger		8	0
Andre omk. i forbindelse med formuepleje		4	1
Øvrige omkostninger		3	3
<b>I alt andel af fælles adm.omkostninger</b>		<b>25</b>	<b>14</b>
<b>I alt administrationsomkostninger</b>		<b>1.206</b>	<b>1.211</b>
<b>5 Skat (1000 kr.)</b>			
Ikke refunderbare udbytteskatter		-42	0
<b>I alt skat</b>		<b>-42</b>	<b>0</b>
<b>6 Til rådighed for udlodning (1000 kr.)</b>			
Renter		4.645	3.609
Ikke refunderbar udbytteskat		41	0
Kursgevinst til udlodning*		-12.233	7.464
Adm. Omkostninger til modregning i udlodning		-1.206	-1.210
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		-2.568	2.060
Anvendt fremført aktietab		0	-1.416
Udlodning fra sidste år		198	0
<b>I alt til rådighed til udlodning</b>		<b>-11.123</b>	<b>10.507</b>
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på obligationer		-5.354	-1.526
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på valutakonti		-6.880	8.990
Negativt rådighedsbeløb, der ikke overføres**		1.557	0
** svarer til administrationsomkostninger og udlodningsregulering heraf, dog maksimalt det negative beløb til rådighed			
<b>7 Finansielle instrumenter(%)</b>			
Børsnoterede finansielle instrumenter*		99,10	98,82
Øvrige finansielle instrumenter**		0,90	1,18
<b>I alt finansielle instrumenter</b>		<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside <a href="http://www.pfainvest.dk">www.pfainvest.dk</a>			
*Indeholder Obligationer og tilgodehavende rente, udbytte mm			
**Indeholder Likvide midler			

# Udenlandske Obligationer

Note **NOTER (Fortsat)**

	<b>2018</b>		<b>2017</b>	
	<b>Cirk. Andele</b>	<b>Formue værdi</b>	<b>Cirk. Andele</b>	<b>Formue værdi</b>
<b>8 Investorenes formue (1000 kr)</b>				
Investorenes formue (primo)	2.104	203.825	1.005	97.522
Emissioner i året	744	67.848	1.099	106.887
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		58		107
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		2.568		-2.060
Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		-10.309		0
Overført til udlodning fra sidste år		-198		0
Overført til udlodning næste år		-9.567		198
Foreslået udlodning		0		10.309
Overført fra resultatopgørelse		7.101		-9.138
<b>I alt investorenes formue</b>	<b>2.848</b>	<b>261.326</b>	<b>2.104</b>	<b>203.825</b>
<b>9 Noter, hvortil der ikke henvises</b>				
<b>Underl. eksponering ved valutaterminsforretninger (1.000 kr.)</b>			<b>2018</b>	<b>2017</b>
EUR			124.558	105.583
GBP			-17.075	-15.349
USD			-105.760	-90.012
<b>5 års oversigt</b>		<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016*</b>
Netto resultat (1000 kr.)		-96	-691	-3.104
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)		261.326	203.825	97.522
Cirkulerende andele (stk.)		2.847.985	2.103.832	1.005.300
Indre værdi pr. andel		91,76	96,88	97,01
Udlodning pr. andel		0,00	4,90	0,00
Årets afkast i %		-0,20	-0,13	-2,99
Årets benchmarkafkast i %		-0,62	0,19	-2,73
Omkostnings %		0,59	0,66	0,77
Omsætningshastighed		0,58	0,79	0,08
ÅOP (helårsperiodiseret 2016)		0,62	0,73	0,79
Indirekte handelsomkostninger		0,12		
* Perioden 01.10-31.12.16				

# Udenlandske Obligationer

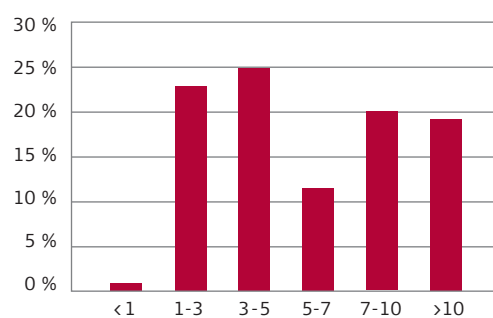
Note **NOTER (Fortsat)**

## Afdelingens ti største beholdninger

0.75 % France O.A.T. 25/11/2028	4,86 %
6.25 % Us Treasury N/B 15/08/2023	3,53 %
0.25 % Deutschland Rep 15/08/2028	3,32 %
1.25 % Us Treasury N/B 31/10/2021	3,28 %
3.75 % Btps 01/08/2021	3,03 %
2.25 % Us Treasury N/B 31/03/2020	2,85 %
2.8 % Btps 01/12/2028	2,82 %
4.5 % Btps 01/02/2020	2,80 %
2.875 % Us Treasury N/B 15/08/2028	2,78 %
1.625 % Us Treasury N/B 31/07/2020	2,69 %

## Formuefordeling (%)

### Løbetid



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider og derivater.

# Danske Aktier

Afdelingen investerer minimum 80 % af formuen i danske aktier optaget til handel på NASDAQ Copenhagen A/S eller handles på et andet reguleret marked i Danmark. Det tilstræbes, at afdelingen har en veldiversificeret portefølje på cirka 20-40 aktier. Investeringsfilosofien er baseret på aktieudvælgelse og en aktiv porteføljesammensætning. Processen inkluderer både makroøkonomiske analyser og analyser af de enkelte selskaber.

## Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

## Startdato

Afdelingen havde opstart den 1.10.12.

## Benchmark

Afdelingens benchmark er OMX Copenhagen Cap GI.

### Risikoprofil

1	2	3	4	5	6	7
Lav risiko			Høj risiko			
Lavt forventet afkast			Højt forventet afkast			

## Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2018 et afkast på -10,16 %, mens benchmark gav et afkast på -7,50 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2014	17,94 %	17,21 %	0,72 %
2015	36,37 %	30,83 %	5,54 %
2016	3,95 %	3,22 %	0,73 %
2017	14,46 %	16,82 %	-2,35 %
2018	-10,16 %	-7,5 %	-2,67 %
<b>siden start</b>	<b>136,46 %</b>	<b>135,88 %</b>	<b>0,58 %</b>

## Markedsudvikling i 2018

2018 var præget af store udsving. Et brat fald i februar blev hurtigt indhentet, og markedet steg herfra frem til slutningen af august. Herfra gik det desværre nedad, hvor særligt oktober måneds 8 % fald bragte markedet i -7,5 % for året. Året var præget af meget store udsving på enkeltaktier. Udover selskabsspecifikke nyheder skabte volatili-

tet i aktiefaktorer som momentum og value store udsving mellem de forskellige aktietyper. Frem til og med august var markedsfokus meget på aktier med positivt momentum. Det mest fremtrædende eksempel er Ambu, der fra primo året, til den toppe i august, steg med ikke mindre end 147 %. På toppen var Ambu prissat til omkring 200 gange indtjeningen i selskabet. Danske Bank var den aktie, der trak indekset mest ned med et negativt afkast på 44 %. Udover hvidvask-skandalen i Estland blev Danske Bank ramt af pres på såvel nettorente- som handelsindtægter. Medtech aktierne gav et markant positivt bidrag til det danske marked idet såvel Coloplast, GN Store Nord, og Øssur steg omkring fra 17-26 % mens Ambu steg 41 %.

## Afdelingens udvikling i 2018

Afdelingen leverede et afkast på -10,2 %, efter omkostninger, hvilket skal sammenholdes med benchmarkafkastet på -7,5 %.

De største positive bidragsydere til årets relative afkast ift. Benchmark var Vestas (overvægt), Netcompany (overvægt) og Maersk (undervægt). Pandora (overvægt) og Danske Bank (overvægt) bidrog negativt. Overvægten i Vestas gav et positivt bidrag til afdelingens relative afkast, der primært kom efter regnskabet i 3. kvartal, hvor selskabet udtrykte forventninger om stigende aktivitet i 2019.

Ligeledes var der støtte fra kapitalmarkedsdagen i november. Her var selskabet optimistiske mht. markedsvæksten og deres egen evne til at sende effekten fra de amerikanske import-tariffer videre til kunderne. Maersk var gennem det meste af året i modvind fra en kombination af bl.a. stigende oliepriser, der var svære at sende videre til kunderne, samt frygt for handelskrig. Hermed bidrog porteføljens undervægt positivt til det relative afkast. Afdelingen deltog i børsnoteringen af Netcompany og har siden øget eksponeringen gennem køb i markedet. Selskabet har leveret de ventede resultater, og aktien har fået en god start på børsen, hvilket har bidraget positivt til afdelingens performance. For Pandora var 2018 et dårligt

år. En ny strategiplan i januar skulle have markeret starten på en bedre udvikling, men resultaterne har gennem året skuffet. I august blev administrerende direktør Anders Colding Friis som konsekvens heraf fyret. Udviklingen påvirkede afdelingens performance negativt. Afdelingens overvægt i Danske Bank trak gennem året ned i performance. Omfanget af hvidvask-skandalen i Estland viste sig at være markant værre end ventet ved indgangen til året.

### **Rammer for afdelingens udøvelse af aktiv forvaltning**

Selvom afdelingen for danske aktier følger en aktiv investeringsstrategi, vil den typisk have en lavere active share og tracking error end de øvrige aktieafdelinger. Det skyldes, at benchmark på danske aktier er forholdsvis koncentreret, hvor ganske få aktier udgør en forholdsvis stor andel.

Et koncentreret benchmark vil de facto medføre en lavere active share end i eksempelvis et global univers, hvor ingen eller få enkeltaktier har samme dominerende vægt. Yderligere er der et spredningskrav på antallet af aktier i porteføljen og endelig har hensynet til likviditet de aktier, der udvælges til porteføljen, også en afgrænsende indflydelse på de aktier, der udvælges. Inden for disse rammer forsøger fonden at udøve aktiv forvaltning.

### **Udbytte**

Afdelingen udlodder et udbytte på 19,90 kr. pr. andel.

### **Forventninger til 2019**

Afdelingen forventer, at det danske marked vil give et positivt afkast på 0-10 % i 2019. Ved indgangen til 2019 er der dog stor usikkerhed om retningen for aktiemarkedene generelt, herunder det danske marked. Der kan opstilles realistiske scenarier med pæne stigninger såvel som scenarier der indebærer større fald.

### **Afdelingsspecifikke risici**

Afdelingen henvender sig til investorer, der frem for at foretage enkeltinvesteringer og opbygge

en individuel værdipapirportefølje ønsker at drage fordel af den risikospredning, som sammensætningen af afdelingens portefølje indebærer. Den typiske investor i afdelingen har en investeringshorisont på mindst tre år og betragter investeringen i afdelingen som et af flere elementer i en samlet portefølje.

Afdelingens investeringer er først og fremmest følsomme over for følgende risici:

### **Kursudviklingen på aktiemarkedene**

Kursudviklingen på aktiemarkedene er generelt meget ujævn. Aktiekurserne kan på meget kort tid falde betydeligt, blandt andet som følge af vanskeligt forudsigelige politiske, finansielle eller regulatoriske forhold. Sektorrelaterede, regionale, nationale samt internationale begivenheder af for eksempel økonomisk eller forretningsmæssig karakter kan også have afgørende indflydelse på såvel den langsigtede som den kortsigtede kursudvikling på aktiemarkedene og dermed på udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue.

### **Landerisiko**

Afdelingens investeringer er fokuseret på Danmark. Kursudviklingen på det danske aktiemarked er derfor afgørende for afdelingens værdiudvikling. Såvel specifikke danske politiske og regulatoriske foranstaltninger som landets finansielle og økonomiske udvikling, herunder rente- og valutaudviklingen, samt andre aktiekurspåvirkende faktorer er derfor væsentlige risikoelementer for udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue, som ikke eller kun delvis kan elimineres ved risikospredning indenfor afdelingens investeringsunivers.

### **Selskabsspecifikke forhold**

Kursudviklingen for hver enkelt aktie i afdelingens portefølje vil ofte være mere ujævn end markedets gennemsnitlige kursudvikling. Selskabsspecifikke forhold, herunder selskabets generelle forretningsudvikling, forretningsudviklingen på vigtige områder, finansieringsforhold, følsomheden over for udviklingen i dansk eller udenlandsk rente,



følsomheden over for udviklingen i valutakurserne samt ændringer i selskabets regulatoriske og skattemæssige rammebetingelser i såvel Danmark som udlandet, kan fra dag til dag medføre langt større kursudsving på selskabsniveau end markedets gennemsnitlige daglige kursvariation.

Da afdelingen kan placere op til 10 % af formuen i en enkelt aktie, kan nettoværdien af afdelingens formue variere kraftigt som følge af specifikke forhold i de selskaber, som afdelingen har investeret i.

### **Særlige risici i 2019**

De største risici for danske aktier knytter sig til udviklingen i de enkelte større selskaber. Derudover ses der risici fra de globale konjunkturer, geopolitisk uro samt stigende renter.

Risici er også nærmere omtalt under Generelle Risikofaktorer.

# Danske Aktier

Note	Resultatopgørelse (1000 kr.)	2018	2017
1	Renteudgifter	-61	-36
2	Udbytter	15.142	6.044
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>15.081</b>	<b>6.008</b>
3	Kursgevinster og -tab, Kapitalandele	-54.866	29.073
	Kursgevinster og -tab, Valutakonti	1	1
4	Handelsomkostninger	239	121
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-55.104</b>	<b>28.953</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>-40.023</b>	<b>34.961</b>
5	Administrationsomkostninger	3.622	2.952
	<b>Resultat før skat</b>	<b>-43.645</b>	<b>32.009</b>
6	Skat	51	47
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-43.696</b>	<b>31.963</b>
	Udlodningsregulering	66.563	3.637
	Overført fra sidste år	153	59
	<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>66.716</b>	<b>3.696</b>
	<b>Til disposition</b>	<b>23.020</b>	<b>35.659</b>
7	Til rådighed for udlodning	107.622	28.465
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	107.289	28.312
	Overført til udlodning næste år	333	153
	<b>Overført til formuen</b>	<b>-84.602</b>	<b>7.194</b>
Note	Balance (1000 kr.)	2018	2017
	<b>AKTIVER</b>		
	Indestående i depotselskab	17.006	2.504
8	<b>I alt likvide midler</b>	<b>17.006</b>	<b>2.504</b>
	Noterede aktier fra danske selskaber	660.400	285.464
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	4.105	4.161
8	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>664.505</b>	<b>289.625</b>
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	4.251
	Aktuelle skatteaktiver	2	2
8	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>2</b>	<b>4.253</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>681.513</b>	<b>296.382</b>
	<b>PASSIVER</b>		
9	<b>Investorerne formue</b>	<b>680.897</b>	<b>296.096</b>
	Skyldige omkostninger	615	286
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	1	0
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>616</b>	<b>286</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>681.513</b>	<b>296.382</b>
10	Noter, hvortil der ikke henvises		

# Danske Aktier

## NOTER

	2018	2017
<b>1 Renteudgifter (1000 kr.)</b>		
Renteudgifter depotselskab	-61	-36
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>-61</b>	<b>-36</b>
<b>2 Udbytter (1000 kr.)</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	14.862	5.749
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	280	295
<b>I alt udbytter</b>	<b>15.142</b>	<b>6.044</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	-55.821	29.032
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	955	41
<b>I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele</b>	<b>-54.866</b>	<b>29.073</b>
Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele	29.495	21.760
<b>4 Handelsomkostninger (1000 kr.)</b>		
Bruttohandelsomkostninger	460	161
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-220	-41
<b>I alt handelsomkostninger ved løbende drift</b>	<b>239</b>	<b>121</b>
<b>5 Administrationsomkostninger (1000 kr.)</b>		
<b>Afdelingsdirekte</b>		
Administrationsvederlag	324	240
Markedsføringsomkostninger	1.889	1.651
Gebyrer til depotselskab	140	47
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	1.175	912
Øvrige omkostninger	62	72
<b>I alt afd. Direkte adm.omkostninger</b>	<b>3.590</b>	<b>2.922</b>
<b>Andel af fællesomkostninger</b>		
Honorar til bestyrelse	10	12
Revisionshonorar til revisorer	4	5
Licensomkostninger	11	0
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	5	-1
Øvrige omkostninger	2	14
<b>I alt andel af fælles adm.omkostninger</b>	<b>32</b>	<b>30</b>
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>3.622</b>	<b>2.952</b>
<b>6 Skat (1000 kr.)</b>		
Ikke refunderbare udbytteskatter	51	47
<b>I alt skat</b>	<b>51</b>	<b>47</b>

# Danske Aktier

Note **NOTER (Fortsat)**

	2018	2017
<b>7 Til rådighed for udlodning (1000 kr.)</b>		
Renter og udbytter	15.081	6.008
Ikke refunderbar udbytteskat	-51	-47
Kursgevinst til udlodning*	29.499	21.760
Adm. Omkostninger til modregning i udlodning	-3.623	-2.952
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	66.563	3.637
Udlodning fra sidste år	153	59
<b>I alt til rådighed til udlodning</b>	<b>107.622</b>	<b>28.465</b>
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på kapitalandele	29.495	21.760
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på valutakonti	4	0

<b>8 Finansielle instrumenter(%)</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter*	97,50	99,16
Øvrige finansielle instrumenter**	2,50	0,84
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside <a href="http://www.pfainvest.dk">www.pfainvest.dk</a>		
*Indeholder Kapitalandele og tilgodehavende rente, udbytte mm		
**Indeholder Likvide midler		

	2018		2017	
	Cirk. Andele	Formue værdi	Cirk. Andele	Formue værdi
<b>9 Investorenes formue (1000 kr)</b>				
Investorenes formue (primo)	1.900	296.096	1.576	233.783
Emissioner i året	3.581	468.537	371	57.075
Indløsninger i året	-90	-12.287	-47	-7.033
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		779		82
Handelsomkostninger omkl. fra driften		-220		-41
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		-66.563		-3.637
Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		-28.312		-19.733
Overført til udlodning fra sidste år		-153		-59
Overført til udlodning næste år		333		153
Foreslået udlodning		107.289		28.312
Overført fra resultatopgørelse		-84.602		7.194
<b>I alt investorenes formue</b>	<b>5.391</b>	<b>680.897</b>	<b>1.900</b>	<b>296.096</b>

## 10 Noter, hvortil der ikke henvises

### 5 års oversigt

	2018	2017	2016	2015	2014
Netto resultat (1000 kr.)	-43.696	31.963	8.343	60.876	27.715
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	680.897	296.096	233.783	238.777	167.936
Cirkulerende andele (stk.)	5.391.432	1.900.124	1.576.256	1.338.179	1.144.091
Indre værdi pr. andel	126,29	155,83	148,32	178,43	146,79
Udlodning pr. andel	19,90	14,90	12,90	34,50	20,70
Årets afkast i %	-10,16	14,46	3,95	36,37	17,94
Årets benchmarkafkast i %	-7,50	16,82	3,22	30,83	17,21
Omkostnings %	1,01	1,10	1,12	0,85	0,87
Omsætningshastighed	0,58	0,35	0,45	0,62	0,66
Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	-0,08	0,54	0,59	1,34	
Tracking error (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	2,54	2,26	2,41	2,47	
Active Share %	32,01	23,81	27,84	23,30	18,25
ÅOP	1,13	1,19	1,25	1,20	1,22
Indirekte handelsomkostninger	0,07				

# Danske Aktier

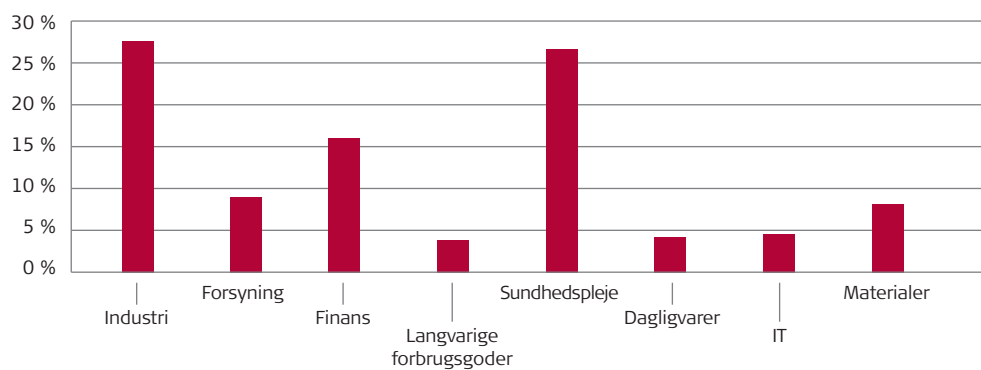
Note **NOTER (Fortsat)**

## Afdelingens ti største beholdninger

Novo Nordisk A/S-B	10,40 %
Orsted A/S	8,90 %
Danske Bank A/S	8,62 %
Vestas Wind Systems A/S	7,64 %
Iss A/S	4,74 %
Netcompany Group As	4,51 %
Chr Hansen Holding A/S	4,21 %
Carlsberg As-B	4,05 %
Coloplast-B	3,77 %
Genmab A/S	3,55 %

## Formuefordeling (%)

### Branche



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider og derivater.

# Globale Aktier

Afdelingen investerer primært i globale aktier optaget til handel på regulerede markeder. Det tilstræbes, at afdelingen har en veldiversificeret portefølje på mellem 40 og 150 aktier. Minimum 80 % af afdelingens formue investeres i aktier, der indgår i afdelingens benchmark. Investeringsfilosofien baseres på en aktiv porteføljesammensætning ud fra selskabsanalyser med fokus på det enkelte selskabs operationelle og strategiske situation samt fremtidig kurspotentiale og værdifastsættelse. Målsætningen er at levere et stabilt merafkast i forhold til benchmarkudviklingen med en balance-ret underliggende risikoprofil.

## Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

## Startdato

Afdelingen havde opstart den 1.10.12.

## Benchmark

Afdelingens benchmark er MSCI World inklusiv udbytte.

## Risikoprofil

1	2	3	4	5	6	7
Lav risiko				Høj risiko		
Lavt forventet afkast				Højt forventet afkast		

## Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2018 et afkast på -5,65 %, mens benchmark gav et afkast på -3,89 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2014	18,50 %	19,27 %	-0,78 %
2015	17,74 %	10,66 %	7,08 %
2016	5,39 %	10,32 %	-4,93 %
2017	8,90 %	7,66 %	1,24 %
2018	-5,65 %	-3,89 %	-1,76 %
<b>siden start</b>	<b>90,06 %</b>	<b>82,29 %</b>	<b>7,77 %</b>

## Markedsudvikling i 2018

De globale aktiemarkeder har i 2018 været præget af en stigende volatilitet, som samlet set har resulteret i en svag, men positiv fremgang. Den svage

fremgang kan primært tilskrives en fremgang i amerikanske aktier og en tilbagegang i europæiske aktier. Det er i 2018 blevet tydeligt, at USA's økonomi kører i et højere gear end Europas, da førstnævnte har oplevede medvind fra skattelettelse og en ekspansiv finanspolitik, mens sidstnævnte har været tyngt af politisk usikkerhed og svagere vækst. Sektormæssigt har 2018 været et blandet år, hvor sundheds- og teknologiaktier generelt har oplevet kursstigninger, mens materiale-, finans- og industriaktier generelt har været udfordret.

Samlet set endte de globale aktier med et afkast på -3,9 % i 2018, repræsenteret ved afdelingens benchmark MSCI World, DKK.

## Afdelingens udvikling i 2018

Porteføljen har leveret et afkast for året på -5,7 %, hvilket er 1,8 %-point lavere end dets sammenlignelige benchmarkindeks på -3,9 %. Det er særligt eksponering til tre enkeltaktier, som har bidraget til årets negative merafkast. Derudover har en pæn regional overvægt til Europæiske aktier bidraget med en negativ allokeringseffekt. Afdelingen har sektormæssigt fået et positivt bidrag fra en overvægt i sundhedssektoren, samt en undervægt i materiale- og industrisektoren.

British American Tobacco oplevede et kraftigt fald efter fremkomsten af alternative tobaksprodukter samt et forslag om kommende forbud mod mentolcigaretter i USA. BAT har kostet 1,3 % point på porteføljens merafkast i 2018. Pandora har skuffet markedet igennem længere tid og efter en nedjustering af forventningerne efterfulgt af en afskedigelse af selskabets CEO i midten af året, synes selskabet, trods en lav værdiansættelse, at være kastet ud i en længere periode med betydelig usikkerhed. Aktien er solgt ud af porteføljen, men nåede at trække 1,0 % point ned i merafkastet. Endelig har porteføljen tidligere på året holdt Vodafone aktier, som har oplevet en skuffende kursudvikling. Selskabet har oplevet valutamodvind på sine kernemarkeder og en bekymring for om

den gældende generøse dividendepolitik kan fastholdes. Vodafone ligger ikke længere i porteføljen, men kostede 0,9 % point på merafkastet i 2018.

Porteføljens overvægt mod lav beta selskaber indenfor IT-sektoren har været et positivt bidrag til porteføljens resultat. Særligt har selskaber som MasterCard og Sabre bidraget positivt. Med en stigende værdifastsættelse er eksponeringen til IT sektoren løbende blevet nedbragt.

Porteføljen har fortsat en betydelig eksponering mod sundhedssektoren i USA i form af selskaberne Centene og CVS. Derudover havde afdelingen også en eksponering til Aetna op til at selskabet blev opkøbt af CVS. Alle tre aktier har haft en meget gunstig kursudvikling og en betydelig positiv indvirkning på værdiskabelsen.

#### **Udbytte**

Afdelingen udlodder et udbytte på 0,00 kr. pr. andel.

#### **Forventninger til 2019**

Afdelingen forventer, at de globale aktiemarkeder vil stige med 5-10 % i 2019. Hovedscenariet er en moderat positiv vækst i økonomierne, samt fortsat indtjeningsvækst hos afdelingernes selskaber.

#### **Afdelingsspecifikke risici**

Afdelingen henvender sig til investorer, der frem for at foretage enkeltinvesteringer og opbygge en individuel værdipapirporteføje ønsker at drage fordel af den risikospredning, som afdelingens porteføje giver. Den typiske investor i afdelingen har en investeringshorisont på mindst tre år og betragter investeringen i afdelingen som et af flere elementer i en samlet porteføje.

Afdelingens investeringer er først og fremmest følsomme over for følgende risici:

#### **Kursudviklingen på aktiemarkederne**

Kursudviklingen på aktiemarkederne er generelt meget ujævn. Aktiekurserne kan på meget kort tid falde betydeligt, blandt andet som følge af vanskeligt forudsigelige politiske, finansielle eller regulato-

riske forhold. Sektorrelaterede, regionale, nationale samt internationale begivenheder af for eksempel økonomisk eller forretningsmæssig karakter kan også have afgørende indflydelse på såvel den langsigtede som den kortsigtede kursudvikling på aktiemarkederne og dermed på udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue.

#### **Landerisiko**

Afdelingens investeringer er fokuseret på de globale aktiemarkeder. Udviklingen på de globale aktiemarkeder er derfor afgørende for afdelingens værdiudvikling. Såvel specifikke politiske og regulatoriske foranstaltninger som landenes finansielle og økonomiske udvikling, herunder rente- og valutaudviklingen, samt andre aktiekurspåvirkende faktorer er derfor væsentlige risikoelementer for udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue, som ikke eller kun delvis kan elimineres ved risikospredning indenfor afdelingens investeringsunivers.

#### **Selskabsspecifikke forhold**

Kursudviklingen for hver enkelt aktie i afdelingens porteføje vil ofte være mere ujævn end markedets gennemsnitlige kursudvikling. Selskabsspecifikke forhold, herunder selskabets generelle forretningsudvikling, forretningsudviklingen på vigtige områder, finansieringsforhold, følsomheden over for udviklingen i renten, følsomheden over for udviklingen i valutakurserne samt ændringer i selskabets regulatoriske og skattemæssige rammebetingelser, kan fra dag til dag medføre langt større kursudsving på selskabsniveau end markedets gennemsnitlige daglige kursvariation.

#### **Særlige risici i 2019**

Afdelingen vil være følsom overfor en markant ændring af det nuværende renteniveau i opadgående retning. Derudover kan geopolitisk uro påvirke afdelingens afkast negativt. Endvidere har signifikante ændringer i forventningerne til global og specielt kinesisk vækst potentiale til at påvirke afdelingens afkast.

Risici er nærmere omtalt under Generelle Risikofaktorer.

# Globale Aktier

Note	Resultatopgørelse (1000 kr.)	2018	2017
1	Renteindtægter	112	38
2	Renteudgifter	-223	-183
3	Udbytter	23.499	17.892
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>23.388</b>	<b>17.747</b>
4	Kursgevinster og -tab, Kapitalandele	-109.056	74.169
	Kursgevinster og -tab, Afledte finansielle instrumenter	-1.000	-64
	Kursgevinster og -tab, Valutakonti	198	-1.762
	Kursgevinster og -tab, Øvrige	22	-46
5	Handelsomkostninger	572	724
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-110.408</b>	<b>71.573</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>-87.020</b>	<b>89.320</b>
6	Administrationsomkostninger	13.152	10.530
	<b>Resultat før skat</b>	<b>-100.172</b>	<b>78.790</b>
7	Skat	2.106	1.611
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-102.278</b>	<b>77.179</b>
	Udlodningsregulering	-5.756	4.659
	Overført fra sidste år	214	448
	<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>-5.542</b>	<b>5.107</b>
	<b>Til disposition</b>	<b>-107.820</b>	<b>82.286</b>
8	<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>-10.780</b>	<b>28.410</b>
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	0	28.195
	Overført til udlodning næste år	0	214
	<b>Overført til formuen</b>	<b>-107.820</b>	<b>53.877</b>
Note	Balance (1000 kr.)	2018	2017
	<b>AKTIVER</b>		
	Indestående i depotselskab	32.431	45.031
9	<b>I alt likvide midler</b>	<b>32.431</b>	<b>45.031</b>
	Noterede aktier fra danske selskaber	0	28.151
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.446.541	1.050.742
9	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>1.446.541</b>	<b>1.078.893</b>
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	508	711
	Aktuelle skatteaktiver	857	720
9	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>1.365</b>	<b>1.431</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.480.337</b>	<b>1.125.355</b>
	<b>PASSIVER</b>		
10	<b>Investoreernes formue</b>	<b>1.478.852</b>	<b>1.124.236</b>
	Skyldige omkostninger	1.482	1.120
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	3	-1
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>1.485</b>	<b>1.119</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>1.480.337</b>	<b>1.125.355</b>
11	<b>Noter, hvortil der ikke henvises</b>		



# Globale Aktier

## NOTER

	2018	2017
<b>1 Renteindtægter (1000 kr.)</b>		
Renteindtægter depotselskab	112	38
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>112</b>	<b>38</b>
<b>2 Renteudgifter (1000 kr.)</b>		
Renteudgifter depotselskab	-223	-183
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>-223</b>	<b>-183</b>
<b>3 Udbytter (1000 kr.)</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	294	1.441
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	23.205	16.451
<b>I alt udbytter</b>	<b>23.499</b>	<b>17.892</b>
<b>4 Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	-11.185	-7.579
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	-97.871	81.748
<b>I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele</b>	<b>-109.056</b>	<b>74.169</b>
Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele	-11.560	18.450
<b>5 Handelsomkostninger (1000 kr.)</b>		
Bruttohandelsomkostninger	1.613	1.174
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-1.041	-450
<b>I alt handelsomkostninger ved løbende drift</b>	<b>572</b>	<b>724</b>
<b>6 Administrationsomkostninger (1000 kr.)</b>		
<b>Afdelingsdirekte</b>		
Administrationsvederlag	1.151	856
Markedsføringsomkostninger	6.741	5.897
Gebyrer til depotselskab	319	43
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	4.699	3.540
Øvrige omkostninger	105	99
<b>I alt afd. Direkte adm.omkostninger</b>	<b>13.015</b>	<b>10.435</b>
<b>Andel af fællesomkostninger</b>		
Honorar til bestyrelse	40	40
Revisionshonorar til revisorer	17	16
Licensomkostninger	48	0
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	21	-3
Øvrige omkostninger	11	42
<b>I alt andel af fælles adm.omkostninger</b>	<b>137</b>	<b>95</b>
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>13.152</b>	<b>10.530</b>
<b>7 Skat (1000 kr.)</b>		
Ikke refunderbare udbytteskatter	2.106	1.611
<b>I alt skat</b>	<b>2.106</b>	<b>1.611</b>

# Globale Aktier

Note **NOTER (Fortsat)**

	2018	2017
<b>8 Til rådighed for udlodning (1000 kr.)</b>		
Renter og udbytter	23.387	17.747
Ikke refunderbar udbytteskat	-2.105	-1.612
Kursgevinst til udlodning*	-13.368	17.698
Adm. Omkostninger til modregning i udlodning	-13.152	-10.530
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	-5.756	4.659
Udlodning fra sidste år	214	448
<b>I alt til rådighed til udlodning</b>	<b>-10.780</b>	<b>28.410</b>
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på kapitalandele	-11.560	18.450
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på valutakonti	-1.808	-752
Negativt rådighedsbeløb, der ikke overføres**	10.780	0
** svarer til administrationsomkostninger og udlodningsregulering heraf, dog maksimalt det negative beløb til rådighed		
<b>9 Finansielle instrumenter(%)</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter*	97,81	96,00
Øvrige finansielle instrumenter**	2,19	4,00
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside <a href="http://www.pfainvest.dk">www.pfainvest.dk</a>		
*Indeholder Kapitalandele og tilgodehavende rente, udbytte mm		
**Indeholder Likvide midler		

	2018		2017	
	Cirk. Andele	Formue værdi	Cirk. Andele	Formue værdi
<b>10 Investorenes formue (1000 kr)</b>				
Investorenes formue (primo)	7.620	1.124.236	5.282	732.318
Emissioner i året	3.751	551.896	2.428	346.993
Indløsninger i året	-457	-65.835	-90	-13.129
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		1.184		685
Handelsomkostninger omkl. fra driften		-1.041		-450
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		5.756		-4.659
Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		-29.310		-19.360
Overført til udlodning fra sidste år		-214		-448
Overført til udlodning næste år		0		214
Foreslået udlodning		0		28.195
Overført fra resultatopgørelse		-107.820		53.877
<b>I alt investorenes formue</b>	<b>10.914</b>	<b>1.478.852</b>	<b>7.620</b>	<b>1.124.236</b>

## 11 Noter, hvortil der ikke henvises

### 5 års oversigt

	2018	2017	2016	2015	2014
Netto resultat (1000 kr.)	-102.278	77.179	43.607	69.218	39.019
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	1.478.852	1.124.236	732.318	648.207	323.014
Cirkulerende andele (stk.)	10.913.701	7.620.338	5.281.907	4.318.226	2.275.647
Indre værdi pr. andel	135,50	147,53	138,65	150,11	141,94
Udlodning pr. andel	0,00	3,70	3,40	17,60	17,40
Årets afkast i %	-5,65	8,90	5,39	17,74	18,50
Årets benchmarkafkast i %	-3,89	7,66	10,32	10,66	19,27
Omkostnings %	1,03	1,09	1,14	0,97	0,99
Omsætningshastighed	0,44	0,30	0,29	0,52	0,85
Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	0,12	0,56	0,55	0,92	
Tracking error (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	4,00	4,25	4,20	3,33	
Active Share %	87,77	83,16	86,16	83,14	82,97
ÅOP	1,13	1,23	1,25	1,30	1,40
Indirekte handelsomkostninger	0,08				

# Globale Aktier

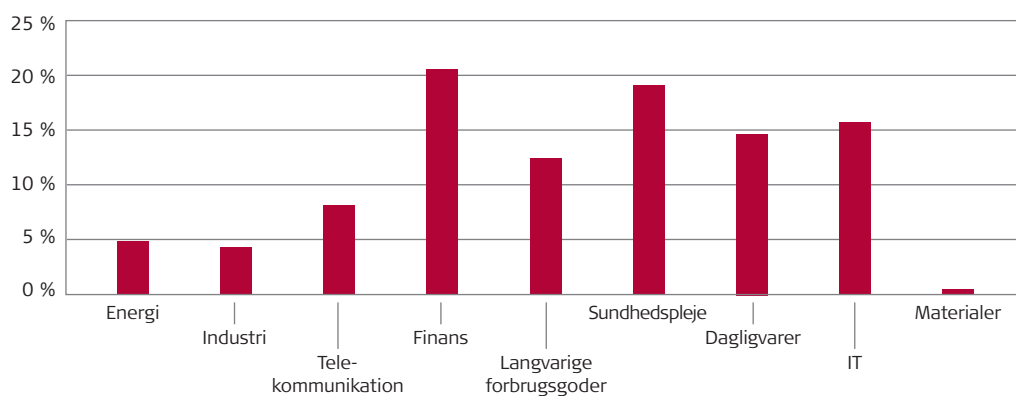
Note **NOTER (Fortsat)**

## Afdelingens ti største beholdninger

Cvs Health Corp	4,67 %
Astrazeneca Plc	4,32 %
Alphabet Inc-CI C	4,20 %
Mastercard Inc - A	3,91 %
Reckitt Benckiser Group Plc	3,91 %
Centene Corp	3,90 %
Sap Se	3,40 %
Koninklijke Philips Nv	3,28 %
Microsoft Corp	3,25 %
Adidas Ag	3,15 %

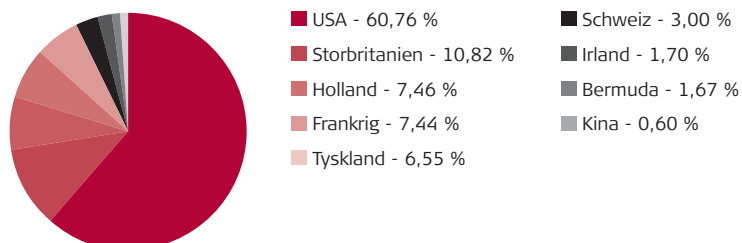
## Formuefordeling (%)

### Branche



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider og derivater.

### Lande



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider og derivater.

# Højt Udbytte Aktier

Afdelingen investerer primært i europæiske aktier, der har fokus på at udlodde højt udbytte. Det tilstræbes, at afdelingen har en veldiversificeret portefølje på mellem 25 og 75 aktier. Minimum 50 % af afdelingens formue investeres i aktier, der indgår i afdelingens benchmark. Investeringsfilosofien er baseret på aktieudvælgelse og aktiv porteføljesammensætning. Afdelingen fokuserer på selskaber, der historisk har udbetalt et relativt højt udbytte, samt selskaber der tilbagekøber egne aktier. I udvælgelsen af selskaber lægges der endvidere stor vægt på selskabets værdiansættelse, finansielle styrke og udviklingen i indtjeningen. Målsætningen for afdelingen er, at levere et stabilt merafkast i forhold til benchmarkudviklingen med en balanceret underliggende risikoprofil.

## Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

## Startdato

Afdelingen havde opstart den 20.12.12.

## Benchmark

Afdelingens benchmark er MSCI Europe inklusive udbytte.

### Risikoprofil

1	2	3	4	<b>5</b>	6	7
Lav risiko					Høj risiko	
Lavt forventet afkast					Højt forventet afkast	

## Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2018 et afkast på -8,76 %, mens benchmark gav et afkast på -10,37 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2014	8,17 %	6,64 %	1,53 %
2015	11,36 %	8,46 %	2,90 %
2016	-0,62 %	2,20 %	-2,83 %
2017	8,83 %	10,39 %	-1,56 %
2018	-8,76 %	-10,37 %	1,60 %
<b>siden start</b>	<b>42,48 %</b>	<b>39,10 %</b>	<b>3,38 %</b>

## Markedsudvikling i 2018

De europæiske aktiemarkeder har været udfordrede i 2018 med et afkast på -10,4 % for MSCI Europe. De europæiske aktiemarkeder har været præget af den makroøkonomiske udvikling i regionen, som har ført til en lav og skuffende økonomisk vækst. Eurozonen har været negativt påvirket af en kombination af svagere global vækst, forhøjet politisk usikkerhed og trusler om forhøjede toldsatser på eksport til USA. I Italien fremlagde regeringen et budgetunderskud, som var i strid med tidligere aftaler om at balancere statsgælden. Det førte til en kontrovers med EU og forhøjede renter på italienske statsobligationer. I Storbritannien var der stor intern uenighed om indholdet i Brexitaftalen med EU, og udsigten til et kaotisk britisk exit fra EU i marts 2019 tyngede markederne.

Året startede stærkt med et fortsat fokus på vækst-selskaber indenfor teknologi og internet services efterfulgt af en korrektion i februar, hvor der, på trods af tegn på aftagende vækst, stadig var en stor efterspørgsel efter vækstaktier. I takt med at den økonomiske vækst aftog i styrke, så vi især fra halvåret en mere traditionel performance på sektorniveau, hvor de mere konjunkturufølsomme sektorer så småt begyndte at performe igen. De bedst performende sektorer er således utilities og healthcare. På den negative side var det financials og real estate der trak ned. Indenfor financials var det især banker, der performede dårligt på baggrund af den skuffende vækst og lave renter, hvorimod forsikringsselskaberne klarede sig bedre.

## Afdelingens udvikling i 2018

Afdelingens afkast var -8,8 % hvilket skal ses i forhold til et forventet niveau på 5-10 % fra årets start. Afkastet lå 1,6 %-point over benchmarkafkastet på -10,4 % målt ved MSCI Europe. Efter en svær start relativt til benchmarket er afdelingens performance forbedret fra midten af året i takt med at de mere defensive sektorer begyndte at levere bedre afkast. På sektor niveau kom de

største positive bidrag til performance fra afdelingens eksponering til consumer staples, health care og IT. IT sektoren stikker ud ved ikke at være så defensiv som de to øvrige sektorer. IT klarede sig godt endnu en gang drevet af gode resultater og en generel gunstig kursudvikling fra starten af året til og med oktober, hvorefter der var en vis gevinsthjemtagning. Consumer staples og healthcare var dels drevet af sektorrotation, men også for en dels vedkommende, en stigning i P/E multiplen og indtjeningsfremgang. På den negative side var det især eksponeringen til industrials og telecommunication services og materials. På enkeltaktieniveau kom de største positive bidrag fra eksponeringen til Microsoft og det spanske forsyningselskab Iberdrola. På den negative side kommer de største bidrag fra Danske Bank, Deutsche Post og hollandske ING. ING og Danske Bank har været påvirket af den generelle dårlige udvikling i banker, men har også begge haft andre sager i relation til hvidvask, som har kostet en del på tilliden hos investorerne. Deutsche Post har været ude og regulere forventningerne til indtjeningen ned i forbindelse med selskabet var nødt til at restrukturere den ellers så profitable pakkedivision, hvor det viste sig, at man igennem en periode havde underinvesteret.

#### **Udbytte**

Afdelingen udlodder et udbytte på 7,10 kr. pr. andel.

#### **Forventninger til 2019**

Afdelingen forventer et positivt afkast på europæiske aktier i 2019 på 0-10 %.

#### **Afdelingsspecifikke risici**

Afdelingen henvender sig til investorer, der frem for at foretage enkeltinvesteringer og opbygge en individuel værdipapirporteføje ønsker at drage fordel af den risikospredning, som afdelingens porteføje indebærer. Den typiske investor i afdelingen har en investeringshorisont på mindst tre år og betragter investeringen i afdelingen som et af flere elementer i en samlet porteføje.

Afdelingens investeringer er først og fremmest følsomme over for følgende risici:

#### **Kursudviklingen på aktiemarkederne**

Kursudviklingen på aktiemarkederne er generelt meget ujævn. Aktiekurserne kan på meget kort tid falde betydeligt, blandt andet som følge af vanskeligt forudsigelige politiske, finansielle eller regulatoriske forhold. Sektorrelaterede, regionale, nationale samt internationale begivenheder af for eksempel økonomisk eller forretningsmæssig karakter kan også have afgørende indflydelse på såvel den langsigtede som den kortsigtede kursudvikling på aktiemarkederne og dermed på udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue.

Afdelingen har en beta på under 1, og afkastet på porteføljen forventes derfor at svinge mindre end markedet i både opad- og nedadgående retning.

#### **Landerisiko**

Afdelingens investeringer er fokuseret på Europa. Kursudviklingen på de europæiske aktiemarkeder er derfor afgørende for afdelingens værdiudvikling. Såvel specifikke politiske og regulatoriske foranstaltninger som landenes finansielle og økonomiske udvikling, herunder rente- og valutaudviklingen, samt andre aktiekurspåvirkende faktorer er derfor væsentlige risikoelementer for udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue, som ikke – eller kun delvis – kan elimineres ved risikospredning indenfor afdelingens investeringsunivers.

#### **Selskabsspecifikke**

Kursudviklingen for hver enkelt aktie i afdelingens porteføje vil ofte være mere ujævn end markedets gennemsnitlige kursudvikling. Selskabsspecifikke forhold, herunder selskabets generelle forretningsudvikling, forretningsudviklingen på vigtige områder, finansieringsforhold, følsomheden over for udviklingen i europæiske eller globale renter, følsomheden over for udviklingen i valutakurserne samt ændringer i selskabets regulatoriske og skattemæssige rammebetingelser, kan fra dag til

dag medføre langt større kursudsving på selskabsniveau end markedets gennemsnitlige daglige kursvariation. Da afdelingen kan placere op til 10 % af formuen i en enkelt aktie, kan nettoværdien af afdelingens formue variere kraftigt som følge af specifikke forhold i de selskaber, som afdelingen har investeret i.

### **Særlige risici i 2019**

Der ligger forventninger om meget begrænsede ændringer i renteniveauet i de nuværende afkastforventninger. Afdelingens afkast vil være følsom overfor en markant ændring i det nuværende renteniveau i opadgående retning.

Risici er også omtalt under Generelle Risikofaktorer.

# Højt Udbytte Aktier

Note	Resultatopgørelse (1000 kr.)	2018	2017
1	Renteindtægter	18	10
2	Renteudgifter	-33	-14
3	Udbytter	15.190	14.871
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>15.175</b>	<b>14.867</b>
4	Kursgevinster og -tab, Kapitalandele	-46.383	26.317
	Kursgevinster og -tab, Afledte finansielle instrumenter	-22	60
	Kursgevinster og -tab, Valutakonti	-216	-841
	Kursgevinster og -tab, Øvrige	36	-93
5	Handelsomkostninger	118	41
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-46.703</b>	<b>25.402</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>-31.528</b>	<b>40.269</b>
6	Administrationsomkostninger	4.122	4.466
	<b>Resultat før skat</b>	<b>-35.650</b>	<b>35.803</b>
7	Skat	995	841
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-36.645</b>	<b>34.962</b>
	Udlodningsregulering	863	-2.685
	Overført fra sidste år	265	349
	<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>1.128</b>	<b>-2.336</b>
	<b>Til disposition</b>	<b>-35.517</b>	<b>32.626</b>
8	<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>23.666</b>	<b>10.874</b>
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	23.468	10.609
	Overført til udlodning næste år	198	265
	<b>Overført til formuen</b>	<b>-59.183</b>	<b>21.752</b>
Note	Balance (1000 kr.)	2018	2017
	<b>AKTIVER</b>		
	Indestående i depotselskab	9.278	3.311
9	<b>I alt likvide midler</b>	<b>9.278</b>	<b>3.311</b>
	Noterede aktier fra danske selskaber	16.560	24.727
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	354.974	390.132
9	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>371.534</b>	<b>414.859</b>
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	767	734
	Aktuelle skatteaktiver	2.490	2.016
9	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>3.257</b>	<b>2.750</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>384.069</b>	<b>420.920</b>
	<b>PASSIVER</b>		
10	<b>Investorenes formue</b>	<b>383.676</b>	<b>420.470</b>
	Skyldige omkostninger	392	450
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	1	0
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>393</b>	<b>450</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>384.069</b>	<b>420.920</b>
11	<b>Noter, hvortil der ikke henvises</b>		

# Højt Udbytte Aktier

NOTER		2018	2017
1	<b>Renteindtægter (1000 kr.)</b>		
	Renteindtægter depotselskab	18	10
	<b>I alt renteindtægter</b>	<b>18</b>	<b>10</b>
2	<b>Renteudgifter (1000 kr.)</b>		
	Renteudgifter depotselskab	-33	-14
	<b>I alt renteudgifter</b>	<b>-33</b>	<b>-14</b>
3	<b>Udbytter (1000 kr.)</b>		
	Noterede aktier fra danske selskaber	921	870
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	14.269	14.001
	<b>I alt udbytter</b>	<b>15.190</b>	<b>14.871</b>
4	<b>Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)</b>		
	Noterede aktier fra danske selskaber	-7.389	2.849
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	-38.994	23.468
	<b>I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele</b>	<b>-46.383</b>	<b>26.317</b>
	Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele	12.621	4.384
5	<b>Handelsomkostninger (1000 kr.)</b>		
	Bruttohandelsomkostninger	152	182
	Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-34	-141
	<b>I alt handelsomkostninger ved løbende drift</b>	<b>118</b>	<b>41</b>
6	<b>Administrationsomkostninger (1000 kr.)</b>		
	<b>Afdelingsdirekte</b>		
	Administrationsvederlag	357	361
	Markedsføringsomkostninger	2.105	2.490
	Gebyrer til depotselskab	84	-4
	Andre omk. i forbindelse med formuepleje	1.482	1.520
	Øvrige omkostninger	49	45
	<b>I alt afd. Direkte adm.omkostninger</b>	<b>4.077</b>	<b>4.412</b>
	<b>Andel af fællesomkostninger</b>		
	Honorar til bestyrelse	14	19
	Revisionshonorar til revisorer	6	8
	Licensomkostninger	15	0
	Andre omk. i forbindelse med formuepleje	8	-3
	Øvrige omkostninger	2	30
	<b>I alt andel af fælles adm.omkostninger</b>	<b>45</b>	<b>54</b>
	<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>4.122</b>	<b>4.466</b>
7	<b>Skat (1000 kr.)</b>		
	Ikke refunderbare udbytteskatter	995	841
	<b>I alt skat</b>	<b>995</b>	<b>841</b>



# Højt Udbytte Aktier

Note **NOTER (Fortsat)**

	2018	2017
<b>8 Til rådighed for udlodning (1000 kr.)</b>		
Renter og udbytter	15.176	14.867
Ikke refunderbar udbytteskat	-996	-840
Kursgevinst til udlodning*	12.479	3.650
Adm. Omkostninger til modregning i udlodning	-4.121	-4.467
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	863	-2.685
Udlodning fra sidste år	265	349
<b>I alt til rådighed til udlodning</b>	<b>23.666</b>	<b>10.874</b>
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på kapitalandele	12.621	4.384
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på valutakonti	-141	-734

<b>9 Finansielle instrumenter(%)</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter*	97,57	99,21
Øvrige finansielle instrumenter**	2,43	0,79
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside <a href="http://www.pfainvest.dk">www.pfainvest.dk</a>		
*Indeholder Kapitalandele og tilgodehavende rente, udbytte mm		
**Indeholder Likvide midler		

	2018		2017	
	Cirk. Andele	Formue værdi	Cirk. Andele	Formue værdi
<b>10 Investorerne formue (1000 kr)</b>				
Investorerne formue (primo)	3.215	420.470	4.527	549.652
Emissioner i året	460	56.034	193	24.457
Indløsninger i året	-370	-45.613	-1.505	-184.836
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		146		311
Handelsomkostninger omkl. fra driften		-34		-141
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		-863		2.685
Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		-10.682		-3.935
Overført til udlodning fra sidste år		-265		-349
Overført til udlodning næste år		198		265
Foreslået udlodning		23.468		10.609
Overført fra resultatopgørelse		-59.183		21.752
<b>I alt investorerne formue</b>	<b>3.305</b>	<b>383.676</b>	<b>3.215</b>	<b>420.470</b>

## 11 Noter, hvortil der ikke henvises

### 5 års oversigt

	2018	2017	2016	2015	2014
Netto resultat (1000 kr.)	-36.645	34.962	10.393	31.372	15.385
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	383.676	420.470	549.652	318.886	335.042
Cirkulerende andele (stk.)	3.305.287	3.214.796	4.526.731	2.378.764	2.635.701
Indre værdi pr. andel	116,08	130,79	121,42	134,06	127,12
Udlodning pr. andel	7,10	3,30	1,30	11,10	8,10
Årets afkast i %	-8,76	8,83	-0,62	11,36	8,17
Årets benchmarkafkast i %	-10,37	10,39	2,20	8,46	6,64
Omkostnings %	1,04	1,12	1,15	0,84	0,82
Omsætningshastighed	0,03	0,07	0,13	0,23	0,19
Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	-0,02	0,50	0,42	0,86	
Tracking error (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	2,77	2,90	2,85	2,96	
Active Share %	66,03	66,97	65,40	65,00	68,65
ÅOP	1,12	1,17	1,22	1,14	1,12
Indirekte handelsomkostninger	0,01				

# Højt Udbytte aktier

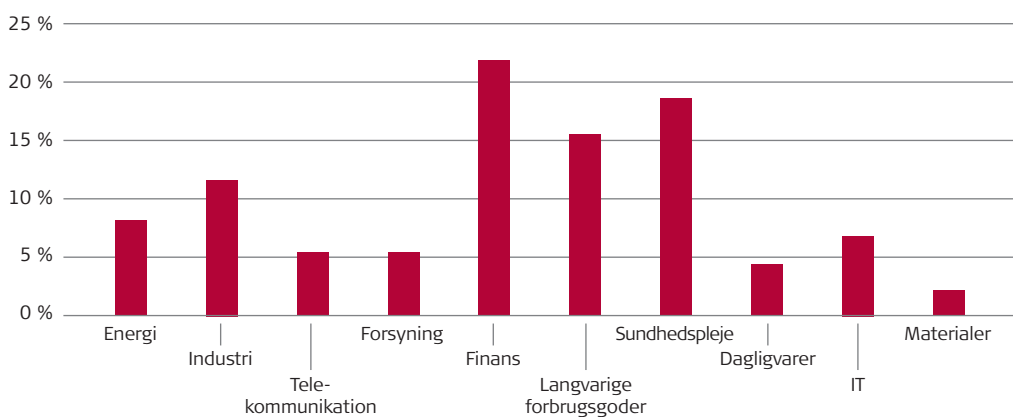
Note **NOTER (Fortsat)**

## Afdelingens ti største beholdninger

Unilever Nv-Cva	4,96 %
Nestle Sa-Reg	4,49 %
Novartis Ag-Reg	4,24 %
Royal Dutch Shell Plc-A Shs	4,12 %
Iberdrola Sa	3,88 %
Allianz Se-Reg	3,68 %
Total Sa	3,67 %
Relx Plc	3,58 %
Roche Holding Ag-Genusschein	3,54 %
Reckitt Benckiser Group Plc	2,81 %

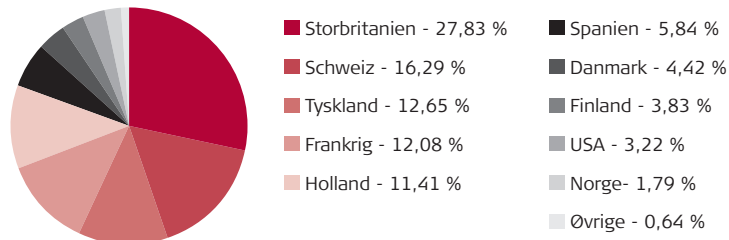
## Formuefordeling (%)

### Branche



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider og derivater.

### Lande



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider og derivater.

# Europa Value Aktier

Afdelingens primære investeringsområde er europæiske aktier, men op til 20 % af midlerne kan investeres i ikke-europæiske aktier. Det tilstræbes, at afdelingen har en veldiversificeret portefølje på mellem 35 og 125 aktier. Minimum 60 % af afdelingens formue investeres i aktier, der indgår i afdelingens benchmark. Investeringsfilosofien for Afdelingen bygger på følgende to elementer; 1) Value outperformer et bredt marked over tid og 2) Finansielt sunde selskaber outperformer over tid. Strategien fokuserer på via screening at frasortere de selskaber, der ikke har en tilfredsstillende kvalitet på grund af f.eks. stigende binding i arbejdskapital, faldende marginer, underskud eller en stigende gældsandel, og i udvælgelsen af selskaber lægges der vægt på at vælge de billigste selskaber kombineret med, at selskaberne tjekkes for f.eks. off balance sheet forpligtigelser, retssager mv.

## Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

## Startdato

Afdelingen havde opstart den 7.10.14.

## Benchmark

Afdelingens benchmark er MSCI Europe inklusive udbytte.

## Risikoprofil

1	2	3	4	5	6	7
Lav risiko			Høj risiko			
Lavt forventet afkast			Højt forventet afkast			

## Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2018 et afkast på -15,18 %, mens benchmark gav et afkast på -10,37 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2014*	-0,87 %	2,03 %	-2,90 %
2015	14,08 %	8,46 %	5,62 %
2016	3,03 %	2,20 %	0,83 %
2017	11,22 %	10,39 %	0,83 %
2018	-15,18 %	-10,37 %	-4,81 %
<b>siden start</b>	<b>9,93 %</b>	<b>11,90 %</b>	<b>-1,98 %</b>

\* Perioden 7.10.-31.12.14.

## Markedsudvikling i 2018

2018 har været præget af at strategier og risikopræmier, der har virket over mange år, har performeret dårligt. Derudover har 2018 været påvirket af øget volatilitet generelt.

## Afdelingens udvikling i 2018

Den første voldsomme bevægelse var i starten af februar, da udsvingene (volatiliteten) i markedet steg meget kraftigt på få timer. Det medførte lukning af en såkaldt volatilitetsfond, der tabte 100 %. Fra maj måned begyndte de dele af aktiemarkedet, der gør det godt i recessioner, at outperforme alle andre dele af markedet. Det er den type aktier man kalder for lav volatilitetsaktier, dvs. aktier hvor aktiekursen ikke bevæger sig så meget, og hvor indtjeningen er meget stabil fra år til år. En anden særdeles vigtig parameter for aktiemarkedet er det såkaldte kreditspænd, dvs. hvad skal en virksomhed betale i rente udover en statsrente. Dette spænd er steget i 2018 og indikerer at investorer i virksomhedsobligationer er blevet mere forsigtige. Hertil kommer, at den amerikanske centralbank har hævet renten og således trukket likviditet væk fra markedet, hvilket har påvirket de finansielle markeder globalt. I perioder med fremgang i økonomien er det normalt de cykliske sektorer og små selskaber, der gør det godt. Det var tilfældet i 2017, men var helt modsat i 2018. Små selskaber står generelt svagere end store selskaber, når likviditeten strammes og kreditspændene udvides. Modsat med store selskaber der er mere kreditværdige i dårlige tider. Det samme er tilfældet med value-selskaber, der typisk er mere cykliske. Det har betydet, at små selskaber og value-aktier har haft mest modvind i 2018 med fald på 12 %. Stilmæssigt har de bedste aktier været selskaber med høj kvalitet og stabil indtjening, som kun er faldet 7 %.

De største positive bidrag til afkastet i år er kommet fra British American Tobacco (undervægt), Leroy Seafood Group (overvægt) og Sanofi-Aventis (overvægt). De negative bidrag er kommet fra Siltronic (overvægt), Danske Bank (overvægt) og Covestro (overvægt).

Afdelingen har i 2018 opnået et afkast på -15,2 %, hvilket er 4,8 %-point lavere end benchmarkafkastet på -10,4 %, men på niveau med value aktier generelt.

### Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 0,00 kr. pr. andel.

### Forventninger til 2019

Afdelingen forventer, at det europæiske aktiemarked vil stige 0-10 % i 2019. Hovedscenariet er en lav, men positiv vækst i den globale økonomi. Hvis de stigende renter fortsætter, kan det give lidt modvind på aktiemarkedet. Der er risiko for større udsving end tidligere.

### Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen henvender sig til investorer, der frem for at foretage enkeltinvesteringer og opbygge en individuel værdipapirportefølje ønsker at drage fordel af den risikospredning, som afdelingens portefølje indebærer. Den typiske investor i afdelingen har en investeringshorisont på mindst tre år og betragter investeringen i afdelingen som et af flere elementer i en samlet portefølje.

Afdelingens investeringer er først og fremmest følsomme over for følgende risici:

### Kursudviklingen på aktiemarkedene

Kursudviklingen på aktiemarkedene er generelt meget ujævn. Aktiekurserne kan på meget kort tid falde betydeligt, blandt andet som følge af vanskeligt forudsigelige politiske, finansielle eller regulatoriske forhold. Sektorrelaterede, regionale, nationale samt internationale begivenheder af for eksempel økonomisk eller forretningsmæssig karakter kan også have afgørende indflydelse på såvel den

langsigtede som den kortsigtede kursudvikling på aktiemarkedene og dermed på udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue.

### Landerisiko

Afdelingens investeringer er fokuseret på de europæiske aktiemarkeder. Udviklingen på de europæiske aktiemarkeder er derfor afgørende for afdelingens værdiudvikling. Såvel specifikke politiske og regulatoriske foranstaltninger som landenes finansielle og økonomiske udvikling, herunder rente- og valutaudviklingen, samt andre aktiekurspåvirkende faktorer er derfor væsentlige risikoelementer for udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue, som ikke – eller kun delvis – kan elimineres ved risikospredning indenfor afdelingens investeringsunivers.

### Selskabsspecifikke forhold

Kursudviklingen for hver enkelt aktie i afdelingens portefølje vil ofte være mere ujævn end markedets gennemsnitlige kursudvikling. Selskabsspecifikke forhold, herunder selskabets generelle forretningsudvikling, forretningsudviklingen på vigtige områder, finansieringsforhold, følsomheden over for udviklingen i renten, følsomheden over for udviklingen i valutakurserne samt ændringer i selskabets regulatoriske og skattemæssige rammebetingelser, kan fra dag til dag medføre langt større kursudsving på selskabsniveau end markedets gennemsnitlige daglige kursvariation.

### Særlige risici i 2019

Største risici for de europæiske aktiemarkeder er en kraftig stramning af pengepolitikken, der vil ødelægge opsvinget.

Risici er også omtalt under Generelle risikofaktorer.

# Europa Value Aktier

Note	Resultatopgørelse (1000 kr.)	2018	2017
1	Renteindtægter	2	0
2	Renteudgifter	-16	-14
3	Udbytter	9.170	7.764
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>9.156</b>	<b>7.750</b>
4	Kursgevinster og -tab, Kapitalandele	-47.021	17.883
	Kursgevinster og -tab, Afledte finansielle instrumenter	-40	113
	Kursgevinster og -tab, Valutakonti	12	-198
	Kursgevinster og -tab, Øvrige	8	-11
5	Handelsomkostninger	245	632
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-47.286</b>	<b>17.155</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>-38.130</b>	<b>24.905</b>
6	Administrationsomkostninger	2.519	2.608
	<b>Resultat før skat</b>	<b>-40.649</b>	<b>22.297</b>
7	Skat	481	352
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-41.130</b>	<b>21.945</b>
	Udlodningsregulering	-2.726	2.577
	Overført fra sidste år	77	0
	<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>-2.649</b>	<b>2.577</b>
	<b>Til disposition</b>	<b>-43.779</b>	<b>24.522</b>
8	<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>-7.397</b>	<b>14.957</b>
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	0	14.879
	Overført til udlodning næste år	-3.908	77
	<b>Overført til formuen</b>	<b>-39.871</b>	<b>9.566</b>
Note	<b>Balance (1000 kr.)</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>
	<b>AKTIVER</b>		
	Indestående i depotselskab	3.017	2.092
9	<b>I alt likvide midler</b>	<b>3.017</b>	<b>2.092</b>
	Noterede aktier fra danske selskaber	12.720	10.137
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	277.765	255.400
9	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>290.485</b>	<b>265.537</b>
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	429	379
	Aktuelle skatteaktiver	880	520
9	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>1.309</b>	<b>899</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>294.811</b>	<b>268.528</b>
	<b>PASSIVER</b>		
10	<b>Investorenes formue</b>	<b>294.549</b>	<b>268.248</b>
	Skyldige omkostninger	261	280
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	1	0
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>262</b>	<b>280</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>294.811</b>	<b>268.528</b>
11	<b>Noter, hvortil der ikke henvises</b>		

# Europa Value Aktier

NOTER		2018	2017
1	<b>Renteindtægter (1000 kr.)</b>		
	Renteindtægter depotselskab	2	0
	<b>I alt renteindtægter</b>	<b>2</b>	<b>0</b>
2	<b>Renteudgifter (1000 kr.)</b>		
	Renteudgifter depotselskab	-16	-14
	<b>I alt renteudgifter</b>	<b>-16</b>	<b>-14</b>
3	<b>Udbytter (1000 kr.)</b>		
	Noterede aktier fra danske selskaber	227	266
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	8.943	7.498
	<b>I alt udbytter</b>	<b>9.170</b>	<b>7.764</b>
4	<b>Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)</b>		
	Noterede aktier fra danske selskaber	-2.656	38
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	-44.365	17.845
	<b>I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele</b>	<b>-47.021</b>	<b>17.883</b>
	Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele	-10.772	9.459
5	<b>Handelsomkostninger (1000 kr.)</b>		
	Bruttohandelsomkostninger	769	717
	Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-523	-85
	<b>I alt handelsomkostninger ved løbende drift</b>	<b>245</b>	<b>632</b>
6	<b>Administrationsomkostninger (1000 kr.)</b>		
	<b>Afdelingsdirekte</b>		
	Administrationsvederlag	220	202
	Markedsføringsomkostninger	1.303	1.394
	Gebyrer til depotselskab	80	145
	Andre omk. i forbindelse med formuepleje	829	787
	Øvrige omkostninger	58	58
	<b>I alt afd. Direkte adm.omkostninger</b>	<b>2.490</b>	<b>2.586</b>
	<b>Andel af fællesomkostninger</b>		
	Honorar til bestyrelse	9	9
	Revisionshonorar til revisorer	4	4
	Licensomkostninger	9	0
	Andre omk. i forbindelse med formuepleje	5	-1
	Øvrige omkostninger	2	10
	<b>I alt andel af fælles adm.omkostninger</b>	<b>29</b>	<b>22</b>
	<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>2.519</b>	<b>2.608</b>
7	<b>Skat (1000 kr.)</b>		
	Ikke refunderbare udbytteskatter	481	352
	<b>I alt skat</b>	<b>481</b>	<b>352</b>
8	<b>Til rådighed for udlodning (1000 kr.)</b>		
	Renter og udbytter	9.156	7.750
	Ikke refunderbar udbytteskat	-480	-352
	Kursgevinst til udlodning*	-10.904	9.458
	Adm. Omkostninger til modregning i udlodning	-2.520	-2.608
	Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	-2.726	2.577
	Anvendt fremført aktietab	0	-1.868
	Udlodning fra sidste år	77	0
	<b>I alt til rådighed til udlodning</b>	<b>-7.397</b>	<b>14.957</b>
	* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på kapitalandele	-10.772	9.459
	* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på valutakonti	-132	-2
	Negativt rådighedsbeløb, der ikke overføres**	3.489	0
	** svarer til administrationsomkostninger og udlodningsregulering heraf, dog maksimalt det negative beløb til rådighed		

# Europa Value Aktier

Note **NOTER (Fortsat)**

	2018	2017
<b>9 Finansielle instrumenter(%)</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter*	98,97	99,22
Øvrige finansielle instrumenter**	1,03	0,78
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside [www.pfainvest.dk](http://www.pfainvest.dk)

\*Indeholder Kapitalandele og tilgodehavende rente, udbytte mm

\*\*Indeholder Likvide midler

	2018		2017	
	Cirk. Andele	Formue værdi	Cirk. Andele	Formue værdi
<b>10 Investorenes formue (1000 kr)</b>				
Investorenes formue (primo)	2.400	268.248	1.667	167.519
Emissioner i året	1.502	142.849	738	79.264
Indløsninger i året	-600	-60.121	-5	-515
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		285		120
Handelsomkostninger omkl. fra driften		-523		-85
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		2.726		-2.577
Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		-15.059		0
Overført til udlodning fra sidste år		-77		0
Overført til udlodning næste år		-3.908		77
Foreslået udlodning		0		14.879
Overført fra resultatopgørelse		-39.871		9.566
<b>I alt investorenes formue</b>	<b>3.302</b>	<b>294.549</b>	<b>2.400</b>	<b>268.248</b>

## 11 Noter, hvortil der ikke henvises

### 5 års oversigt

	2018	2017	2016	2015	2014*
Netto resultat (1000 kr.)	-41.130	21.945	3.583	14.989	-705
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	294.549	268.248	167.519	174.850	108.506
Cirkulerende andele (stk.)	3.301.907	2.399.859	1.666.944	1.546.086	1.094.591
Indre værdi pr. andel	89,21	111,78	100,49	113,09	99,13
Udlodning pr. andel	0,00	6,20	0,00	14,50	0,00
Årets afkast i %	-15,18	11,22	3,03	14,08	-0,87
Årets benchmarkafkast i %	-10,37	10,39	2,20	8,46	2,03
Omkostnings %	1,04	1,15	1,15	0,86	0,23
Omsætningshastighed	0,89	1,31	1,01	2,72	0,65
Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	-0,15	0,26			
Tracking error (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	2,96	3,06			
Active Share %	63,63	65,95	73,34	76,66	78,14
ÅOP (helårsperiodisereret)	1,18	1,47	1,39	1,61	1,41
Indirekte handelsomkostninger	0,12				

\* Perioden 07.10-31.12.14

# Europa Value Aktier

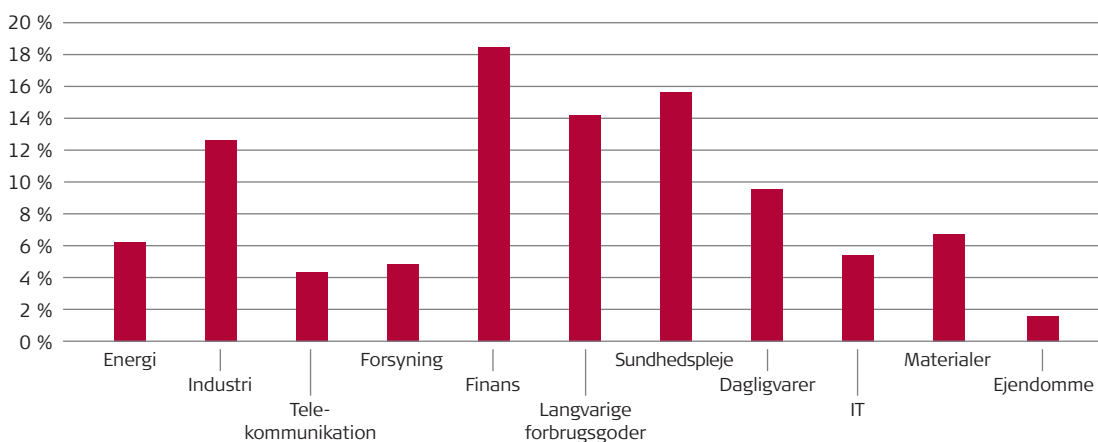
Note **NOTER (Fortsat)**

## Afdelingens ti største beholdninger

Roche Holding Ag-Genusschein	3,60 %
Sanofi	2,81 %
Novo Nordisk A/S-B	2,78 %
Novartis Ag-Reg	2,72 %
Sap Se	2,60 %
Diageo Plc	2,41 %
Allianz Se-Reg	2,36 %
Total Sa	2,36 %
L'Oreal	2,23 %
Royal Dutch Shell Plc-A Shs	2,18 %

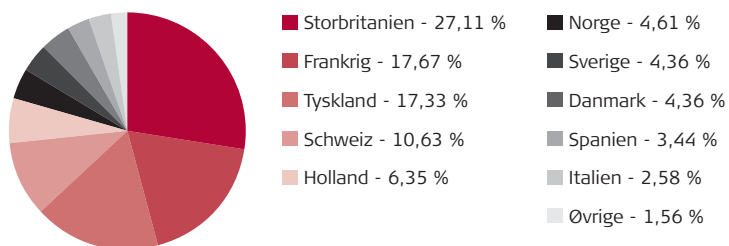
## Formuefordeling (%)

### Branche



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider og derivater.

### Lande



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider og derivater.



# USA Stabile Aktier

Afdelingen investerer primært i aktier i selskaber beliggende i USA, men op til 20 % af midlerne kan investeres i aktier i selskaber beliggende udenfor USA. Afdelingen fokuserer på værdiskabende kvalitetselskaber, der forventes at have en mere stabil kursudvikling end det generelle marked. Minimum 50 % af formuen vil blive placeret i aktier, der indgår i afdelingens benchmark. Det tilstræbes, at afdelingen har en veldiversificeret portefølje på 25-75 aktier. Endvidere kan afdelingen investere op til 10 % af formuen i andre investeringsforeninger. Målsætningen for afdelingen er på længere sigt at levere et stabilt merafkast i forhold til benchmark-udviklingen.

## Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

## Startdato

Afdelingen havde opstart den 26.10.16.

## Benchmark

Afdelingens benchmark er MSCI US, inklusive udbytte.

### Risikoprofil

1	2	3	4	5	6	7
Lav risiko				Høj risiko		
Lavt forventet afkast				Højt forventet afkast		

## Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2018 et afkast på 6,85 %, mens benchmark gav et afkast på -0,02 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2016*	5,87 %	7,87 %	-2,00 %
2017	3,03 %	6,59 %	-3,56 %
2018	6,85 %	-0,02 %	6,88 %
<b>siden start</b>	<b>16,55 %</b>	<b>14,95 %</b>	<b>1,61 %</b>

\* Perioden 26.10.-31.12.

## Markedsudvikling i 2018

2018 var præget af stigende volatilitet og faldende aktiekurser i flere regioner, mens amerikanske aktier dog kun faldt meget marginalt målt i danske kroner. Renterne steg i USA, mens de var uændre-

de i Tyskland og Japan. Det førte til en styrkelse af den amerikanske dollar og store forskelle i regionale afkast. Udviklingen afspejler bl.a. en dekopling i den økonomiske vækst i USA, Europa og Asien og en række politiske begivenheder, som påvirkede de finansielle markeder negativt i 2018. Herunder stigende spændinger i handelskonflikten mellem USA og Kina, svære forhandlinger om en Brexitafale og Italiens kontrovers med EU Kommissionen om budgettet. Omvendt har skattelettelser og en meget ekspansiv finanspolitik i USA, bidraget positivt til udviklingen i løbet af året.

Den amerikanske økonomi accelererede i løbet af 2018 til 3,0 %, hvilket var noget højere end forventet ved årets start og højere end i 2017. Skattelettelser og en ekspansiv finanspolitik gav et markant løft i den indenlandske aktivitet og bidrog til robust fremgang i beskæftigelsen. Arbejdsløsheden faldt yderligere og lå i oktober på 3,7 %, hvilket er det laveste niveau i 48 år. Boligmarkedet var et svagt punkt, da antallet af usolgte boliger fulgte en stigende trend og nybyggeriet faldt. De højere renter og ændrede fradragsregler kan have dæmpet efterspørgslen. Den robuste vækst og lavere selskabsskat løftede dog virksomhedernes indtjening og aktiekurserne i første halvdel af året, men et mere afdæmpet syn på fremtiden medvirkede i slutningen af året til en negativ udvikling på aktiemarkedet.

Den amerikanske centralbank har i løbet af 2018 hævet renten fire gange og fastholdt signalet om, at renten kan blive hævet igen set i lyset af vækst over potentielt niveau og de begrænsede ledige ressourcer i økonomien. Centralbanken har gennem året gradvist nedbragt obligationsbeholdningen, som er akkumuleret gennem flere opkøbsprogrammer, ved gradvist at stoppe med at geninvestere en andel af de obligationer, som udløber. Det har alt andet lige bidraget til at presse renterne opad.

## Afdelingens udvikling i 2018

Afdelingens afkast for året målt i danske kroner var 6,9 %, hvilket skal ses i forhold til et forventet

niveau på 5-10 % ved årets start. Afkastet lå 6,9 %-point højere end afkastet for MSCI USA indekset på 0,0 %. Afdelingens afkast målt i danske kroner skal ses i sammenhæng med, at den amerikanske dollar i løbet af 2018 er blevet styrket betydeligt. I lokal valuta er amerikanske aktier faldet 5 % i 2018.

Afdelingen fokuserer på stabile aktier og konstrueres ud fra et ønske om en lavere risiko og en mere stabil kursudvikling end markedet. Afdelingen har derfor en naturlig overvægt af mere stabile og ikke-cykliske aktier, og afdelingen vil derfor typisk klare sig dårligere end markedet, når det går godt i økonomien, mens den omvendt vil klare sig bedre, når der er modvind i økonomien og på markederne. I USA er fremgangen i økonomien fortsat bredt baseret, primært båret af stærkt privatforbrug, fremgang på arbejdsmarkedet og tillid til fremtiden. USA mærker dog afmatningen i global vækst i form af svagere eksportordrer og en styrket dollar, som dæmper konkurrenceevnen og reducerer virksomhedernes indtjening. Specielt i sidste kvartal af 2018 var dette også synligt i aktiemarkedet, hvor stabile og ikke-cykliske aktier gjorde det bedre end det øvrige marked. Generelt var der en stigende bekymring i markedet for hvorvidt virksomhederne kunne fortsætte med at præstere i den sene fase af konjunkturcyklen. Det seneste kvartals aktiefald var ledsaget af en forholdsvis stor rotation udad cykliske og vækstorienterede aktier og over i mere defensive og stabile aktier. Denne rotation er en af de primære årsager til at afdelingen har leveret et højere afkast end markedet for 2018.

På sektorniveau kommer de største positive bidrag til årets udvikling fra afdelingens aktier inden for finans (undervægt), sundhed (overvægt) og IT (undervægt). De største negative bidrag på sektorniveau for året kom fra telekommunikation service (overvægt), ejendomme (undervægt) og diskretionært forbrug (undervægt). På selskabsniveau kom de største positive bidrag til året fra Eli Lilly (overvægt), Apple (undervægt) og Church & Dwight (overvægt), mens Amazon (undervægt),

Michael Kors (undervægt) og AT&T (overvægt) var de største negative bidragsydere.

### Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 6,60 kr. pr. andel.

### Forventninger til 2019

Afdelingen forventer et positivt afkast på amerikanske aktier i 2019 på 5-10 %. Hovedscenariet er en moderat positiv vækst i økonomien samt fortsat indtjeningsvækst hos afdelingens selskaber.

### Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen henvender sig til investorer, der frem for at foretage enkeltinvesteringer og opbygge en individuel værdipapirportefølje ønsker at drage fordel af den risikospredning, som afdelingens portefølje indebærer. Den typiske investor i afdelingen har en investeringshorisont på mindst tre år og betragter investeringen i afdelingen som et af flere elementer i en samlet portefølje.

Afdelingens investeringer er først og fremmest følsomme over for følgende risici:

### Kursudviklingen på aktiemarkedene

De finansielle markeder, inklusive aktiemarkederne, påvirkes af de generelle økonomiske vilkår i samfundet, herunder især forventningerne til udviklingen i de makroøkonomiske forhold, branchespecifikke forhold og selskabernes evne til at generere indtjening. Det skal bemærkes, at kursudsvingene på aktiemarkedene typisk er større end på obligationsmarkedet og ikke nødvendigvis er samtidige.

Afdelingen har en beta på under 1, og afkastet på porteføljen forventes derfor at svinge mindre end markedet i både opad- og nedadgående retning.

### Landerisiko

Afdelingens investeringer er fokuseret på USA. Kursudviklingen på USA's aktiemarkeder er derfor væsentlige for afdelingens værdiudvikling. Såvel specifikke politiske og regulatoriske foranstalt-

ninger som landets finansielle og økonomiske udvikling, herunder rente- og valutaudviklingen, samt andre aktiekurspåvirkende faktorer er derfor væsentlige risikoelementer for udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue, som ikke eller kun delvis kan elimineres ved risikospredning indenfor afdelingens investeringsunivers.

### **Selskabsspecifikke**

Kursudviklingen for hver enkelt aktie i afdelingens portefølje kan være mere ujævn end markedets gennemsnitlige kursudvikling. Selskabsspecifikke forhold, herunder selskabets generelle forretningsudvikling, forretningsudviklingen på vigtige områder, finansieringsforhold, følsomheden over for udviklingen i Amerikanske eller globale renter, følsomheden over for udviklingen i valutakurserne samt ændringer i selskabets regulatoriske og skattemæssige rammebetingelser, kan fra dag til

dag medføre langt større kursudsving på selskabsniveau end markedets gennemsnitlige daglige kursvariation. Da afdelingen kan placere op til 10 % af formuen i en enkelt aktie, kan nettoværdien af afdelingens formue variere kraftigt som følge af specifikke forhold i de selskaber, som afdelingen har investeret i.

### **Særlige risici i 2019**

Afdelingen vil være følsom overfor en markant ændring af det nuværende renteniveau i opadgående retning. Derudover kan geopolitisk uro påvirke afdelingens afkast negativt. Endvidere har signifikante ændringer i forventningerne til global vækst potentiale til at påvirke afdelingens afkast.

Risici er nærmere omtalt under Generelle Risikofaktorer.

# USA Stabile Aktier

Note	Resultatopgørelse (1000 kr.)	2018	2017
1	Renteindtægter	34	4
2	Renteudgifter	-11	-11
3	Udbytter	8.101	6.251
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>8.124</b>	<b>6.244</b>
4	Kursgevinster og -tab, Kapitalandele	13.542	4.321
	Kursgevinster og -tab, Afledte finansielle instrumenter	-22	-140
	Kursgevinster og -tab, Valutakonti	80	-14
	Kursgevinster og -tab, Øvrige	4	0
5	Handelsomkostninger	23	88
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>13.581</b>	<b>4.079</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>21.705</b>	<b>10.323</b>
6	Administrationsomkostninger	3.492	3.126
	<b>Resultat før skat</b>	<b>18.213</b>	<b>7.197</b>
7	<b>Skat</b>	<b>1.129</b>	<b>843</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>17.084</b>	<b>6.354</b>
	Udlodningsregulering	4.744	507
	Overført fra sidste år	60	33
	<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>4.804</b>	<b>540</b>
	<b>Til disposition</b>	<b>21.888</b>	<b>6.894</b>
8	<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>24.132</b>	<b>4.768</b>
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	23.993	4.708
	Overført til udlodning næste år	139	60
	<b>Overført til formuen</b>	<b>-2.244</b>	<b>2.126</b>
Note	<b>Balance (1000 kr.)</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>
	<b>AKTIVER</b>		
	Indestående i depotselskab	6.820	2.354
9	<b>I alt likvide midler</b>	<b>6.820</b>	<b>2.354</b>
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	407.105	298.016
9	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>407.105</b>	<b>298.016</b>
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	842	448
	Aktuelle skatteaktiver	25	0
9	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>867</b>	<b>448</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>414.792</b>	<b>300.818</b>
	<b>PASSIVER</b>		
10	<b>Investorenes formue</b>	<b>414.403</b>	<b>300.500</b>
	Skyldige omkostninger	388	318
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	1	0
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>389</b>	<b>318</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>414.792</b>	<b>300.818</b>
11	<b>Noter, hvortil der ikke henvises</b>		

# USA Stabile Aktier

NOTER		2018	2017
1	<b>Renteindtægter (1000 kr.)</b>		
	Renteindtægter depotselskab	34	4
	<b>I alt renteindtægter</b>	<b>34</b>	<b>4</b>
2	<b>Renteudgifter (1000 kr.)</b>		
	Renteudgifter depotselskab	-11	-11
	<b>I alt renteudgifter</b>	<b>-11</b>	<b>-11</b>
3	<b>Udbytter (1000 kr.)</b>		
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	8.101	6.251
	<b>I alt udbytter</b>	<b>8.101</b>	<b>6.251</b>
4	<b>Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)</b>		
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	13.542	4.321
	<b>I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele</b>	<b>13.542</b>	<b>4.321</b>
	Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele	15.846	2.047
5	<b>Handelsomkostninger (1000 kr.)</b>		
	Bruttohandelsomkostninger	84	114
	Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-60	-26
	<b>I alt handelsomkostninger ved løbende drift</b>	<b>23</b>	<b>88</b>
6	<b>Administrationsomkostninger (1000 kr.)</b>		
	<b>Afdelingsdirekte</b>		
	Administrationsvederlag	312	251
	Markedsføringsomkostninger	1.826	1.725
	Gebyrer til depotselskab	56	86
	Andre omk. i forbindelse med formuepleje	1.205	988
	Øvrige omkostninger	55	53
	<b>I alt afd. Direkte adm.omkostninger</b>	<b>3.454</b>	<b>3.103</b>
	<b>Andel af fællesomkostninger</b>		
	Honorar til bestyrelse	11	12
	Revisionshonorar til revisorer	5	5
	Licensomkostninger	12	0
	Andre omk. i forbindelse med formuepleje	6	1
	Øvrige omkostninger	4	5
	<b>I alt andel af fælles adm.omkostninger</b>	<b>38</b>	<b>23</b>
	<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>3.492</b>	<b>3.126</b>
7	<b>Skat (1000 kr.)</b>		
	Ikke refunderbare udbytteskatter	1.129	843
	<b>I alt skat</b>	<b>1.129</b>	<b>843</b>

# USA Stabile Aktier

Note **NOTER (Fortsat)**

	2018	2017
<b>8 Til rådighed for udlodning (1000 kr.)</b>		
Renter og udbytter	8.124	6.245
Ikke refunderbar udbytteskat	-1.129	-843
Kursgevinst til udlodning*	15.825	1.952
Adm. Omkostninger til modregning i udlodning	-3.492	-3.126
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	4.744	507
Udlodning fra sidste år	60	33
<b>I alt til rådighed til udlodning</b>	<b>24.132</b>	<b>4.768</b>
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på kapitalandele	15.846	2.047
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på valutakonti	-19	-95

<b>9 Finansielle instrumenter(%)</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter*	98,36	99,22
Øvrige finansielle instrumenter**	1,64	0,78
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside <a href="http://www.pfainvest.dk">www.pfainvest.dk</a>		
*Indeholder Kapitalandele og tilgodehavende rente, udbytte mm		
**Indeholder Likvide midler		

	2018		2017	
	Cirk. Andele	Formue værdi	Cirk. Andele	Formue værdi
<b>10 Investorenes formue (1000 kr)</b>				
Investorenes formue (primo)	2.770	300.500	2.177	230.455
Emissioner i året	1.194	138.761	593	64.931
Indløsninger i året	-329	-37.374	0	0
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		258		96
Handelsomkostninger omkl. fra driften		-60		-26
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		-4.744		-507
Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		-4.766		-1.310
Overført til udlodning fra sidste år		-60		-33
Overført til udlodning næste år		139		60
Foreslået udlodning		23.993		4.708
Overført fra resultatopgørelse		-2.244		2.126
<b>I alt investorenes formue</b>	<b>3.635</b>	<b>414.403</b>	<b>2.770</b>	<b>300.500</b>

<b>11 Noter, hvortil der ikke henvises</b>			
<b>5 års oversigt</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016*</b>
Netto resultat (1000 kr.)	17.084	6.354	12.986
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	414.403	300.500	230.455
Cirkulerende andele (stk.)	3.635.352	2.769.604	2.176.800
Indre værdi pr. andel	113,99	108,50	105,87
Udlodning pr. andel	6,60	1,70	0,60
Årets afkast i %	6,85	3,03	5,87
Årets benchmarkafkast i %	-0,02	6,59	7,87
Omkostnings %	1,00	1,12	1,22
Omsætningshastighed	0,66	0,39	0,02
Active Share %	67,84	70,38	72,46
ÅOP (helårsperiodiseret 2016)	1,06	1,19	1,27
Indirekte handelsomkostninger	0,04		
* Perioden 26.10-31.12.16			

# USA Stabile Aktier

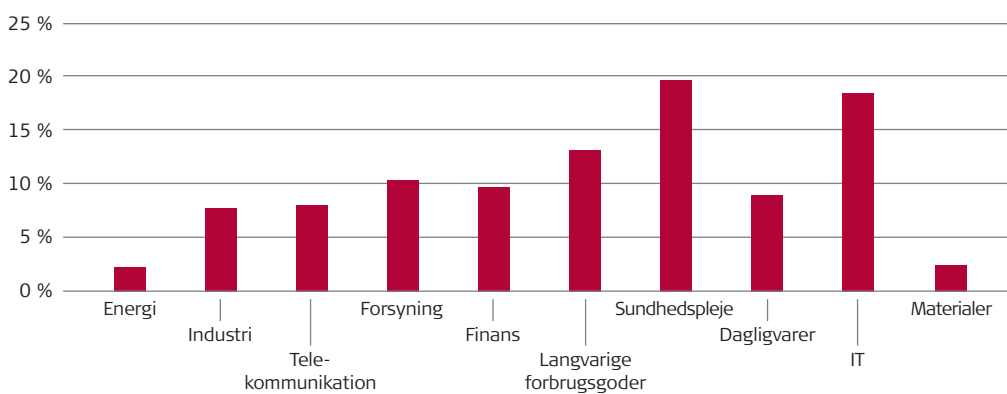
Note **NOTER (Fortsat)**

## Afdelingens ti største beholdninger

Microsoft Corp	3,32 %
Verizon Communications Inc	2,89 %
Johnson & Johnson	2,86 %
Procter & Gamble Co/The	2,44 %
At&T Inc	2,36 %
Medtronic Plc	2,29 %
Exxon Mobil Corp	2,16 %
Pepsico Inc	2,12 %
Pfizer Inc	2,02 %
Nextera Energy Inc	2,01 %

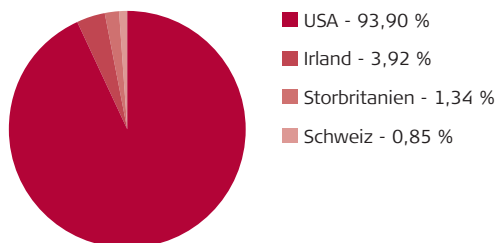
## Formuefordeling (%)

### Branche



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider og derivater.

### Lande



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider og derivater.

# Balance A

Afdelingen investerer minimum 50 % af formuen i afdelinger i Investeringsforeningen PFA Invest. Afdelingen kan endvidere investere direkte eller indirekte (via andre afdelinger) i obligationer og aktier. Afdelingen investerer hovedsagligt i børsnoterede værdipapirer, men kan placere op til 10 % af midlerne i unoterede værdipapirer, herunder strukturerede obligationer. Afdelingen søges sammensat med en spredning på regioner og sektorer med det formål at optimere det forventede afkast. Målsætningen er at levere et stabilt merafkast i forhold benchmark med en balanceret risikoprofil. Afdelingen skal almindeligvis have en obligationseksponering (eksklusiv Emerging Markets og High Yield obligationer) mellem 55-90 %, en aktieeksponering mellem 10-30 % og en eksponering mod Emerging Markets og High Yield obligationer mellem 0-15 %.

## Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

## Startdato

Afdelingen havde opstart den 28.01.14.

## Benchmark

Afdelingens benchmark er 25 % MSCI World, 25 % Barclays Global Aggr Corp. excl. AAA EUR+USD (Hedged to DKK), 5 % JP Morgan EMBI Global Diversified (Hedged to DKK), 5 % Barclays US High Yield Corp 2 % Issuer Capped (Hedged to DKK), 10 % Nordea Markets Mortgage Bond Index Combined, 16 % Nordea Markets Mortgage Bond Index Non-callable > 1Y, 4 % Nordea Markets Government Bond Denmark Index, 10 % Nordea Markets Government Bond Denmark Index CM 2Y.

## Risikoprofil

1	2	3	4	5	6	7
Lav risiko						Høj risiko
Lavt forventet afkast						Højt forventet afkast

## Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2018 et afkast på -2,55 %, mens benchmark gav et afkast på -2,16 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2014*	12,43 %	13,38 %	-0,95 %
2015	7,06 %	5,60 %	1,46 %
2016	5,17 %	6,57 %	-1,40 %
2017	3,67 %	4,06 %	-0,39 %
2018	-2,55 %	-2,16 %	-0,39 %
<b>siden start</b>	<b>27,89 %</b>	<b>29,90 %</b>	<b>-2,02 %</b>

\* Perioden 28.01.-31.12.14.

## Markedsudvikling i 2018

2018 blev et år hvor risikofyldte aktiver begyndte med markante stigninger, trukket af et synkront opsving i de store regioner. Med emerging market i spidsen så vi stigninger på op mod 7 % i januar, efterfulgt af februar hvor det hele satte sig voldsomt foranlediget af at strukturerede produkter på bl.a. volatilitetsfronten kom ud for et voldsomt salgspres. Vækst og arbejdsløshed er fortsat på fine niveauer, og virksomhedernes indtjening ligeledes.

Aktiemarkedet er dog også prisfestsat til at alt skal være perfekt. For så vidt angår nøgletal har specielt lønudviklingen været nøje overvåget, og en stigning i januar satte markederne under pres. Der har været fokus på geopolitik, bl.a. handelskrig, Brexit og udviklingen i Italien. Sidstnævnte kan potentielt give udfordringer for Euro samarbejdet. 2. kvartal og specielt 3. kvartal leverede positive aktieafkast, og da den amerikanske dollar (USD) steg gennem året, gav det positive aktieafkast målt i danske kroner.

Oktober blev måneden, hvor volatiliteten vendte tilbage, og vi så inden for måneden fald på op mod 10 %, så 3. kvartal sluttede med negative afkast, hvilket er fortsat i 4. kvartal. Kreditobligationer har oplevet stigninger i kreditspænd til statsobligationer med negative afkast til følge. I USA har



vi set rentestigninger i de første tre kvartaler, hvor Europa ligger nogenlunde fladt. Kreditobligationer er i høj grad knyttet til de amerikanske renter, hvilket øger de negative afkast. I den korte ende af rentekurven har vi i 4. kvartal set et skifte således at markedet ikke længere prisfastsætter, at Den Amerikanske Centralbank foretager 3-4 rentestigninger i 2019, men snarere kun en enkelt rentestigning. Dette er et udtryk for at momentum i økonomien er faldende.

### Afdelingens udvikling i 2018

Afdelingens afkast var på -2,6 % og afkastet på benchmark var -2,2 %. Afkastet før omkostninger svarede nogenlunde til benchmarket. Relativt til benchmark er afkastet derfor tilfredsstillende. Den stigende USD har bidraget positivt til afkastet, da ca. 20 % af afdelingens investeringer er i USD, primært på aktiesiden men også i mindre grad i kreditobligationer. Kreditobligationer har bidraget med et negativt absolut afkast, men har haft et positivt afkast i forhold til benchmark for denne aktivklasse på 2,2 %-point. En overvægt i Europa og i relativt korte papirer samt papirudvælgelse har bidraget til den positive performance.

Aktier har givet et afkast på -7,6 % mod benchmark, der har givet -3,9 %. Det utilfredsstillende afkast på denne aktivklasse følger primært af regionsallokeringen. Afdelingen har været overvægtet Europa/Danmark i starten af året samt i emerging markets, som begge trækker det relative afkast markant ned. Mht. papirudvælgelsen har value-aktier bidraget negativt til afkastet. Specielt stabile aktier har bidraget positivt i den sidste periode, men også emerging markets aktier har givet bedre afkast end det brede marked. Regionsallokeringen har nu mindre overvægt i emerging markets, Europa og Danmark end tidligere, og dermed fylder USA det samme som i benchmark.

### Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 4,00 kr. pr. andel.

### Forventninger til 2019

Afdelingen forventer, at de globale aktiemarkeder vil stige med 5-10 % i 2019. Hovedscenariet er en moderat positiv vækst i økonomierne samt fortsat indtjeningsvækst hos afdelingernes selskaber. Kreditobligationer forventes at kunne levere positive afkast fra de løbende kuponer. For kreditobligationer er indsnævring af kreditspænd en kilde til afkast, men vi forventer ikke nødvendigvis, at det vil være tilfældet i 2019. Samlet set forventer vi, at afdelingen kan levere positive afkast i 2019.

### Afdelingspecifikke risici

Afdelingen henvender sig til investorer, der frem for at foretage enkeltinvesteringer og opbygge en individuel værdipapirportefølje ønsker at drage fordel af den risikospredning, som afdelingens portefølje indebærer. Den typiske investor i afdelingen har en investeringshorisont på mindst tre år og betragter investeringen i afdelingen som et af flere elementer i en samlet portefølje.

Afdelingens investeringer er først og fremmest følsomme over for følgende risici:

### Aktierisiko

Kursudviklingen på aktiemarkederne er generelt meget ujævn. Aktiekurserne kan på meget kort tid falde betydeligt, blandt andet som følge af vanskeligt forudsigelige politiske, finansielle eller regulatoriske forhold. Sektorrelaterede, regionale, nationale samt internationale begivenheder af for eksempel økonomisk eller forretningsmæssig karakter kan også have afgørende indflydelse på såvel den langsigtede som den kortsigtede kursudvikling på aktiemarkederne og dermed på udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue.

### Landerisiko

Afdelingen investerer primært i amerikanske og europæiske værdipapirer via afdelinger i PFA Invest. Kursudviklingen på det internationale aktie- og obligationsmarked har dermed en betydning for afdelingens værdiudvikling. Såvel specifikke ameri-

kanske samt europæiske politiske og regulatoriske foranstaltninger, såsom regionernes finansielle og økonomiske udvikling, herunder rente- og valutaudviklingen, samt andre påvirkende faktorer er derfor væsentlige risikoelementer for udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue, som ikke – eller kun delvis – kan elimineres ved risikospredning indenfor afdelingens investeringsunivers.

#### **Renterisiko**

Renteudviklingen på obligationsmarkederne påvirkes af de generelle økonomiske vilkår, herunder forventninger til inflationsudviklingen. Sektorrelaterede, regionale, nationale samt internationale begivenheder af for eksempel økonomisk eller forretningsmæssig karakter kan også have afgørende indflydelse på såvel den langsigtede som den kortsigtede renteudvikling på obligationsmarkederne og dermed på udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue. Kursudviklingen på obligationsmarkederne er generelt mindre volatile end på aktiemarkederne.

#### **Valutakursrisiko**

Afdelingen kan foretage investeringer i udenlandske aktier og obligationer, hvilket medfører en eksponering mod valutaer, som kan have et større eller mindre udsving i forhold til danske kroner. Valutakursrisikoen kan dog i perioder være afdækket helt eller delvist i forhold til danske kroner.

#### **Selskabsspecifikke forhold**

Kursudviklingen for hver enkelt aktie eller obligation i afdelingens portefølje vil ofte være mere ujævn end markedets gennemsnitlige kursudvikling. Selskabsspecifikke forhold, herunder selskabets generelle forretningsudvikling, forretningsudviklingen på vigtige områder, finansieringsforhold, følsomheden over for udviklingen i dansk eller udenlandsk rente, følsomheden over for udviklingen i valutakurserne samt ændringer i selskabets regulatoriske og skattemæssige rammebetingelser i såvel Danmark som udlandet, kan fra dag til dag medføre langt større kursudsving på selskabsniveau end markedets gennemsnitlige daglige kursvariation. Da afdelingen kan placere op til 10 % af formuen i et enkelt værdipapir, kan nettoværdien af afdelingens formue variere kraftigt som følge af specifikke forhold i de selskaber, som afdelingen har investeret i.

#### **Særlige risici i 2019**

De største risici i afdelingen er, at de underliggende afdelingers afkast samvarierer i negativ retning, hvilket kan ske hvis eksempelvis renterne stiger og aktier falder.

Risici er også omtalt under Generelle Risikofaktorer.

# Balance A

Note	Resultatopgørelse (1000 kr.)	2018	2017
1	Renteindtægter	15.708	14.814
2	Renteudgifter	-196	-176
3	Udbytter	78.321	13.943
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>93.833</b>	<b>28.581</b>
4	Kursgevinster og -tab, Obligationer	-8.920	-7.804
5	Kursgevinster og -tab, Kapitalandele	-125.620	56.393
	Kursgevinster og -tab, Afledte finansielle instrumenter	81	-151
	Kursgevinster og -tab, Valutakonti	194	-677
	Kursgevinster og -tab, Øvrige	3	0
6	Handelsomkostninger	120	49
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-134.382</b>	<b>47.712</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>-40.549</b>	<b>76.293</b>
7	Administrationsomkostninger	18.774	15.660
	<b>Resultat før skat</b>	<b>-59.323</b>	<b>60.633</b>
8	<b>Skat</b>	<b>620</b>	<b>141</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-59.943</b>	<b>60.492</b>
	Udlodningsregulering	8.995	8.998
	Overført fra sidste år	525	1.162
	<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>9.520</b>	<b>10.160</b>
	<b>Til disposition</b>	<b>-50.423</b>	<b>70.652</b>
9	<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>88.173</b>	<b>35.237</b>
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	86.899	34.712
	Overført til udlodning næste år	1.274	525
	<b>Overført til formuen</b>	<b>-138.596</b>	<b>35.415</b>
Note	Balance (1000 kr.)	2018	2017
	<b>AKTIVER</b>		
	Indestående i depotselskab	43.167	17.800
10	<b>I alt likvide midler</b>	<b>43.167</b>	<b>17.800</b>
	Noterede obligationer fra danske udstedere	459.786	490.303
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	265.553	273.140
	Unoterede obligationer i danske selskaber	186.229	0
10	<b>I alt obligationer</b>	<b>911.568</b>	<b>763.443</b>
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	107.086	140.896
11	Investeringsbeviser i andre danske UCITS	1.243.752	1.225.150
10	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>1.350.838</b>	<b>1.366.046</b>
	Tilgodehavende renter, udbytte m.m	5.616	6.205
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	19.065	7.676
	Aktuelle skatteaktiver	117	12
10	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>24.798</b>	<b>13.893</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.330.371</b>	<b>2.161.182</b>
	<b>PASSIVER</b>		
12	<b>Investorerne formue</b>	<b>2.329.435</b>	<b>2.157.512</b>
	Skyldige omkostninger	929	869
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	7	2.801
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>936</b>	<b>3.670</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>2.330.371</b>	<b>2.161.182</b>
13	<b>Noter, hvortil der ikke henvises</b>		

# Balance A

Note **NOTER**

	2018	2017
<b>1 Renteindtægter (1000 kr.)</b>		
Renteindtægter depotselskab	60	22
Noterede obligationer fra danske udstedere	7.941	6.776
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	7.707	8.016
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>15.708</b>	<b>14.814</b>
<b>2 Renteudgifter (1000 kr.)</b>		
Renteudgifter depotselskab	-196	-176
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>-196</b>	<b>-176</b>
<b>3 Udbytter (1000 kr.)</b>		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	3.993	1.372
Investeringsbeviser i andre danske UCITS	74.328	12.571
<b>I alt udbytter</b>	<b>78.321</b>	<b>13.943</b>
<b>4 Kursgevinster og -tab, Obligationer (1000 kr.)</b>		
Noterede obligationer fra danske udstedere	-5.627	1.756
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	-7.506	-9.560
Unoterede obligationer i danske selskaber	4.213	0
<b>I alt kursgevinster og -tab, Obligationer</b>	<b>-8.920</b>	<b>-7.804</b>
Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, obligationer	-94	164
<b>5 Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)</b>		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	-16.916	6.176
Investeringsbeviser i andre danske UCITS	-108.704	47.960
Investeringsbeviser i udenlandske investeringsforeninger	0	2.257
<b>I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele</b>	<b>-125.620</b>	<b>56.393</b>
Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele	-5.198	4.419
<b>6 Handelsomkostninger (1000 kr.)</b>		
Bruttohandelsomkostninger	287	172
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-167	-123
<b>I alt handelsomkostninger ved løbende drift</b>	<b>120</b>	<b>49</b>
<b>7 Administrationsomkostninger (1000 kr.)</b>		
<b>Afdelingsdirekte</b>		
Administrationsvederlag	2.006	1.683
Markedsføringsomkostninger	11.143	9.349
Gebyrer til depotselskab	428	178
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	4.775	4.045
Øvrige omkostninger	161	230
<b>I alt afd. Direkte adm.omkostninger</b>	<b>18.513</b>	<b>15.485</b>
<b>Andel af fællesomkostninger</b>		
Honorar til bestyrelse	74	78
Revisionshonorar til revisorer	32	31
Licensomkostninger	91	0
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	40	-4
Øvrige omkostninger	24	70
<b>I alt andel af fælles adm.omkostninger</b>	<b>261</b>	<b>175</b>
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>18.774</b>	<b>15.660</b>
<b>8 Skat (1000 kr.)</b>		
Ikke refunderbare udbytteskatter	620	141
<b>I alt skat</b>	<b>620</b>	<b>141</b>

# Balance A

Note **NOTER (Fortsat)**

	2018	2017
<b>9 Til rådighed for udlodning (1000 kr.)</b>		
Renter og udbytter	93.833	28.581
Ikke refunderbar udbytteskat	-620	-142
Kursgevinst til udlodning*	-5.456	4.273
Adm. Omkostninger til modregning i udlodning	-9.104	-7.635
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	8.995	8.998
Udlodning fra sidste år	525	1.162
<b>I alt til rådighed til udlodning</b>	<b>88.173</b>	<b>35.237</b>
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på kapitalandele	-5.198	4.419
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på obligationer	-94	164
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på valutakonti	-165	-310

<b>10 Finansielle instrumenter(%)</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter*	90,16	99,18
Øvrige finansielle instrumenter**	9,84	0,82
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside <a href="http://www.pfainvest.dk">www.pfainvest.dk</a>		
*Indeholder Obligationer Kapitalandele og tilgodehavende rente, udbytte mm		
**Indeholder Likvide midler og Unoterede obligationer		

<b>11 Investeringsbeviser i andre danske UCITS ( 1000 kr.)</b>		
IPI - PFA Invest Danske aktier	19.645	27.707
IPI - PFA Invest Europa Value Aktier	22.949	43.598
IPI - PFA Invest Globale Aktier (Balance D)	295.272	300.626
IPI - PFA Invest Højt Udbytte Aktier	23.323	37.967
IPI - PFA Invest Kreditobligationer	447.719	421.251
IPI - PFA Invest Mellemlange Obligationer	300.746	279.561
IPI - PFA Invest Udenlandske Obligationer	79.286	79.452
IPI - PFA Invest US Stabile Aktier	54.813	34.988
<b>I alt Investeringsbeviser i danske investeringsforeninger</b>	<b>1.243.752</b>	<b>1.225.150</b>

	2018		2017	
	Cirk. Andele	Formue værdi	Cirk. Andele	Formue værdi
<b>12 Investorenes formue (1000 kr)</b>				
Investorenes formue (primo)	19.285	2.157.512	12.041	1.373.677
Emissioner i året	3.350	367.236	7.709	859.001
Indløsninger i året	-910	-101.015	-465	-52.164
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		890		1.700
Handelsomkostninger omkl. fra driften		-167		-123
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		-8.995		-8.998
Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		-35.078		-85.071
Overført til udlodning fra sidste år		-525		-1.162
Overført til udlodning næste år		1.274		525
Foreslået udlodning		86.899		34.712
Overført fra resultatopgørelse		-138.596		35.415
<b>I alt investorenes formue</b>	<b>21.725</b>	<b>2.329.435</b>	<b>19.285</b>	<b>2.157.512</b>

<b>13 Noter, hvortil der ikke henvises</b>					
<b>5 års oversigt</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014*</b>
Netto resultat (1000 kr.)	-59.943	60.492	58.479	31.179	25.870
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	2.329.435	2.157.512	1.373.677	900.803	420.867
Cirkulerende andele (stk.)	21.724.818	19.284.570	12.041.414	7.713.966	3.743.511
Indre værdi pr. andel	107,23	111,88	114,08	116,78	112,43
Udlodning pr. andel	4,00	1,80	6,30	8,30	3,70
Årets afkast i %	-2,55	3,67	5,17	7,06	12,43
Årets benchmarkafkast i %	-2,16	4,06	6,57	5,60	13,38
Omkostnings %	0,84	0,83	0,84	0,21	0,21
Omsætningshastighed	0,14	0,05	0,16	0,22	0,31
Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	0,25	0,42			
Tracking error (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	1,24	1,26			
ÅOP (helårsperiodiseret 2014)	0,94	0,92	0,94	0,97	1,07
Indirekte handelsomkostninger	0,09				
* Perioden 28.01-31.12.14					

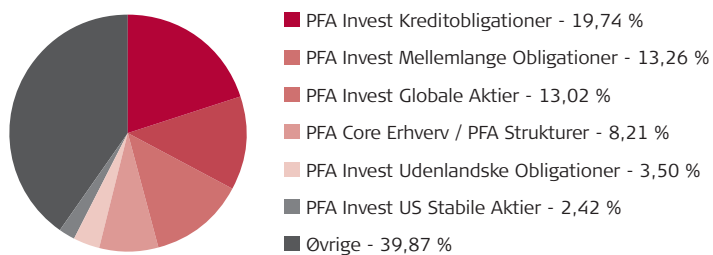
# Balance A

Note **NOTER (Fortsat)**

## Afdelingens største beholdninger

PFA Invest Kreditobligationer	19,74 %
PFA Invest Mellemlange Obligationer	13,26 %
PFA Invest Globale Aktier	13,02 %
PFA Core Erhverv / PFA Strukturer	8,21 %
PFA Invest Udenlandske Obligationer	3,50 %
PFA Invest US Stabile Aktier	2,42 %
Øvrige	39,87 %

## Aktivfordeling i afdelingen (%)



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider og derivater.

# Balance AA

## Afdelingsprofil

Afdelingen investerer minimum 40 % af formuen i afdelinger i Investeringsforeningen PFA Invest. Endvidere kan afdelingen investere direkte eller indirekte (via andre investeringsforeninger) i obligationer og aktier med en gennemsnitlig overeksponering mod obligationer målt over et regnskabsår. Afdelingen investerer hovedsagligt i børsnoterede værdipapirer, men kan placere op til 10 % af midlerne i unoterede værdipapirer, herunder strukturerede obligationer. Afdelingen søges sammensat med en spredning på regioner og sektorer med det formål at optimere det forventede afkast. Målsætningen er at levere et stabilt merafkast i forhold til benchmark med en balanceret risikoprofil. Afdelingen skal almindeligvis have en obligationseksponering mellem 70-100 %, en aktieeksponering mellem 0-15 % og en eksponering mod kontanter mellem 0-15 %.

## Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

## Startdato

Afdelingen havde opstart den 28.06.17.

## Benchmark

Afdelingens benchmark er bestående af 10 % MSCI World, 20 % Barclays Global Agg. Corp. ex AAA, EUR, USD (Hedged to DKK), 5 % JPM EMBI Global Diversified (Hedged to DKK), 5 % Barclays US HY Corp 2 % Capped (Hedged to DKK), 15 % Nordea Markets Mortgage Bond Index Callable, 24 % Nordea Markets Mortgage Bond Index Non-callable > 1Y, 6 % Nordea Markets Government Bond Denmark Index, 15 % Nordea Markets Government Bond Denmark Index CM 2Y.

## Risikoprofil

1	2	<b>3</b>	4	5	6	7
Lav risiko			Høj risiko			
Lavt forventet afkast			Højt forventet afkast			

## Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2018 et afkast på -1,49 %, mens benchmark gav et afkast på -1,28 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2017	0,66 %	1,00 %	-0,34 %
2018	-1,49 %	-1,28 %	-0,21 %
<b>siden start</b>	<b>-0,84 %</b>	<b>-0,29 %</b>	<b>-0,55 %</b>

\* Perioden 28. juni - 31. december 2017.

## Markedsudvikling i 2018

2018 blev et år hvor risikofyldte aktiver begyndte med markante stigninger, trukket af et synkront opsving i de store regioner. Med emerging market i spidsen så vi stigninger på op mod 7 % i januar, efterfulgt af februar hvor det hele satte sig voldsomt foranlediget af at strukturerede produkter på bl.a. volatilitetsfronten kom ud for et voldsomt salgspres. Vækst og arbejdsløshed er fortsat på fine niveauer, og virksomhedernes indtjening ligeledes. Aktiemarkedet er dog også prisfastsat til at alt skal være perfekt. For så vidt angår nøgletal har specielt lønudviklingen været nøje overvåget, og en stigning i januar satte markederne under pres. Der har været fokus på geopolitik, bl.a. handelskrig, Brexit og udviklingen i Italien. Sidstnævnte kan potentielt give udfordringer for Euro samarbejdet.

2. kvartal og specielt 3. kvartal leverede positive aktieafkast, og da den amerikanske dollar (USD) steg gennem året, gav det positive aktieafkast målt i danske kroner. Oktober blev måneden, hvor volatiliteten vendte tilbage, og vi så inden for måneden fald på op mod 10 %, så 3. kvartal sluttede

med negative afkast, hvilket er fortsat i 4. kvartal. Kreditobligationer har oplevet stigninger i kreditspænd til statsobligationer med negative afkast til følge. I USA har vi set rentestigninger i de første tre kvartaler, hvor Europa ligger nogenlunde fladt. Kreditobligationer er i høj grad knyttet til de amerikanske renter, hvilket øger de negative afkast. I den korte ende af rentekurven har vi i 4. kvartal set et skifte således at markedet ikke længere prisfastsætter, at Den Amerikanske Centralbank foretager 3-4 rentestigninger i 2019, men snarere kun en enkelt rentestigning. Dette er et udtryk for at momentum i økonomien er faldende.

#### **Afdelingens udvikling i 2018**

Afdelingens afkast var på -1,5 % og afkast på benchmark var -1,3 %. Relativt set er afkastet derfor nogenlunde tilfredsstillende. Den stigende USD har bidraget positivt til afkastet, da ca. 7 % af afdelingens investeringer er i USD, primært via aktier. Kreditobligationer har bidraget med et negativt absolut afkast, men et positivt afkast i forhold til benchmark på 1,9 %-point. Overvægten i Europa og relativt korte papirer samt papirudvælgelsen har bidraget til den positive performance.

Aktier har givet et afkast på -7,8 % mod benchmark der har givet -3,9 %. Dette utilfredsstillende afkast på denne aktivklasse følger af primært regionsallokeringen. Afdelingen har været overvægtet Europa/Danmark i starten af året samt emerging markets, som begge trækker det relative afkast markant ned. Mht. papirudvælgelsen har valueaktier bidraget negativt. Specielt stabile aktier har bidraget positivt i den sidste periode, men også emerging markets aktier har leveret bedre afkast end det brede marked. Regionsallokeringen er nu med mindre overvægt i emerging markets, Europa og Danmark end tidligere, og dermed fylder USA det samme som i benchmark.

#### **Udbytte**

Afdelingen udlodder et udbytte på 3,40 kr. pr. andel.

#### **Forventninger til 2019**

Afdelingen forventer, at de globale aktiemarkeder vil stige med 5-10 % i 2019. Hovedscenariet er en moderat positiv vækst i økonomierne, samt fortsat indtjeningsvækst hos afdelingernes selskaber. Kreditobligationer forventes at kunne levere positive afkast fra de løbende kuponer. For kreditobligationer er indsnævring af kreditspænd en kilde til afkast, men vi forventer ikke nødvendigvis, at det vil være tilfældet i 2019. Samlet set forventer vi, at afdelingen kan levere positive afkast i 2019.

#### **Afdelingspecifikke risici**

Afdelingen henvender sig til investorer, der frem for at foretage enkeltinvesteringer og opbygge en individuel værdipapirportefølje ønsker at drage fordel af den risikospredning, som afdelingens portefølje indebærer. Den typiske investor i afdelingen har en investeringshorisont på mindst tre år og betragter investeringen i afdelingen som et af flere elementer i en samlet portefølje.

Afdelingens investeringer er først og fremmest følsomme over for følgende risici:

#### **Aktierisiko**

Kursudviklingen på aktiemarkederne er generelt meget ujævn. Aktiekurserne kan på meget kort tid falde betydeligt, blandt andet som følge af vanskeligt forudsigelige politiske, finansielle eller regulatoriske forhold. Sektorrelaterede, regionale, nationale samt internationale begivenheder af for eksempel økonomisk eller forretningsmæssig karakter kan også have afgørende indflydelse på såvel den langsigtede som den kortsigtede kursudvikling på aktiemarkederne og dermed på udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue.

#### **Landerisiko**

Afdelingen investerer primært i amerikanske og europæiske værdipapirer via afdelinger i PFA Invest. Kursudviklingen på det internationale aktie- og obligationsmarked har dermed en betydning for



afdelingens værdiudvikling. Såvel specifikke amerikanske samt europæiske politiske og regulatoriske foranstaltninger, såsom regionernes finansielle og økonomiske udvikling, herunder rente- og valutaudviklingen, samt andre påvirkende faktorer er derfor væsentlige risikoelementer for udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue, som ikke – eller kun delvis – kan elimineres ved risikospredning indenfor afdelingens investeringsunivers.

#### **Renterisiko**

Renteudviklingen på obligationsmarkederne påvirkes af de generelle økonomiske vilkår, herunder forventninger til inflationsudviklingen. Sektorrelaterede, regionale, nationale samt internationale begivenheder af for eksempel økonomisk eller forretningsmæssig karakter kan også have afgørende indflydelse på såvel den langsigtede som den kortsigtede renteudvikling på obligationsmarkederne og dermed på udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue.

Kursudviklingen på obligationsmarkederne er generelt mindre volatile end på aktiemarkederne.

#### **Valutakursrisiko**

Afdelingen kan foretage investeringer i udenlandske aktier og obligationer, hvilket medfører en eksponering mod valutaer, som kan have et større eller mindre udsving i forhold til danske kroner. Va-

lutakursrisikoen kan dog i perioder være afdækket helt eller delvist i forhold til danske kroner.

#### **Selskabsspecifikke forhold**

Kursudviklingen for hver enkelt aktie eller obligation i afdelingens portefølje vil ofte være mere ujævn end markedets gennemsnitlige kursudvikling. Selskabsspecifikke forhold, herunder selskabets generelle forretningsudvikling, forretningsudviklingen på vigtige områder, finansieringsforhold, følsomheden over for udviklingen i dansk eller udenlandsk rente, følsomheden over for udviklingen i valutakurserne samt ændringer i selskabets regulatoriske og skattemæssige rammebetingelser i såvel Danmark som udlandet, kan fra dag til dag medføre langt større kursudsving på selskabsniveau end markedets gennemsnitlige daglige kursvariation. Da afdelingen kan placere op til 10 % af formuen i en enkelt værdipapir, kan nettoværdien af afdelingens formue variere kraftigt som følge af specifikke forhold i de selskaber, som afdelingen har investeret i.

#### **Særlige risici i 2019**

De største risici i afdelingen er, at de underliggende afdelingers afkast samvarierer i negativ retning, hvilket kan ske hvis eksempelvis renterne stiger og aktier falder.

Risici er også omtalt under Generelle Risikofaktorer.

# Balance AA

Note	Resultatopgørelse (1000 kr.)	2018	28.06-31.12.17
1	Renteindtægter	2.106	967
2	Renteudgifter	-14	-7
3	Udbytter	7.466	0
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>9.558</b>	<b>960</b>
4	Kursgevinster og -tab, Obligationer	-1.049	-278
5	Kursgevinster og -tab, Kapitalandele	-10.448	1.228
	Kursgevinster og -tab, Afledte finansielle instrumenter	16	-10
	Kursgevinster og -tab, Valutakonti	10	-6
6	Handelsomkostninger	3	2
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-11.474</b>	<b>932</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>-1.916</b>	<b>1.892</b>
7	Administrationsomkostninger	1.922	934
	<b>Resultat før skat</b>	<b>-3.838</b>	<b>958</b>
8	Skat	2	0
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-3.840</b>	<b>958</b>
	Udlodningsregulering	1.413	35
	Overført fra sidste år	202	0
	<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>1.615</b>	<b>35</b>
	<b>Til disposition</b>	<b>-2.225</b>	<b>993</b>
9	<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>9.245</b>	<b>652</b>
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	9.149	450
	Overført til udlodning næste år	96	202
	<b>Overført til formuen</b>	<b>-11.470</b>	<b>341</b>
Note	Balance (1000 kr.)	2018	28.06-31.12.17
	<b>AKTIVER</b>		
	Indestående i depotselskab	5.123	2.722
10	<b>I alt likvide midler</b>	<b>5.123</b>	<b>2.722</b>
	Noterede obligationer fra danske udstedere	83.293	69.843
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	19.605	25.207
	Unoterede obligationer i danske selskaber	19.657	0
10	<b>I alt obligationer</b>	<b>122.555</b>	<b>95.050</b>
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.865	0
11	Investeringsbeviser i andre danske UCITS	134.182	122.919
	Investeringsbeviser i andre udenlandske investeringsforeninger	0	4.192
10	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>136.047</b>	<b>127.111</b>
	Tilgodehavende renter, udbytte m.m	773	764
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	1.909	1.167
10	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>2.682</b>	<b>1.931</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>266.407</b>	<b>226.814</b>
	<b>PASSIVER</b>		
12	<b>Investorerne formue</b>	<b>266.301</b>	<b>226.720</b>
	Skyldige omkostninger	105	94
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	1	0
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>106</b>	<b>94</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>266.407</b>	<b>226.814</b>
13	<b>Noter, hvortil der ikke henvises</b>		

# Balance AA

## NOTER

	2018	28.06-31.12.17
<b>1 Renteindtægter (1000 kr.)</b>		
Renteindtægter depotselskab	11	2
Noterede obligationer fra danske udstedere	1.456	606
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	639	359
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>2.106</b>	<b>967</b>
<b>2 Renteudgifter (1000 kr.)</b>		
Renteudgifter depotselskab	-14	-7
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>-14</b>	<b>-7</b>
<b>3 Udbytter (1000 kr.)</b>		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	20	0
Investeringsbeviser i andre danske UCITS	7.446	0
<b>I alt udbytter</b>	<b>7.466</b>	<b>0</b>
<b>4 Kursgevinster og -tab, Obligationer (1000 kr.)</b>		
Noterede obligationer fra danske udstedere	-910	-188
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	-584	-90
Unoterede obligationer i danske selskaber	445	0
<b>I alt kursgevinster og -tab, Obligationer</b>	<b>-1.049</b>	<b>-278</b>
Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, obligationer	-527	-63
<b>5 Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)</b>		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	-280	0
Investeringsbeviser i andre danske UCITS	-9.826	936
Investeringsbeviser i udenlandske investeringsforeninger	-342	292
<b>I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele</b>	<b>-10.448</b>	<b>1.228</b>
Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele	-406	291
<b>6 Handelsomkostninger (1000 kr.)</b>		
Bruttohandelsomkostninger	6	2
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-3	0
<b>I alt handelsomkostninger ved løbende drift</b>	<b>3</b>	<b>2</b>
<b>7 Administrationsomkostninger (1000 kr.)</b>		
<b>Afdelingsdirekte</b>		
Administrationsvederlag	223	100
Markedsføringsomkostninger	1.002	468
Gebyrer til depotselskab	50	52
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	565	256
Øvrige omkostninger	53	49
<b>I alt afd. Direkte adm.omkostninger</b>	<b>1.893</b>	<b>925</b>
<b>Andel af fællesomkostninger</b>		
Honorar til bestyrelse	8	5
Revisionshonorar til revisorer	3	2
Licensomkostninger	10	0
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	4	0
Øvrige omkostninger	4	2
<b>I alt andel af fælles adm.omkostninger</b>	<b>29</b>	<b>9</b>
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>1.922</b>	<b>934</b>
<b>8 Skat (1000 kr.)</b>		
Ikke refunderbare udbytteskatter	2	0
<b>I alt skat</b>	<b>2</b>	<b>0</b>

# Balance AA

Note **NOTER (Fortsat)**

	<b>2018</b>	<b>28.06-31.12.17</b>		
<b>9 Til rådighed for udlodning (1000 kr.)</b>				
Renter og udbytter	9.559	960		
Ikke refunderbar udbytteskat	-3	0		
Kursgevinst til udlodning*	-916	219		
Adm. Omkostninger til modregning i udlodning	-1.010	-562		
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	1.413	35		
Udlodning fra sidste år	202	0		
<b>I alt til rådighed til udlodning</b>	<b>9.245</b>	<b>652</b>		
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på kapitalandele	-406	291		
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på obligationer	-527	-63		
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på valutakonti	17	-9		
<b>10 Finansielle instrumenter(%)</b>				
Børsnoterede finansielle instrumenter*	90,70	98,80		
Øvrige finansielle instrumenter**	9,30	1,20		
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>		
Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside <a href="http://www.pfainvest.dk">www.pfainvest.dk</a>				
*Indeholder Obligationer Kapitalandele og tilgodehavende rente, udbytte mm				
**Indeholder Likvide midler og Unoterede obligationer				
<b>11 Investeringsbeviser i andre danske UCITS ( 1000 kr.)</b>				
IPI - PFA Invest Danske aktier	1.884	1.582		
IPI - PFA Invest Europa Value Aktier	1.846	1.639		
IPI - PFA Invest Globale Aktier (Balance D)	16.562	16.607		
IPI - PFA Invest Kreditobligationer	49.464	41.453		
IPI - PFA Invest Mellemlange Obligationer	42.808	40.654		
IPI - PFA Invest Udenlandske Obligationer	19.335	19.376		
IPI - PFA Invest US Stabile Aktier	2.281	1.609		
<b>I alt Investeringsbeviser i danske investeringsforeninger</b>	<b>134.182</b>	<b>122.919</b>		
	<b>2018</b>	<b>28.06-31.12.17</b>		
<b>12 Investorenes formue (1000 kr)</b>	<b>Cirk.</b>	<b>Cirk.</b>		
	<b>Andele</b>	<b>Formue værdi</b>		
Investorenes formue (primo)	2.252	226.720	0	0
Emissioner i året	439	43.792	2.252	225.311
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		87		451
Handelsomkostninger omkl. fra driften		-3		0
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		-1.413		-35
Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		-456		0
Overført til udlodning fra sidste år		-202		0
Overført til udlodning næste år		96		202
Foreslået udlodning		9.149		450
Overført fra resultatopgørelse		-11.470		341
<b>I alt investorenes formue</b>	<b>2.691</b>	<b>266.301</b>	<b>2.252</b>	<b>226.720</b>
<b>13 Noter, hvortil der ikke henvises</b>				
<b>5 års oversigt</b>			<b>2018</b>	<b>2017*</b>
Netto resultat (1000 kr.)			-3.840	958
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)			266.301	226.720
Cirkulerende andele (stk.)			2.690.931	2.252.421
Indre værdi pr. andel			98,96	100,66
Udlodning pr. andel			3,40	0,20
Årets afkast i %			-1,49	0,66
Årets benchmarkafkast i %			-1,28	1,00
Omkostnings %			0,78	0,44
Omsætningshastighed			0,20	0,14
ÅOP (helårsperiodiseret 2017)			0,86	0,92
Indirekte handelsomkostninger			0,09	
* Perioden 28.06-31.12.17				

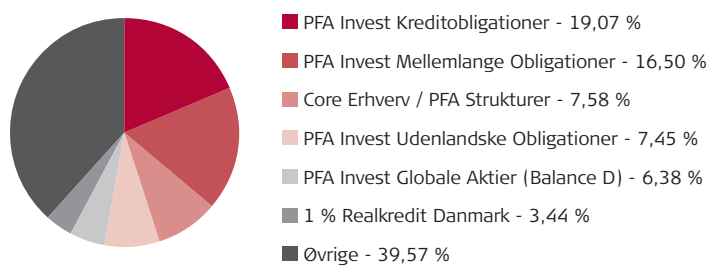
# Balance AA

Note **NOTER (Fortsat)**

## Afdelingens største beholdninger

PFA Invest Kreditobligationer	19,07 %
PFA Invest Mellemlange Obligationer	16,50 %
PFA Core Erhverv / PFA Strukturer	7,58 %
PFA Invest Udenlandske Obligationer	7,45 %
PFA Invest Globale Aktier (Balance D)	6,38 %
1 % Realkredit Danmark	3,44 %
Øvrige	39,57 %

## Aktivfordelingen i afdelingen (%)



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider og derivater.

## Balance B

Afdelingen investerer minimum 50 % af formuen i afdelinger i Investeringsforeningen PFA Invest. Endvidere kan afdelingen investere direkte eller indirekte (via andre afdelinger) i obligationer og aktier, dog således at den gennemsnitlige andel af aktiebaserede investeringer hen over kalenderåret udgør mindst 50 %. Afdelingen investerer hovedsagligt i børsnoterede værdipapirer, men kan placere op til 10 % af midlerne i noterede værdipapirer, herunder strukturerede obligationer. Målsætningen er at levere et stabilt merafkast i forhold benchmark med en balanceret risikoprofil. Afdelingen skal almindeligvis have en obligations-eksponering mellem 30-55 % og en aktieeksponering mellem 45-70 %.

### Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

### Startdato

Afdelingen havde opstart den 1.10.12.

### Benchmark

Afdelingens benchmark er 55 % MSCI World, 10 % Barclays Global Aggr Corp. excl. AAA EUR, USD (Hedged to DKK), 5 % JP Morgan EMBI Global Diversified (Hedged to DKK), 5 % Barclays US High Yield Corp 2 % Issuer Capped (Hedged to DKK), 6,25 % Nordea Markets Mortgage Bond Index, 10 % Nordea Markets Mortgage Bond Index Non-callable > 1Y, 2,5 % Nordea Markets Government Bond Denmark Index, 6,25 % Nordea Markets Government Bond Denmark Index CM 2Y.

### Risikoprofil

1	2	3	<b>4</b>	5	6	7
Lav risiko				Høj risiko		
Lavt forventet afkast				Højt forventet afkast		

### Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2018 et afkast på -4,31 %, mens benchmark gav et afkast på -2,79 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast iff. benchmark
2014	15,38 %	16,07 %	-0,70 %
2015	10,26 %	7,70 %	2,56 %
2016	5,38 %	8,46 %	-3,08 %
2017	6,57 %	5,61 %	0,96 %
2018	-4,31 %	-2,79 %	-1,52 %
<b>siden start</b>	<b>55,30 %</b>	<b>52,39 %</b>	<b>2,91 %</b>

### Markedsudvikling i 2018

2018 blev et år hvor risikofyldte aktiver begyndte med markante stigninger, trukket af et synkront opsving i de store regioner. Med emerging market i spidsen så vi stigninger på op mod 7 % i januar, efterfulgt af februar hvor det hele satte sig voldsomt foranlediget af at strukturerede produkter på bl.a. volatilitetsfronten kom ud for et voldsomt salgspres. Vækst og arbejdsløshed er fortsat på fine niveauer, og virksomhedernes indtjening ligeledes. Aktiemarkedet er dog også prisfastsat til at alt skal være perfekt. For så vidt angår nøgletal har specielt lønudviklingen været nøje overvåget, og en stigning i januar satte markederne under pres. Der har været fokus på geopolitik, bl.a. handelskrig, Brexit og udviklingen i Italien. Sidstnævnte kan potentielt give udfordringer for Euro samarbejdet.

2. kvartal og specielt 3. kvartal leverede positive aktieafkast, og da den amerikanske dollar (USD) steg gennem året, gav det positive aktieafkast målt i danske kroner. Oktober blev måneden, hvor volatiliteten vendte tilbage, og vi så inden for måneden fald på op mod 10 %, så 3. kvartal sluttede med negative afkast, hvilket er fortsat i 4. kvartal.

Kreditobligationer har oplevet stigninger i kreditspænd til statsobligationer med negative afkast til følge. I USA har vi set rentestigninger i de tre første kvartaler, hvor Europa ligger nogenlunde fladt. Kreditobligationer er i høj grad knyttet til de ame-

rikanske renter, hvilket øger de negative afkast. I den korte ende af rentekurven har vi i 4. kvartal set et skifte således at markedet ikke længere prisfastsætter, at Den Amerikanske Centralbank foretager 3-4 rentestigninger i 2019, men snarere kun en enkelt rentestigning. Dette er et udtryk for at momentum i økonomien er faldende.

### Afdelingens udvikling i 2018

Afdelingens afkast var på -4,3 % og afkast på benchmark var -2,8 %. Relativt set er afkastet derfor ikke tilfredsstillende. Den stigende USD har bidraget positivt til afkastet, da ca. 35 % af afdelingens investeringer er i USD, primært via aktier. Kreditobligationer har bidraget med et negativt absolut afkast, men et positivt afkast i forhold til benchmark på 1,1 %-point. Overvægt i Europa og relativt korte papirer samt papirudvælgelse har bidraget til den positive performance. Aktier har givet et afkast på -7,1 % mod benchmark der har givet -3,9 %. Dette utilfredsstillende afkast følger af primært regionsallokeringen. Afdelingen har været overvægtet Europa/Danmark i starten af året samt emerging markets, som begge trækker det relative afkast markant ned. For så vidt angår papirudvælgelsen har value-aktier bidraget negativt til afkastet. Specielt stabile aktier har bidraget positivt i den sidste periode, men også EM aktier har outperformat det brede marked. Regionsallokeringen er nu med mindre overvægt i EM, Europa og Danmark end tidligere, og dermed fylder USA det samme som i benchmark.

### Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 3,90 kr. pr. andel.

### Forventninger til 2019

Afdelingen forventer, at de globale aktiemarkeder vil stige med 5-10 % i 2019. Hovedscenariet er en moderat positiv vækst i økonomierne, samt fortsat indtjeningsvækst hos afdelingernes selskaber. Kreditobligationer forventes at kunne levere positive afkast fra de løbende kuponer. For kreditobligationer er indsnævring af kreditspænd en kilde

til afkast, men vi forventer ikke nødvendigvis, at det vil være tilfældet i 2019. Samlet set forventer vi, at afdelingen kan levere positive afkast i 2019.

### Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen henvender sig til investorer, der frem for at foretage enkeltinvesteringer og opbygge en individuel værdipapirportefølje ønsker at drage fordel af den risikospredning, som afdelingens portefølje indebærer. Den typiske investor i afdelingen har en investeringshorisont på mindst tre år og betragter investeringen i afdelingen som et af flere elementer i en samlet portefølje.

Afdelingens investeringer er først og fremmest følsomme over for følgende risici:

### Aktierisiko

Kursudviklingen på aktiemarkederne er generelt meget ujævn. Aktiekurserne kan på meget kort tid falde betydeligt, blandt andet som følge af vanskeligt forudsigelige politiske, finansielle eller regulatoriske forhold. Sektorrelaterede, regionale, nationale samt internationale begivenheder af for eksempel økonomisk eller forretningsmæssig karakter kan også have afgørende indflydelse på såvel den langsigtede som den kortsigtede kursudvikling på aktiemarkederne og dermed på udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue.

### Landerisiko

Afdelingen investerer primært i amerikanske og europæiske værdipapirer via afdelinger i PFA Invest. Kursudviklingen på det internationale aktie- og obligationsmarked har dermed en betydning for afdelingens værdiudvikling. Såvel specifikke amerikanske samt europæiske politiske og regulatoriske foranstaltninger, såsom regionernes finansielle og økonomiske udvikling, herunder rente- og valutaudviklingen, samt andre påvirkende faktorer er derfor væsentlige risikoelementer for udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue, som ikke – eller kun delvis – kan elimineres ved risikospredning indenfor afdelingens investeringsunivers.

### **Renterisiko**

Renteudviklingen på obligationsmarkederne påvirkes af de generelle økonomiske vilkår, herunder forventninger til inflationsudviklingen. Sektorrelaterede, regionale, nationale samt internationale begivenheder af for eksempel økonomisk eller forretningsmæssig karakter kan også have afgørende indflydelse på såvel den langsigtede som den kortsigtede renteudvikling på obligationsmarkederne og dermed på udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue.

Kursudviklingen på obligationsmarkederne er generelt mindre volatile end på aktiemarkederne.

### **Valutakursrisiko**

Afdelingen kan foretage investeringer i udenlandske aktier og obligationer, hvilket medfører en eksponering mod valutaer, som kan have et større eller mindre udsving i forhold til danske kroner. Valutakursrisikoen kan dog i perioder være afdækket helt eller delvist i forhold til danske kroner.

### **Selskabsspecifikke forhold**

Kursudviklingen for hver enkelt aktie eller obligation i afdelingens portefølje vil ofte være mere ujævn

end markedets gennemsnitlige kursudvikling. Selskabsspecifikke forhold, herunder selskabets generelle forretningsudvikling, forretningsudviklingen på vigtige områder, finansieringsforhold, følsomheden over for udviklingen i dansk eller udenlandsk rente, følsomheden over for udviklingen i valutakurserne samt ændringer i selskabets regulatoriske og skattemæssige rammebetingelser i såvel Danmark som udlandet, kan fra dag til dag medføre langt større kursudsving på selskabsniveau end markedets gennemsnitlige daglige kursvariation. Da afdelingen kan placere op til 10 % af formuen i en enkelt værdipapir, kan nettoværdien af afdelingens formue variere kraftigt som følge af specifikke forhold i de selskaber, som afdelingen har investeret i.

### **Særlige risici i 2019**

De største risici i afdelingen er, at de underliggende afdelingers afkast samvarierer i negativ retning, hvilket kan ske hvis eksempelvis renterne stiger og aktier falder.

Risici er også omtalt under Generelle Risikofaktorer.



# Balance B

Note	Resultatopgørelse (1000 kr.)	2018	2017
1	Renteindtægter	5.371	4.543
2	Renteudgifter	-335	-251
3	Udbytter	97.062	23.967
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>102.098</b>	<b>28.259</b>
4	Kursgevinster og -tab, Obligationer	1.788	-1.396
5	Kursgevinster og -tab, Kapitalandele	-216.673	107.982
	Kursgevinster og -tab, Afledte finansielle instrumenter	-162	-291
	Kursgevinster og -tab, Valutakonti	180	-196
	Kursgevinster og -tab, Øvrige	16	-17
6	Handelsomkostninger	311	131
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-215.162</b>	<b>105.951</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>-113.064</b>	<b>134.210</b>
7	Administrationsomkostninger	23.792	17.717
	<b>Resultat før skat</b>	<b>-136.856</b>	<b>116.493</b>
8	<b>Skat</b>	<b>1.895</b>	<b>854</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-138.751</b>	<b>115.639</b>
	Udlodningsregulering	21.229	10.271
	Overført fra sidste år	1.152	779
	<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>22.381</b>	<b>11.050</b>
	<b>Til disposition</b>	<b>-116.370</b>	<b>126.689</b>
9	<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>99.871</b>	<b>36.500</b>
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	97.625	35.348
	Overført til udlodning næste år	2.246	1.152
	<b>Overført til formuen</b>	<b>-216.241</b>	<b>90.189</b>

# Balance B

Note	Balance (1000 kr.)	2018	2017
	<b>AKTIVER</b>		
	Indestående i depotselskab	39.568	36.473
10	<b>I alt likvide midler</b>	<b>39.568</b>	<b>36.473</b>
	Noterede obligationer fra danske udstedere	365.931	244.747
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	9.973	49.790
	Unoterede obligationer i danske selskaber	227.613	0
10	<b>I alt obligationer</b>	<b>603.517</b>	<b>294.537</b>
	Noterede aktier fra danske selskaber	0	10.058
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	569.393	590.773
11	Investeringsbeviser i andre danske UCITS	1.749.842	1.382.707
	Investeringsbeviser i andre udenlandske investeringsforeninger	0	19.764
10	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>2.319.235</b>	<b>2.003.302</b>
	Tilgodehavende renter, udbytte m.m	1.706	1.861
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	3.908	5.967
	Aktuelle skatteaktiver	612	269
10	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>6.226</b>	<b>8.097</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.968.546</b>	<b>2.342.409</b>
	<b>PASSIVER</b>		
12	<b>Investorerne formue</b>	<b>2.967.534</b>	<b>2.341.516</b>
	Skyldige omkostninger	1.003	886
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	9	7
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>1.012</b>	<b>893</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>2.968.546</b>	<b>2.342.409</b>
13	<b>Noter, hvortil der ikke henvises</b>		
	<b>NOTER</b>		
		<b>2018</b>	<b>2017</b>
1	<b>Renteindtægter (1000 kr.)</b>		
	Renteindtægter depotselskab	83	12
	Noterede obligationer fra danske udstedere	4.505	2.959
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	783	1.572
	<b>I alt renteindtægter</b>	<b>5.371</b>	<b>4.543</b>
2	<b>Renteudgifter (1000 kr.)</b>		
	Renteudgifter depotselskab	-335	-251
	<b>I alt renteudgifter</b>	<b>-335</b>	<b>-251</b>
3	<b>Udbytter (1000 kr.)</b>		
	Noterede aktier fra danske selskaber	254	403
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	14.793	8.395
	Investeringsbeviser i andre danske UCITS	82.015	15.169
	<b>I alt udbytter</b>	<b>97.062</b>	<b>23.967</b>
4	<b>Kursgevinster og -tab, Obligationer (1000 kr.)</b>		
	Noterede obligationer fra danske udstedere	-3.318	-438
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	-43	-958
	Unoterede obligationer i danske selskaber	5.149	0
	<b>I alt kursgevinster og -tab, Obligationer</b>	<b>1.788</b>	<b>-1.396</b>
	Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, obligationer	5.630	-459
5	<b>Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)</b>		
	Noterede aktier fra danske selskaber	-2.740	-1.067
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	-61.759	39.885
	Investeringsbeviser i andre danske UCITS	-150.009	64.636
	Investeringsbeviser i udenlandske investeringsforeninger	-2.165	4.528
	<b>I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele</b>	<b>-216.673</b>	<b>107.982</b>
	Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele	-18.241	6.466

# Balance B

Note **NOTER (Fortsat)**

	2018	2017
<b>6 Handelsomkostninger (1000 kr.)</b>		
Bruttohandelsomkostninger	762	397
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-451	-266
<b>I alt handelsomkostninger ved løbende drift</b>	<b>311</b>	<b>131</b>
<b>7 Administrationsomkostninger (1000 kr.)</b>		
<b>Afdelingsdirekte</b>		
Administrationsvederlag	2.462	1.759
Markedsføringsomkostninger	13.989	10.747
Gebyrer til depotselskab	723	371
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	6.114	4.418
Øvrige omkostninger	194	241
<b>I alt afd. Direkte adm.omkostninger</b>	<b>23.482</b>	<b>17.536</b>
<b>Andel af fællesomkostninger</b>		
Honorar til bestyrelse	87	82
Revisionshonorar til revisorer	37	33
Licensomkostninger	111	0
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	45	-4
Øvrige omkostninger	30	70
<b>I alt andel af fælles adm.omkostninger</b>	<b>310</b>	<b>181</b>
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>23.792</b>	<b>17.717</b>
<b>8 Skat (1000 kr.)</b>		
Ikke refunderbare udbytteskatter	1.895	854
<b>I alt skat</b>	<b>1.895</b>	<b>854</b>
<b>9 Til rådighed for udlodning (1000 kr.)</b>		
Renter og udbytter	102.098	28.259
Ikke refunderbar udbytteskat	-1.895	-854
Kursgevinst til udlodning*	-12.468	5.825
Adm. omkostninger til modregning i udlodning	-10.245	-7.781
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	21.229	10.271
Udlodning fra sidste år	1.152	779
<b>I alt til rådighed til udlodning</b>	<b>99.871</b>	<b>36.500</b>
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på kapitalandele	-18.241	6.466
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på obligationer	5.630	-459
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på valutakonti	143	-182
<b>10 Finansielle instrumenter(%)</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter*	91,00	98,44
Øvrige finansielle instrumenter**	9,00	1,56
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside <a href="http://www.pfainvest.dk">www.pfainvest.dk</a>		
*Indeholder Obligationer Kapitalandele og tilgodehavende rente, udbytte mm		
**Indeholder Likvide midler og Unoterede obligationer		
<b>11 Investeringsbeviser i andre danske UCITS ( 1000 kr.)</b>		
IPI - PFA Invest Danske aktier	51.206	52.041
IPI - PFA Invest Europa Value Aktier	74.116	97.745
IPI - PFA Invest Globale Aktier (Balance D)	530.142	390.560
IPI - PFA Invest Højt Udbytte Aktier	65.361	81.977
IPI - PFA Invest Kreditobligationer	517.904	392.901
IPI - PFA Invest Mellemlange Obligationer	262.763	221.713
IPI - PFA Invest Udenlandske Obligationer	50.032	50.137
IPI - PFA Invest US Stabile Aktier	198.316	95.632
<b>I alt Investeringsbeviser i danske investeringsforeninger</b>	<b>1.749.842</b>	<b>1.382.707</b>

# Balance B

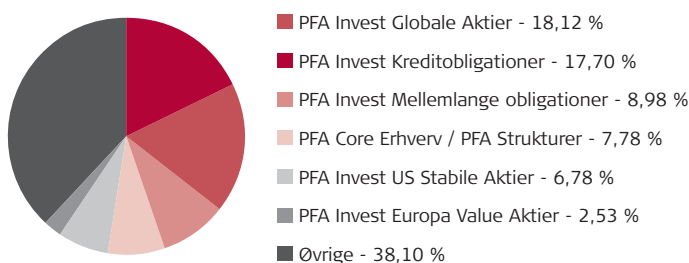
Note **NOTER (Fortsat)**

	2018		2017		
	Cirk. Andele	Formue værdi	Cirk. Andele	Formue værdi	
<b>12 Investorenes formue (1000 kr)</b>					
Investorenes formue (primo)	18.604	2.341.516	12.142	1.523.889	
Emissioner i året	6.428	801.552	6.622	817.613	
Indløsninger i året	0	0	-160	-20.245	
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		1.541		1.536	
Handelsomkostninger omkl. fra driften		-451		-266	
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		-21.229		-10.271	
Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		-37.873		-96.650	
Overført til udlodning fra sidste år		-1.152		-779	
Overført til udlodning næste år		2.246		1.152	
Foreslået udlodning		97.625		35.348	
Overført fra resultatopgørelse		-216.241		90.189	
<b>I alt investorenes formue</b>	<b>25.032</b>	<b>2.967.534</b>	<b>18.604</b>	<b>2.341.516</b>	
<b>13 Noter, hvortil der ikke henvises</b>					
<b>5 års oversigt</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>
Netto resultat (1000 kr.)	-138.751	115.639	73.473	38.369	28.366
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	2.967.534	2.341.516	1.523.889	947.697	387.342
Cirkulerende andele (stk.)	25.032.052	18.604.258	12.141.898	7.232.102	3.015.970
Indre værdi pr. andel	118,55	125,86	125,51	131,04	128,43
Udlodning pr. andel	3,90	1,90	7,70	11,70	11,00
Årets afkast i %	-4,31	6,57	5,38	10,26	15,38
Årets benchmarkafkast i %	-2,79	5,61	8,46	7,70	16,07
Omkostnings %	0,87	0,89	0,91	0,21	0,25
Omsætningshastighed	0,22	0,06	0,22	0,30	0,77
Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	0,12	0,49	0,58	0,92	
Tracking error (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	2,16	2,21	2,55	1,97	
ÅOP	0,97	1,00	1,04	1,17	1,44
Indirekte handelsomkostninger	0,08				

## Afdelingens største beholdninger

PFA Invest Globale Aktier	18,12 %
PFA Invest Kreditobligationer	17,70 %
PFA Invest Mellemlange Obligationer	8,98 %
PFA Core Erhverv / PFA Strukturer	7,78 %
PFA Invest US Stabile Aktier	6,78 %
PFA Invest Europa Value Aktier	2,53 %
Øvrige	38,10 %

## Aktivfordelingen i afdelingen (%)



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider og derivater.

# Balance C

## Afdelingsprofil

Afdelingen investerer minimum 40 % af formuen i afdelinger af Investeringsforeningen PFA Invest. Afdelingen kan endvidere investere direkte eller indirekte i aktier og obligationer, dog således at den gennemsnitlige andel af aktiebaserede investeringer hen over kalenderåret udgør mindst 50 %. Afdelingen investerer hovedsagligt i børsnoterede værdipapirer, men kan placere op til 10 % af midlerne i unoterede værdipapirer, herunder strukturerede obligationer. Almindeligvis vil afdelingen have en obligationseksposering mellem 10-35 % og en aktieeksposering mellem 65-90 %. Afdelingen søges sammensat med en spredning på regioner og sektorer med det formål at optimere det forventede afkast. Målsætningen er at levere et stabilt merafkast i forhold til benchmark med en balanceret risikoprofil.

## Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

## Startdato

Afdelingen havde opstart den 05.05.2015.

## Benchmark

Afdelingens benchmark er 75 % MSCI World, 5 % Barclays Global Aggr Corp. excl. AAA EUR +USD (Hedged to DKK), 2,5 % JP Morgan EMBI Global Diversified (Hedged to DKK), 2,5 % Barclays US High Yield Corp 2 % Issuer Capped (Hedged to DKK), 3,75 % Nordea Markets Mortgage Bond Index Combined, 6 % Nordea Markets Mortgage Bond Index Non-callable > 1Y, 1,5 % Nordea Markets Government Bond Denmark Index, 3,75 % Nordea Markets Government Bond Denmark Index CM 2Y.

## Risikoprofil

1	2	3	4	5	6	7
Lav risiko Lavt forventet afkast					Høj risiko Højt forventet afkast	

## Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2018 et afkast på -5,19 %, mens benchmark gav et afkast på -3,18 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2015*	-0,91 %	-2,78 %	1,87 %
2016	4,88 %	9,29 %	-4,41 %
2017	7,43 %	6,48 %	0,95 %
2018	-5,19 %	-3,18 %	-2,01 %
<b>siden start</b>	<b>5,86 %</b>	<b>9,55 %</b>	<b>-3,69 %</b>

\* Perioden 05.05.-31.12.15.

## Markedsudvikling i 2018

2018 blev et år hvor risikofyldte aktiver begyndte med markante stigninger, trukket af et synkront opsving i de store regioner. Med emerging market i spidsen så vi stigninger på op mod 7 % i januar, efterfulgt af februar hvor det hele satte sig voldsomt foranlediget af at strukturerede produkter på bl.a. volatilitetsfronten kom ud for et voldsomt salgspres. Vækst og arbejdsløshed er fortsat på fine niveauer, og virksomhedernes indtjening ligeledes.

Aktiemarkedet er dog også prisfestsat til at alt skal være perfekt. For så vidt angår nøgletal har specielt lønudviklingen været nøje overvåget, og en stigning i januar satte markederne under pres. Der har været fokus på geopolitik, bl.a. handelskrig, Brexit og udviklingen i Italien. Sidstnævnte kan potentielt give udfordringer for Euro samarbejdet. 2. kvartal og specielt 3. kvartal leverede positive aktieafkast, og da den amerikanske dollar (USD) steg gennem året, gav det positive aktieafkast målt i danske kroner.

Oktober blev måneden, hvor volatiliteten vendte tilbage, og vi så inden for måneden fald på op mod 10 %, så 3. kvartal sluttede med negative afkast, hvilket er fortsat i 4. kvartal. Kreditobligationer har oplevet stigninger i kreditspænd til statsobligationer med negative afkast til følge. I USA har

vi set rentestigninger i de første tre kvartaler, hvor Europa ligger nogenlunde fladt. Kreditobligationer er i høj grad knyttet til de amerikanske renter, hvilket øger de negative afkast. I den korte ende af rentekurven har vi i 4. kvartal set et skifte således at markedet ikke længere prisfastsætter, at Den Amerikanske Centralbank foretager 3-4 rentestigninger i 2019, men snarere kun en enkelt rentestigning. Dette er et udtryk for at momentum i økonomien er faldende.

### Afdelingens udvikling i 2018

Afdelingens afkast var på -5,2 % og afkast på benchmark var -3,2 %. Relativt set er afkastet derfor ikke tilfredsstillende. Den stigende USD har bidraget positivt til afkastet, da ca. 45 % af afdelingens investeringer er i USD, primært via aktier. Kreditobligationer har bidraget med et negativt absolut afkast, men et positivt afkast i forhold til benchmark på 1,2 %-point. Overvægten i Europa og relativt korte papirer samt papirudvælgelsen har bidraget til den positive performance. Aktier har givet et afkast på -6,8 % mod benchmark, der har givet -3,9 %. Det utilfredsstillende afkast på denne aktivklasse følger primært af regionsallokeringen.

Afdelingen har været overvægtet Europa/Danmark i starten af året samt emerging markets, som begge trækker det relative afkast markant ned. Mht. papirudvælgelsen har value-aktier bidraget negativt til afkastet. Specielt stabile aktier har bidraget positivt i den sidste periode, men også emerging markets aktier har leveret bedre afkast end det brede marked. Regionsallokeringen er nu med mindre overvægt i emerging markets, Europa og Danmark end tidligere, og dermed fylder US det samme som i benchmark.

### Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 1,40 kr. pr. andel.

### Forventninger til 2019

Afdelingen forventer, at de globale aktiemarkeder vil stige med 5-10 % i 2019. Hovedscenariet er en

moderat positiv vækst i økonomierne, samt fortsat indtjeningsvækst hos afdelingernes selskaber. Kreditobligationer forventes at kunne levere positive afkast fra de løbende kuponer. For kreditobligationer er indsnævring af kreditspænd en kilde til afkast, men vi forventer ikke nødvendigvis, at det vil være tilfældet i 2019. Samlet set forventer vi, at afdelingen kan levere positive afkast i 2019.

### Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen henvender sig til investorer, der frem for at foretage enkeltinvesteringer og opbygge en individuel værdipapirportefølje ønsker at drage fordel af den risikospredning, som afdelingens portefølje indebærer. Den typiske investor i afdelingen har en investeringshorisont på mindst tre år og betragter investeringen i afdelingen som et af flere elementer i en samlet portefølje.

Afdelingens investeringer er først og fremmest følsomme over for følgende risici:

### Aktierisiko

Kursudviklingen på aktiemarkedene er generelt meget ujævn. Aktiekurserne kan på meget kort tid falde betydeligt, blandt andet som følge af vanskeligt forudsigelige politiske, finansielle eller regulatoriske forhold. Sektorrelaterede, regionale, nationale samt internationale begivenheder af for eksempel økonomisk eller forretningsmæssig karakter kan også have afgørende indflydelse på såvel den langsigtede som den kortsigtede kursudvikling på aktiemarkedene og dermed på udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue.

### Landerisiko

Afdelingen investerer primært i amerikanske og europæiske værdipapirer via afdelinger i PFA Invest. Kursudviklingen på det internationale aktie- og obligationsmarked har dermed en betydning for afdelingens værdiudvikling. Såvel specifikke amerikanske samt europæiske politiske og regulatoriske foranstaltninger, såsom regionernes finansielle og økonomiske udvikling, herunder rente- og valu-

taudviklingen, samt andre påvirkende faktorer er derfor væsentlige risikoelementer for udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue, som ikke – eller kun delvis – kan elimineres ved risikospredning indenfor afdelingens investeringsunivers.

#### **Renterisiko**

Renteudviklingen på obligationsmarkederne påvirkes af de generelle økonomiske vilkår, herunder forventninger til inflationsudviklingen. Sektorrelaterede, regionale, nationale samt internationale begivenheder af for eksempel økonomisk eller forretningsmæssig karakter kan også have afgørende indflydelse på såvel den langsigtede som den kortsigtede renteudvikling på obligationsmarkederne og dermed på udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue.

Kursudviklingen på obligationsmarkederne er generelt mindre volatile end på aktiemarkederne.

#### **Valutakursrisiko**

Afdelingen kan foretage investeringer i udenlandske aktier og obligationer, hvilket medfører en eksponering mod valutaer, som kan have et større eller mindre udsving i forhold til danske kroner. Valutakursrisikoen kan dog i perioder være afdækket helt eller delvist i forhold til danske kroner.

#### **Selskabsspecifikke forhold**

Kursudviklingen for hver enkelt aktie eller obligation i afdelingens portefølje vil ofte være mere ujævn end markedets gennemsnitlige kursudvikling. Selskabsspecifikke forhold, herunder selskabets generelle forretningsudvikling, forretningsudviklingen på vigtige områder, finansieringsforhold, følsomheden over for udviklingen i dansk eller udenlandsk rente, følsomheden over for udviklingen i valutakurserne samt ændringer i selskabets regulatoriske og skattemæssige rammebetingelser i såvel Danmark som udlandet, kan fra dag til dag medføre langt større kursudsving på selskabsniveau end markedets gennemsnitlige daglige kursvariation. Da afdelingen kan placere op til 10 % af formuen i en enkelt værdipapir, kan nettoværdien af afdelingens formue variere kraftigt som følge af specifikke forhold i de selskaber, som afdelingen har investeret i.

#### **Særlige risici i 2019**

De største risici i afdelingen er, at de underliggende afdelingers afkast samvarierer i negativ retning, hvilket kan ske hvis eksempelvis renterne stiger og aktier falder.

Risici er også omtalt under Generelle Risikofaktorer.

# Balance C

Note	Resultatopgørelse (1000 kr.)	2018	2017
1	Renteindtægter	512	252
2	Renteudgifter	-65	-50
3	Udbytter	21.321	6.796
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>21.768</b>	<b>6.998</b>
4	Kursgevinster og -tab, Obligationer	1.140	418
5	Kursgevinster og -tab, Kapitalandele	-56.040	28.801
	Kursgevinster og -tab, Afledte finansielle instrumenter	-18	-113
	Kursgevinster og -tab, Valutakonti	-18	86
	Kursgevinster og -tab, Øvrige	6	-5
6	Handelsomkostninger	119	63
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-55.049</b>	<b>29.124</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>-33.281</b>	<b>36.122</b>
7	Administrationsomkostninger	6.505	4.962
	<b>Resultat før skat</b>	<b>-39.786</b>	<b>31.160</b>
8	<b>Skat</b>	<b>724</b>	<b>308</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-40.510</b>	<b>30.852</b>
	Udlodningsregulering	2.726	3.133
	Overført fra sidste år	165	49
	<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>2.891</b>	<b>3.182</b>
	<b>Til disposition</b>	<b>-37.619</b>	<b>34.034</b>
9	<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>10.296</b>	<b>8.776</b>
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	9.733	8.610
	Overført til udlodning næste år	562	165
	<b>Overført til formuen</b>	<b>-47.914</b>	<b>25.259</b>



# Balance C

Note	Balance (1000 kr.)	2018	2017
	<b>AKTIVER</b>		
	Indestående i depotselskab	13.075	5.431
10	<b>I alt likvide midler</b>	<b>13.075</b>	<b>5.431</b>
	Noterede obligationer fra danske udstedere	37.980	28.434
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	2.416	3.432
	Unoterede obligationer i danske selskaber	56.904	0
10	<b>I alt obligationer</b>	<b>97.300</b>	<b>31.866</b>
	Noterede aktier fra danske selskaber	0	3.534
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	205.544	211.781
11	Investeringsbeviser i andre danske UCITS	369.926	330.058
	Investeringsbeviser i andre udenlandske investeringsforeninger	0	22.459
10	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>575.470</b>	<b>567.832</b>
	Tilgodehavende renter, udbytte m.m	179	159
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	542	1.711
	Aktuelle skatteaktiver	214	84
10	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>935</b>	<b>1.954</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>686.780</b>	<b>607.083</b>
	<b>PASSIVER</b>		
12	<b>Investorerne formue</b>	<b>686.500</b>	<b>606.807</b>
	Skyldige omkostninger	278	274
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	2	2
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>280</b>	<b>276</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>686.780</b>	<b>607.083</b>
13	<b>Noter, hvortil der ikke henvises</b>		
	<b>NOTER</b>		
		<b>2018</b>	<b>2017</b>
1	<b>Renteindtægter (1000 kr.)</b>		
	Renteindtægter depotselskab	12	4
	Noterede obligationer fra danske udstedere	475	229
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	25	19
	<b>I alt renteindtægter</b>	<b>512</b>	<b>252</b>
2	<b>Renteudgifter (1000 kr.)</b>		
	Renteudgifter depotselskab	-65	-50
	<b>I alt renteudgifter</b>	<b>-65</b>	<b>-50</b>
3	<b>Udbytter (1000 kr.)</b>		
	Noterede aktier fra danske selskaber	90	144
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	5.190	2.989
	Investeringsbeviser i andre danske UCITS	16.041	3.663
	<b>I alt udbytter</b>	<b>21.321</b>	<b>6.796</b>
4	<b>Kursgevinster og -tab, Obligationer (1000 kr.)</b>		
	Noterede obligationer fra danske udstedere	-394	-46
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	247	464
	Unoterede obligationer i danske selskaber	1.287	0
	<b>I alt kursgevinster og -tab, Obligationer</b>	<b>1.140</b>	<b>418</b>
	Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, obligationer	-327	-76
5	<b>Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)</b>		
	Noterede aktier fra danske selskaber	-988	-414
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	-22.003	11.194
	Investeringsbeviser i andre danske UCITS	-31.482	16.167
	Investeringsbeviser i udenlandske investeringsforeninger	-1.567	1.854
	<b>I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele</b>	<b>-56.040</b>	<b>28.801</b>
	Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele	-10.197	1.419

# Balance C

Note **NOTER (Fortsat)**

	2018	2017
<b>6 Handelsomkostninger (1000 kr.)</b>		
Bruttohandelsomkostninger	252	163
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-133	-100
<b>I alt handelsomkostninger ved løbende drift</b>	<b>119</b>	<b>63</b>
<b>7 Administrationsomkostninger (1000 kr.)</b>		
<b>Afdelingsdirekte</b>		
Administrationsvederlag	619	429
Markedsføringsomkostninger	3.595	2.861
Gebyrer til depotselskab	261	222
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	1.883	1.352
Øvrige omkostninger	68	56
<b>I alt afd. Direkte adm.omkostninger</b>	<b>6.426</b>	<b>4.920</b>
<b>Andel af fællesomkostninger</b>		
Honorar til bestyrelse	22	19
Revisionshonorar til revisorer	9	7
Licensomkostninger	28	0
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	12	-1
Øvrige omkostninger	8	17
<b>I alt andel af fælles adm.omkostninger</b>	<b>79</b>	<b>42</b>
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>6.505</b>	<b>4.962</b>
<b>8 Skat (1000 kr.)</b>		
Ikke refunderbare udbytteskatter	724	308
<b>I alt skat</b>	<b>724</b>	<b>308</b>
<b>9 Til rådighed for udlodning (1000 kr.)</b>		
Renter og udbytter	21.769	6.997
Ikke refunderbar udbytteskat	-724	-308
Kursgevinst til udlodning*	-10.508	1.334
Adm. Omkostninger til modregning i udlodning	-3.132	-2.429
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	2.726	3.133
Udlodning fra sidste år	165	49
<b>I alt til rådighed til udlodning</b>	<b>10.296</b>	<b>8.776</b>
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på kapitalandele	-10.197	1.419
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på obligationer	-327	-76
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på valutakonti	16	-9
<b>10 Finansielle instrumenter(%)</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter*	89,81	99,11
Øvrige finansielle instrumenter**	10,19	0,89
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside <a href="http://www.pfainvest.dk">www.pfainvest.dk</a>		
*Indeholder Obligationer Kapitalandele og tilgodehavende rente, udbytte mm		
**Indeholder Likvide midler og Unoterede obligationer		
<b>11 Investeringsbeviser i andre danske UCITS ( 1000 kr.)</b>		
IPI - PFA Invest Danske aktier	12.480	18.025
IPI - PFA Invest Europa Value Aktier	17.608	36.262
IPI - PFA Invest Globale Aktier (Balance D)	125.187	110.329
IPI - PFA Invest Højt Udbytte Aktier	24.314	26.906
IPI - PFA Invest Kreditobligationer	50.014	57.709
IPI - PFA Invest Mellemlange Obligationer	38.627	33.496
IPI - PFA Invest Udenlandske Obligationer	7.821	7.838
IPI - PFA Invest US Stabile Aktier	93.876	39.493
<b>I alt Investeringsbeviser i danske investeringsforeninger</b>	<b>369.926</b>	<b>330.058</b>

# Balance C

Note **NOTER (Fortsat)**

	2018		2017	
	Cirk. Andele	Formue værdi	Cirk. Andele	Formue værdi
<b>12 Investorenes formue (1000 kr)</b>				
Investorenes formue (primo)	5.740	606.807	3.262	339.063
Emissioner i året	2.062	216.685	2.543	262.443
Indløsninger i året	-850	-87.960	-65	-6.811
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		590		508
Handelsomkostninger omkl. fra driften		-133		-100
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		-2.726		-3.133
Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		-8.979		-19.148
Overført til udlodning fra sidste år		-165		-49
Overført til udlodning næste år		562		165
Foreslået udlodning		9.733		8.610
Overført fra resultatopgørelse		-47.914		25.259
<b>I alt investorenes formue</b>	<b>6.952</b>	<b>686.500</b>	<b>5.740</b>	<b>606.807</b>

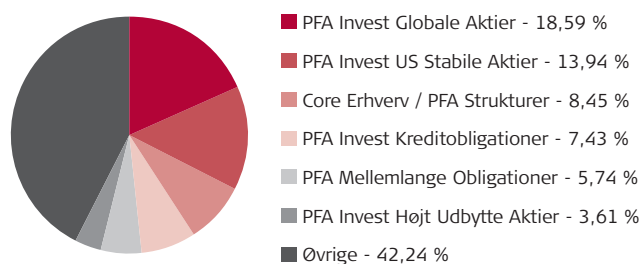
<b>13 Noter, hvortil der ikke henvises</b>	<b>5 års oversigt</b>			
	2018	2017	2016	2015*
Netto resultat (1000 kr.)	-40.510	30.852	18.376	-936
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	686.500	606.807	339.063	220.025
Cirkulerende andele (stk.)	6.952.364	5.740.264	3.262.338	2.220.567
Indre værdi pr. andel	98,74	105,71	103,93	99,08
Udlodning pr. andel	1,40	1,50	5,80	0,00
Årets afkast i %	-5,19	7,43	4,88	-0,91
Årets benchmarkafkast i %	-3,18	6,48	9,29	-2,78
Omkostnings %	0,94	1,02	1,04	0,23
Omsætningshastighed	0,28	0,11	0,29	0,05
Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	0,04			
Tracking error (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	2,98			
ÅOP (helårsperiodiseret 2015)	1,06	1,13	1,20	1,29
Indirekte handelsomkostninger	0,06			

\* Perioden 05.05-31.12.15

## Afdelingens største beholdninger

PFA Invest Globale Aktier	18,59 %
PFA Invest US Stabile Aktier	13,94 %
PFA Core Erhverv / PFA Strukturer	8,45 %
PFA Invest Kreditobligationer	7,43 %
PFA Invest Mellemlange Obligationer	5,74 %
PFA Invest Højt Udbytte Aktier	3,61 %
Øvrige	42,24 %

## Aktivfordelingen i afdelingen (%)



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider og derivater.

# Balance Akkumulerende

## Afdelingsprofil

Afdelingen investerer minimum 35 % af formuen i afdelinger i Investeringsforeningen PFA Invest. Endvidere kan afdelingen investere direkte eller indirekte (via andre investeringsforeninger) i obligationer og aktier med en gennemsnitlig overeksponering mod obligationer målt over et regnskabsår. Afdelingen investerer hovedsagligt i børsnoterede værdipapirer, men kan placere op til 10 % af midlerne i unoterede værdipapirer, herunder strukturerede obligationer. Afdelingen søges sammensat med en spredning på regioner og sektorer med det formål at optimere det forventede afkast. Målsætningen er at levere et stabilt merafkast i forhold benchmark med en balanceret risikoprofil. Afdelingens obligationsportefølje placeres og tilpasses løbende, og der tilstræbes en varighed på niveau med benchmark. Afdelingens aktieportefølje placeres under hensyntagen til bl.a. værdifastsættelse og performance. Afdelingen skal almindeligvis have en obligationseksponering mellem 45-70 % og en aktieeksponering mellem 30-55 %.

## Instrumentprofil

Akkumulerende, børsnoteret.

## Startdato

Afdelingen havde opstart den 28.06.17.

## Benchmark

Afdelingens benchmark er bestående af 40 % MSCI World, 17,5 % Barclays Global Agg. Corp. ex AAA, EUR, USD (Hedged to DKK), 5 % JPM EMBI Global Diversified (Hedged to DKK), 5 % Barclays US HY Corp 2 % Capped (Hedged to DKK), 8 % Nordea Markets Mortgage Bond Index Callable, 13 % Nordea Markets Mortgage Bond Index Non-callable > 1Y, 3,25 % Nordea Markets Government Bond Denmark Index, 8,25 % Nordea Markets Government Bond Denmark Index CM 2Y.

## Risikoprofil

1	2	3	4	5	6	7
Lav risiko					Høj risiko	
Lavt forventet afkast					Højt forventet afkast	

## Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2018 et afkast på -4,01 %, mens benchmark gav et afkast på -2,46 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2017*	0,70 %	1,63 %	-0,93 %
2018	-4,01 %	-2,46 %	-1,55 %
<b>siden start</b>	<b>-3,34 %</b>	<b>-0,87 %</b>	<b>-2,47 %</b>

\* Perioden 28. juni – 31. december 2017

## Markedsudvikling i 2018

2018 blev et år hvor risikofyldte aktiver begyndte med markante stigninger, trukket af et synkront opsving i de store regioner. Med emerging market i spidsen så vi stigninger på op mod 7 % i januar, efterfulgt af februar hvor det hele satte sig voldsomt foranlediget af at strukturerede produkter på bl.a. volatilitetsfronten kom ud for et voldsomt salgspres. Vækst og arbejdsløshed er fortsat på fine niveauer, og virksomhedernes indtjening ligeledes.

Aktiemarkedet er dog også prisfastsat til at alt skal være perfekt. For så vidt angår nøgletal har specielt lønudviklingen været nøje overvåget, og en stigning i januar satte markederne under pres. Der har været fokus på geopolitik, bl.a. handelskrig, Brexit og udviklingen i Italien. Sidstnævnte kan potentielt give udfordringer for Euro samarbejdet.

2. kvartal og specielt 3. kvartal leverede positive aktieafkast, og da den amerikanske dollar (USD) steg gennem året, gav det positive aktieafkast målt i danske kroner. Oktober blev måneden, hvor volatiliteten vendte tilbage, og vi så inden for måneden fald på op mod 10 %, så 3. kvartal sluttede med negative afkast, hvilket er fortsat i 4. kvartal. Kreditobligationer har oplevet stigninger i kredit-

spænd til statsobligationer, med negative afkast til følge. I USA har vi set rentestigninger i de første tre kvartaler, hvor Europa ligger nogenlunde fladt. Kreditobligationer er i høj grad knyttet til de amerikanske renter, hvilket øger de negative afkast. I den korte ende af rentekurven har vi i 4. kvartal set et skifte således at markedet ikke længere prisfastsætter, at Den Amerikanske Centralbank foretager 3-4 rentestigninger i 2019, men snarere kun en enkelt rentestigning. Dette er et udtryk for at momentum i økonomien er faldende.

### Afdelingens udvikling i 2018

Afdelingens afkast var på -4,0 % og afkastet på benchmark var -2,5 %. Relativt set er afkastet derfor ikke tilfredsstillende. Den stigende USD har bidraget positivt til afkastet, da ca. 25 % af afdelingens investeringer er i USD, primært via aktier. Kreditobligationer har bidraget med et negativt absolut afkast, men et positiv afkast i forhold til benchmark på 1,4 %-point. Overvægten i Europa og relativt korte papirer samt papirvalg har bidraget til den positive performance. Aktier har givet et afkast på -8,1 % mod benchmark, der har givet -3,9 %. Det utilfredsstillende afkast på denne aktivklasse følger primært af regionsallokeringen. Afdelingen har været overvægtet Europa/Danmark i starten af året samt emerging markets, som begge trækker det relative afkast markant ned. Regionsallokeringen er nu med mindre overvægt i emerging markets, Europa og Danmark end tidligere, og dermed fylder USA det samme som i benchmark.

### Forventninger til 2019

Afdelingen forventer, at de globale aktiemarkeder vil stige med 5-10 % i 2019. Hovedscenariet er en moderat positiv vækst i økonomierne samt fortsat indtjeningsvækst hos afdelingernes selskaber. Kreditobligationer forventes at kunne levere positive afkast fra de løbende kuponer, men ikke nødvendigvis pga. indsnævring af kreditspænd. Samlet set forventer vi, at afdelingen kan levere positive afkast i 2019. Samlet set forventer vi, at afdelingen kan levere positive afkast i 2019.

### Afdelingspecifikke risici

Afdelingen henvender sig til investorer, der frem for at foretage enkeltinvesteringer og opbygge en individuel værdipapirportefølje ønsker at drage fordel af den risikospredning, som afdelingens portefølje indebærer. Den typiske investor i afdelingen har en investeringshorisont på mindst tre år og betragter investeringen i afdelingen som et af flere elementer i en samlet portefølje.

Afdelingens investeringer er først og fremmest følsomme over for følgende risici:

#### Aktierisiko

Kursudviklingen på aktiemarkederne er generelt meget ujævn. Aktiekurserne kan på meget kort tid falde betydeligt, blandt andet som følge af vanskeligt forudsigelige politiske, finansielle eller regulatoriske forhold. Sektorrelaterede, regionale, nationale samt internationale begivenheder af for eksempel økonomisk eller forretningsmæssig karakter kan også have afgørende indflydelse på såvel den langsigtede som den kortsigtede kursudvikling på aktiemarkederne og dermed på udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue.

#### Landerisiko

Afdelingen investerer primært i amerikanske og europæiske værdipapirer via afdelinger i PFA Invest. Kursudviklingen på det internationale aktie- og obligationsmarked har dermed en betydning for afdelingens værdiudvikling. Såvel specifikke amerikanske samt europæiske politiske og regulatoriske foranstaltninger, såsom regionernes finansielle og økonomiske udvikling, herunder rente- og valutaudviklingen, samt andre påvirkende faktorer er derfor væsentlige risikoelementer for udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue, som ikke – eller kun delvis – kan elimineres ved risikospredning indenfor afdelingens investeringsunivers.

#### Renterisiko

Renteudviklingen på obligationsmarkederne påvirkes af de generelle økonomiske vilkår, herunder

forventninger til inflationsudviklingen. Sektorrelaterede, regionale, nationale samt internationale begivenheder af for eksempel økonomisk eller forretningsmæssig karakter kan også have afgørende indflydelse på såvel den langsigtede som den kortsigtede renteutvikling på obligationsmarkederne og dermed på udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue.

Kursudviklingen på obligationsmarkederne er generelt mindre volatile end på aktiemarkederne.

#### **Valutakursrisiko**

Afdelingen kan foretage investeringer i udenlandske aktier og obligationer, hvilket medfører en eksponering mod valutaer, som kan have et større eller mindre udsving i forhold til danske kroner. Valutakursrisikoen kan dog i perioder være afdækket helt eller delvist i forhold til danske kroner.

#### **Selskabsspecifikke forhold**

Kursudviklingen for hver enkelt aktie eller obligation i afdelingens portefølje vil ofte være mere ujævn

end markedets gennemsnitlige kursudvikling. Selskabsspecifikke forhold, herunder selskabets generelle forretningsudvikling, forretningsudviklingen på vigtige områder, finansieringsforhold, følsomheden over for udviklingen i dansk eller udenlandsk rente, følsomheden over for udviklingen i valutakurserne samt ændringer i selskabets regulatoriske og skattemæssige rammebetingelser i såvel Danmark som udlandet, kan fra dag til dag medføre langt større kursudsving på selskabsniveau end markedets gennemsnitlige daglige kursvariation. Da afdelingen kan placere op til 10 % af formuen i en enkelt værdipapir, kan nettoværdien af afdelingens formue variere kraftigt som følge af specifikke forhold i de selskaber, som afdelingen har investeret i.

#### **Særlige risici i 2019**

De største risici i afdelingen er, at de underliggende afdelingers afkast samvarierer i negativ retning, hvilket kan ske hvis eksempelvis renterne stiger og aktier falder.

Risici er også omtalt under Generelle Risikofaktorer.

# Balance Akkumulerende

Note	Resultatopgørelse (1000 kr.)	2018	28.06-31.12.17
1	Renteindtægter	1.054	372
2	Renteudgifter	-24	-7
3	Udbytter	13.245	664
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>14.275</b>	<b>1.029</b>
4	Kursgevinster og -tab, Obligationer	-327	-305
5	Kursgevinster og -tab, Kapitalandele	-24.310	2.272
	Kursgevinster og -tab, Afledte finansielle instrumenter	-39	-97
	Kursgevinster og -tab, Valutakonti	-74	139
	Kursgevinster og -tab, Øvrige	2	0
6	Handelsomkostninger	38	16
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-24.786</b>	<b>1.993</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>-10.511</b>	<b>3.022</b>
7	Administrationsomkostninger	3.216	1.209
	<b>Resultat før skat</b>	<b>-13.727</b>	<b>1.813</b>
8	Skat	442	70
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-14.169</b>	<b>1.743</b>
Note	Balance (1000 kr.)	2018	28.06-31.12.17
	<b>AKTIVER</b>		
	Indestående i depotselskab	6.714	2.816
9	<b>I alt likvide midler</b>	<b>6.714</b>	<b>2.816</b>
	Noterede obligationer fra danske udstedere	20.959	29.735
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	19.640	25.760
	Unoterede obligationer i danske selskaber	30.003	0
9	<b>I alt obligationer</b>	<b>70.602</b>	<b>55.495</b>
	Noterede aktier fra danske selskaber	8.219	10.091
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	115.725	108.589
10	Investeringsbeviser i andre danske UCITS	148.635	142.241
	Investeringsbeviser i andre udenlandske investeringsforeninger	0	21.731
9	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>272.579</b>	<b>282.652</b>
	Tilgodehavende renter, udbytte m.m	356	526
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	362	524
	Aktuelle skatteaktiver	95	15
9	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>813</b>	<b>1.065</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>350.708</b>	<b>342.028</b>
	<b>PASSIVER</b>		
11	<b>Investorenes formue</b>	<b>350.526</b>	<b>341.836</b>
	Skyldige omkostninger	181	192
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	1	0
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>182</b>	<b>192</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>350.708</b>	<b>342.028</b>
12	Noter, hvortil der ikke henvises		

# Balance Akkumulerende

NOTER		2018	28.06-31.12.17
<b>1 Renteindtægter (1000 kr.)</b>			
Renteindtægter depotselskab		6	1
Noterede obligationer fra danske udstedere		428	80
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere		620	291
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>1.054</b>	<b>372</b>
<b>2 Renteudgifter (1000 kr.)</b>			
Renteudgifter depotselskab		-24	-7
<b>I alt renteudgifter</b>		<b>-24</b>	<b>-7</b>
<b>3 Udbytter (1000 kr.)</b>			
Noterede aktier fra danske selskaber		234	60
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		2.605	604
Investeringsbeviser i andre danske UCITS		10.406	0
<b>I alt udbytter</b>		<b>13.245</b>	<b>664</b>
<b>4 Kursgevinster og -tab, Obligationer (1000 kr.)</b>			
Noterede obligationer fra danske udstedere		-279	-93
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere		-727	-212
Unoterede obligationer i danske selskaber		679	0
<b>I alt kursgevinster og -tab, Obligationer</b>		<b>-327</b>	<b>-305</b>
<b>5 Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)</b>			
Noterede aktier fra danske selskaber		-2.096	-300
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		-8.332	1.129
Investeringsbeviser i andre danske UCITS		-12.207	500
Investeringsbeviser i udenlandske investeringsforeninger		-1.675	943
<b>I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele</b>		<b>-24.310</b>	<b>2.272</b>
<b>6 Handelsomkostninger (1000 kr.)</b>			
Bruttohandelsomkostninger		73	130
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-35	-114
<b>I alt handelsomkostninger ved løbende drift</b>		<b>38</b>	<b>16</b>
<b>7 Administrationsomkostninger (1000 kr.)</b>			
<b>Afdelingsdirekte</b>			
Administrationsvederlag		328	115
Markedsføringsomkostninger		1.838	666
Gebyrer til depotselskab		88	55
Andre omk. i forbindelse med formuepleje		859	312
Øvrige omkostninger		58	52
<b>I alt afd. Direkte adm.omkostninger</b>		<b>3.171</b>	<b>1.200</b>
<b>Andel af fællesomkostninger</b>			
Honorar til bestyrelse		12	5
Revisionshonorar til revisorer		5	2
Licensomkostninger		15	0
Andre omk. i forbindelse med formuepleje		7	0
Øvrige omkostninger		6	2
<b>I alt andel af fælles adm.omkostninger</b>		<b>45</b>	<b>9</b>
<b>I alt administrationsomkostninger</b>		<b>3.216</b>	<b>1.209</b>
<b>8 Skat (1000 kr.)</b>			
Ikke refunderbare udbytteskatter		442	70
<b>I alt skat</b>		<b>442</b>	<b>70</b>



# Balance Akkumulerende

Note **NOTER (Fortsat)**

	2018	28.06-31.12.17
<b>9 Finansielle instrumenter(%)</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter*	89,53	99,18
Øvrige finansielle instrumenter**	10,47	0,82
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside [www.pfainvest.dk](http://www.pfainvest.dk)

\*Indeholder Obligationer Kapitalandele og tilgodehavende rente, udbytte mm

\*\*Indeholder Likvide midler og Unoterede obligationer

## 10 Investeringsbeviser i andre danske UCITS ( 1000 kr.)

IPI - PFA Invest Kreditobligationer	67.917	63.731
IPI - PFA Invest Mellemlange Obligationer	66.216	63.978
IPI - PFA Invest Udenlandske Obligationer	14.502	14.532
<b>I alt Investeringsbeviser i danske investeringsforeninger</b>	<b>148.635</b>	<b>142.241</b>

	2018		28.06-31.12.17	
	Cirk. Andele	Formue værdi	Cirk. Andele	Formue værdi
<b>11 Investorenes formue (1000 kr)</b>				
Investorenes formue (primo)	3.395	341.836	0	0
Emissioner i året	653	65.524	3.395	339.528
Indløsninger i året	-422	-42.847	0	0
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		217		679
Handelsomkostninger omkl. fra driften		-35		-114
Overført fra resultatopgørelse		-14.169		1.743
<b>I alt investorenes formue</b>	<b>3.626</b>	<b>350.526</b>	<b>3.395</b>	<b>341.836</b>

## 12 Noter, hvortil der ikke henvises

### 5 års oversigt

	2018	2017*
Netto resultat (1000 kr.)	-14.169	1.743
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	350.526	341.836
Cirkulerende andele (stk.)	3.626.375	3.394.694
Indre værdi pr. andel	96,66	100,70
Årets afkast i %	-4,01	0,70
Årets benchmarkafkast i %	-2,46	1,63
Omkostnings %	0,88	0,49
Omsætningshastighed	0,19	0,06
ÅOP (helårsperiodiseret 2017)	0,97	1,03
Indirekte handelsomkostninger	0,07	

\* Perioden 28.06-31.12.17

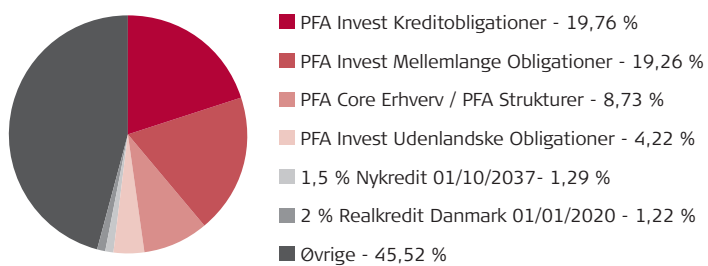
# Balance Akkumulerende

Note **NOTER (Fortsat)**

## Afdelingens største beholdninger

PFA Invest Kreditobligationer	19,76 %
PFA Invest Mellemlange Obligationer	19,26 %
PFA Core Erhverv / PFA Strukturer	8,73 %
PFA Invest Udenlandske Obligationer	4,22 %
1,5 % Nykredit 01/10/2037	1,29 %
2 % Realkredit Danmark 01/01/2020	1,22 %
Øvrige	45,52 %

## Aktivfordelingen i afdelingen (%)



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider og derivater.

---

Fælles noter

## Bestyrelses- og revisionshonorar

---

	2018	2017
Bestyrelsen aflønnes alene med faste honorarer og er således ikke omfattet af incitamentsprogrammer. Der påhviler ikke foreningen nogen pensionsforpligtelser overfor bestyrelsen.		
<b>Bestyrelseshonorar (1000 kr.)</b>		
Aktive afdelinger i nærværende regnskab	400	400
Afviklede afdelinger	0	0
Samlet bestyrelseshonorar	400	400
<b>Honoraret er fastsat således:</b>		
Formanden	200	200
To øvrige bestyrelsesmedlemmer	200	200
<b>Revisionshonorar (1000 kr.)</b>		
Revisionshonorar	160	160
Honorar for andre ydelser end revision	-	-
<b>Samlet honorar</b>	<b>160</b>	<b>160</b>

# Anvendt regnskabspraksis

---

Årsregnskabet er udarbejdet i overensstemmelse med reglerne i Lov om investeringsforeninger m.v.

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten for 2017.

Alle beløb i regnskabet præsenteres i hele 1000 kr. Hvert tal afrundes enkeltvis, og der kan således forekomme mindre differencer mellem de anførte totaler og summen af de underliggende tal.

## Generelt om indregning og måling

Indtægter og omkostninger er periodiseret og indeholder således de beløb, der kan henføres til regnskabsåret.

Aktiver indregnes i balancen, når det som følge af en tidligere begivenhed er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde afdelingen, og aktivets værdi kan måles pålideligt.

Forpligtelser indregnes i balancen, når afdelingen 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 indregning og måling tages hensyn til oplysninger, herunder forudsigelige gevinster, risici og tab, der fremkommer, inden årsregnskabet aflægges, hvis oplysningerne be- eller afkræfter forhold, der eksisterede på balancedagen.

## Regnskabsmæssige skøn og vurderinger

Den væsentligste usikkerhed ved indregning og måling knytter sig til opgørelse af en korrekt dagsværdi for finansielle instrumenter, idet ledelsen i visse tilfælde udøver et skøn i forbindelse med opgørelse heraf. Disse skøn foretages i overensstemmelse med regnskabspraksis på baggrund af historiske erfaringer samt forudsætninger, som ledelsen anser for forsvarlige og realistiske, jf. måling af finansielle instrumenter.

Et område som indebærer en højere grad af skøn og vurderinger end andre, er opgørelse af dags-

værdi for noterede finansielle instrumenter med lav omsætning, som er værdisat på markeder med lav omsætning.

## Omregning af fremmed valuta

Foreningens funktionelle og præsentationsvaluta er danske kroner. Transaktioner i fremmed valuta omregnes efter transaktionsdagens kurs. Balanceposter i fremmed valuta, som ikke er afregnet på balancedagen, omregnes til balancedagens valutakurs. Resultatopgørelsesposter omregnes efter valutakursen på transaktionsdagen. Valutakursdifferencer, der opstår mellem transaktionsdagens kurs og kursen på henholdsvis betalingsdagen og balancedagen, indregnes i resultatopgørelsen som kursgevinst eller -tab.

## Resultatopgørelsen Renter og udbytter

Renter omfatter modtagne og periodiserede renter på obligationer og indeståender i pengeinstitutter. Udbytter omfatter deklarerede danske og udenlandske aktieudbytter.

## Kursgevinster og -tab

I resultatopgørelsen indgår såvel realiserede som urealiserede kursgevinster og -tab på finansielle instrumenter herunder værdipapirer, afledte finansielle instrumenter samt øvrige aktiver og passiver. Realiserede kursgevinster og -tab måles pr. fondskode som forskellen mellem salgsværdien og dagsværdien primo året eller anskaffelsværdi, hvis aktivet er anskaffet i regnskabsåret. Urealiserede kursgevinster og -tab måles pr. fondskode som forskellen mellem dagsværdien primo året eller anskaffelsværdi, hvis aktivet er anskaffet i regnskabsåret, og dagsværdi ultimo året.

Når en afdeling (moder) investerer i andre af foreningens afdelinger (datter), vil en forholdsmæssig andel af datterafdelingens omkostninger f.s.v.a. administrations- og rådgivningsvederlag samt markedsføringshonorar, blive refunderet til moderafdelingen af det selskab, der har udført ydelsen for datterafdelingen. Derved undgås, at der sker dobbeltbetaling for samme ydelse. I moderafdelin-

gen indregnes den modtagne refusion på "Kursregulering danske investeringsforeninger".

Under handelsomkostninger føres alle direkte omkostninger relateret til handler udført i forbindelse med den løbende porteføljepleje. Handelsudgifter i forbindelse med emissioner eller indløsninger føres som en emissions-/indløsningsomkostning på formuen. Denne del opgøres som den andel, provenuet af emissioner og indløsninger udgør af kursværdien af de samlede handler.

#### **Administrationsomkostninger**

Administrationsomkostninger, der ikke umiddelbart kan henføres til den enkelte afdeling, er fordelt mellem afdelingerne i forhold til deres gennemsnitlige formue i regnskabsåret, jf. vedtægternes § 22.

#### **Skat**

I posten indgår ikke refunderbar skat på renter og udbytter mv.

#### **Udlodning**

I formuebevægelserne er indeholdt udlodningsregulering, således at de udlodningspligtige beløb er korrigeret efter udviklingen i cirkulerende mængde. Udlodningsreguleringen beregnes således, at udlodningsprocenten er af samme størrelse før og efter emissioner og indløsninger. Rådighedsbeløbet til udlodning består herudover af de i regnskabsåret indtjente renter og udbytter, realiserede og urealiserede kursgevinster i henhold til de i Ligningslovens § 16C anførte krav til minimumsudlodningen med fradrag af administrationsomkostninger.

Udlodningsprocenten beregnes som beløbet til rådighed for udlodning i % af den cirkulerende kapital i afdelingen på balancedagen. Den beregnede % nedrundes i overensstemmelse med Ligningslovens § 16 C til nærmeste 0,1 %.

Forskellen mellem det regnskabsmæssige resultat og udlodningen reguleres over den pågældende afdelings formue.

Overført til udlodning næste år består af restbeløbet efter nedrunding af regnskabsposten Til rådighed for udlodning.

#### **Balancen**

##### **Finansielle instrumenter (værdipapirer mv.)**

Finansielle instrumenter indregnes i balancen på handelstidspunktet til købspris eksklusiv omkostninger i forbindelse med købet.

Dagsværdien for noterede kapitalandele, obligationer mv. opgøres til lukkekursen på balancedagen eller til en anden markedsbaseret kurs, hvis denne er et bedre udtryk herfor. Dagsværdien af udtrukne obligationer måles dog til nutidsværdien af obligationerne ved diskontering med gældende pengemarkedsrente.

Obligationer, der omsættes via det amerikanske marked for high yield bonds (OTC – Fixed Income Pricing System), indgår under noterede obligationer.

Dagsværdien for unoterede obligationer opgøres efter almindeligt anerkendte værdiansættelsesteknikker.

##### **Andre aktiver/anden gæld**

Andre aktiver og anden gæld måles til dagsværdien.

Mellemværende vedrørende handelsafvikling består af provenu ved køb og salg af værdipapirer samt emissioner og indløsninger, som er foretaget før balancedagen, og hvor afregningen foretages efter balancedagen. Udviser beløbet et tilgodehavende, opføres det som et mellemværende vedrørende handelsafvikling under andre aktiver. Udviser beløbet en gæld, opføres det som mellemværende vedrørende handelsafvikling under anden gæld.

Endvidere kan andre aktiver/anden gæld indeholde tilgodehavende renter- og udbytter samt skyldige omkostninger.

# Nøgletalsdefinitioner

---

## Indre værdi

$$\text{Indre værdi} = \frac{\text{Medlemmernes formue}}{\text{Cirkulerende andele ultimo året}}$$

## Udlodning pr. Andel

$$\text{Udlodning pr. andel} = \frac{\text{Foreslået udlodning til medlemmerne}}{\text{Cirkulerende andele ultimo året}}$$

## Årets afkast i %

$$\text{Årets afkast i \%} = \left( \frac{\text{Indre værdi ultimo året} + \text{Geninvesteret udlodning}}{\text{Indre værdi primo året}} - 1 \right) \times 100$$

hvor geninvesteret udlodning opgøres således:

$$\left( \frac{\text{Udlodning} \times \text{Indre værdi ultimo året}}{\text{Indre værdi umiddelbart efter udlodningen}} \right)$$

## Omkostninger i %

$$\text{Omkostninger i \%} = \frac{\text{Årets administrationsomkostninger}}{\text{Medlemmernes gennemsnitlige formue}} \times 100$$

hvor gennemsnitsformuen opgøres som et simpelt gennemsnit af formuens værdi ved udgangen af hver måned i regnskabsåret.

## Omsætningshastighed

$$\text{Omsætningshastighed} = \frac{1 \times \text{kursværdi af køb} + \text{kursværdi af salg}}{2 \times \text{Medlemmernes gennemsnitlige formue}}$$

hvor kursværdi af køb og salg opgøres på baggrund af de realiserede købs- og salgspriser inkl. kurtage. Kun køb og salg i forbindelse med løbende porteføljepleje medtages i beregningen. Medlemmernes gennemsnitlige formue opgøres som beskrevet under omkostning i %.

## ÅOP (årlige omkostninger i %)

$$\begin{aligned} \text{ÅOP} = & \text{Seneste årlige administrationsomkostninger i \%} + \\ & \text{Seneste direkte handelsomkostninger ved løbende drift i \%} + \\ & 1/7 \times (\text{Maksimalt emissionstillæg i \%} + \text{Maksimalt indløsningsfradrag i procent}) \end{aligned}$$

For at sikre konsistens med ÅOP i Central Investorinformation anvendes fra og med 2016 de aktuelle satser, i stedet for satser baseret på realiserede omkostninger, i de afdelinger, hvor der er foretaget ændringer af satser i det forløbne regnskabsår. Sammenligningstal er ikke tilrettet.

## Active share

$$\text{Active share} = \frac{1}{2} \sum_{i=1}^N |W_{i, fund} - W_{i, index}|$$

## Tracking error

$$\text{Annualiseret Tracking Error} = \sqrt{\sum_{i=1}^N \frac{((R_{i,p} - R_{i,b}) - \overline{(R_{i,p} - R_{i,b})})^2}{N-1}} \times \sqrt{12}$$

## Sharpe ratio

$$\sigma_r = \sqrt{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N ((r_{i,pf} - r_{i,rf}) - r)^2}$$

#### **Indre værdi**

Indre værdi er værdien af afdelingen pr. andel.

#### **Årets afkast i procent**

Afkastet beregnes ud fra den regnskabsmæssige værdi af investeringen og tager højde for de udbytter investorerne får udbetalt.

#### **Tracking error**

Tracking error viser, hvor meget afkastet i afdelingen har afvejet fra benchmark udviklingen.

#### **Standardafvigelse/Volatilitet**

Standardafvigelsen er et mål for afkastets udsving over tiden. Jo større volatilitet, jo større er usikkerheden omkring investeringens fremtidige afkast. Volatiliteten er således et risikomål. Volatiliteten udtrykkes sædvanligvis i % pr. år. Volatiliteten er et mål for afkastets spredning omkring sin middelværdi - afkastets standardafvigelse. Hvis afkastet er normalfordelt kan det forventes, at cirka 2/3 af alle afkastobservationer falder mellem middelværdien plus standardafvigelsen og middelværdien minus standardafvigelsen. Der opgøres kun standardafvigelse/ volatilitet for afdelinger, som eksisteret i minimum 36 måneder.

#### **Sharpe Ratio**

Sharpe Ratio beregnes ved at dividere investeringens merafkast med dens volatilitet/standardafvigelse. Sharpe Ratio måler investeringsafkastet i forhold til investeringsrisiko. Jo større positiv Sharpe Ratio, desto bedre risikojusteret afkast. Ved hjælp af Sharpe Ratio kan afkastet af investeringer med forskellige risikoniveauer sammenlignes. Der opgøres kun Sharpe Ratio for afdelinger, som har eksisteret i minimum 36 måneder.

#### **Active Share**

Active Share benyttes i aktieafdelinger og måler, hvor stor en andel af en afdelings portefølje, der er forskellig fra afdelingens benchmark.



# Foreningsoplysninger

---

## Forening

Investeringsforeningen PFA Invest  
Sundkrogsgade 4  
2100 København Ø  
Tlf. +45 39 17 50 00

## Registreringsnumre

Reg. nr. i Finanstilsynet: 11 178  
CVR-nr.: 34 69 56 44  
Investeringsforeningen har hjemsted i Københavns Kommune.

## Stiftelse

Investeringsforeningen er stiftet den 31. august 2012 og omfatter følgende afdelinger:

- Mellemlange Obligationer
- Kreditobligationer
- Udenlandske Obligationer
- Danske Aktier
- Globale Aktier
- Højt Udbytte Aktier
- Europa Value Aktier
- USA Stabile Aktier
- Balance A
- Balance AA
- Balance B
- Balance C
- Balance Akkumulerende

## Udstedelse og indløsning af andele i foreningens afdelinger:

Danske Bank A/S  
Holmens Kanal 2-12  
1092 København K  
Tlf. +45 45 14 36 94

## Investeringsforeningens bestyrelse

### Professionelt bestyrelsesmedlem

Peter Engberg Jensen  
Ansættelsesadresse  
Sankt Annæ Plads 13, 3.  
1250 København K.

### Professionelt bestyrelsesmedlem

Rina Asmussen  
Emiliekiilvej 28,  
2930 Klampenborg

### Professionelt bestyrelsesmedlem

Jørgen Madsen,  
Askhøj 15, 2850 Nærum

## Investeringsforvaltningsselskab for foreningen

PFA Asset Management A/S  
Sundkrogsgade 4  
2100 København Ø  
Tlf. +45 39 17 50 00  
Reg. nr. i Finanstilsynet: 17 115  
CVR-nr.: 32 67 18 88

Direktion: Christian Lindstrøm Lage,  
Henrik Nøhr Poulsen og Rasmus Uldal Bessing

## Markedsføring af foreningen

PFA Asset Management A/S har udpeget følgende som ansvarlig for markedsføring:

PFA Bank A/S  
Sundkrogsgade 4  
2100 København Ø  
Tlf. +45 39 17 50 00  
Reg. nr. i Finanstilsynet: 8164  
CVR-nr.: 26 02 61 21

Aftalen om markedsføring er ligeledes godkendt af Investeringsforeningens bestyrelse.

## Depotbank

J.P. Morgan Europe (UK), Copenhagen Branch,  
Filial af J.P. Morgan Europe Limited, Storbritannien  
Kalvebod Brygge 39-41  
DK-1560 København V  
Reg. nr. i Finanstilsynet: 6012  
CVR-nr.: 31 59 33 36

## Investeringsforeningens revisor

Deloitte  
Statsautoriseret Revisionspartnerselskab  
Weidekampsgade 6  
2300 København S  
CVR-nr.: 24 21 37 14

Kasper Bruhn Udam, statsautoriseret revisor

Michael Thorø Larsen, statsautoriseret revisor