

Investeringsforeningen PFA Invest

# Årsrapport 2019

Offentliggjort 5. februar 2020 · [pfainvest.dk](http://pfainvest.dk)



**PFA**  
Mere til dig

# Indholdsfortegnelse

## Påtegninger

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

## Ledelsesberetning

Generelt for afdelingerne .....	10
Samfundsansvar .....	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 .....	39
Danske Aktier .....	46
Globale Aktier .....	53
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

# Ledespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktionen har dags dato aflagt og godkendt årsrapporten for 2019 for 13 afdelinger i Investeringsforeningen PFA Invest.

Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v. samt bekendtgørelse om finansielle rapporter for danske UCITS.

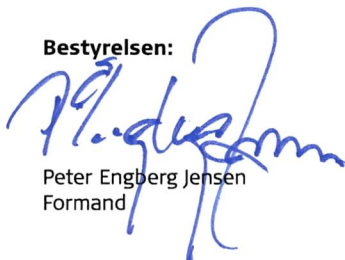
Årsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultatet.

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. 5. februar 2020**

## Bestyrelsen:



Peter Engberg Jensen  
Formand



Jørgen Madsen



Rina Asmussen

## Direktion:



Christian Lindstrøm Lage  
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 2019 - 31. december 2019, 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 2019 samt af resultatet af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret 1. januar 2019 - 31. december 2019 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 7 år frem til og med regnskabsåret 2019.

### 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 2019 - 31. december 2019. 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's 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 2019 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 2019.

### **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 udar-

bejde årsregnskabet på grundlag af regnskabsprincippet om fortsat drift, medmindre ledelsen enten har til hensigt at likvidere foreningen, indstille driften eller ikke har andet realistisk alternativ end at gøre dette.

### **Revisors ansvar for revisionen af årsregnskabet**

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

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

- Identificerer og vurderer vi risikoen for væsentlig fejlinformation i årsregnskabet, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl, udformer og udfører revisionshandlinger som reaktion på disse risici samt opnår revisionsbevis, der er tilstrækkeligt og egnet til at danne grundlag for vores konklusion. Risikoen for ikke at opdage væsentlig fejlinformation forårsaget af besvigelser er højere end ved væsentlig fejlinformation forårsaget af fejl, idet besvigelser kan omfatte sammensværgelser, dokumentfalsk, bevidste udeladelser, vildledning eller tilsidesættelse af intern kontrol.

- 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 5. februar 2020

Deloitte

Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

CVR-nr. 33 96 35 56



Henrik Wellejus

Statsautoriseret revisor

MNE-nr. mne24807



Michael Thorø Larsen

Statsautoriseret revisor

MNE-nr. mne35823



---

# Ledelsesberetning



# Generelt for afdelingerne

## Velkommen til Investeringsforeningen

### PFA Invest

PFA Invest opnåede i 2019 rigtig tilfredsstillende resultater og afkast til vores medlemmer og investorer. Samtidig voksede medlemmernes samlede formue med 33 pct. til 18,2 mia. kr.

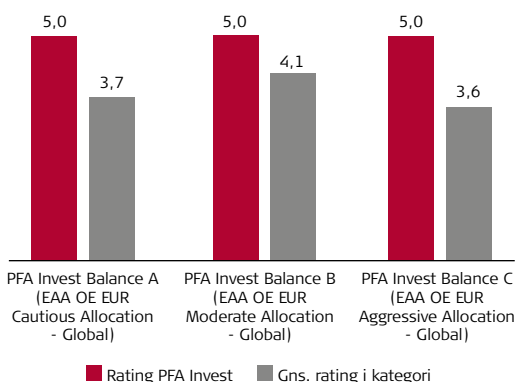
Det blev skabt gennem gode afkast på de enkelte investeringer – også målt i forhold til sammenlignelige produkter, et udbygget arbejde med fokus på balancen mellem den enkelte investors investeringsformål, risikoprofil samt horisont, og endelig fortsat lave omkostninger, der jo meget direkte er med til at øge afkastet.

Det gode afkast dokumenteres bl.a. ved, at det uafhængige analyseinstitut Morningstar fortsat vurderer, at PFA Invest er en af Danmarks bedste investeringsforeninger.

PFA Invest har igennem de seneste år konstant været blandt toppen af danske investeringsforeninger overordnet set. De tre mest populære afdelinger – Balance A, B og C – havde alle højeste rating fra Morningstar på 5 stjerner ved udgangen af 2019.

Nedenfor ses disse tre afdelingers rating i forhold til den gennemsnitlige rating i den pågældende afdelings Morningstar kategori pr. 31. december 2019.

### Morningstar rating vs. andre danske fonde i kategorien



Kilde: Morningstar Ratinganalyse.

1. april 2019 valgte foreningen at gå bort fra brugen af benchmark på sine balanceafdelinger. Ændringen skyldes blandt andet, at PFA Invest i juni 2018 styrkede sine balanceafdelinger med eksponering mod ejendomsmarkedet, som der ikke findes relevante benchmark for. Med fravalget af benchmark ønsker PFA Invest samtidig at få større fokus på sammenhængen mellem investorernes investeringsformål, risikoprofil og horisont. Hvorvidt man i en periode har ligget over eller under benchmark, er i den sammenhæng mindre væsentligt og kan afspore det fremadskuende fokus i rådgivningssituationen. Balanceafdelingernes eksponering mod ejendomsmarkedet udgør ca. 8 pct. og medførte i 2019 et stabilt afkast på næsten 6 pct.

Endelig havde vi i PFA Invest i 2019 fortsat fokus på at fastholde lave omkostninger i forhold til sammenlignelige produkter i markedet. Det udmøntedes i, at PFA Invests priser generelt er i niveauet 20 pct. under tilsvarende konkurrenter.

Som et nyt tiltag vil vi i PFA Invest i 2020 foretage aconto-udlodning af udbytter for 2019 for en række afdelinger. Aconto-udlodningen vil ske forud for den ordinære generalforsamling og således give investorerne mulighed for at få udbetalt det foregående års udbytter tidligere end det hidtil har været muligt.

Medlemmernes samlede formue voksede i 2019 med 33 pct. og udgjorde ved årets udgang 18,2 mia. kr. Stigningen skyldtes både høje afkast på tværs af alle aktivklasser og nettoindskud fra vore medlemmer. Hvis tallene renses for balanceafdelingernes investering i de øvrige afdelinger, blev formuen forøget med 3,9 mia. kr. til 13,9 mia. kr., svarende til en stigning på 39 %.

Det samlede resultat for foreningen blev et overskud på 2.256,3 mio. kr. Bestyrelsen foreslår til godkendelse på generalforsamlingen, at der udloddes udbytte i 11 af foreningens 12 udloddede afdelinger. De foreslåede udbyttesatser fremgår på side 12.

2019 har leveret usædvanligt høje afkast på de finansielle markeder, hvor både aktie- og obligatonskurser er steget.

Den positive udvikling er sket på tværs af regioner og aktivklasser. Specielt det amerikanske aktiemarked og kreditobligationer har leveret meget høje afkast, som følge af faldende renter og stigende risikoappetit. MSCIs globale all countries aktieindeks steg således med 30 pct. i DKK i løbet af året og flere indeks satte nye all-time high rekorder.

Den flotte fremgang skal ses i lyset af, at aktier startede året på oversolgte niveauer efter det store kursfald sidst i 2018, samt at de fleste toneangivende centralbanker har lempet pengepolitikken i løbet af året. Det økonomiske opsving har nu stået på i over 10 år, hvilket gør det til det længste opsving i tæt på 150 år.

Som konsekvens af de positive afkast på alle aktivklasser har samtlige afdelinger leveret positive afkast i 2019. Foreningens tre afdelinger med obligationer – Mellemlange Obligationer, Udenlandske Obligationer og Kreditobligationer – leverede afkast på hhv. 0,89 %, 5,55 % og 11,59 % i 2019.

Afkastene på foreningens afdelinger med børsnoterede aktier var usædvanligt høje i 2019 med afkast fra 21,44 % og opefter.

De blandede afdelinger Balance AA, Balance A, Balance B, Balance C og Balance AKK leverede alle pæne afkast på henholdsvis 6,58 %, 10,71 %, 18,04 %, 23,23 % og 15,70 %.

Direktionen

PFA Asset Management A/S

Christian Lindstrøm Lage og Rasmus Uldal Bessing

## Resultat, formue og andele

Foreningen realiserede i 2019 et samlet resultat på 2.256,3 mio. kr. og havde ved årets udgang en formue for medlemmerne inklusiv udlodning på 18,2 mia. kr. fordelt på i alt 147,3 mio. andele.

## Udlodning

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at foreningen udlodder følgende udbytter for 2019:

Afdeling	Udbytte (kr. pr. andel)
Mellemlange Obligationer	0,20
Kreditobligationer	1,90
Udenlandske Obligationer	0,00
Danske Aktier	9,20
Globale Aktier	11,30
Højt Udbytte Aktier	9,00
Europa Value Aktier	2,00
USA Stabile Aktier	3,60
Balance A	0,90
Balance AA	0,60
Balance B	2,40
Balance C	2,10

## 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:

- at afdelingernes porteføljer er veldiversificerede med hensyn til eksponering på lande, brancher, sektorer, kreditkvaliteter og andre relevante markedssegmenteringer inden for afdelingernes respektive investeringsunivers.
- at standardafvigelsen på afkastet ligger på et passende niveau for hver enkelt afdeling, og for afdelinger med benchmark overvåges desuden, at den gennemsnitlige forskel mellem afdelingernes afkast og benchmarkafkast (tracking error) ikke afviger væsentligt.

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 2019 med generalforsamlingens godkendelse samlet honoreret for arbejdet i foreningen med 500.000 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, og har et benchmark, hvilket i år er aktuelt for følgende 8 afdelinger: Mellemlange Obligationer, Udenlandske Obligationer, Kreditobligationer, Danske Aktier, Globale Aktier, Højt Udbytte Aktier, Europa Value Aktier og USA Stabile Aktier. 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 performancedata 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 2019 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. Investeringsfondsbranchen (Investering Danmark), der er investeringsforeningernes brancheorganisation, har udarbejdet et sæt anbefa-

linger 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 (Investering Danmark) 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.

# Samfundsansvar

## Investeringspolitik

PFA Invest arbejder for at skabe det højest mulige afkast til vores kunder, mens vi samtidig bidrager til en bæredygtig samfundsudvikling. Derfor inkluderer vi hensyn til eksempelvis klimaet, menneskerettigheder, selskabsledelse, skatteforhold og ESG-analyser, når vi investerer.

## Politik for samfundsansvar og ansvarlige investeringer

PFA Invests bestyrelse har uddelegeret forvaltningen af foreningens midler til PFA Asset Management A/S (PAM). Investeringsforeningen PFA Invests ("Foreningen") bestyrelse har besluttet, at foreningens politik for samfundsansvar følger PFA Pensions politik for samfundsansvar samt PFA Pensions politik for ansvarlige investeringer og aktivt ejerskab. Politikken udgør de overordnede rammer for arbejdet med ansvarlige investeringer og udøvelse af aktivt ejerskab. Politikken sikrer, at PAM, som kapitalforvalter, implementerer klima, miljø, sociale hensyn og god selskabsledelse (kendt som ESG), samt menneskerettigheder og arbejdstagerrettigheder i investeringsprocesserne. Dette arbejde sker i tråd med anbefalingerne fra FN's principper for ansvarlige investeringer, Principles for Responsible Investments (PRI), som PFA Pension har tilsluttet.

Politikken tager udgangspunkt i internationale principper og standarder, herunder:

- De ti principper i FN's Global Compact
- FN's retningslinjer for menneskerettigheder og erhverv
- OECD's vejledning 'Responsible Business Conduct for Institutional Investors'
- ILO's deklARATION om arbejdstagerrettigheder
- FN's konvention for antikorrup­tion
- 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 korrup­tion. Dette sker gennem monitorering, screening, dialog og aktivt ejerskab, af foreningens kapitalforvalter.

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 koncernens RI Board, og Foreningens bestyrelse kan til enhver tid beslutte ikke at følge RI Boardets beslutninger. Politik for ansvarlige investeringer og aktivt ejerskab, retningslinjer og eksklusionsliste er tilgængelige på [pfainvest.dk](http://pfainvest.dk) og [pfaassetmanagement.dk](http://pfaassetmanagement.dk).

## Aktivt ejerskab

Det er Foreningens mål at være en langsigtet aktiv ejer, der påvirker virksomhederne i retning af ansvarlig værdiskabelse. Arbejdet med aktivt ejerskab sker både gennem brugen af stemmerettigheder og dialog med de selskaber, der investeres i. Dialogen foretages enten direkte af PAM, i samarbejde med andre investorer gennem for eksempel PRI og Nordic Engagement Cooperation, og af PAM's rådgiver, Sustainalytics.

## Monitorering, screening og dialog

Alle investeringer i Foreningens afdelinger screenes løbende for brud på de internationale konventioner, som Foreningens politik for ansvarlige investeringer og aktivt ejerskab er baseret på. Hvis et selskabs handlinger eller produkter identificeres som værende et såkaldt normbrud ved at være i strid med menneskerettighederne, arbejdstagerrettigheder, miljøkonventioner eller konventionen for antikorrup­tion igangsættes en vurdering af situationen. Sagen 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, Sustai-

nalytics, vil føre til overholdelse af Foreningens politik for ansvarlige investeringer. PFA's RI Board kan vælge at ekskludere et selskab, såfremt det viser sig, at selskabet ikke har intention om- eller evne til at ændre adfærden, der vurderes at være et normbrud.

### **Udøvelse af stemmerettigheder**

Foreningens stemmerettigheder udøves i tråd med PFA's retningslinjer for stemmeafgivelse, og der stemmes i overensstemmelse med politik for ansvarlige investeringer og aktivt ejerskab.

Minerva Analytics bruges som samarbejdspartner i forbindelse med stemmeafgivelsen, dog er det til enhver tid PAM, der instruerer, om der skal stemmes og hvordan der stemmes på en given generalforsamling.

### **Klima**

I 2019 har PAM systematisk foretaget CO<sub>2</sub>- og 2 graders scenarieanalyser af PFA's samlede aktieportefølje. Klimaanalyserne bliver rapporteret til PFA's RI Board. Klimahensyn indgår også i Foreningens 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. I 2019 gav CO<sub>2</sub> analyserne anledning til frasalg af flere investeringer, der både absolut og relativt til deres respektive industrier havde en stor klimapåvirkning.

### **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.

### **Væsentlige risici i forhold til de anvendte politikker for samfundsansvar, ansvarlige investeringer og aktivt ejerskab**

Politik for ansvarlige investeringer og aktivt ejerskab og den normbaserede screening, der udføres,

er baseret på en række internationale konventioner og normer. På baggrund af denne screening identificeres selskaber forbundet med øget risici i relation til negative samfundsindvirkninger på arbejdstagerrettigheder, menneskerettigheder, forretningsetik, miljøbeskyttelse og korruption. Fraværende eller fejlagtig vurdering af selskaber gennem screeningen vil besværliggøre den aktive stillingtagen til selskaber, der måtte bryde en til flere normer og eller konventioner og dermed også det nødvendige aktive ejerskab. Dette scenarie er forbundet med finansiel eller omdømmemæssig risiko.

Risikoen for negative samfundsmæssige indvirkninger, herunder miljø, klima, arbejdstagerrettigheder og menneskerettigheder modvirkes gennem den norms-baserede screening, monitorering af selskaber og dialog med selskaber. Såfremt det ikke vurderes, at det er muligt at påvirke et selskabsadfærd, kan PFA's RI Board vælge at ekskludere selskabet.

### **Resultater af arbejdet med samfundsansvar i 2019**

Ved udgangen af 2019 var der ti åbne dialoger med selskaber om menneskerettigheder, miljøforhold og god selskabsledelse. Der har været dialog med selskaber i samarbejde med andre investorer gennem PAM's deltagelse i Climate Action 100+ og gennem Nordic Engagement Cooperation.

I 2019 blev 14 nye eksklusioner vedtaget på baggrund af selskabernes involvering i produktionen af kontroversielle våben.

### **Afsluttede sager i løbet af 2019**

I løbet af 2019 er otte dialoger med selskaber afsluttet med et positivt resultat. Det drejer sig blandt andet om:

**Royal Dutch Shell** – Dialogen var relateret til krænkelse af menneskerettigheder og miljøpåvirkning i forbindelse med Shell's aktiviteter i Nigeria. Efter møder med selskabet er dialogen konkluderet.



deret på baggrund af implementeringen af FNs anbefalinger, relateret til advarselssystemer samt tilfredsstillende oprydning af områder berørt af forureningen.

**Novartis** – Dialogen var relateret til korrump adfærd i flere lande. Dialogen blev afsluttet efter selskabet havde implementeret signifikante ændringer i deres interne retningslinjer og oprettet en funktion 'Chief Executive Compliance Officer', som har styrket ledelsen på området.

#### **Forventninger til 2020**

Antallet af åbne dialoger i 2020 forventes at ligge på omtrent det samme niveau som i 2019, og det forventes at samme mængde dialoger afsluttes i 2020.

# 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 afgang ved lodtrækning. Genvalg kan finde sted.

Bestyrelsen har i 2019 afholdt møder på følgende datoer: 8. februar, 6. marts (ekstraordinært bestyrelsesmøde), 28. marts (ekstraordinært bestyrelsesmøde), 1. april (ekstraordinært bestyrelsesmøde), 23. maj, 28. august, og 28. 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, Ordrup Gymnasium og Den Sociale Kapitalfond.  
Bestyrelsesmedlem: CAF Invest A/S, Chr. Augustinus Fabrikker Aktieselskab, PensionDanmark Holding A/S og PensionDanmark – pensionsforsikringsaktieselskab, Arborethusene A/S, 15. Juni Fonden, Aarhus Symposium og Foreningen Madens Folkemøde. 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 2019.

### Andre ledelseshverv:

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

## 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:

Ingen

## 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  
Bestyrelsesmedlem: Investeringsfundsbranchen og VP Securities A/S

## FINANSKALENDER 2020

5. februar 2020	Offentliggørelse af årsrapport for 2019
18. marts 2020	Ordinær generalforsamling
26. august 2020	Offentliggørelse af halvårsrapport for første halvår 2020

## De finansielle markeder

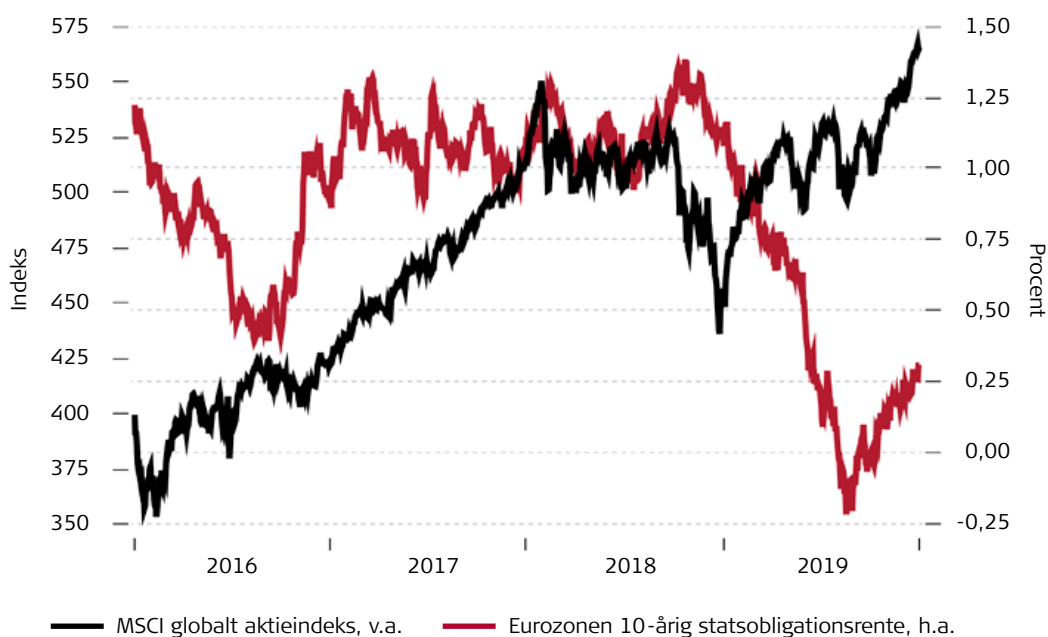
2019 har leveret usædvanligt høje afkast på de finansielle markeder, hvor både aktie- og obligationskurser er steget. Den positive udvikling er sket på tværs af regioner og aktivklasser. Specielt det amerikanske aktiemarked og kreditobligationer har leveret meget høje afkast, som følge af faldende renter og stigende risikoappetit.

### All time high

MSCIs globale all countries aktieindeks steg med 30 pct. i DKK i løbet af året og flere indeks satte nye all-time high rekorder. Den flotte fremgang skal ses i lyset af, at aktier startede året på oversolgte

niveauer efter det store kursfald sidst i 2018, samt at de fleste toneangivende centralbanker har lempet pengepolitikken i løbet af året. Det har medført betragtelige rentefald på tværs af regioner. I august bundede renterne ud, da renten på 10-årige tyske statsobligationer faldt til -0,71 % og hele den tyske rentekurve handlede til negative renter. Amerikanske 10-årige renter var på det tidspunkt faldet næsten 180 basispunkter fra toppen i september 2018 til 1,46 %. Siden august er renterne steget omkring 50 basispunkter, men lå ultimo 2019 noget lavere end ved årets start.

Figur 1: Udviklingen i globale aktier og 10-årige eurorenter, 2016-2019



### Recessionsfrygt blev en fast følgesvend gennem året.

De faldende renter afspejlede tiltagende recessionsfrygt og lempelser i pengepolitikken. Recessionsfrygten fik næring fra globale vækstindikatorer for fremstillingssektoren, som i årets første seks måneder fortsatte den nedadgående trend, der var startet i 2018. Flere indikatorer faldt til niveauer, som signalerede kontraktion i sektoren. Service-

sektoren, der udgør en markant større andel af de vestlige økonomier, fastholdt et mere robust aktivitetsniveau.

I løbet af efteråret begyndte vækstindikatorer at vende i fremstillingssektoren, men lå ved udgangen af året stadig på forholdsvis lave niveauer i flere lande. Det var imidlertid tilstrækkeligt til at øge appetitten efter risikofyldte aktiver i årets sidste kvartal.

Figur 2: Globale vækstindikatorer begyndte at vende i 2019



Kilde: Macrobond og PFA

### Det længste opsving i 150 år

I USA aftog den årlige BNP-vækst til 1,9 pct. i 3. kvartal, hvilket var noget lavere end i 2018, hvor BNP voksede med 2,9 pct. Svagheden var mest udbredt i fremstillingssektoren, mens robust fremgang inden for services og privatforbrug holdt hånden under økonomien. Arbejdsmarkedet udviklede sig positivt, selvom antallet af nye stillinger aftog lidt i forhold til 2018. Det var dog mere end rigeligt til at absorbere tilgangen af nye personer, og arbejdsløsheden faldt til 3,5 %, som er det laveste niveau i næsten 50 år.

Samtidig var lønpresset moderat og inflationen forblev i underkanten af centralbankens mål. Det var en væsentlig forudsætning for, at centralbanken – Fed – sidst på sommeren kunne sænke renten med i alt 75 basispunkter af tre omgange til 1,75 %. Det blev anset som en forsikring mod, at svagheden i industrien skulle sprede sig og trække USA ned i en recession. Sidst men ikke mindst har det økonomiske opsving nu stået på i over 10 år, hvilket gør det til det længste opsving i tæt på 150 år.

### Tysk vækstlokomotiv taber pusten

I Eurozonen faldt BNP-væksten til 1,2 pct. i 3. kvartal. Specielt Tyskland var negativt påvirket af

afmatningen i fremstillingssektoren og måtte i 2. kvartal se BNP skrumpe en smule. Frankrig, hvor services udgør en større andel af økonomien, bidrog positivt til Eurozonens samlede BNP-vækst. Selvom væksten var svag, faldt arbejdsløsheden en smule til 7,5 % i oktober. Der er 0,3 %-point lavere end ved årets start og det laveste niveau siden 2008.

Den Europæiske Centralbank – ECB – måtte i løbet af året nedjustere forventningerne til vækst og inflation. Som konsekvens heraf annoncerede ECB i september, at man ville genoptage opkøb af stats- og kreditobligationer for 20 mia. euro om måneden. Renten blev nedsat med 10 basispunkter til -0,5 %. ECB's Draghi udtalte på styrelsesrådets vegne, at den lempelige pengepolitik, ville fortsætte indtil inflationen på robust vis er i overensstemmelse med inflationsmålet. Ifølge ECBs egne prognoser sker dette ikke før slutningen af 2021.

### Rekordlav rente på boligfinansiering

Aktiviteten i dansk økonomi udviklede sig mere positivt end i vores nabolande, og den årlig BNP-vækst var 2,3 % i tredje kvartal. På arbejdsmarkedet steg beskæftigelse gradvist i takt med tilvæksten i arbejdsstyrken, så arbejdsløsheden forblev nogenlunde uændret gennem året. Faldet i globale renter

slog igennem i realkreditmarkedet og mange boligejere valgte at låse deres renter fast til historisk lave niveauer, da der blev åbnet op for 30-årige realkreditlån helt ned til 0,5 % i rente. Ejendomspriserne steg svagt i løbet af året og mindre end fremgangen i disponibel indkomst, så der er ikke umiddelbart udsigt til en boble på boligmarkedet.

### **Kina finjusterer de økonomiske hjul**

I Kina formåede myndighederne at styre økonomien nogenlunde stabilt gennem året, og væksten aftog til ca. 6 pct. De beholdt dog en balance mellem skattelettelser, rentenedsættelser og infrastrukturinvesteringer, som sikrede at gældsopbygningen ikke tog yderligere fart. Optøjer i Hong Kong havde negativ økonomisk effekt på aktiviteten i byen. Den udgør dog kun 2,5 pct. af Kinas BNP. Urolighederne havde større politiske end økonomiske konsekvenser.

### **Politik skabte volatilitet**

Politiske udfordringer havde stor indflydelse på finansmarkederne i 2019. Først og fremmest bølgede handelskrigen mellem USA og Kina frem og tilbage. USA indførte eller truede med told på næsten al import fra Kina, og specielt aktiemarkederne var sårbare over for pludselige skift i de politiske vinde specielt i maj, hvor forhandlingerne mellem de to lande midlertidigt brød sammen. Parterne indgik en fase 1 handelsaftale i slutningen af året. Den rummer dog ikke en løsningsmodel til en mere grundlæggende rivalisering inden for teknologi, som blandt er blevet eskaleret gennem et amerikanske forbud mod at eksportere visse typer hightech til Kina og udelukkelsen af kinesiske Huawei fra centrale dele af amerikansk infrastruktur.

Bekymringer om en handelskrig mellem USA og Europa inden for autosektoren materialiserede sig ikke. Det indbyrdes forhold er dog anstrengt som følge af nye toldbarrierer i WTO-regi og som konsekvens af fransk beskatning af techgiganters aktivitet i Frankrig.

Italien oplevede pæne rentefald i løbet af året og en indsnævning af spændet overfor Tyskland. Bevægelserne kom efter en ny regering var blevet indsat, som var mere kompromissøgende overfor EU-kommission.

I Storbritannien banede den uafklarede situation om Brexit vej for Boris Johnson, som med et solidt flertal i parlamentet ventes at gennemføre Brexit i starten af 2020. Usikkerheden om Storbritanniens forhold til EU har gennem 2019 påvirket de europæiske aktie- og valutamarkeder negativt.

# 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, relativ 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 aktiemarkedene er typisk større end udsvingene på obligationsmarkedene.

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.

Foreningen består af afdelinger, hvor der er fastsat et benchmark (sammenligningsindeks) og afdelinger uden et benchmark.

For afdelinger med benchmark er benchmark fastsat, så det afspejler afkastudviklingen 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 benchmark afkastet ikke inkluderer omkostninger.

Benchmark blev fjernet fra balanceafdelingerne den 1. april 2019. Baggrunden for at fjerne benchmark var, at det ikke var muligt at finde et benchmark,

der i tilstrækkelig grad afspejler afkast og performanceprofil på alle de typer af aktiver, der vurderes at være de mest attraktive for balanceafdelingerne i foreningen. For disse afdelinger har bestyrelsen i stedet besluttet at fastlægge kriterier for vurdering af afkastudviklingen på afdelingerne. Kriterierne tager bl.a. udgangspunkt i en peer-group bestående af konkurrenters sammenlignelige afdelinger. Bestyrelsen vurderer en gang årligt, om den fastsatte peer-group bestående af konkurrenters sammenlignelige afdelinger er velegnede som sammenligningsgrundlag, når afdelingernes investeringsresultater skal vurderes. Bestyrelsen vurderer således løbende afdelingernes afkastudvikling under hensyntagen til markedsudviklingen og risici.

Alle foreningens afdelinger følger en aktiv investeringsstrategi i bestræbelserne på at opnå et afkast, der er højere end afkastet af de tilhørende benchmarks eller den fastsatte peer-group bestående af konkurrenters sammenlignelige afdelinger og højest muligt indenfor de rammer, der er lagt for afdelingen. Foreningen udvælger de investeringsmuligheder, der kan antages at give det højest mulige afkast under hensyn til investeringsrisikoen.

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. For så vidt angår afdelinger uden benchmark vurderes afkastudviklingen med udgangspunkt i afkastene for sammenlignelige afdelinger i markedet. 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.

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.

PFA Asset Managements compliancefunktion foretager ligeledes løbende overvågning og kontrol med, at de fastlagte kontrolprocedurer og forretningsgange virker og anvendes korrekt.

Overskridelse af investeringsrammer rapporteres til foreningens bestyrelse og i visse tilfælde Finanstilsynet.

For yderligere oplysninger om de enkelte PFA Invest afdelinger 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				Høj risiko		
Lavt forventet afkast				Højt forventet afkast		

## Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2019 et afkast på 0,89 %, mens benchmark gav et afkast på 1,20 %.

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 %
2019	0,89 %	1,20 %	-0,31 %
<b>siden start</b>	<b>3,71 %</b>	<b>4,80 %</b>	<b>-1,08 %</b>

\* Perioden 30.03-31.12.16

## Markedsudvikling i 2019

2019 var præget af markante rentefald fra begyndelsen af året og indtil august, hvorefter renterne er steget, men stadig ender året på noget lavere niveau end ved begyndelsen af året. De faldende renter førte i løbet af året til flere konverteringsbølger, hvor den 30-årige konverterbare obligation med kurs tættest på, men under 100 – hvilket er den mest populære obligationsserie til udstedelse af nye lån – på få måneder gik fra at have en kupon på 1,5 % til dernæst en kupon på 1 % og endeligt en kupon på kun 0,5 %. Da renterne var lavest handlede den endda tæt på kurs 99, og dermed trods den lave kuponrente, havde den ikke meget kurstabsrisiko for låntagerne. Der blev for lavere løbetider åbnet konverterbare obligationsserier med kuponrenter på 0 % og endda -0,5 % for en 10-årig konverterbar realkreditobligation. Konverteringsbølgerne, der kom i takt med rentefaldet, nåede historiske størrelser i flere terminer i træk. Til trods for den store udstedelsesaktivitet, og dermed megen renterisiko, der kom til markedet i form af nye lange obligationer, klarede danske realkreditobligationer det fint i konverteringsperioden, godt hjulpet af fortsat stor både inden- og udenlandsk efterspørgsel, og af det fortsatte rentefald, der til stadighed bragte de eksisterende obligationer op over 100, og dermed reducerede den renterisiko mange forvaltere allerede havde i porteføljerne. Da renterne begyndte at stige i efteråret, var der omvendt perioder, hvor de konverterbare obligationer begyndte at underperforme statsobligationer, da de stigende renter omvendt øgede renterisikoen i markedet. Men det var marginalt, og selvom renterne fortsatte med at stige ind i årets sidste måned, så overperformede konverterbare realkreditobligationer i denne måned de varighedsækvivalente statsobligationer, idet udstedelsespresset efterhånden var stilnet af, og der stadig var en stor termin i vente ved årsskiftet.

### Afdelingens udvikling i 2019

Forventningerne til afkastet var meget begrænset ved indgangen til året, men rentefaldet påvirkede resultatet positivt. Afdelingen havde et afkast på 0,9 % efter omkostninger, hvilket er 0,3 %-point lavere end benchmarkafkastet på 1,2 %. Afdelingen har over året generelt været neutralt eksponeret til renterisiko og lidt overvægtet real-kreditobligationer i forhold til statsobligationer.

### Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 0,20 kr. pr. andel.

### Forventninger til 2020

2020 forventes at blive endnu et år med politisk usikkerhed og centralbanker i fokus. Selvom handelskrigen og Brexit mod slutningen af 2019 bød på optimisme, udestår der fortsat vanskelige forhandlinger i 2020, hvilket kan få signifikante konsekvenser for finansmarkederne. Desuden må det forventes, at det amerikanske præsidentvalg den 3. november og valgkampen herom stjæler meget opmærksomhed.

Med fortsat stor usikkerhed er det vanskeligt at få øje på signifikant stigende renter, da både Fed og ECB virker meget langt fra at fjerne pengepolitiske stimuli. Udgangspunktet for 2020 er således relativt uændrede renter og med ECB og Fed på hold.

### 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. Der kan være perioder, hvor markedsforholdene medfører, at afdelingen efter omkostninger ikke kan forventes at være kapitalbevarende.

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 2020

Den største risiko for statsobligationer vurderes at være en signifikant stigning i inflation og inflationsforventninger, der kan føre til en hurtigere end ventet aftrapning af den nuværende lempelige pengepolitik. En kilde hertil kan være en stor, ekspansiv finanspolitisk lempelse. Hvis rentefaldet fra 2019 gentager sig i 2020, så er risikoen for de konverterbare obligationer endnu en konverteringsbølge.

Risici er også omtalt under Generelle Risikofaktorer.

# Mellemlange Obligationer

Note	Resultatopgørelse (1000 kr.)	2019	2018
1	Renteindtægter	33.064	34.521
2	Renteudgifter	-517	-268
	<b>I alt renter</b>	<b>32.547</b>	<b>34.253</b>
3	Kursgevinster og -tab, Obligationer	-2.556	-18.632
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-2.556</b>	<b>-18.632</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>29.991</b>	<b>15.621</b>
4	Administrationsomkostninger	10.103	8.092
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>19.888</b>	<b>7.529</b>
	Udlodningsregulering	1.046	234
	Overført fra sidste år	1.633	378
	<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>2.679</b>	<b>612</b>
	<b>Til disposition</b>	<b>22.567</b>	<b>8.141</b>
5	<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>5.676</b>	<b>3.818</b>
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	5.015	2.185
	Overført til udlodning næste år	660	1.633
	<b>Overført til formuen</b>	<b>16.892</b>	<b>4.323</b>
Note	Balance (1000 kr.)	2019	2018
	<b>AKTIVER</b>		
	Indestående i depotselskab	5.442	49.182
6	<b>I alt likvide midler</b>	<b>5.442</b>	<b>49.182</b>
	Noterede obligationer fra danske udstedere	2.430.552	2.083.527
6	<b>I alt obligationer</b>	<b>2.430.552</b>	<b>2.083.527</b>
	Tilgodehavende renter, udbytte m.m	10.029	10.456
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	266.073	61.632
6	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>276.102</b>	<b>72.088</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.712.096</b>	<b>2.204.797</b>
	<b>PASSIVER</b>		
7	<b>Investoreernes formue</b>	<b>2.549.779</b>	<b>2.203.762</b>
	Skyldige omkostninger	1.159	1.028
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	161.158	7
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>162.317</b>	<b>1.035</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>2.712.096</b>	<b>2.204.797</b>
8	<b>Noter, hvortil der ikke henvises</b>		

# Mellemlange Obligationer

NOTER		2019	2018
<b>1 Renteindtægter (1000 kr.)</b>			
Noterede obligationer fra danske udstedere		33.064	34.521
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>33.064</b>	<b>34.521</b>
<b>2 Renteudgifter (1000 kr.)</b>			
Renteudgifter depotselskab		-517	-268
<b>I alt renteudgifter</b>		<b>-517</b>	<b>-268</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab, Obligationer (1000 kr.)</b>			
Noterede obligationer fra danske udstedere		-2.556	-18.632
<b>I alt kursgevinster og -tab, Obligationer</b>		<b>-2.556</b>	<b>-18.632</b>
Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, obligationer		-19.447	-22.955
<b>4 Administrationsomkostninger (1000 kr.)</b>			
<b>Afdelingsdirekte</b>			
Administrationsvederlag		2.239	1.853
Markedsføringsomkostninger		6.222	4.786
Gebyrer til depotselskab		35	240
Andre omk. i forbindelse med formuepleje		1.093	919
Øvrige omkostninger		64	49
<b>I alt afd. Direkte adm.omkostninger</b>		<b>9.653</b>	<b>7.847</b>
<b>Andel af fællesomkostninger</b>			
Honorar til bestyrelse		64	69
Revisionshonorar til revisorer		27	30
Licensomkostninger		242	82
Andre omk. i forbindelse med formuepleje		40	37
Øvrige omkostninger		77	27
<b>I alt andel af fælles adm.omkostninger</b>		<b>450</b>	<b>245</b>
<b>I alt administrationsomkostninger</b>		<b>10.103</b>	<b>8.092</b>
<b>5 Til rådighed for udlodning (1000 kr.)</b>			
Renter		32.547	34.252
Kursgevinst til udlodning*		-19.447	-22.955
Adm. omkostninger til modregning i udlodning		-10.103	-8.091
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		1.046	234
Udlodning fra sidste år		1.633	378
<b>I alt til rådighed til udlodning</b>		<b>5.676</b>	<b>3.818</b>
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på obligationer		-19.447	-22.955
<b>6 Finansielle instrumenter(%)</b>			
Børsnoterede finansielle instrumenter*		99,80	97,77
Øvrige finansielle instrumenter**		0,20	2,23
<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)**

	2019		2018	
	Cirk. Andele	Formue værdi	Cirk. Andele	Formue værdi
<b>7 Investorenes formue (1000 kr)</b>				
Investorenes formue (primo)	21.846	2.203.762	20.072	2.041.641
Emissioner i året	3.261	331.322	1.914	192.655
Indløsninger i året	-30	-3.057	-140	-14.078
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		332		183
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		-1.046		-234
Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		-2.467		-24.168
Overført til udlodning fra sidste år		-1.633		-378
Overført til udlodning næste år		660		1.633
Foreslået udlodning		5.015		2.185
Overført fra resultatopgørelse		16.892		4.323
<b>I alt investorenes formue</b>	<b>25.077</b>	<b>2.549.779</b>	<b>21.846</b>	<b>2.203.762</b>
<b>8 Noter, hvortil der ikke henvises</b>				
<b>5 års oversigt</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016*</b>
Netto resultat (1000 kr.)	19.888	7.529	18.969	-390
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	2.549.779	2.203.762	2.041.641	1.449.210
Cirkulerende andele (stk.)	25.077.293	21.845.874	20.071.994	14.293.158
Indre værdi pr. andel	101,68	100,88	101,72	101,39
Udlodning pr. andel	0,20	0,10	1,20	0,70
Årets afkast i %	0,89	0,36	1,02	1,39
Årets benchmarkafkast i %	1,20	0,83	1,44	1,25
Omkostnings %	0,41	0,39	0,33	0,35
Omsætningshastighed	0,22	0,20	0,17	0,02
Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	0,74			
Tracking error (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	0,21			
ÅOP (helårsperiodiseret 2016)	0,44	0,42	0,36	0,38
Indirekte handelsomkostninger	0,03	0,04		

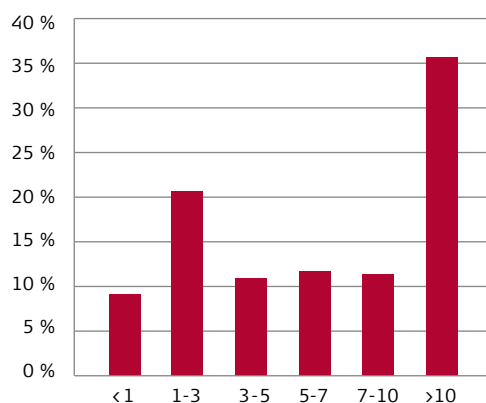
\* Perioden 30.03-31.12.16

## Afdelingens ti største beholdninger

1.75 % Denmark - Bullet 15/11/2025	9,93 %
0.5 % Denmark - Bullet 15/11/2027	6,21 %
1 % Realkredit Dnmrk 01/04/2020	5,74 %
0.5 % Denmark - Bullet 15/11/2029	5,51 %
1 % Jyske Realkredit 01/04/2021	5,04 %
1 % Nordea Kredit 01/10/2024	4,33 %
2 % Nordea Kredit 01/10/2047	4,32 %
1 % Dlr Kredit A/S 01/10/2023	4,30 %
1 % Dlr Kredit A/S 01/10/2022	4,26 %
1 % Jyske Realkredit 01/04/2022	3,83 %

## 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 hovedsageligt i børsnoterede obligationer (obligationer optaget til handel på et reguleret marked). Afdelingen afdækker 85 – 100 % af sin samlede valutaeksponering mod andre valutaer end danske kroner og/eller euro, og kan anvende afledte finansielle instrumenter (derivater) til at reducere afdelingens risiko eller opnå et bedre afkast. 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	<b>4</b>	5	6	7
Lav risiko				Høj risiko		
Lavt forventet afkast				Højt forventet afkast		

## Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2019 et afkast på 11,59 %, mens benchmark gav et afkast på 10,17 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
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 %
2019	11,59 %	10,17 %	1,42 %
<b>siden start</b>	<b>55,40 %</b>	<b>47,77 %</b>	<b>7,63 %</b>

## Markedsudvikling i 2019

På mange måder blev 2019 en komplet kovending i forhold til 2018. Den negative stemning blandt investorer og makroøkonomisk usikkerhed blev udskiftet med optimisme og faldende risikopræmier, hvilket betød meget høje afkast på både investment grade, high yield og emerging markets. Dette blev bl.a. hjulpet på vej af lempelser fra centralbankerne, hvor ECB, efter at have afsluttet sit opkøbsprogram ved udgangen af 2018, igangsatte et nyt opkøbsprogram af obligationer i november. I USA skiftede den amerikanske centralbank renteforhøjelserne ud med tre rentesænkninger i andet halvår af 2019 og øgede desuden likviditetsfaciliteter med repo-handel over for bankerne. Sidst på året blev det herudover annonceret at USA og Kina havde indgået en foreløbig aftale omkring den længerevarende handelskonflikt, imens valget i Storbritannien fjernede usikkerhed om fremtiden, efter det konservative parti opnåede en majoritetsregering ved valget i december.

## Afdelingens udvikling i 2019

Afdelingen leverede i 2019 et afkast på 11,6 % hvilket er 1,4 %-point bedre end afdelingens benchmarkafkast på 10,2 %. Dette skyldes især et positivt bidrag fra papirudvælgelse. Afkastet blev understøttet både af faldende renter og en reduktion i kreditpræmier, mens valutaafdækningen trak afkastet ned. Afdelingen har siden start leveret et akkumuleret merafkast på 7,63 %-point.

## Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 1,90 kr. pr. andel.

## Forventninger til 2020

Centralbankerne ventes at understøtte markedet i 2020. Især ECB's opkøbsprogram af både europæiske virksomhedsobligationer og statsobligationer forventes at forankre værdiansættelsen. Til gengæld giver de nuværende renteniveauer og kreditpræmier ikke samme afkastpotentiale som det var tilfældet i 2019. Vi forventer, 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 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 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. 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 udenlandske 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 poli-

tiske 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 portefølje 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 2020

De største risici for kreditobligationer forventes at være en generel afmatning af den globale makroøkonomiske vækst og en opstramning af kreditgivning. Her er især væksten i Tyskland samt automobilspektoren værd at holde i fokus, da disse er følsomme omkring global handel og tariffere. En forværring af likviditeten i markedet, med frasalg som overstiger f.eks. ECBs kvantitative lempelser, 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.)	2019	2018
1	Renteindtægter	71.849	55.011
2	Renteudgifter	-183	-83
	<b>I alt renter</b>	<b>71.666</b>	<b>54.928</b>
3	Kursgevinster og -tab, Obligationer	142.346	-41.715
	Kursgevinster og -tab, Afledte finansielle instrumenter	-38.626	-54.534
	Kursgevinster og -tab, Valutakonti	-664	-1.873
	Kursgevinster og -tab, Øvrige	0	5
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>103.056</b>	<b>-98.117</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>174.722</b>	<b>-43.189</b>
4	Administrationsomkostninger	11.583	9.120
	<b>Resultat før skat</b>	<b>163.139</b>	<b>-52.309</b>
5	Skat	-33	-124
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>163.172</b>	<b>-52.185</b>
	Udlodningsregulering	27	-341
	Overført fra sidste år	0	753
	<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>27</b>	<b>412</b>
	<b>Til disposition</b>	<b>163.199</b>	<b>-51.773</b>
6	Til rådighed for udlodning	29.639	-18.548
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	28.304	0
	Overført til udlodning næste år	1.335	-7.309
	<b>Overført til formuen</b>	<b>133.560</b>	<b>-44.464</b>
Note	<b>Balance (1000 kr.)</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>
	<b>AKTIVER</b>		
	Indestående i depotselskab	74.526	36.747
7	<b>I alt likvide midler</b>	<b>74.526</b>	<b>36.747</b>
	Noterede obligationer fra danske udstedere	86.003	69.525
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	1.500.527	1.209.967
7	<b>I alt obligationer</b>	<b>1.586.530</b>	<b>1.279.492</b>
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	6.091	235
	<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>6.091</b>	<b>235</b>
	Tilgodehavende renter, udbytte m.m	20.994	18.135
	Aktuelle skatteaktiver	4	4
7	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>20.998</b>	<b>18.139</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.688.145</b>	<b>1.334.613</b>
	<b>PASSIVER</b>		
8	Investorerne formue	1.686.726	1.324.484
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	0	8.984
	<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>0</b>	<b>8.984</b>
	Skyldige omkostninger	1.413	1.142
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	6	3
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>1.419</b>	<b>1.145</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>1.688.145</b>	<b>1.334.613</b>
9	Noter, hvortil der ikke henvises		

# Kreditobligationer

NOTER		2019	2018
<b>1 Renteindtægter (1000 kr.)</b>			
Renteindtægter depotselskab		333	236
Noterede obligationer fra danske udstedere		3.300	1.600
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere		68.216	53.175
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>71.849</b>	<b>55.011</b>
<b>2 Renteudgifter (1000 kr.)</b>			
Renteudgifter depotselskab		-183	-83
<b>I alt renteudgifter</b>		<b>-183</b>	<b>-83</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab, Obligationer (1000 kr.)</b>			
Noterede obligationer fra danske udstedere		4.529	-299
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere		137.817	-41.416
<b>I alt kursgevinster og -tab, Obligationer</b>		<b>142.346</b>	<b>-41.715</b>
Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, obligationer		15.552	-8.231
<b>4 Administrationsomkostninger (1000 kr.)</b>			
<b>Afdelingsdirekte</b>			
Administrationsvederlag		1.377	1.020
Markedsføringsomkostninger		7.654	5.235
Gebyrer til depotselskab		153	219
Andre omk. i forbindelse med formuepleje		2.240	2.466
Øvrige omkostninger		-114	51
<b>I alt afd. Direkte adm.omkostninger</b>		<b>11.310</b>	<b>8.991</b>
<b>Andel af fællesomkostninger</b>			
Honorar til bestyrelse		39	37
Revisionshonorar til revisorer		16	16
Licensomkostninger		148	44
Andre omk. i forbindelse med formuepleje		25	20
Øvrige omkostninger		45	12
<b>I alt andel af fælles adm.omkostninger</b>		<b>273</b>	<b>129</b>
<b>I alt administrationsomkostninger</b>		<b>11.583</b>	<b>9.120</b>
<b>5 Skat (1000 kr.)</b>			
Ikke refunderbare udbytteskatter		-33	-124
<b>I alt skat</b>		<b>-33</b>	<b>-124</b>
<b>6 Til rådighed for udlodning (1000 kr.)</b>			
Renter		71.667	54.928
Ikke refunderbar udbytteskat		33	124
Kursgevinst til udlodning*		-23.196	-64.892
Adm. Omkostninger til modregning i udlodning		-11.583	-9.120
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		27	-341
Anvendt fremført aktietab		-7.309	0
Udlodning fra sidste år		0	753
<b>I alt til rådighed til udlodning</b>		<b>29.639</b>	<b>-18.548</b>
Negativt rådighedsbeløb, der ikke overføres**		0	11.239
<b>I alt til rådighed til udlodning, netto</b>		<b>29.639</b>	<b>-7.309</b>
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på obligationer		15.552	-8.231
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på valutakonti		-38.748	-56.662
** svarer til administrationsomkostninger og indkomstregulering heraf, dog maksimalt det negative beløb til rådighed			
<b>7 Finansielle instrumenter(%)</b>			
Børsnoterede finansielle instrumenter*		95,22	97,23
Øvrige finansielle instrumenter**		4,78	2,77
<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 og uoterede afledte finansielle instrumenter			

# Kreditobligationer

Note **NOTER (Fortsat)**

	2019		2018		
	Cirk. Andele	Formue værdi	Cirk. Andele	Formue værdi	
<b>8 Investorenes formue (1000 kr)</b>					
Investorenes formue (primo)	13.053	1.324.484	8.790	1.069.709	
Emissioner i året	1.935	208.110	4.394	457.772	
Indløsninger i året	-91	-9.802	-131	-14.431	
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		762		1.184	
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		-27		341	
Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		0		-137.564	
Overført til udlodning fra sidste år		0		-753	
Overført til udlodning næste år		1.335		-7.309	
Foreslået udlodning		28.304		0	
Overført fra resultatopgørelse		133.560		-44.464	
<b>I alt investorenes formue</b>	<b>14.897</b>	<b>1.686.726</b>	<b>13.053</b>	<b>1.324.484</b>	
<b>9 Noter, hvortil der ikke henvises</b>					
<b>Underl. eksponering ved valutaterminsforretninger (1.000 kr.)</b>			<b>2019</b>	<b>2018</b>	
EUR			911.878	756.554	
USD			-906.016	-749.680	
<b>5 års oversigt</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Netto resultat (1000 kr.)	163.172	-52.185	44.392	35.941	27.603
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	1.686.726	1.324.484	1.069.709	628.773	372.260
Cirkulerende andele (stk.)	14.896.978	13.053.178	8.790.127	5.437.158	3.240.321
Indre værdi pr. andel	113,23	101,47	121,69	115,64	114,88
Udlodning pr. andel	1,90	0,00	15,50	0,80	8,00
Årets afkast i %	11,59	-4,22	5,95	8,10	7,84
Årets benchmarkafkast i %	10,17	-5,10	5,10	7,13	8,96
Omkostnings %	0,77	0,80	0,70	0,73	0,86
Omsætningshastighed	0,28	0,30	0,52	0,28	0,19
Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	0,08	0,11	0,44	0,35	0,44
Tracking error (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	1,04	0,92	0,92	0,90	0,94
ÅOP	0,87	0,91	0,80	0,89	1,14
Indirekte handelsomkostninger	0,24	0,31			

# Kreditobligationer

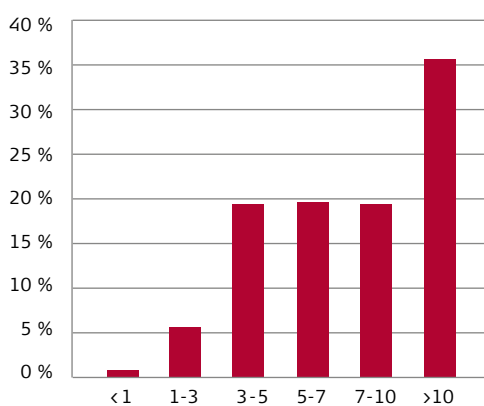
Note **NOTER (Fortsat)**

## Afdelingens ti største beholdninger

7.75 % Volksbank Wien A 09/10/2169	1,98 %
5.152 % Sprint Spectrum 20/03/2028	1,81 %
2.75 % Fairfax Finl Hld 29/03/2028	1,79 %
2.375 % Citycon Treasury 15/01/2027	1,67 %
3.125 % Landsbankinn Hf 06/09/2028	1,55 %
2.33 % Ford Motor Cred 25/11/2025	1,42 %
5.375 % Nkt Holding A/S 12/09/3018	1,41 %
2 % Fidelity Natl In 21/05/2030	1,28 %
4.375 % Nordstrom Inc 01/04/2030	1,27 %
5.125 % Sbl Holdings Llc 13/11/2026	1,25 %

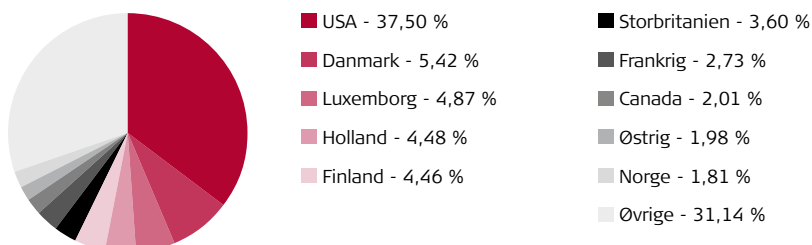
## Formuefordeling (%)

### 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, og kan anvende afledte finansielle instrumenter (derivater) til at reducere afdelingens risiko eller opnå et bedre afkast. Endvidere kan afdelingen investere op til 10 % af formuen i andre investeringsforeninger.

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

## Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2019 et afkast på 5,55 %, mens benchmark gav et afkast på 5,06 %.

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 %
2019	5,55 %	5,06 %	0,49 %
<b>siden start</b>	<b>2,04 %</b>	<b>1,75 %</b>	<b>0,29 %</b>

\* Perioden 26.10.-31.12.16

## Markedsudvikling i 2019

2019 var et år, hvor politisk usikkerhed og ny stimuli fra centralbankerne var de helt store drivkræfter i markedet. Årets start var præget af stor efterspørgsel efter udenlandske statsobligationer. Renter var faldende, hvilket var drevet af afmattende global vækst og ændret retorik fra centralbanker. Året startede ud med en meget travl udstedelseskalender, hvilket var sammenfaldende med, at ECB fra januar 2019 stoppede deres netto opkøb af europæiske statsobligationer i deres QE-program. Sammen med stor usikkerhed omkring Brexit fik dette markedet til at gå meget forsigtigt ind i året. Det blev dog hurtigt klart, at efterspørgslen efter europæiske statsobligationer var mere end nok til at absorbere udstedelsen.

Den Amerikanske Centralbank, Fed, sænkede i juli renten for første gang siden finanskrisen. Rentenedsættelsen på 25 basispunkter var motiveret af lavere inflationsforventninger, en afmattende vækst og stigende politisk usikkerhed omkring handelskonflikten. Rentefaldet fortsatte og tog fart i august, hvor USA annoncerede yderligere told på kinesiske varer og derved uventet eskalerede handelskonflikten med Kina. Dertil kom tiltagende usikkerhed om Brexit og Boris Johnsons agenda, hvor risikoen for et hard Brexit syntes at stige. Samtidig eskalerede urolighederne i Hong Kong, og som investor var der således nok politisk risiko at være bekymret for. Renter faldt kraftigt.

ECB fulgte i september trop med Fed og sænkede renten 10 basispunkter til -0,5 %. Ligeledes fulgte Fed op med yderligere to rentenedsættelser i september og oktober.

Mod slutningen af året kom der mere klarhed på Brexit, da Boris Johnsons storsejr cementerede hans plan om at forlade EU ultimo januar 2020. Nærmest samtidig annoncerede Kina og USA enighed om en fase 1 handelsaftale. Begge dele gav et løft af optimisme, der betød, at risikofyldte aktiver sluttende året meget pænt af, og renter rejste sig fra det kraftige fald i august.

### Afdelingens udvikling i 2019

Afdelingen har i 2019 inklusiv omkostninger givet et afkast på 5,6 % mod et benchmarkafkast på 5,1 %.

Året startede med stor efterspørgsel efter europæiske statsobligationer og faldende renter. Risiko-fuldte lande outperformede generelt, og særligt Portugal var en enestående performer. Portugal nød godt af et stabilt politisk miljø, god fundamental udvikling og QE-programmets store opkøb i Portugal relativt til landets udestående gæld.

I takt med stigende politisk usikkerhed og forværrede udsigter for inflation og vækst, steg forventningerne til stimuli fra centralbankerne globalt. Det satte yderligere skub i rentefaldet og spændingsnævringen, der var temaet fra årets start.

Afdelingen lå fra årets start hensigtsmæssigt positioneret til periferien i Europa med den største overvægt til Portugal, hvilket har bidraget positivt til afdelingens outperformance mod benchmark.

Da handelskrigen eskalerede, og renterne i starten af august faldt kraftigt, lå afdelingen uhensigtsmæssigt undervægtet i generel renterisiko. Denne undervægt bidrog negativt til det relative afkast.

Senere i august løb Italien med overskrifterne. I Italien blev krisen mellem de to regerende partier større og resulterede i, at præsidenten ophævede den siddende regering bestående af Salvini's Lega og Five Star Movement. Italienske statsobligationer underperformede umiddelbart 40 basispunkter. I de følgende dage blev det dog klart, at en nydannet regering bestående af Five Star Movement og det mere pro-EU Democratic Party var et sandsynligt udfald. Herfra vendte markedet og Italien outperformede kraftigt. Det skyldtes især den nye regerings mere positive tilgang til EU samt ambitionen om at føre et mere ansvarligt statsbudget. Afdelingen udnyttede svagheden i Italien og købte op med god timing. Dette var en signifikant bidragsyder til afdelingens outperformance.

### Udbytte

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

### Forventninger til 2020

2020 forventes at blive endnu et år med politisk usikkerhed og centralbanker i fokus. Selvom handelskrigen og Brexit mod slutningen af 2019 bød på optimisme, udestår der fortsat vanskelige forhandlinger i 2020, hvilket kan få signifikante konsekvenser for finansmarkederne. Desuden må det forventes, at det amerikanske præsidentvalg den 3. november og valgkampen herom stjæler meget opmærksomhed. Med fortsat stor usikkerhed er det vanskeligt at få øje på signifikant stigende renter, da både Fed og ECB virker meget langt fra at fjerne pengepolitiske stimuli. Udgangspunktet for 2020 er således relativt uændrede renter og med ECB og Fed på hold.

### 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 investeringen i afdelingen som et af flere elementer i en samlet portefølje. Der kan være perioder, hvor markedsforholdene medfører, at afdelingen efter omkostninger ikke kan forventes at være kapitalbevarende.

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 2020**

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. En kilde hertil kan være en stor, ekspansiv finanspolitisk lempelse.

Risici er også nærmere omtalt under Generelle Risikofaktorer.

# Udenlandske Obligationer

Note	Resultatopgørelse (1000 kr.)	2019	2018
1	Renteindtægter	5.870	4.659
2	Renteudgifter	-31	-14
	<b>I alt renter</b>	<b>5.839</b>	<b>4.645</b>
3	Kursgevinster og -tab, Obligationer	17.331	3.305
	Kursgevinster og -tab, Afledte finansielle instrumenter	-6.976	-7.036
	Kursgevinster og -tab, Valutakonti	-72	159
	Kursgevinster og -tab, Øvrige	5	-5
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>10.288</b>	<b>-3.577</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>16.127</b>	<b>1.068</b>
4	Administrationsomkostninger	1.626	1.206
	<b>Resultat før skat</b>	<b>14.501</b>	<b>-138</b>
5	Skat	0	-42
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>14.501</b>	<b>-96</b>
	Udlodningsregulering	-29	-2.568
	Overført fra sidste år	0	198
	<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>-29</b>	<b>-2.370</b>
	<b>Til disposition</b>	<b>14.472</b>	<b>-2.466</b>
6	Til rådighed for udlodning	-9.219	-11.123
	Overført til udlodning næste år	-7.590	-9.567
	<b>Overført til formuen</b>	<b>22.062</b>	<b>7.101</b>
Note	Balance (1000 kr.)	2019	2018
	<b>AKTIVER</b>		
	Indestående i depotselskab	4.889	2.189
7	<b>I alt likvide midler</b>	<b>4.889</b>	<b>2.189</b>
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	269.318	239.024
7	<b>I alt obligationer</b>	<b>269.318</b>	<b>239.024</b>
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	747	502
	<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>747</b>	<b>502</b>
	Tilgodehavende renter, udbytte m.m	2.032	1.783
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	54.013
7	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>2.032</b>	<b>55.796</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>276.986</b>	<b>297.511</b>
	<b>PASSIVER</b>		
8	Investorerne formue	276.515	261.326
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	281	442
	<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>281</b>	<b>442</b>
	Skyldige omkostninger	190	133
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	35.610
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>190</b>	<b>35.743</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>276.986</b>	<b>297.511</b>
9	Noter, hvortil der ikke henvises		

# Udenlandske Obligationer

NOTER		2019	2018
<b>1 Renteindtægter (1000 kr.)</b>			
Renteindtægter depotselskab		36	21
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere		5.834	4.638
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>5.870</b>	<b>4.659</b>
<b>2 Renteudgifter (1000 kr.)</b>			
Renteudgifter depotselskab		-31	-14
<b>I alt renteudgifter</b>		<b>-31</b>	<b>-14</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab, Obligationer (1000 kr.)</b>			
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere		17.331	3.305
<b>I alt kursgevinster og -tab, Obligationer</b>		<b>17.331</b>	<b>3.305</b>
Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, obligationer		3.196	-5.354
<b>4 Administrationsomkostninger (1000 kr.)</b>			
<b>Afdelingsdirekte</b>			
Administrationsvederlag		245	184
Markedsføringsomkostninger		682	537
Gebyrer til depotselskab		79	10
Andre omk. i forbindelse med formuepleje		507	402
Øvrige omkostninger		63	48
<b>I alt afd. Direkte adm.omkostninger</b>		<b>1.576</b>	<b>1.181</b>
<b>Andel af fællesomkostninger</b>			
Honorar til bestyrelse		7	7
Revisionshonorar til revisorer		3	3
Licensomkostninger		27	8
Andre omk. i forbindelse med formuepleje		5	4
Øvrige omkostninger		8	3
<b>I alt andel af fælles adm.omkostninger</b>		<b>50</b>	<b>25</b>
<b>I alt administrationsomkostninger</b>		<b>1.626</b>	<b>1.206</b>
<b>5 Skat (1000 kr.)</b>			
Ikke refunderbare udbytteskatter		0	-42
<b>I alt skat</b>		<b>0</b>	<b>-42</b>
<b>6 Til rådighed for udlodning (1000 kr.)</b>			
Renter		5.839	4.645
Ikke refunderbar udbytteskat		0	41
Kursgevinst til udlodning*		-3.836	-12.233
Adm. Omkostninger til modregning i udlodning		-1.627	-1.206
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		-29	-2.568
Anvendt fremført aktietab		-9.567	0
Udlodning fra sidste år		0	198
<b>I alt til rådighed til udlodning</b>		<b>-9.219</b>	<b>-11.123</b>
Negativt rådighedsbeløb, der ikke overføres**		1.629	1.557
<b>I alt til rådighed til udlodning, netto</b>		<b>-7.590</b>	<b>-9.566</b>
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på obligationer		3.196	-5.354
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på valutakonti		-7.031	-6.880
** svarer til administrationsomkostninger og indkomstregulering heraf, dog maksimalt det negative beløb til rådighed			
<b>7 Finansielle instrumenter(%)</b>			
Børsnoterede finansielle instrumenter*		97,97	99,10
Øvrige finansielle instrumenter**		2,03	0,90
<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)**

	2019		2018	
	Cirk. Andele	Formue værdi	Cirk. Andele	Formue værdi
<b>8 Investorerens formue (1000 kr)</b>				
Investorerens formue (primo)	2.848	261.326	2.104	203.825
Emissioner i året	7	688	744	67.848
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		1		58
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		29		2.568
Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		0		-10.309
Overført til udlodning fra sidste år		0		-198
Overført til udlodning næste år		-7.590		-9.567
Overført fra resultatopgørelse		22.061		7.101
<b>I alt investorerens formue</b>	<b>2.855</b>	<b>276.515</b>	<b>2.848</b>	<b>261.326</b>
<b>9 Noter, hvortil der ikke henvises</b>				
<b>Underl. eksponering ved valutaterminsforretninger (1.000 kr.)</b>			<b>2019</b>	<b>2018</b>
EUR			143.080	124.558
GBP			-24.940	-17.075
USD			-117.718	-105.760
<b>5 års oversigt</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016*</b>
Netto resultat (1000 kr.)	14.501	-96	-691	-3.104
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	276.515	261.326	203.825	97.522
Cirkulerende andele (stk.)	2.854.985	2.847.985	2.103.832	1.005.300
Indre værdi pr. andel	96,85	91,76	96,88	97,01
Udlodning pr. andel	0,00	0,00	4,90	0,00
Årets afkast i %	5,55	-0,20	-0,13	-2,99
Årets benchmarkafkast i %	5,06	-0,62	0,19	-2,73
Omkostnings %	0,60	0,59	0,66	0,77
Omsætningshastighed	0,41	0,58	0,79	0,08
Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	-0,04			
Tracking error (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	0,49			
ÅOP (helårsperiodiseret 2016)	0,63	0,62	0,73	0,79
Indirekte handelsomkostninger	0,06	0,12		
* Perioden 01.10-31.12.16				

# Udenlandske Obligationer

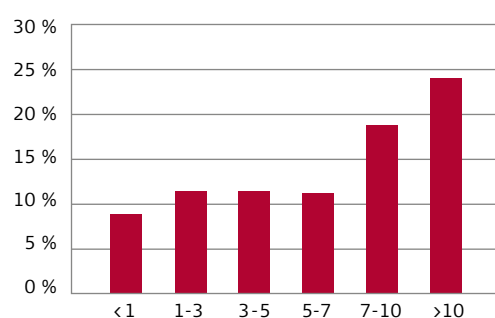
Note **NOTER (Fortsat)**

## Afdelingens ti største beholdninger

6.25 % Us Treasury N/B 15/08/2023	3,20 %
0.75 % France O.A.T. 25/11/2028	3,11 %
0.25 % Deutschland Rep 15/08/2028	3,08 %
1.25 % Us Treasury N/B 31/10/2021	3,05 %
4.95 % Gen De Catalunya 11/02/2020	2,89 %
0 % Hellenic T-Bill 03/01/2020	2,75 %
1.45 % Spanish Gov'T 31/10/2027	2,71 %
3.75 % Us Treasury N/B 15/11/2043	2,62 %
2.25 % Us Treasury N/B 15/11/2025	2,53 %
1.75 % Stadshypotek Ab 09/04/2020	2,46 %

## 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 officielt 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. 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 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 2019 et afkast på 31,56 %, mens benchmark gav et afkast på 26,66 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
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 %
2019	31,56 %	26,66 %	4,90 %
<b>siden start</b>	<b>211,10 %</b>	<b>198,77 %</b>	<b>12,33 %</b>

## Markedsudvikling i 2019

2019 har leveret usædvanligt høje afkast på de finansielle markeder, hvor både aktie- og obligatonskurser er steget som følge af faldende renter og stigende risikoappetit. De danske aktier har fulgt de globale aktier op og har sat nye rekorder.

Blandt de større aktier lå DSV i toppen, idet selskabet blev belønnet for gennemførelse af opkøbet af Panalpina. DSV har tidligere med stor succes integreret en række selskaber, herunder UTI og ABX, og markedet forventer at selskabet vil være i stand til at gentage succesen. Bankerne var ikke i stand til at følge med markedet opad, idet de faldende renter udgjorde en for stor modvind. Danske Bank blev udover de faldende renter ramt af stigende omkostninger til funding og compliance.

## Afdelingens udvikling i 2019

Afdelingen leverede et afkast på 31,6 %, efter omkostninger, hvilket skal sammenholdes med benchmarkafkastet på 26,7 %.

De største positive bidragsydere til årets relative afkast i forhold til Benchmark var Zealand Pharma (overvægt), Pandora (både bidrag fra over- og undervægt) og Ambu (undervægt). Danske Bank (overvægt) og ISS (overvægt) bidrog negativt.

Zealand Pharma mere end fordoblede kursen i 2019. Stigningen har været drevet af ansættelsen af Emmanuel Dulac som ny administrerende direktør, indgåelse af samarbejde med Alexion Pharma, stærke data fra selskabets kliniske programmer samt gennemførelse af en private placement til Van Herk Investment der gav DKK 560 mio.

Det positive bidrag fra Pandora kommer fra en overvægt i starten af året, hvor aktien steg ifm. årsregnskabet samt en undervægt i foråret, hvor aktien faldt meget. Fravalget af Ambu til porteføljen har givet et positivt bidrag til det relative afkast, idet Lars Marchers afgang, samt markant lavere forventninger til omsætning og indtjening i de kommende år, har medført et stort kursfald.

Overvægtene i Danske Bank og ISS trak begge ned i porteføljens absolutte og relative afkast, idet de begge sluttede året med et negativt afkast. Danske Bank pga. modvind fra faldende renter og stigende omkostninger til funding og compliance, mens det

for ISS' vedkommende var pga. skuffende operationelle resultater.

### **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 9,20 kr. pr. andel.

### **Forventninger til 2020**

Afdelingen forventer, at det danske marked vil give et positivt afkast på 0-10 % i 2020. De seneste to år har markederne fluktueret meget, og der kan også for 2020 opstilles realistiske scenarier med store stigninger såvel som scenarier, der indebærer store 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 2020**

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 udviklingen i renter og valutaer.

Risici er også nærmere omtalt under Generelle Risikofaktorer.



# Danske Aktier

Note	Resultatopgørelse (1000 kr.)	2019	2018
1	Renteudgifter	-227	-61
2	Udbytter	16.802	15.142
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>16.575</b>	<b>15.081</b>
3	Kursgevinster og -tab, Kapitalandele	210.772	-54.866
	Kursgevinster og -tab, Valutakonti	0	1
4	Handelsomkostninger	696	239
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>210.076</b>	<b>-55.104</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>226.651</b>	<b>-40.023</b>
5	Administrationsomkostninger	7.583	3.622
	<b>Resultat før skat</b>	<b>219.068</b>	<b>-43.645</b>
6	Skat	4	51
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>219.064</b>	<b>-43.696</b>
	Udlodningsregulering	5.248	66.563
	Overført fra sidste år	333	153
	<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>5.581</b>	<b>66.716</b>
	<b>Til disposition</b>	<b>224.645</b>	<b>23.020</b>
7	<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>62.483</b>	<b>107.622</b>
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	62.169	107.289
	Overført til udlodning næste år	314	333
	<b>Overført til formuen</b>	<b>162.162</b>	<b>-84.602</b>
Note	Balance (1000 kr.)	2019	2018
	<b>AKTIVER</b>		
	Indestående i depotselskab	16.164	17.006
8	<b>I alt likvide midler</b>	<b>16.164</b>	<b>17.006</b>
	Noterede aktier fra danske selskaber	946.598	660.400
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	0	4.105
8	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>946.598</b>	<b>664.505</b>
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	1.581	0
	Aktuelle skatteaktiver	2	2
8	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>1.583</b>	<b>2</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>964.345</b>	<b>681.513</b>
	<b>PASSIVER</b>		
9	<b>Investoreernes formue</b>	<b>963.491</b>	<b>680.897</b>
	Skyldige omkostninger	854	615
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	1
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>854</b>	<b>616</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>964.345</b>	<b>681.513</b>
10	<b>Noter, hvortil der ikke henvises</b>		

# Danske Aktier

NOTER		2019	2018
<b>1</b>	<b>Renteudgifter (1000 kr.)</b>		
	Renteudgifter depotselskab	-227	-61
	<b>I alt renteudgifter</b>	<b>-227</b>	<b>-61</b>
<b>2</b>	<b>Udbytter (1000 kr.)</b>		
	Noterede aktier fra danske selskaber	16.784	14.862
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	18	280
	<b>I alt udbytter</b>	<b>16.802</b>	<b>15.142</b>
<b>3</b>	<b>Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)</b>		
	Noterede aktier fra danske selskaber	208.406	-55.821
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.366	955
	<b>I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele</b>	<b>210.772</b>	<b>-54.866</b>
	Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele	47.916	29.495
<b>4</b>	<b>Handelsomkostninger (1000 kr.)</b>		
	Bruttohandelsomkostninger	812	460
	Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-116	-220
	<b>I alt handelsomkostninger ved løbende drift</b>	<b>696</b>	<b>239</b>
<b>5</b>	<b>Administrationsomkostninger (1000 kr.)</b>		
	<b>Afdelingsdirekte</b>		
	Administrationsvederlag	726	324
	Markedsføringsomkostninger	4.033	1.889
	Gebyrer til depotselskab	87	140
	Andre omk. i forbindelse med formuepleje	2.517	1.175
	Øvrige omkostninger	81	62
	<b>I alt afd. Direkte adm.omkostninger</b>	<b>7.444</b>	<b>3.590</b>
	<b>Andel af fællesomkostninger</b>		
	Honorar til bestyrelse	20	10
	Revisionshonorar til revisorer	9	4
	Licensomkostninger	77	11
	Andre omk. i forbindelse med formuepleje	13	5
	Øvrige omkostninger	20	2
	<b>I alt andel af fælles adm.omkostninger</b>	<b>139</b>	<b>32</b>
	<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>7.583</b>	<b>3.622</b>
<b>6</b>	<b>Skat (1000 kr.)</b>		
	Ikke refunderbare udbytteskatter	4	51
	<b>I alt skat</b>	<b>4</b>	<b>51</b>

# Danske Aktier

Note **NOTER (Fortsat)**

	2019	2018
<b>7 Til rådighed for udlodning (1000 kr.)</b>		
Renter og udbytter	16.575	15.081
Ikke refunderbar udbytteskat	-4	-51
Kursgevinst til udlodning*	47.915	29.499
Adm. Omkostninger til modregning i udlodning	-7.584	-3.623
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	5.248	66.563
Udlodning fra sidste år	333	153
<b>I alt til rådighed til udlodning</b>	<b>62.483</b>	<b>107.622</b>
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på kapitalandele	47.916	29.495
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på valutakonti	0	4

<b>8 Finansielle instrumenter(%)</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter*	98,32	97,50
Øvrige finansielle instrumenter**	1,68	2,50
<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		

	2019		2018	
	Cirk. Andele	Formue værdi	Cirk. Andele	Formue værdi
<b>9 Investorenes formue (1000 kr)</b>				
Investorenes formue (primo)	5.391	680.897	1.900	296.096
Emissioner i året	1.415	176.886	3.581	468.537
Indløsninger i året	-48	-6.258	-90	-12.287
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		168		779
Handelsomkostninger omkl. fra driften		-116		-220
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		-5.248		-66.563
Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		-107.150		-28.312
Overført til udlodning fra sidste år		-333		-153
Overført til udlodning næste år		314		333
Foreslået udlodning		62.169		107.289
Overført fra resultatopgørelse		162.162		-84.602
<b>I alt investorenes formue</b>	<b>6.758</b>	<b>963.491</b>	<b>5.391</b>	<b>680.897</b>

<b>10 Noter, hvortil der ikke henvises</b>					
<b>5 års oversigt</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Netto resultat (1000 kr.)	219.064	-43.696	31.963	8.343	60.876
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	963.491	680.897	296.096	233.783	238.777
Cirkulerende andele (stk.)	6.757.522	5.391.432	1.900.124	1.576.256	1.338.179
Indre værdi pr. andel	142,58	126,29	155,83	148,32	178,43
Udlodning pr. andel	9,20	19,90	14,90	12,90	34,50
Årets afkast i %	31,56	-10,16	14,46	3,95	36,37
Årets benchmarkafkast i %	26,66	-7,50	16,82	3,22	30,83
Omkostnings %	0,94	1,01	1,10	1,12	0,85
Omsætningshastighed	0,67	0,58	0,35	0,45	0,62
Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	-0,01	-0,08	0,54	0,59	1,34
Tracking error (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	2,50	2,54	2,26	2,41	2,47
Active Share %	35,14	32,01	23,81	27,84	23,30
ÅOP	1,08	1,13	1,19	1,25	1,20
Indirekte handelsomkostninger	0,10	0,07			

# Danske Aktier

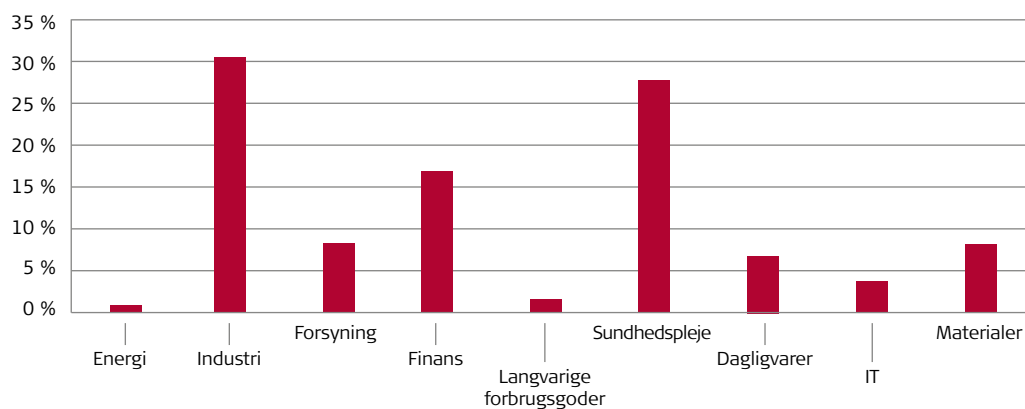
Note **NOTER (Fortsat)**

## Afdelingens ti største beholdninger

Novo Nordisk A/S-B	9,61 %
Orsted A/S	8,46 %
Danske Bank A/S	7,89 %
Vestas Wind Systems A/S	7,58 %
Dsv Panalpina A/S	6,85 %
Chr Hansen Holding A/S	4,96 %
Iss A/S	4,88 %
Demant A/S	4,87 %
Carlsberg As-B	4,42 %
Netcompany Group As	3,95 %

## 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 25 og 75 aktier. Minimum 70 % 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 balanceret underliggende risikoprofil.

## Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

## Startdato

Afdelingen havde opstart den 1.10.12.

## Benchmark

MSCI All Country World Index (ACWI)MSCI World, inklusive udbytte. Afdelingen ændrede benchmark pr. 28. november 2019.

### 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 2019 et afkast på 31,68 %, mens benchmark gav et afkast på 30,74 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
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 %
2019	31,68 %	30,74 %*	0,95 %
<b>siden start</b>	<b>150,27 %</b>	<b>138,31 %</b>	<b>11,96 %</b>

\* Benchmark er blevet ændret pr. 28. november 2019.

## Markedsudvikling i 2019

De globale aktiemarkeder har i 2019 været karakteriseret af en udpræget positiv stemning gennem store dele af året med få og kortvarige korrektioner. Således har de absolutte afkast været usædvanlig høje på tværs af sektorer og geografier.

Bag den positive udvikling ligger en betydelig multipel ekspansion. Indtjeningsvækst forklarer således en ganske beskedne del af det samlede globale markedsafkast. Det hører imidlertid med til helhedsbilledet, at 2018 var præget af en betydelig multipel kontraktion. 2018 og 2019 – set som helhed – peger mod en beskedne multipelforøgelse.

En væsentlig forklarende faktor bag markedsudviklingen er centralbankernes vilje til at stimulere økonomierne og stille likviditet til rådighed ved tegn på stress i det finansielle system. Den lempelige pengepolitik – samt fravær af inflationspres – afstedkom et bredt funderet rentefald igennem første halvår. Dette forplantede sig i aktiemarkedet i form af en betydelig kursdivergens mellem vækst- og kvalitets- og value aktier. Således oplevede vækst- og kvalitetsaktier en multipelforøgelse via sænkede risikopræmier, hvorimod value aktier generelt oplevede en mindre gunstig udvikling. Dette billede holdt stand for 2019 som helhed trods en vis reversering i andet halvår.

## Afdelingens udvikling i 2019

Afdelingen oplevede i 2019 en meget tilfredsstillende absolut - såvel som relativ - afkastudvikling da porteføljen har leveret et afkast for året på 31,7 %, hvilket er 1,0 %-point højere end dets sammenlignelige benchmarkindeks på 30,70 %. De overordnede markeds karakteristika var gunstige for værdiskabelsen, idet afdelingens aktievalg har en bias mod kvalitets- og vækstselskaber. Aktieudvælgelsen var imidlertid også en signifikant positiv faktor for merafkastet. En lang række af afdelingens aktievalg oplevede således en særdeles

positiv udvikling i 2019, hvorimod kun få enkelt-navne oplevede operationel modvind – og/eller svag kursudvikling.

Det var særligt aktieudvælgelsen indenfor sektorerne Finans, Diskretionært Forbrug og Kommunikations Service, der bidrog til merafkastet.

Indenfor Finans var forsikrings-selskabet Zürich Insurance Group en særlig positiv bidrager til merafkastet. Selskabets kapitalmarkedsdag i efteråret 2019 var bekræftende for de kommende år, omend der grundet selskabets værdiansættelse var anledning til at reducere eksponeringen i aktien.

Indenfor Diskretionært Forbrug var tyske Adidas, samt de franske luksusgode virksomheder LVMH og Kering, positive bidragsydere. Alle tre aktier nød godt af et uændret meget positivt globalt efterspørgselsbillede.

Indenfor Kommunikations-service var de amerikanske selskaber Facebook og Google positive bidragsydere trods meget støj om offentlig intervention i forretningsmodellerne. Men også amerikanske Microsoft (IT sektor) var en meget positiv bidragsyder for afdelingen. Microsoft er understøttet af nogle af de samme stærke strukturelle drivkræfter, som ligeledes spiller sig ud i Facebook og Google (cloud, kunstig intelligens etc.).

Afdelingen har en betydelig eksponering mod amerikanske sundhedsserviceaktier (Obama Care) i form af selskaberne United Health, CVS og Centene. Der har igennem året været meget støj om den fremtidige struktur for det amerikanske sundhedssystem. Dette har periodevist givet anledning til kursfald indenfor segmentet trods meget stærke operationelle resultater og attraktiv værdiansættelse. Eksponeringen mod segmentet er stort set blevet fastholdt gennem året, og en del af det negative merafkast er genvundet i fjerde kvartal.

For afdelingen som helhed tilstræbes fortsat en god porteføljebalance uden udprægede politisk påvirkede eksponeringer eller ensidige stilmæssige aktievalg. Der er i løbet af året købt flere nye aktier, der har et element af value karakteristika ud over gode idiosynkratiske drivkræfter. Eksempler herpå er RSA, Sanofi og Siemens.

### **Udbytte**

Afdelingen udlodder et udbytte på 11,30 kr. pr. andel.

### **Forventninger til 2020**

Afdelingen forventer, at de globale aktiemarkeder vil stige med 5-10 % i 2020. Hovedscenariet er en moderat positiv vækst i økonomierne, samt fortsat indtjeningsvækst hos afdelingernes selskaber.

### **Afdelings-specifikke 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 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 netto-værdien 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 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 2020**

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.)	2019	2018
1	Renteindtægter	303	112
2	Renteudgifter	-121	-223
3	Udbytter	36.891	23.499
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>37.073</b>	<b>23.388</b>
4	Kursgevinster og -tab, Kapitalandele	475.863	-109.056
	Kursgevinster og -tab, Afledte finansielle instrumenter	-216	-1.000
	Kursgevinster og -tab, Valutakonti	1.249	198
	Kursgevinster og -tab, Øvrige	37	22
5	Handelsomkostninger	743	572
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>476.190</b>	<b>-110.408</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>513.263</b>	<b>-87.020</b>
6	Administrationsomkostninger	17.987	13.152
	<b>Resultat før skat</b>	<b>495.276</b>	<b>-100.172</b>
7	Skat	4.015	2.106
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>491.261</b>	<b>-102.278</b>
	Udlodningsregulering	2.311	-5.756
	Overført fra sidste år	0	214
	<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>2.311</b>	<b>-5.542</b>
	<b>Til disposition</b>	<b>493.572</b>	<b>-107.820</b>
8	<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>132.251</b>	<b>-10.780</b>
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	131.763	0
	Overført til udlodning næste år	488	0
	<b>Overført til formuen</b>	<b>361.321</b>	<b>-107.820</b>
Note	<b>Balance (1000 kr.)</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>
	<b>AKTIVER</b>		
	Indestående i depotselskab	21.911	32.431
9	<b>I alt likvide midler</b>	<b>21.911</b>	<b>32.431</b>
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.057.991	1.446.541
9	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>2.057.991</b>	<b>1.446.541</b>
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	638	508
	Aktuelle skatteaktiver	1.892	857
9	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>2.530</b>	<b>1.365</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.082.432</b>	<b>1.480.337</b>
	<b>PASSIVER</b>		
10	<b>Investorenes formue</b>	<b>2.080.505</b>	<b>1.478.852</b>
	Skyldige omkostninger	1.928	1.482
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	-1	3
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>1.927</b>	<b>1.485</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>2.082.432</b>	<b>1.480.337</b>
11	<b>Noter, hvortil der ikke henvises</b>		



# Globale Aktier

## NOTER

	2019	2018
<b>1 Renteindtægter (1000 kr.)</b>		
Renteindtægter depotselskab	303	112
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>303</b>	<b>112</b>
<b>2 Renteudgifter (1000 kr.)</b>		
Renteudgifter depotselskab	-121	-223
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>-121</b>	<b>-223</b>
<b>3 Udbytter (1000 kr.)</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	0	294
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	36.891	23.205
<b>I alt udbytter</b>	<b>36.891</b>	<b>23.499</b>
<b>4 Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	0	-11.185
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	475.863	-97.871
<b>I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele</b>	<b>475.863</b>	<b>-109.056</b>
Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele	113.846	-11.560
<b>5 Handelsomkostninger (1000 kr.)</b>		
Bruttohandelsomkostninger	897	1.613
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-154	-1.041
<b>I alt handelsomkostninger ved løbende drift</b>	<b>743</b>	<b>572</b>
<b>6 Administrationsomkostninger (1000 kr.)</b>		
<b>Afdelingsdirekte</b>		
Administrationsvederlag	1.646	1.151
Markedsføringsomkostninger	9.146	6.741
Gebyrer til depotselskab	90	319
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	6.682	4.699
Øvrige omkostninger	102	105
<b>I alt afd. Direkte adm.omkostninger</b>	<b>17.666</b>	<b>13.015</b>
<b>Andel af fællesomkostninger</b>		
Honorar til bestyrelse	47	40
Revisionshonorar til revisorer	19	17
Licensomkostninger	175	48
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	29	21
Øvrige omkostninger	51	11
<b>I alt andel af fælles adm.omkostninger</b>	<b>321</b>	<b>137</b>
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>17.987</b>	<b>13.152</b>
<b>7 Skat (1000 kr.)</b>		
Ikke refunderbare udbytteskatter	4.015	2.106
<b>I alt skat</b>	<b>4.015</b>	<b>2.106</b>

# Globale Aktier

Note **NOTER (Fortsat)**

	2019	2018
<b>8 Til rådighed for udlodning (1000 kr.)</b>		
Renter og udbytter	37.073	23.387
Ikke refunderbar udbytteskat	-4.014	-2.105
Kursgevinst til udlodning*	114.868	-13.368
Adm. Omkostninger til modregning i udlodning	-17.987	-13.152
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	2.311	-5.756
Udlodning fra sidste år	0	214
<b>I alt til rådighed til udlodning</b>	<b>132.251</b>	<b>-10.780</b>
Negativt rådighedsbeløb, der ikke overføres**	0	10.780
<b>I alt til rådighed til udlodning, netto</b>	<b>132.251</b>	<b>0</b>
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på kapitalandele	113.846	-11.560
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på valutakonti	1.022	-1.808
** svarer til administrationsomkostninger og indkomstregulering heraf, dog maksimalt det negative beløb til rådighed		
<b>9 Finansielle instrumenter(%)</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter*	98,95	97,81
Øvrige finansielle instrumenter**	1,05	2,19
<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		

	2019		2018		
	Cirk.	Formue værdi	Cirk.	Formue værdi	
<b>10 Investorenes formue (1000 kr)</b>					
Investorenes formue (primo)	10.914	1.478.852	7.620	1.124.236	
Emissioner i året	1.230	183.979	3.751	551.896	
Indløsninger i året	-484	-73.949	-457	-65.835	
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		516		1.184	
Handelsomkostninger omkl. fra driften		-154		-1.041	
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		-2.311		5.756	
Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		0		-29.310	
Overført til udlodning fra sidste år		0		-214	
Overført til udlodning næste år		488		0	
Foreslået udlodning		131.763		0	
Overført fra resultatopgørelse		361.321		-107.820	
<b>I alt investorenes formue</b>	<b>11.660</b>	<b>2.080.505</b>	<b>10.914</b>	<b>1.478.852</b>	
<b>11 Noter, hvortil der ikke henvises</b>					
<b>5 års oversigt</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Netto resultat (1000 kr.)	491.261	-102.278	77.179	43.607	69.218
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	2.080.505	1.478.852	1.124.236	732.318	648.207
Cirkulerende andele (stk.)	11.660.401	10.913.701	7.620.338	5.281.907	4.318.226
Indre værdi pr. andel	178,43	135,50	147,53	138,65	150,11
Udlodning pr. andel	11,30	0,00	3,70	3,40	17,60
Årets afkast i %	31,68	-5,65	8,90	5,39	17,74
Årets benchmarkafkast i %	30,74	-3,89	7,66	10,32	10,66
Omkostnings %	0,98	1,03	1,09	1,14	0,97
Omsætningshastighed	0,33	0,44	0,30	0,29	0,52
Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	0,32	0,12	0,56	0,55	0,92
Tracking error (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	3,26	4,00	4,25	4,20	3,33
Active Share %	86,42	87,77	83,16	86,16	83,14
ÅOP	1,08	1,13	1,23	1,25	1,30
Indirekte handelsomkostninger	0,02	0,08			

# Globale Aktier

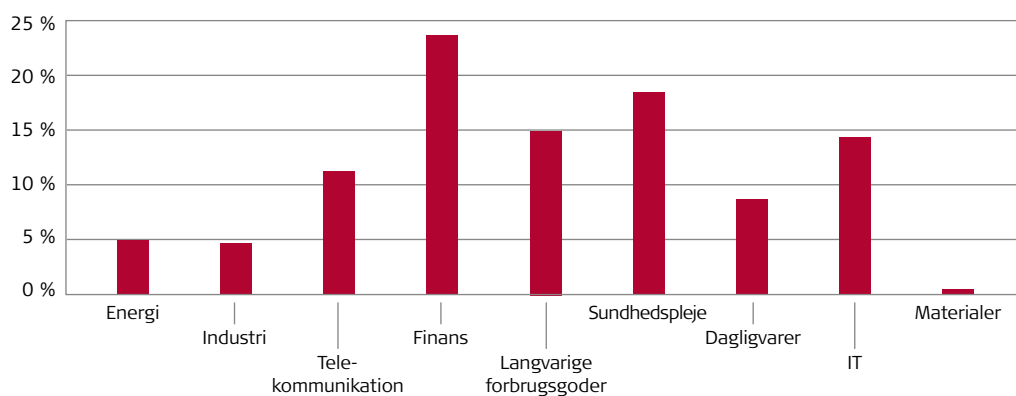
Note **NOTER (Fortsat)**

## Afdelingens ti største beholdninger

Microsoft Corp	5,80 %
Alphabet Inc-Cl C	4,77 %
Facebook Inc-Class A	4,15 %
Mcdonald'S Corp	3,55 %
Citigroup Inc	3,54 %
Alibaba Group Holding-Sp Adr	3,47 %
Unitedhealth Group Inc	3,29 %
Astrazeneca Plc	3,19 %
Reckitt Benckiser Group Plc	2,92 %
Kering	2,77 %

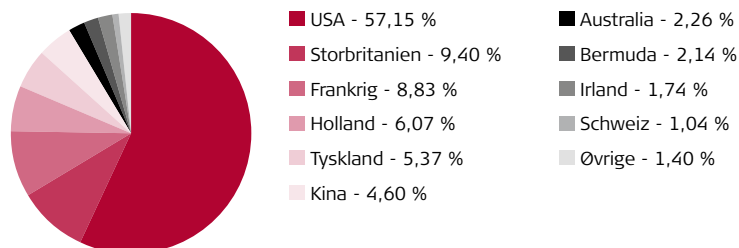
## Formuefordeling (%)

### 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. Afdelingen kan investere op til 10 % af formuen i andre investeringsforeninger.

## Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

## Startdato

Afdelingen havde opstart den 20.12.12.

## 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 2019 et afkast på 21,50 %, mens benchmark gav et afkast på 26,22 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
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 %
2019	21,50 %	26,22 %	-4,72 %
<b>siden start</b>	<b>73,11 %</b>	<b>75,57 %</b>	<b>-2,46 %</b>

## Markedsudvikling i 2019

De europæiske aktiemarkeder har klaret sig godt i 2019 med et afkast på 26,2 % for MSCI Europe. Det har på mange måder været et modsætningsfyldt investeringsår. Modvinde har der været rigelige af, men de er i løbet af året, til manges overraskelse, blevet vendt til medvinde med store positive effekter til følge. Recessionsfrygt og en global pengepolitik, som vendte rundt med store rentefald til følge, har sendt både aktier og de mere sikre statsobligationer til vejrs.

På den politiske front har markedet igennem året i varierende grad haft fokus på handelskrigen imellem USA og Kina som i starten af året gik fra at være en stor risikofaktor til nu at udgøre en væsentlig mindre risiko med en aftale om en begyndende udfasning af de forhøjede toldsatser. Desuden har der været tilknyttet en relativ stor risiko til usikkerheden omkring Brexit, som nu også er afklaret.

Aktiemarkederne har ligget i plus hele året med korrektioner i maj, august og senest i september. Markedet bundede ud efter den amerikanske centralbank sænkede renten, og fokus er nu på at væksten stabiliserer sig i 2020. Det er derfor heller ikke overraskende at de konjunkturfølsomme sektorer som industri og cyklisk forbrug har outperformat sammen med IT-aktierne, hvor førstnævnte er drevet af makroøkonomien, er den fortsatte digitalisering af produktion og samfundet som helhed med til at understøtte IT-aktierne. På den negative side var det primært tele- og oliesektoren, der leverede de laveste afkast.

## Afdelingens udvikling i 2019

Afdelingens afkast var 21,5 %, hvilket skal ses i forhold til et forventet niveau på 5-10 % fra årets start. Afkastet lå 4,7 % point under benchmark afkastet på 26,2 % målt ved MSCI Europe.

Afdelingens performance har været præget af en forholdsvis defensiv eksponering i forhold til

benchmark i et år, hvor makroøkonomi og politiske begivenheder har spillet en stor rolle. Efter at have indhentet benchmark ved udgangen af september, bevirkede de defensive karakteristika, at afdelingen sluttede året under benchmark. Fjerde kvartal var domineret af merperformance fra de cykliske sektorer i takt med en stigende tiltro til at 2020 fortsat ville se svag, men positiv momentum. Dette har ført til en generel ekspansion af P/E multiplen som udtryk for at markedet har taget forskud på begivenhederne og sendt aktiekurserne i vejret, før vi har set det materialisere sig i stigende indtjening. I afdelingen kom de største negative bidrag til den relative performance fra overvægten af stabilt forbrug samt aktieudvælgelsen, hvor aktier som Ahold og Reckitt Benckiser har bidraget negativt. Reckitt Benckiser har de seneste år været udfordret på væksten i de to nøgle forretningsområder, samtidig med der er sket chefskifte i 2019, og markedet afventer en strategiplan fra den nye CEO. Det frygtes, at der vil blive guidet mod lavere marginer fremadrettet grundet øget konkurrence samt fortsat pres fra online salg. Herudover har det bidraget negativt, at afdelingen har været overvægtet finans og undervægtet i cyklisk forbrug. De største positive bidrag til performance er kommet fra eksponeringen til healthcare- og forsyningssektorerne. Healthcare er drevet af Roche, der indtil videre har været i stand til at fastholde omsætningsvæksten ved lancering af nye produkter, på trods af at flere af selskabets store produkter har mistet deres patentbeskyttelse og dermed blevet udsat for hård pris konkurrence i 2019. I forsyningssektoren kom de største bidrag fra spanske Iberdrola, der hastigt konverterer til vedvarende energi og leverer gode resultater samt engelske National Grid.

#### **Udbytte**

Afdelingen udlodder et udbytte på 9,00 kr. pr. andel.

#### **Forventninger til 2020**

Afdelingen forventer et positivt afkast på europæiske aktier i 2020 på 0-10 %.

#### **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:

#### **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 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 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 2020

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.)	2019	2018
1	Renteindtægter	42	18
2	Renteudgifter	-26	-33
3	Udbytter	10.493	15.190
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>10.509</b>	<b>15.175</b>
4	Kursgevinster og -tab, Kapitalandele	57.019	-46.383
	Kursgevinster og -tab, Afledte finansielle instrumenter	-451	-22
	Kursgevinster og -tab, Valutakonti	905	-216
	Kursgevinster og -tab, Øvrige	73	36
5	Handelsomkostninger	19	118
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>57.527</b>	<b>-46.703</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>68.036</b>	<b>-31.528</b>
6	Administrationsomkostninger	2.912	4.122
	<b>Resultat før skat</b>	<b>65.124</b>	<b>-35.650</b>
7	Skat	784	995
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>64.340</b>	<b>-36.645</b>
	Udlodningsregulering	-17.764	863
	Overført fra sidste år	198	265
	<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>-17.566</b>	<b>1.128</b>
	<b>Til disposition</b>	<b>46.774</b>	<b>-35.517</b>
8	Til rådighed for udlodning	17.882	23.666
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	17.693	23.468
	Overført til udlodning næste år	189	198
	<b>Overført til formuen</b>	<b>28.892</b>	<b>-59.183</b>
Note	Balance (1000 kr.)	2019	2018
	<b>AKTIVER</b>		
	Indestående i depotselskab	4.853	9.278
9	<b>I alt likvide midler</b>	<b>4.853</b>	<b>9.278</b>
	Noterede aktier fra danske selskaber	12.322	16.560
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	241.225	354.974
9	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>253.547</b>	<b>371.534</b>
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	360	767
	Aktuelle skatteaktiver	3.133	2.490
9	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>3.493</b>	<b>3.257</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>261.893</b>	<b>384.069</b>
	<b>PASSIVER</b>		
10	Investorerens formue	261.606	383.676
	Skyldige omkostninger	287	392
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	1
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>287</b>	<b>393</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>261.893</b>	<b>384.069</b>
11	Noter, hvortil der ikke henvises		

# Højt Udbytte Aktier

NOTER		2019	2018
<b>1 Renteindtægter (1000 kr.)</b>			
Renteindtægter depotselskab		42	18
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>42</b>	<b>18</b>
<b>2 Renteudgifter (1000 kr.)</b>			
Renteudgifter depotselskab		-26	-33
<b>I alt renteudgifter</b>		<b>-26</b>	<b>-33</b>
<b>3 Udbytter (1000 kr.)</b>			
Noterede aktier fra danske selskaber		594	921
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		9.899	14.269
<b>I alt udbytter</b>		<b>10.493</b>	<b>15.190</b>
<b>4 Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)</b>			
Noterede aktier fra danske selskaber		1.256	-7.389
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		55.763	-38.994
<b>I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele</b>		<b>57.019</b>	<b>-46.383</b>
Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele		28.215	12.621
<b>5 Handelsomkostninger (1000 kr.)</b>			
Bruttohandelsomkostninger		143	152
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-124	-34
<b>I alt handelsomkostninger ved løbende drift</b>		<b>19</b>	<b>118</b>
<b>6 Administrationsomkostninger (1000 kr.)</b>			
<b>Afdelingsdirekte</b>			
Administrationsvederlag		253	357
Markedsføringsomkostninger		1.405	2.105
Gebyrer til depotselskab		44	84
Andre omk. i forbindelse med formuepleje		1.081	1.482
Øvrige omkostninger		66	49
<b>I alt afd. Direkte adm.omkostninger</b>		<b>2.849</b>	<b>4.077</b>
<b>Andel af fællesomkostninger</b>			
Honorar til bestyrelse		9	14
Revisionshonorar til revisorer		4	6
Licensomkostninger		31	15
Andre omk. i forbindelse med formuepleje		6	8
Øvrige omkostninger		13	2
<b>I alt andel af fælles adm.omkostninger</b>		<b>63</b>	<b>45</b>
<b>I alt administrationsomkostninger</b>		<b>2.912</b>	<b>4.122</b>
<b>7 Skat (1000 kr.)</b>			
Ikke refunderbare udbytteskatter		784	995
<b>I alt skat</b>		<b>784</b>	<b>995</b>



# Højt Udbytte Aktier

Note **NOTER (Fortsat)**

	2019	2018
<b>8 Til rådighed for udlodning (1000 kr.)</b>		
Renter og udbytter	10.509	15.176
Ikke refunderbar udbytteskat	-784	-996
Kursgevinst til udlodning*	28.635	12.479
Adm. Omkostninger til modregning i udlodning	-2.912	-4.121
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	-17.764	863
Udlodning fra sidste år	198	265
<b>I alt til rådighed til udlodning</b>	<b>17.882</b>	<b>23.666</b>
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på kapitalandele	28.215	12.621
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på valutakonti	419	-141

<b>9 Finansielle instrumenter(%)</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter*	98,12	97,57
Øvrige finansielle instrumenter**	1,88	2,43
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside <a href="http://www.pfairvest.dk">www.pfairvest.dk</a>		
*Indeholder Kapitalandele og tilgodehavende rente, udbytte mm		
**Indeholder Likvide midler		

	2019		2018	
	Cirk. Andele	Formue værdi	Cirk. Andele	Formue værdi
<b>10 Investorerne formue (1000 kr)</b>				
Investorerne formue (primo)	3.305	383.676	3.215	420.470
Emissioner i året	257	30.926	460	56.034
Indløsninger i året	-1.596	-193.349	-370	-45.613
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		322		146
Handelsomkostninger omkl. fra driften		-124		-34
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		17.764		-863
Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		-24.185		-10.682
Overført til udlodning fra sidste år		-198		-265
Overført til udlodning næste år		189		198
Foreslået udlodning		17.693		23.468
Overført fra resultatopgørelse		28.892		-59.183
<b>I alt investorerne formue</b>	<b>1.966</b>	<b>261.606</b>	<b>3.305</b>	<b>383.676</b>

<b>11 Noter, hvortil der ikke henvises</b>					
<b>5 års oversigt</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Netto resultat (1000 kr.)	64.340	-36.645	34.962	10.393	31.372
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	261.606	383.676	420.470	549.652	318.886
Cirkulerende andele (stk.)	1.965.882	3.305.287	3.214.796	4.526.731	2.378.764
Indre værdi pr. andel	133,07	116,08	130,79	121,42	134,06
Udlodning pr. andel	9,00	7,10	3,30	1,30	11,10
Årets afkast i %	21,50	-8,76	8,83	-0,62	11,36
Årets benchmarkafkast i %	26,22	-10,37	10,39	2,20	8,46
Omkostnings %	1,03	1,04	1,12	1,15	0,84
Omsætningshastighed	0,04	0,03	0,07	0,13	0,23
Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	0,11	-0,02	0,50	0,42	0,86
Tracking error (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	3,18	2,77	2,90	2,85	2,96
Active Share %	68,80	66,03	66,97	65,40	65,00
ÅOP	1,09	1,12	1,17	1,22	1,14
Indirekte handelsomkostninger	0,01	0,01			

# Højt Udbytte aktier

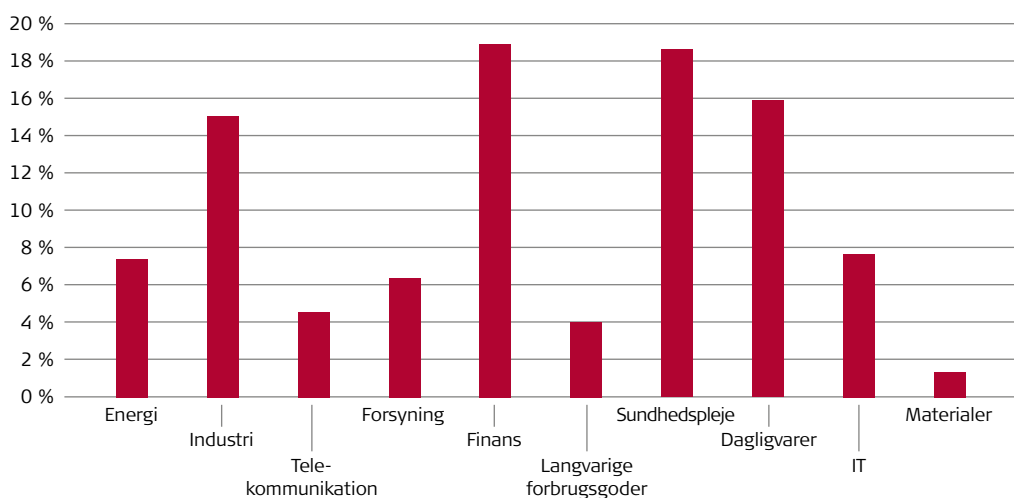
Note **NOTER (Fortsat)**

## Afdelingens ti største beholdninger

Iberdrola Sa	4,63 %
Roche Holding Ag-Genusschein	4,56 %
Nestle Sa-Reg	4,38 %
Unilever Nv	4,29 %
Novartis Ag-Reg	3,99 %
Allianz Se-Reg	3,79 %
Royal Dutch Shell Plc-A Shs	3,69 %
Relx Plc	3,25 %
Vodafone Group Plc	3,25 %
Schneider Electric Se	3,24 %

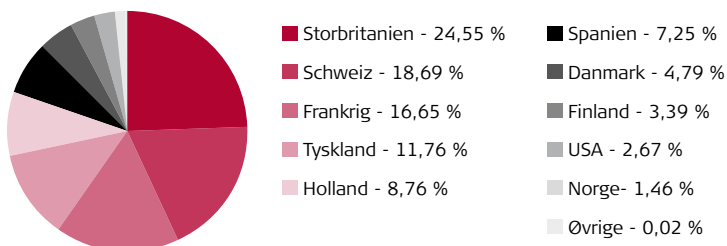
## Formuefordeling (%)

### 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. Afdelingen kan investere op til 10 % af formuen i andre investeringsforeninger.

## 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 2019 et afkast på 21,44 %, mens benchmark gav et afkast på 26,22 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
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 %
2019	21,44 %	26,22 %	-4,78 %
<b>siden start</b>	<b>33,50 %</b>	<b>41,25 %</b>	<b>-7,75 %</b>

## Markedsudvikling i 2019

2019 har været præget af, at en gruppe meget store selskaber har drevet afkastet. Det var specielt selskaber med stabil indtjening. Baggrunden for dette har været den politiske usikkerhed og de faldende renter.

## Afdelingens udvikling i 2019

Den kraftige stigning fra årets start skal ses i lyset af de store fald, der var mod slutningen af 2018. Fra starten af 2018 til august 2019 var markedet faktisk uændret. Efter august 2019 er markedet fortsat med at stige og for både 2018 og 2019 er markedet op med godt 15 %.

Kigger man på de bevægelser, der har været på sektorer og stile, så har markedet primært fokuseret på at købe aktier med en meget stabil indtjening. Det usædvanlige er, at et kraftigt stigende aktiemarked normalt vil medføre at mere cykliske aktier stiger, mens kvalitet ikke stiger nær så meget. Den politiske usikkerhed, som har medført kraftigt faldende renter, har altså hjulpet disse stabile aktier. Den tendens har eksisteret gennem både 2018 og 2019, således at forskellen mellem værdisætningen af stabile og defensive aktier på den ene side, og mere cykliske billige aktier på den anden side, nu er på et niveau, der er højere end det, man så omkring IT boblen ved årtusindskiftet.

Hvis man kigger på kursudviklingen i 2019 for de stile, man kalder kvalitet og vækst samt billige aktier, så har vækst og kvalitetsaktier givet et afkast, der er 13 % bedre end value.

I starten af efteråret opstod der nogle ret kraftige rotationer mod billige aktier, men de holdt nogle få uger, og så begyndte investorerne igen at fokusere på kvalitetsaktier og sikkerhed.

De største positive bidrag til afkastet i år er kommet fra HSBC (undervægt), Next (overvægt) og BP (undervægt). De negative bidrag er kommet fra ASML (overvægt), Danske Bank (overvægt) og Colruyt (overvægt).

Afdelingen har i 2019 opnået et afkast på 21,4 % inkl. omkostninger, hvilket er 4,8 % point lavere end benchmarkafkastet på 26,2 %. Indekset for value aktier, som afdelingens Morningstar kategori bruger, har givet et afkast på 20,5 % til sammenligning.

### Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 2,00 kr. pr. andel.

### Forventninger til 2020

Afdelingen forventer, at det europæiske aktiemarked vil stige 0–10 % i 2020. Hovedscenariet er en lav, men positiv vækst i den globale økonomi. 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 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.

### 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 2020

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.)	2019	2018
1	Renteindtægter	4	2
2	Renteudgifter	-49	-16
3	Udbytter	13.718	9.170
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>13.673</b>	<b>9.156</b>
4	Kursgevinster og -tab, Kapitalandele	54.637	-47.021
	Kursgevinster og -tab, Afledte finansielle instrumenter	-42	-40
	Kursgevinster og -tab, Valutakonti	241	12
	Kursgevinster og -tab, Øvrige	19	8
5	Handelsomkostninger	1.131	245
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>53.724</b>	<b>-47.286</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>67.397</b>	<b>-38.130</b>
6	Administrationsomkostninger	3.333	2.519
	<b>Resultat før skat</b>	<b>64.064</b>	<b>-40.649</b>
7	Skat	709	481
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>63.355</b>	<b>-41.130</b>
	Udlodningsregulering	27	-2.726
	Overført fra sidste år	0	77
	<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>27</b>	<b>-2.649</b>
	<b>Til disposition</b>	<b>63.382</b>	<b>-43.779</b>
8	<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>6.851</b>	<b>-7.397</b>
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	6.628	0
	Overført til udlodning næste år	223	-3.908
	<b>Overført til formuen</b>	<b>56.531</b>	<b>-39.871</b>
Note	<b>Balance (1000 kr.)</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>
	<b>AKTIVER</b>		
	Indestående i depotselskab	2.443	3.017
9	<b>I alt likvide midler</b>	<b>2.443</b>	<b>3.017</b>
	Noterede aktier fra danske selskaber	20.551	12.720
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	334.634	277.765
9	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>355.185</b>	<b>290.485</b>
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	291	429
	Aktuelle skatteaktiver	1.463	880
9	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>1.754</b>	<b>1.309</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>359.382</b>	<b>294.811</b>
	<b>PASSIVER</b>		
10	<b>Investorerne formue</b>	<b>359.041</b>	<b>294.549</b>
	Skyldige omkostninger	341	261
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	1
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>341</b>	<b>262</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>359.382</b>	<b>294.811</b>
11	<b>Noter, hvortil der ikke henvises</b>		

# Europa Value Aktier

NOTER		2019	2018
1	<b>Renteindtægter (1000 kr.)</b>		
	Renteindtægter depotselskab	4	2
	<b>I alt renteindtægter</b>	<b>4</b>	<b>2</b>
2	<b>Renteudgifter (1000 kr.)</b>		
	Renteudgifter depotselskab	-49	-16
	<b>I alt renteudgifter</b>	<b>-49</b>	<b>-16</b>
3	<b>Udbytter (1000 kr.)</b>		
	Noterede aktier fra danske selskaber	516	227
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	13.202	8.943
	<b>I alt udbytter</b>	<b>13.718</b>	<b>9.170</b>
4	<b>Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)</b>		
	Noterede aktier fra danske selskaber	3.254	-2.656
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	51.383	-44.365
	<b>I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele</b>	<b>54.637</b>	<b>-47.021</b>
	Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele	858	-10.772
5	<b>Handelsomkostninger (1000 kr.)</b>		
	Bruttohandelsomkostninger	1.135	769
	Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-5	-523
	<b>I alt handelsomkostninger ved løbende drift</b>	<b>1.131</b>	<b>245</b>
6	<b>Administrationsomkostninger (1000 kr.)</b>		
	<b>Afdelingsdirekte</b>		
	Administrationsvederlag	300	220
	Markedsføringsomkostninger	1.665	1.303
	Gebyrer til depotselskab	139	80
	Andre omk. i forbindelse med formuepleje	1.097	829
	Øvrige omkostninger	71	58
	<b>I alt afd. Direkte adm.omkostninger</b>	<b>3.272</b>	<b>2.490</b>
	<b>Andel af fællesomkostninger</b>		
	Honorar til bestyrelse	9	9
	Revisionshonorar til revisorer	4	4
	Licensomkostninger	33	9
	Andre omk. i forbindelse med formuepleje	5	5
	Øvrige omkostninger	10	2
	<b>I alt andel af fælles adm.omkostninger</b>	<b>61</b>	<b>29</b>
	<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>3.333</b>	<b>2.519</b>
7	<b>Skat (1000 kr.)</b>		
	Ikke refunderbare udbytteskatter	709	481
	<b>I alt skat</b>	<b>709</b>	<b>481</b>
8	<b>Til rådighed for udlodning (1000 kr.)</b>		
	Renter og udbytter	13.673	9.156
	Ikke refunderbar udbytteskat	-709	-480
	Kursgevinst til udlodning*	1.100	-10.904
	Adm. omkostninger til modregning i udlodning	-3.332	-2.520
	Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	27	-2.726
	Anvendt fremført aktietab	-3.908	0
	Udlodning fra sidste år	0	77
	<b>I alt til rådighed til udlodning</b>	<b>6.851</b>	<b>-7.397</b>
	Negativt rådighedsbeløb, der ikke overføres**	0	3.489
	<b>I alt til rådighed til udlodning, netto</b>	<b>6.851</b>	<b>-3.908</b>
	* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på kapitalandele	858	-10.772
	* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på valutakonti	242	-132
	** svarer til administrationsomkostninger og indkomstregulering heraf, dog maksimalt det negative beløb til rådighed		

# Europa Value Aktier

Note **NOTER (Fortsat)**

	2019	2018
<b>9 Finansielle instrumenter(%)</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter*	99,32	98,97
Øvrige finansielle instrumenter**	0,68	1,03
<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

	2019		2018	
	Cirk. Andele	Formue værdi	Cirk. Andele	Formue værdi
<b>10 Investorenes formue (1000 kr)</b>				
Investorenes formue (primo)	3.302	294.549	2.400	268.248
Emissioner i året	34	3.319	1.502	142.849
Indløsninger i året	-22	-2.186	-600	-60.121
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		8		285
Handelsomkostninger omkl. fra driften		-5		-523
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		-27		2.726
Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		0		-15.059
Overført til udlodning fra sidste år		0		-77
Overført til udlodning næste år		223		-3.908
Foreslået udlodning		6.628		0
Overført fra resultatopgørelse		56.532		-39.871
<b>I alt investorenes formue</b>	<b>3.314</b>	<b>359.041</b>	<b>3.302</b>	<b>294.549</b>

## 11 Noter, hvortil der ikke henvises

### 5 års oversigt

	2019	2018	2017	2016	2015
Netto resultat (1000 kr.)	63.355	-41.130	21.945	3.583	14.989
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	359.041	294.549	268.248	167.519	174.850
Cirkulerende andele (stk.)	3.313.907	3.301.907	2.399.859	1.666.944	1.546.086
Indre værdi pr. andel	108,34	89,21	111,78	100,49	113,09
Udlodning pr. andel	2,00	0,00	6,20	0,00	14,50
Årets afkast i %	21,44	-15,18	11,22	3,03	14,08
Årets benchmarkafkast i %	26,22	-10,37	10,39	2,20	8,46
Omkostnings %	1,00	1,04	1,15	1,15	0,86
Omsætningshastighed	2,06	0,89	1,31	1,01	2,72
Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	0,15	-0,15	0,26		
Tracking error (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	2,26	2,96	3,06		
Active Share %	63,16	63,63	65,95	73,34	76,66
ÅOP	1,39	1,18	1,47	1,39	1,61
Indirekte handelsomkostninger	0,12	0,12			

# Europa Value Aktier

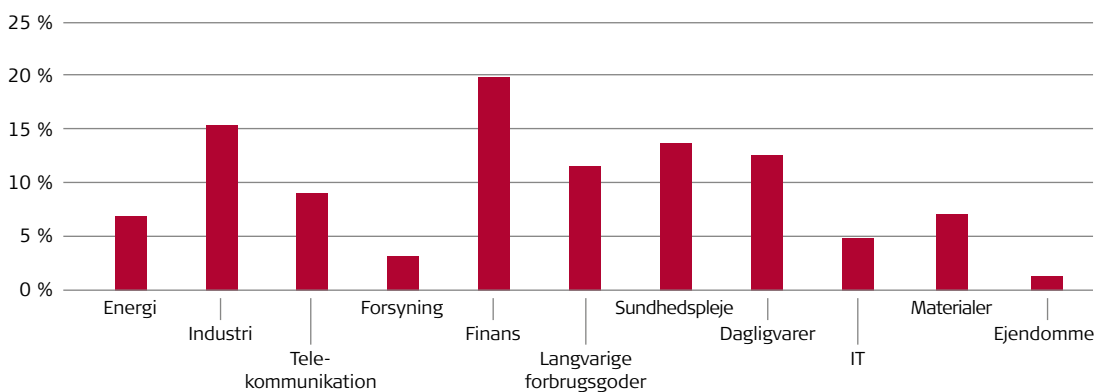
Note **NOTER (Fortsat)**

## Afdelingens ti største beholdninger

Roche Holding Ag-Genusschein	3,35 %
Royal Dutch Shell Plc-A Shs	3,18 %
Novartis Ag-Reg	2,57 %
Siemens Ag-Reg	2,34 %
Novo Nordisk A/S-B	2,13 %
Sanofi	1,84 %
Unilever Nv	1,80 %
Bnp Paribas	1,76 %
Rio Tinto Plc	1,68 %
Bhp Group Plc	1,57 %

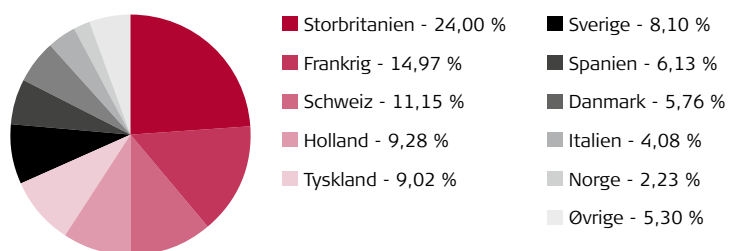
## Formuefordeling (%)

### 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 benchmarkudviklingen.

## 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 2019 et afkast på 28,03 %, mens benchmark gav et afkast på 33,46 %.

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 %
2019	28,03 %	33,46 %	-5,44 %
<b>siden start</b>	<b>49,22 %</b>	<b>53,41 %</b>	<b>-4,19 %</b>

\* Perioden 26.10.-31.12.

## Markedsudvikling i 2019

2019 har på mange måder været et modsætningsfyldt investeringsår. Modvinde har der været rigeligt af, men de er i løbet af året, til manges overraskel-

se, blevet vendt til medvinde med store positive effekter for os investorer. Recessionsfrygt og en global pengepolitik, som vendte rundt med store rentefald til følge, har sendt både risikofyldte aktiver som aktier og de mere sikre statsobligationer til vejrs.

Basiseffekter fra den amerikanske skattereform og handelskrig har betydet en næsten ikke eksisterende indtjeningsvækst i 2019. Årets kursstigninger viser, at investorerne var forberedt herpå, og aktiemarkederne er blevet sendt til vejrs trukket af en dyrere prisfastsættelse. Investorerne har kort sagt taget forskud på glæderne ift. at recessionen er afblæst og til at centralbankerne holder hånden under den økonomiske vækst.

## Afdelingens udvikling i 2019

Afdelingens afkast for året målt i danske kroner var 28,0 %, mens det amerikanske marked leverede et afkast på 33,5 %. Til sammenligning har indeks med tilsvarende risikoprofil som f.eks. MSCI US Minimum Volatility og MSCI US High Dividend givet et afkast målt i danske kroner på henholdsvis 30 % og 25 %.

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 2019 er amerikanske aktier steget med over 30 % i lokal valuta, og de bratte kursfald vi oplevede imod slutningen af 2018 er helt reverserede. I starten af året gjorde cykliske og vækstorienterede aktier det bedre end de mere defensive og stabile aktier. Over sommeren ændrede billedet sig og var i større grad præget af øget usikkerhed bl.a. forbundet med handelskrigen og Brexit, og heraf frygt for afmatning af den globale økonomi. De seneste måneder har vi igen set optimismen tilbage

i markedet, og cykliske og vækstorienterede aktier har igen outperformat. Status for hele 2019 er således, at defensive aktier ikke har kunnet følge med de cykliske, som især i andet halvår er blevet belønnet af, at flertallet af årets risikofaktorer er blevet reduceret betragteligt. Først og fremmest er recessionsfrygten forstummet og fokus er nu på, at væksten stabiliserer sig i 2020, godt hjulpet af vendingen i den globale pengepolitik. Læg hertil, at Brexit endelig ser ud til at blive en realitet, og at der er indgået en fase 1 handelsaftale mellem USA og Kina med en begyndende udfasning af de forhøjede toldsatser. En udvikling der har gavnet de mere konjunkturfølsomme sektorer.

På sektorniveau kommer de største positive bidrag til årets udvikling fra cyklisk forbrug (overvægt), energi (undervægt) og råvarer (undervægt). De største negative bidrag på sektorniveau kom fra IT (undervægt), sundhedsvæsenet (overvægt) og finans (undervægt). Sektorallokering skal primært ses i sammenhæng med afdelingens defensive og stabile profil, hvorfor sektorer med cykliske og mere vækstorienterede selskaber som f.eks. energi, cyklisk forbrug, banker og IT typisk vil være undervægtet. På selskabsniveau kom de største positive bidrag fra Estee Lauder, AT&T og VF Corp, mens undervægtene i Apple, Facebook og Microsoft var største negative bidragsydere.

### Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 3,60 kr. pr. andel.

### Forventninger til 2020

Afdelingen forventer et positivt afkast på amerikanske aktier i 2020 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 aktiemarkederne

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 aktiemarkederne 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 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

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 2020**

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.)	2019	2018
1	Renteindtægter	98	34
2	Renteudgifter	-27	-11
3	Udbytter	11.414	8.101
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>11.485</b>	<b>8.124</b>
4	Kursgevinster og -tab, Kapitalandele	111.212	13.542
	Kursgevinster og -tab, Afledte finansielle instrumenter	62	-22
	Kursgevinster og -tab, Valutakonti	73	80
	Kursgevinster og -tab, Øvrige	-4	4
5	Handelsomkostninger	32	23
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>111.311</b>	<b>13.581</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>122.796</b>	<b>21.705</b>
6	Administrationsomkostninger	4.794	3.492
	<b>Resultat før skat</b>	<b>118.002</b>	<b>18.213</b>
7	Skat	1.597	1.129
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>116.405</b>	<b>17.084</b>
	Udlodningsregulering	936	4.744
	Overført fra sidste år	139	60
	<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>1.075</b>	<b>4.804</b>
	<b>Til disposition</b>	<b>117.480</b>	<b>21.888</b>
8	Til rådighed for udlodning	14.615	24.132
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	14.306	23.993
	Overført til udlodning næste år	309	139
	<b>Overført til formuen</b>	<b>102.865</b>	<b>-2.244</b>
Note	<b>Balance (1000 kr.)</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>
	<b>AKTIVER</b>		
	Indestående i depotselskab	6.911	6.820
9	<b>I alt likvide midler</b>	<b>6.911</b>	<b>6.820</b>
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	542.269	407.105
9	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>542.269</b>	<b>407.105</b>
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	663	842
	Aktuelle skatteaktiver	106	25
9	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>769</b>	<b>867</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>549.949</b>	<b>414.792</b>
	<b>PASSIVER</b>		
10	<b>Investorerne formue</b>	<b>549.426</b>	<b>414.403</b>
	Skyldige omkostninger	523	388
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	1
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>523</b>	<b>389</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>549.949</b>	<b>414.792</b>
11	<b>Noter, hvortil der ikke henvises</b>		

# USA Stabile Aktier

NOTER		2019	2018
<b>1 Renteindtægter (1000 kr.)</b>			
Renteindtægter depotselskab		98	34
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>98</b>	<b>34</b>
<b>2 Renteudgifter (1000 kr.)</b>			
Renteudgifter depotselskab		-27	-11
<b>I alt renteudgifter</b>		<b>-27</b>	<b>-11</b>
<b>3 Udbytter (1000 kr.)</b>			
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		11.414	8.101
<b>I alt udbytter</b>		<b>11.414</b>	<b>8.101</b>
<b>4 Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)</b>			
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		111.212	13.542
<b>I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele</b>		<b>111.212</b>	<b>13.542</b>
Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele		8.237	15.846
<b>5 Handelsomkostninger (1000 kr.)</b>			
Bruttohandelsomkostninger		40	84
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-9	-60
<b>I alt handelsomkostninger ved løbende drift</b>		<b>32</b>	<b>23</b>
<b>6 Administrationsomkostninger (1000 kr.)</b>			
<b>Afdelingsdirekte</b>			
Administrationsvederlag		445	312
Markedsføringsomkostninger		2.474	1.826
Gebyrer til depotselskab		41	56
Andre omk. i forbindelse med formuepleje		1.681	1.205
Øvrige omkostninger		67	55
<b>I alt afd. Direkte adm.omkostninger</b>		<b>4.708</b>	<b>3.454</b>
<b>Andel af fællesomkostninger</b>			
Honorar til bestyrelse		12	11
Revisionshonorar til revisorer		5	5
Licensomkostninger		47	12
Andre omk. i forbindelse med formuepleje		8	6
Øvrige omkostninger		14	4
<b>I alt andel af fælles adm.omkostninger</b>		<b>86</b>	<b>38</b>
<b>I alt administrationsomkostninger</b>		<b>4.794</b>	<b>3.492</b>
<b>7 Skat (1000 kr.)</b>			
Ikke refunderbare udbytteskatter		1.597	1.129
<b>I alt skat</b>		<b>1.597</b>	<b>1.129</b>

# USA Stabile Aktier

Note **NOTER (Fortsat)**

	2019	2018
<b>8 Til rådighed for udlodning (1000 kr.)</b>		
Renter og udbytter	11.486	8.124
Ikke refunderbar udbytteskat	-1.597	-1.129
Kursgevinst til udlodning*	8.445	15.825
Adm. Omkostninger til modregning i udlodning	-4.794	-3.492
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	936	4.744
Udlodning fra sidste år	139	60
<b>I alt til rådighed til udlodning</b>	<b>14.615</b>	<b>24.132</b>
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på kapitalandele	8.237	15.846
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på valutakonti	208	-19

## 9 Finansielle instrumenter(%)

Børsnoterede finansielle instrumenter*	98,74	98,36
Øvrige finansielle instrumenter**	1,26	1,64
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

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

\*Indeholder Kapitalandele og tilgodehavende rente, udbytte mm

\*\*Indeholder Likvide midler

	2019		2018	
	Cirk. Andele	Formue værdi	Cirk. Andele	Formue værdi
<b>10 Investorenes formue (1000 kr)</b>				
Investorenes formue (primo)	3.635	414.403	2.770	300.500
Emissioner i året	420	53.232	1.194	138.761
Indløsninger i året	-81	-10.731	-329	-37.374
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		63		258
Handelsomkostninger omkl. fra driften		-9		-60
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		-936		-4.744
Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		-23.937		-4.766
Overført til udlodning fra sidste år		-139		-60
Overført til udlodning næste år		309		139
Foreslået udlodning		14.306		23.993
Overført fra resultatopgørelse		102.865		-2.244
<b>I alt investorenes formue</b>	<b>3.974</b>	<b>549.426</b>	<b>3.635</b>	<b>414.403</b>

## 11 Noter, hvortil der ikke henvises

### 5 års oversigt

	2019	2018	2017	2016*
Netto resultat (1000 kr.)	116.405	17.084	6.354	12.986
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	549.426	414.403	300.500	230.455
Cirkulerende andele (stk.)	3.973.847	3.635.352	2.769.604	2.176.800
Indre værdi pr. andel	138,26	113,99	108,50	105,87
Udlodning pr. andel	3,60	6,60	1,70	0,60
Årets afkast i %	28,03	6,85	3,03	5,87
Årets benchmarkafkast i %	33,46	-0,02	6,59	7,87
Omkostnings %	0,97	1,00	1,12	1,22
Omsætningshastighed	0,24	0,66	0,39	0,02
Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	1,06			
Tracking error (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	5,32			
Active Share %	72,20	67,84	70,38	72,46
ÅOP (helårsperiodiseret 2016)	1,02	1,06	1,19	1,27
Indirekte handelsomkostninger	0,01	0,04		

\* Perioden 01.10-31.12.16

# USA Stabile Aktier

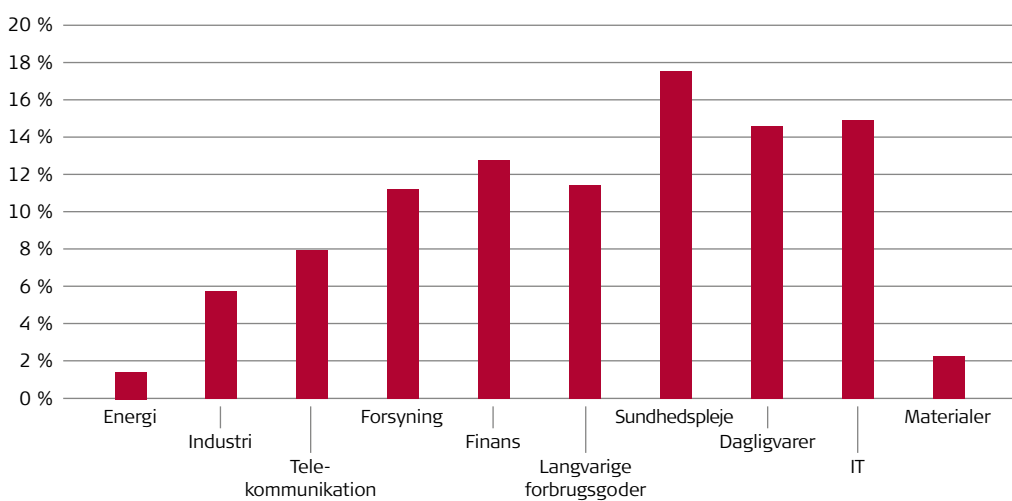
Note **NOTER (Fortsat)**

## Afdelingens ti største beholdninger

Procter & Gamble Co/The	2,87 %
At&T Inc	2,72 %
Verizon Communications Inc	2,63 %
Nextera Energy Inc	2,44 %
Medtronic Plc	2,31 %
Mcdonald'S Corp	2,17 %
Unitedhealth Group Inc	2,13 %
Waste Management Inc	2,09 %
Accenture Plc-Cl A	2,07 %
Walt Disney Co/The	1,88 %

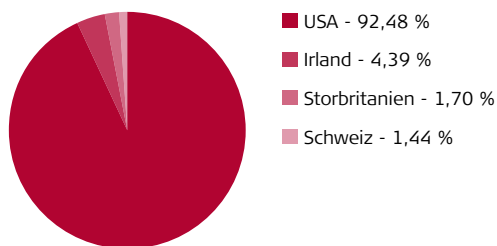
## Formuefordeling (%)

### Branche



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider og derivater.

### Lande



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider og derivater.

# Balance A

Afdelingen kan investere direkte eller indirekte (via andre investeringsforeninger) i obligationer og aktier. Afdelingen investerer hovedsageligt i børsnoterede værdipapirer (værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked), men kan placere op til 10 % af midlerne i unoterede værdipapirer, herunder strukturerede obligationer. Målet med afdelingen er at levere et højt afkast givet det relevante risikobånd. Afdelingen skal have en obligationseksponering inklusiv kontanter mellem 70-90 %, heraf en eksponering mod Emerging Markets og High Yield obligationer på maksimalt 25 %-point samt en eksponering mod kontanter på maksimalt 10 %-point og en aktieeksponering mellem 10-30 %. Afdelingen kan anvende afledte finansielle instrumenter (derivater) til at reducere afdelingens risiko eller opnå et bedre afkast.

## Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

## Startdato

Afdelingen havde opstart den 28.01.14.

## Benchmark

Afdelingen har ikke længere et benchmark. Benchmark blev fjernet fra afdelingen den 1. april 2019, da afdelingens investeringsstrategi ikke fuldt ud afspejles i tilgængelige standardbenchmarks.

## 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 2019 et afkast på 10,71 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
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 %
2019	10,71 %	*	*
<b>siden start</b>	<b>41,59 %</b>	<b>*</b>	<b>*</b>

\* Benchmark blev fjernet fra afdelingen 1. april 2019.

## Markedsudvikling i 2019

2019 har på mange måder været et modsætningsfyldt investeringsår. Indgangen til 2019 var præget af stor uro, og der var rigeligt med grunde til bekymring. Men modvinden blev til manges overraskelse hurtigt vendt til medvind med solide gevinster til følge, og særligt aktier har givet et særdeles højt afkast.

Efter en urolig afslutning på 2018 fik finansmarkederne et stærk comeback i 2019, hvor en lempelig global pengepolitik har medvirket til at dæmpe recessionsfrygten og sende afkastet i vejret på både risikofyldte aktiver, som eksempelvis aktier, og de mere sikre statsobligationer. Således har alle typer af investeringer bidraget positivt til årets pensionsafkast, og man kan som investor glæde sig over, at afdelingen har skabt et solidt afkast.

Det største bidrag kommer fra aktieporteføljen. Afdelingen har gennem hele året ligget med en lav allokering til aktier indenfor de rammer, som er sat for afdelingen, men har i 2. halvår reduceret denne undervægt, så vi ultimo 2019 kom tættere på afdelingernes mere langsigtede strategiske allokering til aktier.

Årsagen til undervægten har været recessionsfrygten, som voksede frem i årets første seks måneder samt handelskrigen mellem USA og Kina. Begge dele betød, at usikkerheden på de finansielle markeder i 2019 har været høj. Strategien har gennem året givet den ønskede beskyttelse i takt med, at recessionsfrygten steg, og handelskrigen bølgede frem og tilbage. Det må dog konstateres, at modvindene her ikke har været helt så kraftige og vedholdende, som forventet.

På baggrund af tegn på stabilisering i erhvervstillsindikatorerne samt udsigt til en handelsaftale mellem USA og Kina reducerede vi i årets fjerde kvartal aktieundervægten ved at købe bredt op i emerging markets. Emerging markets aktier har gennem 2019 været under pres blandt andet pga. vigende aktivitet i Kina forårsaget af handelskrigen



og står således til at være den region, der vil profitere mest af den indgåede handelsaftale. Samtidig er emerging markets relativt set den billigste region i forhold til globale aktier, og den har derfor det højeste indtjeningspotentiale, ligesom den vil få størst fordel af den svækkelse af dollaren, vi forventer i 2020.

### Afdelingens udvikling i 2019

Afdelingens afkast var på 10,7 %, hvilket er tilfredsstillende. Afkastet trækkes op af aktieafkastet der var på 30,5 %. Aktieafkastet blev trukket op af globale aktier, hvor aktieudvælgelsen bidrog positivt. De europæiske afdelinger trak ned med afkast på godt 22 %. Emerging markets aktier var undervægtet gennem året, og gav et afkast på 27 %, og sammen med en undervægt i Japan, har det været positivt for aktieafkastet i forhold til et sammenligneligt verdensindeks. Kreditobligationer profiterede af høj rentefølsomhed og et faldende kreditspænd, og gav et afkast på 10 %, efterfulgt af udenlandske statsobligationer der gav 7,5 %. Årets globale pengepolitiske lempelser og massive rentefald har ikke kun gavnet de sikre statsobligationer, men også de mere risikofyldte virksomhedsobligationer. Ejendomme har bidraget med et afkast på 5,9 %. Danske obligationer, som ligger med lav rentefølsomhed, gav det laveste afkast i porteføljen, nemlig 0,8 %. Generelt har det trukket ned i afkastet at aktieandelen ikke har været højere, men modsat har papirselektionen bidraget positivt og opvejet dette. Ligeledes har lav vægt i obligationer og tilsvarende investering i ejendomme bidraget positivt.

### Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 0,90 kr. pr. andel.

### Forventninger til 2020

Afdelingen forventer, at de globale aktiemarkeder vil stige moderat i 2020, mens obligationer ventes at få det svært. Vi forventer positive afkast på kreditobligationer, primært fra den løbende rente, og lavt men positivt afkast på danske obligationer.

Ejendomme forventes igen at gøre det bedre end obligationer. Samlet set forventer vi, at afdelingen kan levere positive afkast i 2020.

### 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 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 2020**

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.)	2019	2018
1	Renteindtægter	21.688	15.708
2	Renteudgifter	-465	-196
3	Udbytter	11.585	78.321
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>32.808</b>	<b>93.833</b>
4	Kursgevinster og -tab, Obligationer	39.161	-8.920
5	Kursgevinster og -tab, Kapitalandele	222.309	-125.620
	Kursgevinster og -tab, Afledte finansielle instrumenter	65	81
	Kursgevinster og -tab, Valutakonti	-43	194
	Kursgevinster og -tab, Øvrige	1	3
6	Handelsomkostninger	22	120
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>261.471</b>	<b>-134.382</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>294.279</b>	<b>-40.549</b>
7	Administrationsomkostninger	23.062	18.774
	<b>Resultat før skat</b>	<b>271.217</b>	<b>-59.323</b>
8	<b>Skat</b>	<b>346</b>	<b>620</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>270.871</b>	<b>-59.943</b>
	Udlodningsregulering	1.899	8.995
	Overført fra sidste år	1.274	525
	<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>3.173</b>	<b>9.520</b>
	<b>Til disposition</b>	<b>274.044</b>	<b>-50.423</b>
9	<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>25.590</b>	<b>88.173</b>
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	24.418	86.899
	Overført til udlodning næste år	1.172	1.274
	<b>Overført til formuen</b>	<b>248.454</b>	<b>-138.596</b>
Note	<b>Balance (1000 kr.)</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>
	<b>AKTIVER</b>		
	Indestående i depotselskab	45.447	43.167
10	<b>I alt likvide midler</b>	<b>45.447</b>	<b>43.167</b>
	Noterede obligationer fra danske udstedere	486.215	459.786
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	602.450	265.553
	Unoterede obligationer i danske selskaber	240.888	186.229
10	<b>I alt obligationer</b>	<b>1.329.553</b>	<b>911.568</b>
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	160.817	107.086
11	Investeringsbeviser i andre danske UCITS	1.511.677	1.243.752
10	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>1.672.494</b>	<b>1.350.838</b>
	Tilgodehavende renter, udbytte m.m	9.639	5.616
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	49.355	19.065
	Aktuelle skatteaktiver	138	117
10	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>59.132</b>	<b>24.798</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>3.106.626</b>	<b>2.330.371</b>
	<b>PASSIVER</b>		
12	<b>Investorerne formue</b>	<b>3.105.320</b>	<b>2.329.435</b>
	Skyldige omkostninger	1.306	929
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	7
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>1.306</b>	<b>936</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>3.106.626</b>	<b>2.330.371</b>
13	<b>Noter, hvortil der ikke henvises</b>		

# Balance A

Note **NOTER**

	2019	2018
<b>1 Renteindtægter (1000 kr.)</b>		
Renteindtægter depotselskab	62	60
Noterede obligationer fra danske udstedere	7.555	7.941
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	14.071	7.707
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>21.688</b>	<b>15.708</b>
<b>2 Renteudgifter (1000 kr.)</b>		
Renteudgifter depotselskab	-465	-196
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>-465</b>	<b>-196</b>
<b>3 Udbytter (1000 kr.)</b>		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	3.443	3.993
Investeringsbeviser i andre danske UCITS	8.142	74.328
<b>I alt udbytter</b>	<b>11.585</b>	<b>78.321</b>
<b>4 Kursgevinster og -tab, Obligationer (1000 kr.)</b>		
Noterede obligationer fra danske udstedere	1.092	-5.627
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	25.143	-7.506
Unoterede obligationer i danske selskaber	12.926	4.213
<b>I alt kursgevinster og -tab, Obligationer</b>	<b>39.161</b>	<b>-8.920</b>
Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, obligationer	324	-94
<b>5 Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)</b>		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	32.690	-16.916
Investeringsbeviser i andre danske UCITS	189.619	-108.704
<b>I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele</b>	<b>222.309</b>	<b>-125.620</b>
Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele	1.350	-5.198
<b>6 Handelsomkostninger (1000 kr.)</b>		
Bruttohandelsomkostninger	41	287
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-19	-167
<b>I alt handelsomkostninger ved løbende drift</b>	<b>22</b>	<b>120</b>
<b>7 Administrationsomkostninger (1000 kr.)</b>		
<b>Afdelingsdirekte</b>		
Administrationsvederlag	2.479	2.006
Markedsføringsomkostninger	13.772	11.143
Gebyrer til depotselskab	310	428
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	5.881	4.775
Øvrige omkostninger	132	161
<b>I alt afd. Direkte adm.omkostninger</b>	<b>22.574</b>	<b>18.513</b>
<b>Andel af fællesomkostninger</b>		
Honorar til bestyrelse	70	74
Revisionshonorar til revisorer	29	32
Licensomkostninger	262	91
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	44	40
Øvrige omkostninger	83	24
<b>I alt andel af fælles adm.omkostninger</b>	<b>488</b>	<b>261</b>
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>23.062</b>	<b>18.774</b>
<b>8 Skat (1000 kr.)</b>		
Ikke refunderbare udbytteskatter	346	620
<b>I alt skat</b>	<b>346</b>	<b>620</b>

# Balance A

Note **NOTER (Fortsat)**

	2019	2018
<b>9 Til rådighed for udlodning (1000 kr.)</b>		
Renter og udbytter	32.808	93.833
Ikke refunderbar udbytteskat	-346	-620
Kursgevinst til udlodning*	1.720	-5.456
Adm. Omkostninger til modregning i udlodning	-11.765	-9.104
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	1.899	8.995
Udlodning fra sidste år	1.274	525
<b>I alt til rådighed til udlodning</b>	<b>25.590</b>	<b>88.173</b>
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på kapitalandele	1.350	-5.198
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på obligationer	324	-94
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på valutakonti	46	-165

<b>10 Finansielle instrumenter(%)</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter*	90,78	90,16
Øvrige finansielle instrumenter**	9,22	9,84
<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 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	36.273	19.645
IPI - PFA Invest Europa Value Aktier	27.870	22.949
IPI - PFA Invest Globale Aktier (Balance D)	435.752	295.272
IPI - PFA Invest Højt Udbytte Aktier	28.342	23.323
IPI - PFA Invest Kreditobligationer	396.870	447.719
IPI - PFA Invest Mellemlange Obligationer	454.052	300.746
IPI - PFA Invest Udenlandske Obligationer	52.126	79.286
IPI - PFA Invest US Stabile Aktier	80.394	54.813
<b>I alt Investeringsbeviser i danske investeringsforeninger</b>	<b>1.511.677</b>	<b>1.243.752</b>

	2019		2018	
	Cirk. Andele	Formue værdi	Cirk. Andele	Formue værdi
<b>12 Investorerne formue (1000 kr)</b>				
Investorerne formue (primo)	21.725	2.329.435	19.285	2.157.512
Emissioner i året	5.771	637.384	3.350	367.236
Indløsninger i året	-365	-40.991	-910	-101.015
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		1.237		890
Handelsomkostninger omkl. fra driften		-19		-167
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		-1.899		-8.995
Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		-92.597		-35.078
Overført til udlodning fra sidste år		-1.274		-525
Overført til udlodning næste år		1.172		1.274
Foreslået udlodning		24.418		86.899
Overført fra resultatopgørelse		248.454		-138.596
<b>I alt investorerne formue</b>	<b>27.131</b>	<b>3.105.320</b>	<b>21.725</b>	<b>2.329.435</b>

<b>13 Noter, hvortil der ikke henvises</b>					
<b>5 års oversigt</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Netto resultat (1000 kr.)	270.871	-59.943	60.492	58.479	31.179
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	3.105.320	2.329.435	2.157.512	1.373.677	900.803
Cirkulerende andele (stk.)	27.131.262	21.724.818	19.284.570	12.041.414	7.713.966
Indre værdi pr. andel	114,46	107,23	111,88	114,08	116,78
Udlodning pr. andel	0,90	4,00	1,80	6,30	8,30
Årets afkast i %	10,71	-2,55	3,67	5,17	7,06
Årets benchmarkafkast i %		-2,16	4,06	6,57	5,60
Omkostnings %	0,84	0,84	0,83	0,84	0,21
Omsætningshastighed	0,13	0,14	0,05	0,16	0,22
Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	0,13	0,25	0,42		
Tracking error (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)*		1,24	1,26		
ÅOP	0,92	0,94	0,92	0,94	0,97
Indirekte handelsomkostninger	0,11	0,09			
* Afdelingen har fået fjernet benchmark pr. 1. april 2019					

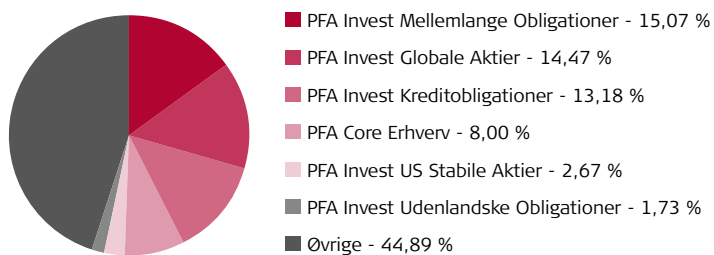
# Balance A

Note **NOTER (Fortsat)**

## Afdelingens største beholdninger

PFA Invest Mellemlange Obligationer	15,07 %
PFA Invest Globale Aktier	14,47 %
PFA Invest Kreditobligationer	13,18 %
PFA Core Erhverv	8,00 %
PFA Invest US Stabile Aktier	2,67 %
PFA Invest Udenlandske Obligationer	1,73 %
Øvrige	44,89 %

## Aktivfordeling i afdelingen (%)



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider og derivater.

# Balance AA

## Afdelingsprofil

Afdelingen kan investere direkte eller indirekte (via andre investeringsforeninger) i obligationer og aktier. Afdelingen investerer hovedsageligt i børsnoterede værdipapirer (værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked), men kan placere op til 10 % af midlerne i unoterede værdipapirer, herunder strukturerede obligationer. Målet med afdelingen er at levere et højt afkast givet det relevante risikobånd. Afdelingen skal have en obligationseksponering inklusiv kontanter mellem 85-100 %, heraf en eksponering mod Emerging Markets og High Yield obligationer på maksimalt 15 %-point og en eksponering mod kontanter på maksimalt 10 %-point og en aktieeksponering mellem 0-15 %. Afdelingen kan anvende afledte finansielle instrumenter (derivater) til at reducere afdelingens risiko eller opnå et bedre afkast.

## Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

## Startdato

Afdelingen havde opstart den 28.06.17.

## Benchmark

Afdelingen har ikke længere et benchmark. Benchmark blev fjernet fra afdelingen den 1. april 2019, da afdelingens investeringsstrategi ikke fuldt ud afspejles i tilgængelige standardbenchmarks.

### 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 2019 et afkast på 6,58 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2017*	0,66 %	1,00 %	-0,34 %
2018	-1,49 %	-1,28 %	-0,21 %
2019	6,58 %	**	
<b>siden start</b>	<b>5,69 %</b>	<b>**</b>	

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

\*\* Benchmark blev fjernet fra afdelingen den 1. april 2019

## Markedsudvikling i 2019

2019 har på mange måder været et modsætningsfyldt investeringsår. Indgangen til 2019 var præget af stor uro, og det var rigeligt med grunde til bekymring. Men modvinden blev til manges overraskelse hurtigt vendt til medvind med solide gevinster til følge, og særligt aktier har givet et særdeles højt afkast.

Efter en urolig afslutning på 2018 fik finansmarkederne et stærk comeback i 2019, hvor en lempelig global pengepolitik har medvirket til at dæmpe recessionsfrygten og sende afkastet i vejret på både risikofyldte aktiver, som eksempelvis aktier, og de mere sikre statsobligationer. Således har alle typer af investeringer bidraget positivt til årets pensionsafkast, og man kan som investor glæde sig over, at afdelingen har skabt et solidt afkast.

Det største bidrag kommer fra aktieporteføljen, Vi har gennem hele året ligget med en lav allokering til aktier indenfor de rammer, som er sat for afdelingen, tæt på 10 %, men har i andet halvår reduceret denne undervægt, så vi ultimo 2019 kom tættere på afdelingernes mere langsigtede strategiske allokering til aktier.

Årsagen til undervægten har været recessionsfrygten, som voksede frem i årets første seks måneder samt handelskrigen mellem USA og Kina. Begge dele betød, at usikkerheden på de finansielle markeder i 2019 har været høj. Strategien har gennem året givet os den ønskede beskyttelse i takt med, at recessionsfrygten steg, og handelskrigen bølgede frem og tilbage. Vi må dog konstatere, at modvindene her ikke har været helt så kraftige og vedholdende, som vi forventede.

På baggrund af tegn på stabilisering i erhvervstillsindikatorerne samt udsigt til en handelsaftale mellem USA og Kina reducerede vi i årets fjerde kvartal aktieundervægten ved at købe bredt op i emerging markets. Emerging markets aktier har gennem 2019 været under pres blandt andet pga. vigende aktivitet i Kina forårsaget af handelskrigen

og står således til at være den region, der vil profitere mest af den indgåede handelsaftale. Samtidig er emerging markets relativt set den billigste region i forhold til globale aktier, og den har derfor det højeste indtjeningspotentiale, ligesom den vil få størst fordel af den svækkelse af dollaren, vi forventer i 2020.

### Afdelingens udvikling i 2019

Afdelingens afkast var på 6,6 %, hvilket er tilfredsstillende. Afkastet trækkes op af aktieafkastet, der var over 30 %. Aktieafkastet blev trukket op af globale aktier, hvor aktieudvælgelsen bidrog positivt. Emerging markets aktier var undervægtet gennem året, og gav et afkast på 27 %, og sammen med en undervægt i Japan, har det været positivt for aktieafkastet i forhold til et sammenligneligt verdensindeks. Kreditobligationer profiterede af høj rentefølsomhed og et faldende kreditspænd og gav et afkast på 10,6 %, efterfulgt af udenlandske statsobligationer, der gav 5,5 %. Årets globale pengepolitiske lempelser og massive rentefald har ikke kun gavnede de sikre statsobligationer, men også de mere risikofyldte virksomhedsobligationer. Ejendomme har bidraget med et afkast på 5,9 %. Danske obligationer, som ligger med lav rentefølsomhed, gav det laveste afkast i porteføljen, nemlig 1,1 %. Generelt har det trukket ned i afkastet at aktieandelen ikke har været højere, men modsat har papirselektionen bidraget positivt og opvejet dette. Ligeledes har lav vægt i obligationer og tilsvarende investering i ejendomme bidraget positivt.

### Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 0,60 kr. pr. andel.

### Forventninger til 2020

Afdelingen forventer, at de globale aktiemarkeder vil stige moderat i 2020, mens obligationer ventes at få det svært. Vi forventer positive afkast på kreditobligationer, primært fra den løbende rente, og lavt men positivt afkast på danske obligationer. Ejendomme forventes igen at gøre det bedre end obligationer. Samlet set forventer vi, at afdelingen

kan levere fra nul procent til let positive afkast i 2020, men renteudviklingen bliver afgørende for afkastet qua den store andel i obligationer.

### Afdelingsspecifikke risici

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. Der kan være perioder, hvor markedsforholdene medfører, at afdelingen efter omkostninger ikke kan forventes at være kapitalbevarende.

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 2020**

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.)	2019	2018
1	Renteindtægter	2.374	2.106
2	Renteudgifter	-30	-14
3	Udbytter	541	7.466
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>2.885</b>	<b>9.558</b>
4	Kursgevinster og -tab, Obligationer	2.605	-1.049
5	Kursgevinster og -tab, Kapitalandele	15.926	-10.448
	Kursgevinster og -tab, Afledte finansielle instrumenter	-7	16
	Kursgevinster og -tab, Valutakonti	4	10
	Handelsomkostninger	0	3
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>18.528</b>	<b>-11.474</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>21.413</b>	<b>-1.916</b>
6	Administrationsomkostninger	2.412	1.922
	<b>Resultat før skat</b>	<b>19.001</b>	<b>-3.838</b>
7	Skat	4	2
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>18.997</b>	<b>-3.840</b>
	Udlovningsregulering	-52	1.413
	Overført fra sidste år	96	202
	<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>44</b>	<b>1.615</b>
	<b>Til disposition</b>	<b>19.041</b>	<b>-2.225</b>
8	<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>1.792</b>	<b>9.245</b>
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	1.751	9.149
	Overført til udlodning næste år	41	96
	<b>Overført til formuen</b>	<b>17.249</b>	<b>-11.470</b>
Note	<b>Balance (1000 kr.)</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>
	<b>AKTIVER</b>		
	Indestående i depotselskab	6.347	5.123
9	<b>I alt likvide midler</b>	<b>6.347</b>	<b>5.123</b>
	Noterede obligationer fra danske udstedere	59.747	83.293
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	35.535	19.605
	Unoterede obligationer i danske selskaber	27.499	19.657
9	<b>I alt obligationer</b>	<b>122.781</b>	<b>122.555</b>
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.518	1.865
10	Investeringsbeviser i andre danske UCITS	158.849	134.182
9	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>161.367</b>	<b>136.047</b>
	Tilgodehavende renter, udbytte m.m	727	773
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	7.918	1.909
9	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>8.645</b>	<b>2.682</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>299.140</b>	<b>266.407</b>
	<b>PASSIVER</b>		
11	<b>Investorerne formue</b>	<b>297.461</b>	<b>266.301</b>
	Skyldige omkostninger	150	105
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	1.529	1
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>1.679</b>	<b>106</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>299.140</b>	<b>266.407</b>
12	<b>Noter, hvortil der ikke henvises</b>		

# Balance AA

NOTER		2019	2018
<b>1 Renteindtægter (1000 kr.)</b>			
Renteindtægter depotselskab		16	11
Noterede obligationer fra danske udstedere		1.584	1.456
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere		774	639
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>2.374</b>	<b>2.106</b>
<b>2 Renteudgifter (1000 kr.)</b>			
Renteudgifter depotselskab		-30	-14
<b>I alt renteudgifter</b>		<b>-30</b>	<b>-14</b>
<b>3 Udbytter (1000 kr.)</b>			
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		65	20
Investeringsbeviser i andre danske UCITS		476	7.446
<b>I alt udbytter</b>		<b>541</b>	<b>7.466</b>
<b>4 Kursgevinster og -tab, Obligationer (1000 kr.)</b>			
Noterede obligationer fra danske udstedere		-97	-910
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere		1.276	-584
Unoterede obligationer i danske selskaber		1.426	445
<b>I alt kursgevinster og -tab, Obligationer</b>		<b>2.605</b>	<b>-1.049</b>
Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, obligationer		-279	-527
<b>5 Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)</b>			
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		465	-280
Investeringsbeviser i andre danske UCITS		15.461	-9.826
Investeringsbeviser i udenlandske investeringsforeninger		0	-342
<b>I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele</b>		<b>15.926</b>	<b>-10.448</b>
Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele		397	-406
Bruttohandelsomkostninger		1	6
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-1	-3
<b>I alt handelsomkostninger ved løbende drift</b>		<b>0</b>	<b>3</b>
<b>6 Administrationsomkostninger (1000 kr.)</b>			
<b>Afdelingsdirekte</b>			
Administrationsvederlag		281	223
Markedsføringsomkostninger		1.250	1.002
Gebyrer til depotselskab		66	50
Andre omk. i forbindelse med formuepleje		691	565
Øvrige omkostninger		69	53
<b>I alt afd. Direkte adm.omkostninger</b>		<b>2.357</b>	<b>1.893</b>
<b>Andel af fællesomkostninger</b>			
Honorar til bestyrelse		8	8
Revisionshonorar til revisorer		3	3
Licensomkostninger		30	10
Andre omk. i forbindelse med formuepleje		5	4
Øvrige omkostninger		9	4
<b>I alt andel af fælles adm.omkostninger</b>		<b>55</b>	<b>29</b>
<b>I alt administrationsomkostninger</b>		<b>2.412</b>	<b>1.922</b>
<b>7 Skat (1000 kr.)</b>			
Ikke refunderbare udbytteskatter		4	2
<b>I alt skat</b>		<b>4</b>	<b>2</b>

# Balance AA

Note **NOTER (Fortsat)**

	2019	2018
<b>8 Til rådighed for udlodning (1000 kr.)</b>		
Renter og udbytter	2.885	9.559
Ikke refunderbar udbytteskat	-4	-3
Kursgevinst til udlodning*	118	-916
Adm. Omkostninger til modregning i udlodning	-1.251	-1.010
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	-52	1.413
Udlodning fra sidste år	96	202
<b>I alt til rådighed til udlodning</b>	<b>1.792</b>	<b>9.245</b>
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på kapitalandele	397	-406
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på obligationer	-279	-527
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på valutakonti	-1	17

<b>9 Finansielle instrumenter(%)</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter*	88,69	90,70
Øvrige finansielle instrumenter**	11,31	9,30
<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>10 Investeringsbeviser i andre danske UCITS ( 1000 kr.)</b>		
IPI - PFA Invest Danske aktier	1.723	1.884
IPI - PFA Invest Europa Value Aktier	1.220	1.846
IPI - PFA Invest Globale Aktier (Balance D)	20.594	16.562
IPI - PFA Invest Kreditobligationer	55.794	49.464
IPI - PFA Invest Mellemlange Obligationer	55.129	42.808
IPI - PFA Invest Udenlandske Obligationer	20.408	19.335
IPI - PFA Invest US Stabile Aktier	3.981	2.281
<b>I alt Investeringsbeviser i danske investeringsforeninger</b>	<b>158.849</b>	<b>134.182</b>

	2019		2018	
	Cirk. Andele	Formue værdi	Cirk. Andele	Formue værdi
<b>11 Investorenes formue (1000 kr)</b>				
Investorenes formue (primo)	2.691	266.301	2.252	226.720
Emissioner i året	739	73.737	439	43.792
Indløsninger i året	-512	-51.868	0	0
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		235		87
Handelsomkostninger omkl. fra driften		-1		-3
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		52		-1.413
Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		-9.940		-456
Overført til udlodning fra sidste år		-96		-202
Overført til udlodning næste år		41		96
Foreslået udlodning		1.751		9.149
Overført fra resultatopgørelse		17.249		-11.470
<b>I alt investorenes formue</b>	<b>2.918</b>	<b>297.461</b>	<b>2.691</b>	<b>266.301</b>

<b>12 Noter, hvortil der ikke henvises</b>			
<b>5 års oversigt</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017*</b>
Netto resultat (1000 kr.)	18.997	-3.840	958
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	297.461	266.301	226.720
Cirkulerende andele (stk.)	2.917.964	2.690.931	2.252.421
Indre værdi pr. andel	101,94	98,96	100,66
Udlodning pr. andel	0,60	3,40	0,20
Årets afkast i %	6,58	-1,49	0,66
Årets benchmarkafkast i %		-1,28	1,00
Omkostnings %	0,77	0,78	0,44
Omsætningshastighed	0,09	0,20	0,14
ÅOP (helårsperiodiseret 2017)	0,85	0,86	0,92
Indirekte handelsomkostninger	0,09	0,09	
* Perioden 28.06-31.12.17			

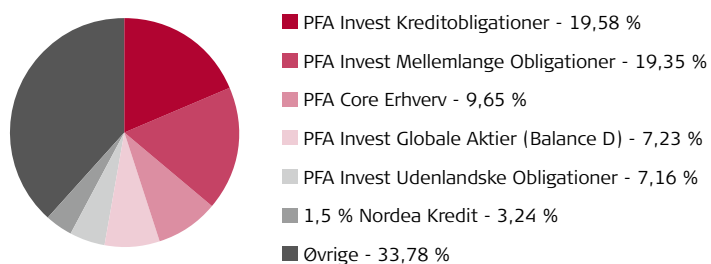
# Balance AA

Note **NOTER (Fortsat)**

## Afdelingens største beholdninger

PFA Invest Kreditobligationer	19,58 %
PFA Invest Mellemlange Obligationer	19,35 %
PFA Core Erhverv	9,65 %
PFA Invest Globale Aktier (Balance D)	7,23 %
PFA Invest Udenlandske Obligationer	7,16 %
1,5 % Nordea Kredit	3,24 %
Øvrige	33,78 %

## Aktivfordelingen i afdelingen (%)



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider og derivater.

## Balance B

Afdelingen kan investere direkte eller indirekte (via andre investeringsforeninger) i obligationer og aktier. Afdelingen investerer hovedsageligt i børsnoterede værdipapirer (værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked), men kan placere op til 10 % af midlerne i unoterede værdipapirer, herunder strukturerede obligationer. Målet med afdelingen er at levere et højt afkast givet det relevante risikobånd. Afdelingen skal have en obligations-eksponering inklusiv kontanter mellem 30-50 % og en aktie-eksponering mellem 50-70 %. Afdelingen kan anvende afledte finansielle instrumenter (derivater) til at reducere afdelingens risiko eller opnå et bedre afkast.

### Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

### Startdato

Afdelingen havde opstart den 1.10.12.

### Benchmark

Afdelingen har ikke længere et benchmark. Benchmark blev fjernet fra afdelingen den 1. april 2019, da afdelingens investeringsstrategi ikke fuldt ud afspejles i tilgængelige standardbenchmarks.

### 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 2019 et afkast på 18,04 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
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 %
2019	18,04 %	*	
<b>siden start</b>	<b>83,32 %</b>	<b>**</b>	

\*\* Benchmark blev fjernet fra afdelingen den 1. april 2019

### Markedsudvikling i 2019

2019 har på mange måder været et modsætningsfyldt investeringsår. Indgangen til 2019 var præget af stor uro, og det var rigeligt med grunde til bekymring. Men modvinden blev til manges overraskelse hurtigt vendt til medvind med solide gevinster til følge, og særligt aktier har givet et særdeles højt afkast.

Efter en urolig afslutning på 2018 fik finansmarkederne et stærk comeback i 2019, hvor en lempelig global pengepolitik har medvirket til at dæmpe recessionsfrygten og sende afkastet i vejret på både risikofyldte aktiver, som eksempelvis aktier, og de mere sikre statsobligationer. Således har alle typer af investeringer bidraget positivt til årets pensionsafkast, og man kan som investor glæde sig over, at afdelingen har skabt et solidt afkast.

Det største bidrag kommer fra aktieporteføljen. Der har igennem hele året været en lav allokering til aktier indenfor de rammer, som er sat for afdelingen, men denne undervægt er reduceret i andet halvår, så vi ultimo 2019 kom tættere på afdelingernes mere langsigtede strategiske allokering til aktier.

Årsagen til undervægten har været recessionsfrygten, som voksede frem i årets første seks måneder samt handelskrigen mellem USA og Kina. Begge dele betød, at usikkerheden på de finansielle markeder i 2019 har været høj. Strategien har gennem året givet os den ønskede beskyttelse i takt med, at recessionsfrygten steg, og handelskrigen bølgede frem og tilbage. Vi må dog konstatere, at modvindene her ikke har været helt så kraftige og vedholdende, som vi forventede.

På baggrund af tegn på stabilisering i erhvervstillsindikatorerne samt udsigt til en handelsaftale mellem USA og Kina reducerede vi i årets fjerde kvartal aktieundervægten ved at købe bredt op i emerging markets. Emerging markets aktier har gennem 2019 været under pres blandt andet pga.

vigende aktivitet i Kina forårsaget af handelskrigen og står således til at være den region, der vil profitere mest af den indgåede handelsaftale. Samtidig er emerging markets relativt set den billigste region i forhold til globale aktier, og den har derfor det højeste indtjeningspotentiale, ligesom den vil få størst fordel af den svækkelse af dollaren, vi forventer i 2020.

### Afdelingens udvikling i 2019

Afdelingens afkast var på 18,0 %, hvilket er tilfredsstillende. Afkastet trækkes op af aktieafkastet, der var på 31,8 %. Aktieafkastet blev trukket op af globale aktier, hvor aktieudvælgelsen bidrog positivt. De europæiske afdelinger trak ned med afkast på godt 22 %. EM aktier var undervægtet gennem året og gav et afkast på 27 %, og sammen med en undervægt i Japan har det været positivt for aktieafkastet i forhold til et sammenligneligt verdensindeks. Kreditobligationer profiterede af høj rentefølsomhed og et faldende kreditspænd, og gav et afkast på 11,3 %, efterfulgt af udenlandske statsobligationer der gav 7,2 %. Årets globale pengepolitiske lempelser og massive rentefald har ikke kun gavnet de sikre statsobligationer, men også de mere risikofyldte virksomhedsobligationer. Ejendomme har bidraget med et afkast på 5,9 %. Danske obligationer, som ligger med lav rentefølsomhed, gav det laveste afkast i porteføljen, nemlig 0,8 %. Generelt har det trukket ned i afkastet at aktieandelen ikke har været højere, men modsat har papirselektionen bidraget positivt og opvejet dette. Ligeledes har lav vægt i obligationer og tilsvarende investering i ejendomme bidraget positivt.

### Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 2,40 kr. pr. andel.

### Forventninger til 2020

Afdelingen forventer, at de globale aktiemarkeder vil stige moderat i 2020, mens obligationer ventes at få det svært. Vi forventer positive afkast på kreditobligationer, primært fra den løbende rente, og lavt men positivt afkast på danske obligationer.

Ejendomme forventes igen at gøre det bedre end obligationer. Samlet set forventer vi, at afdelingen kan levere positive afkast i 2020.

### 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 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 2020**

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.)	2019	2018
1	Renteindtægter	12.388	5.371
2	Renteudgifter	-408	-335
3	Udbytter	40.511	97.062
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>52.491</b>	<b>102.098</b>
4	Kursgevinster og -tab, Obligationer	27.773	1.788
5	Kursgevinster og -tab, Kapitalandele	534.028	-216.673
	Kursgevinster og -tab, Afledte finansielle instrumenter	328	-162
	Kursgevinster og -tab, Valutakonti	-171	180
	Kursgevinster og -tab, Øvrige	20	16
6	Handelsomkostninger	483	311
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>561.495</b>	<b>-215.162</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>613.986</b>	<b>-113.064</b>
7	Administrationsomkostninger	30.944	23.792
	<b>Resultat før skat</b>	<b>583.042</b>	<b>-136.856</b>
8	<b>Skat</b>	<b>2.442</b>	<b>1.895</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>580.600</b>	<b>-138.751</b>
	Udlodningsregulering	13.758	21.229
	Overført fra sidste år	2.246	1.152
	<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>16.004</b>	<b>22.381</b>
	<b>Til disposition</b>	<b>596.604</b>	<b>-116.370</b>
9	<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>79.500</b>	<b>99.871</b>
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	78.457	97.625
	Overført til udlodning næste år	1.043	2.246
	<b>Overført til formuen</b>	<b>517.104</b>	<b>-216.241</b>

# Balance B

Note	Balance (1000 kr.)	2019	2018
<b>AKTIVER</b>			
	Indestående i depotselskab	70.455	39.568
10	<b>I alt likvide midler</b>	<b>70.455</b>	<b>39.568</b>
	Noterede obligationer fra danske udstedere	265.122	365.931
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	392.662	9.973
	Unoterede obligationer i danske selskaber	323.383	227.613
10	<b>I alt obligationer</b>	<b>981.167</b>	<b>603.517</b>
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.462.421	569.393
11	Investeringsbeviser i andre danske UCITS	1.890.955	1.749.842
10	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>3.353.376</b>	<b>2.319.235</b>
	Tilgodehavende renter, udbytte m.m	5.854	1.706
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	23.506	3.908
	Aktuelle skatteaktiver	1.154	612
10	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>30.514</b>	<b>6.226</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>4.435.512</b>	<b>2.968.546</b>
<b>PASSIVER</b>			
12	<b>Investorenes formue</b>	<b>4.433.526</b>	<b>2.967.534</b>
	Skyldige omkostninger	1.986	1.003
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	9
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>1.986</b>	<b>1.012</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>4.435.512</b>	<b>2.968.546</b>
<b>NOTER</b>			
		<b>2019</b>	<b>2018</b>
1	<b>Renteindtægter (1000 kr.)</b>		
	Renteindtægter depotselskab	49	83
	Noterede obligationer fra danske udstedere	3.450	4.505
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	8.889	783
	<b>I alt renteindtægter</b>	<b>12.388</b>	<b>5.371</b>
2	<b>Renteudgifter (1000 kr.)</b>		
	Renteudgifter depotselskab	-408	-335
	<b>I alt renteudgifter</b>	<b>-408</b>	<b>-335</b>
3	<b>Udbytter (1000 kr.)</b>		
	Noterede aktier fra danske selskaber	0	254
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	22.206	14.793
	Investeringsbeviser i andre danske UCITS	18.305	82.015
	<b>I alt udbytter</b>	<b>40.511</b>	<b>97.062</b>
4	<b>Kursgevinster og -tab, Obligationer (1000 kr.)</b>		
	Noterede obligationer fra danske udstedere	-1.065	-3.318
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	12.049	-43
	Unoterede obligationer i danske selskaber	16.789	5.149
	<b>I alt kursgevinster og -tab, Obligationer</b>	<b>27.773</b>	<b>1.788</b>
	Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, obligationer	3.098	5.630
5	<b>Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)</b>		
	Noterede aktier fra danske selskaber	0	-2.740
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	258.815	-61.759
	Investeringsbeviser i andre danske UCITS	275.213	-150.009
	Investeringsbeviser i udenlandske investeringsforeninger	0	-2.165
	<b>I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele</b>	<b>534.028</b>	<b>-216.673</b>
	Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele	26.541	-18.241

# Balance B

Note **NOTER (Fortsat)**

	2019	2018
<b>6 Handelsomkostninger (1000 kr.)</b>		
Bruttohandelsomkostninger	684	762
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-202	-451
<b>I alt handelsomkostninger ved løbende drift</b>	<b>483</b>	<b>311</b>
<b>7 Administrationsomkostninger (1000 kr.)</b>		
<b>Afdelingsdirekte</b>		
Administrationsvederlag	3.281	2.462
Markedsføringsomkostninger	18.231	13.989
Gebyrer til depotselskab	538	723
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	8.119	6.114
Øvrige omkostninger	150	194
<b>I alt afd. Direkte adm.omkostninger</b>	<b>30.319</b>	<b>23.482</b>
<b>Andel af fællesomkostninger</b>		
Honorar til bestyrelse	90	87
Revisionshonorar til revisorer	37	37
Licensomkostninger	338	111
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	57	45
Øvrige omkostninger	103	30
<b>I alt andel af fælles adm.omkostninger</b>	<b>625</b>	<b>310</b>
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>30.944</b>	<b>23.792</b>
<b>8 Skat (1000 kr.)</b>		
Ikke refunderbare udbytteskatter	2.442	1.895
<b>I alt skat</b>	<b>2.442</b>	<b>1.895</b>
<b>9 Til rådighed for udlodning (1000 kr.)</b>		
Renter og udbytter	52.491	102.098
Ikke refunderbar udbytteskat	-2.441	-1.895
Kursgevinst til udlodning*	29.518	-12.468
Adm. omkostninger til modregning i udlodning	-16.072	-10.245
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	13.758	21.229
Udlodning fra sidste år	2.246	1.152
<b>I alt til rådighed til udlodning</b>	<b>79.500</b>	<b>99.871</b>
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på kapitalandele	26.541	-18.241
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på obligationer	3.098	5.630
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på valutakonti	-122	143
<b>10 Finansielle instrumenter(%)</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter*	91,12	91,00
Øvrige finansielle instrumenter**	8,88	9,00
<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 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	128.580	51.206
IPI - PFA Invest Europa Value Aktier	84.548	74.116
IPI - PFA Invest Globale Aktier (Balance D)	490.074	530.142
IPI - PFA Invest Højt Udbytte Aktier	57.464	65.361
IPI - PFA Invest Kreditobligationer	405.057	517.904
IPI - PFA Invest Mellemlange Obligationer	546.269	262.763
IPI - PFA Invest Udenlandske Obligationer	52.808	50.032
IPI - PFA Invest US Stabile Aktier	126.154	198.316
<b>I alt Investeringsbeviser i danske investeringsforeninger</b>	<b>1.890.955</b>	<b>1.749.842</b>

# Balance B

Note **NOTER (Fortsat)**

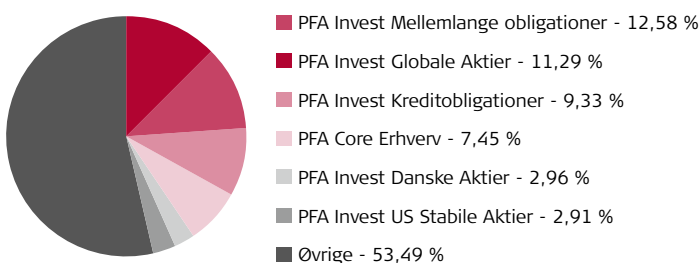
	2019		2018		
	Cirk. Andele	Formue værdi	Cirk. Andele	Formue værdi	
<b>12 Investorenes formue (1000 kr)</b>					
Investorenes formue (primo)	25.032	2.967.534	18.604	2.341.516	
Emissioner i året	7.724	992.958	6.428	801.552	
Indløsninger i året	-65	-8.314	0	0	
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		1.863		1.541	
Handelsomkostninger omkl. fra driften		-202		-451	
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		-13.758		-21.229	
Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		-100.913		-37.873	
Overført til udlodning fra sidste år		-2.246		-1.152	
Overført til udlodning næste år		1.043		2.246	
Foreslået udlodning		78.457		97.625	
Overført fra resultatopgørelse		517.104		-216.241	
<b>I alt investorenes formue</b>	<b>32.691</b>	<b>4.433.526</b>	<b>25.032</b>	<b>2.967.534</b>	
<b>13 Noter, hvortil der ikke henvises</b>					
<b>5 års oversigt</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Netto resultat (1000 kr.)	580.600	-138.751	115.639	73.473	38.369
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	4.433.526	2.967.534	2.341.516	1.523.889	947.697
Cirkulerende andele (stk.)	32.690.616	25.032.052	18.604.258	12.141.898	7.232.102
Indre værdi pr. andel	135,62	118,55	125,86	125,51	131,04
Udlodning pr. andel	2,40	3,90	1,90	7,70	11,70
Årets afkast i %	18,04	-4,31	6,57	5,38	10,26
Årets benchmarkafkast i %		-2,79	5,61	8,46	7,70
Omkostnings %	0,85	0,87	0,89	0,91	0,21
Omsætningshastighed	0,23	0,22	0,06	0,22	0,30
Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	0,16	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	0,94	0,97	1,00	1,04	1,17
Indirekte handelsomkostninger	0,11	0,08			

\* Afdelingen har fået fjernet benchmark pr. 1. april 2019

## Afdelingens største beholdninger

PFA Invest Mellemlange obligationer	12,58 %
PFA Invest Globale Aktier	11,29 %
PFA Invest Kreditobligationer	9,33 %
PFA Core Erhverv	7,45 %
PFA Invest Danske Aktier	2,96 %
PFA Invest US Stabile Aktier	2,91 %
Øvrige	53,49 %

## Aktivfordelingen i afdelingen (%)



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider og derivater.

# Balance C

## Afdelingsprofil

Afdelingen kan investere direkte eller indirekte (via andre investeringsforeninger) i obligationer og aktier. Afdelingen investerer hovedsageligt i børsnoterede værdipapirer (værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked), men kan placere op til 10 % af midlerne i unoterede værdipapirer, herunder strukturerede obligationer. Målet med afdelingen er at levere et højt afkast givet det relevante risikobånd. Afdelingen skal have en obligationseksposering inklusiv kontanter mellem 10-35 % og en aktieeksposering mellem 65-90 %. Afdelingen kan anvende afledte finansielle instrumenter (derivater) til at reducere afdelingens risiko eller opnå et bedre afkast.

## Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

## Startdato

Afdelingen havde opstart den 05.05.2015.

## Benchmark

Afdelingen har ikke længere et benchmark. Benchmark blev fjernet fra afdelingen den 1. april 2019, da afdelingens investeringsstrategi ikke fuldt ud afspejles i tilgængelige standardbenchmarks.

## 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 2019 et afkast på 23,23 %.

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 %
2019	23,23 %	**	
<b>siden start</b>	<b>30,45 %</b>	<b>**</b>	

\* Perioden 05.05.-31.12.15.

\*\* Benchmark blev fjernet fra afdelingen den 1. april 2019

## Markedsudvikling i 2019

2019 har på mange måder været et modsætningsfyldt investeringsår. Indgangen til 2019 var præget af stor uro, og der var rigeligt med grunde til bekymring. Men modvinden blev til manges overraskelse hurtigt vendt til medvind med solide gevinster til følge, og særligt aktier har givet et særdeles højt afkast.

Efter en urolig afslutning på 2018 fik finansmarkederne et stærk comeback i 2019, hvor en lempelig global pengepolitik har medvirket til at dæmpe recessionsfrygten og sende afkastet i vejret på både risikofyldte aktiver, som eksempelvis aktier, og de mere sikre statsobligationer. Således har alle typer af investeringer bidraget positivt til årets pensionsafkast, og man kan som investor glæde sig over, at afdelingen har skabt et solidt afkast.

Det største bidrag kommer fra aktieporteføljen. Vi har gennem hele året ligget med en lav allokering til aktier indenfor de rammer, som er sat for afdelingen, men har i 2. halvår reduceret denne undervægt, så vi ultimo 2019 kom tættere på afdelingernes mere langsigtede strategiske allokering til aktier.

Årsagen til undervægten har været recessionsfrygten, som voksede frem i årets første seks måneder samt handelskrigen mellem USA og Kina. Begge dele betød, at usikkerheden på de finansielle markeder i 2019 har været høj. Strategien har gennem året givet os den ønskede beskyttelse i takt med, at recessionsfrygten steg, og handelskrigen bølgede frem og tilbage. Vi må dog konstatere, at modvindene her ikke har været helt så kraftige og vedholdende, som vi forventede.

På baggrund af tegn på stabilisering i erhvervstillsindikatorerne samt udsigt til en handelsaftale mellem USA og Kina, reducerede vi i årets fjerde kvartal aktieundervægten ved at købe bredt op i emerging markets. Emerging markets aktier har gennem 2019 været under pres blandt andet pga. vigende aktivitet i Kina forårsaget af handelskri-

gen og står således til at være den region, der vil profitere mest af den indgåede handelsaftale. Samtidig er emerging markets relativt set den billigste region ift. globale aktier, og den har derfor det højeste indtjeningspotentiale, ligesom den vil få størst fordel af den svækkelse af dollaren, vi forventer i 2020.

### Afdelingens udvikling i 2019

Afdelingens afkast var på 23,2 %, hvilket er tilfredsstillende. Afkastet trækkes op af aktieafkastet der var på 31,4 %. Aktieafkastet blev trukket op af globale aktier, hvor aktieudvælgelsen bidrog positivt. De europæiske afdelinger trak ned med afkast på godt 22 %. Emerging markets aktier var undervægtet gennem året, og gav et afkast på 27 %, og sammen med en undervægt i Japan har det været positivt for aktieafkastet i forhold til et sammenligneligt verdensindeks Kreditobligationer profiterede af høj rentefølsomhed og et faldende kreditspænd, og gav et afkast på 11,0 %, efterfulgt af udenlandske statsobligationer der gav 8,2 %. Årets globale pengepolitiske lempelser og massive rentefald har ikke kun gavnet de sikre statsobligationer, men også de mere risikofyldte virksomhedsobligationer. Ejendomme har bidraget med et afkast på 5,9 % Danske obligationer, som ligger med lav rentefølsomhed, gav det laveste afkast i porteføljen, nemlig 0,9 %. Generelt har det trukket ned i afkastet at aktieandelen ikke har været højere, men modsat har papirselektionen bidraget positivt og opvejet dette. Ligeledes har lav vægt i obligationer og tilsvarende investering i ejendomme bidraget positivt.

### Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 2,10 kr. pr. andel.

### Forventninger til 2020

Afdelingen forventer, at de globale aktiemarkeder vil stige moderat i 2020 mens obligationer ventes at få det svært. Vi forventer positive afkast på kreditobligationer, primært fra den løbende rente, og lavt men positivt afkast på danske obligationer.

Ejendomme forventes igen at gøre det bedre end obligationer. Samlet set forventer vi, at afdelingen kan levere positive afkast i 2020.

### 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 2020**

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.)	2019	2018
1	Renteindtægter	580	512
2	Renteudgifter	-120	-65
3	Udbytter	15.345	21.321
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>15.805</b>	<b>21.768</b>
4	Kursgevinster og -tab, Obligationer	4.064	1.140
5	Kursgevinster og -tab, Kapitalandele	162.768	-56.040
	Kursgevinster og -tab, Afledte finansielle instrumenter	142	-18
	Kursgevinster og -tab, Valutakonti	-34	-18
	Kursgevinster og -tab, Øvrige	6	6
6	Handelsomkostninger	50	119
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>166.896</b>	<b>-55.049</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>182.701</b>	<b>-33.281</b>
7	Administrationsomkostninger	7.944	6.505
	<b>Resultat før skat</b>	<b>174.757</b>	<b>-39.786</b>
8	<b>Skat</b>	<b>652</b>	<b>724</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>174.105</b>	<b>-40.510</b>
	Udlodningsregulering	3.550	2.726
	Overført fra sidste år	562	165
	<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>4.112</b>	<b>2.891</b>
	<b>Til disposition</b>	<b>178.217</b>	<b>-37.619</b>
9	<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>19.152</b>	<b>10.296</b>
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	19.147	9.733
	Overført til udlodning næste år	5	562
	<b>Overført til formuen</b>	<b>159.065</b>	<b>-47.914</b>



# Balance C

Note	Balance (1000 kr.)	2019	2018
<b>AKTIVER</b>			
	Indestående i depotselskab	10.095	13.075
10	<b>I alt likvide midler</b>	<b>10.095</b>	<b>13.075</b>
	Noterede obligationer fra danske udstedere	28.400	37.980
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	10.308	2.416
	Unoterede obligationer i danske selskaber	80.296	56.904
10	<b>I alt obligationer</b>	<b>119.004</b>	<b>97.300</b>
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	366.008	205.544
11	Investeringsbeviser i andre danske UCITS	593.168	369.926
10	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>959.176</b>	<b>575.470</b>
	Tilgodehavende renter, udbytte m.m	221	179
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	6.485	542
	Aktuelle skatteaktiver	335	214
10	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>7.041</b>	<b>935</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.095.316</b>	<b>686.780</b>
<b>PASSIVER</b>			
12	<b>Investorenes formue</b>	<b>1.094.893</b>	<b>686.500</b>
	Skyldige omkostninger	423	278
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	2
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>423</b>	<b>280</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>1.095.316</b>	<b>686.780</b>
<b>NOTER</b>			
		<b>2019</b>	<b>2018</b>
1	<b>Renteindtægter (1000 kr.)</b>		
	Renteindtægter depotselskab	19	12
	Noterede obligationer fra danske udstedere	417	475
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	144	25
	<b>I alt renteindtægter</b>	<b>580</b>	<b>512</b>
2	<b>Renteudgifter (1000 kr.)</b>		
	Renteudgifter depotselskab	-120	-65
	<b>I alt renteudgifter</b>	<b>-120</b>	<b>-65</b>
3	<b>Udbytter (1000 kr.)</b>		
	Noterede aktier fra danske selskaber	0	90
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	5.995	5.190
	Investeringsbeviser i andre danske UCITS	9.350	16.041
	<b>I alt udbytter</b>	<b>15.345</b>	<b>21.321</b>
4	<b>Kursgevinster og -tab, Obligationer (1000 kr.)</b>		
	Noterede obligationer fra danske udstedere	-117	-394
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	199	247
	Unoterede obligationer i danske selskaber	3.982	1.287
	<b>I alt kursgevinster og -tab, Obligationer</b>	<b>4.064</b>	<b>1.140</b>
	Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, obligationer	3.691	-327
5	<b>Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)</b>		
	Noterede aktier fra danske selskaber	0	-988
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	72.761	-22.003
	Investeringsbeviser i andre danske UCITS	90.007	-31.482
	Investeringsbeviser i udenlandske investeringsforeninger	0	-1.567
	<b>I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele</b>	<b>162.768</b>	<b>-56.040</b>
	Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele	-492	-10.197

# Balance C

Note **NOTER (Fortsat)**

	2019	2018
<b>6 Handelsomkostninger (1000 kr.)</b>		
Bruttohandelsomkostninger	109	252
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-59	-133
<b>I alt handelsomkostninger ved løbende drift</b>	<b>50</b>	<b>119</b>
<b>7 Administrationsomkostninger (1000 kr.)</b>		
<b>Afdelingsdirekte</b>		
Administrationsvederlag	784	619
Markedsføringsomkostninger	4.359	3.595
Gebyrer til depotselskab	204	261
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	2.364	1.883
Øvrige omkostninger	85	68
<b>I alt afd. Direkte adm.omkostninger</b>	<b>7.796</b>	<b>6.426</b>
<b>Andel af fællesomkostninger</b>		
Honorar til bestyrelse	21	22
Revisionshonorar til revisorer	9	9
Licensomkostninger	80	28
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	13	12
Øvrige omkostninger	25	8
<b>I alt andel af fælles adm.omkostninger</b>	<b>148</b>	<b>79</b>
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>7.944</b>	<b>6.505</b>
<b>8 Skat (1000 kr.)</b>		
Ikke refunderbare udbytteskatter	652	724
<b>I alt skat</b>	<b>652</b>	<b>724</b>
<b>9 Til rådighed for udlodning (1000 kr.)</b>		
Renter og udbytter	15.806	21.769
Ikke refunderbar udbytteskat	-653	-724
Kursgevinst til udlodning*	3.302	-10.508
Adm. omkostninger til modregning i udlodning	-3.415	-3.132
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	3.550	2.726
Udlodning fra sidste år	562	165
<b>I alt til rådighed til udlodning</b>	<b>19.152</b>	<b>10.296</b>
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på kapitalandele	-492	-10.197
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på obligationer	3.691	-327
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på valutakonti	103	16
<b>10 Finansielle instrumenter(%)</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter*	91,75	89,81
Øvrige finansielle instrumenter**	8,25	10,19
<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	38.021	12.480
IPI - PFA Invest Europa Value Aktier	21.383	17.608
IPI - PFA Invest Globale Aktier (Balance D)	214.269	125.187
IPI - PFA Invest Højt Udbytte Aktier	37.948	24.314
IPI - PFA Invest Kreditobligationer	114.069	50.014
IPI - PFA Invest Mellemlange Obligationer	38.972	38.627
IPI - PFA Invest Udenlandske Obligationer	8.255	7.821
IPI - PFA Invest US Stabile Aktier	120.251	93.876
<b>I alt investeringsbeviser i danske investeringsforeninger</b>	<b>593.168</b>	<b>369.926</b>

# Balance C

Note **NOTER (Fortsat)**

	2019		2018	
	Cirk. Andele	Formue værdi	Cirk. Andele	Formue værdi
<b>12 Investorenes formue (1000 kr)</b>				
Investorenes formue (primo)	6.952	686.500	5.740	606.807
Emissioner i året	2.301	258.914	2.062	216.685
Indløsninger i året	-135	-14.950	-850	-87.960
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		533		590
Handelsomkostninger omkl. fra driften		-59		-133
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		-3.550		-2.726
Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		-10.150		-8.979
Overført til udlodning fra sidste år		-562		-165
Overført til udlodning næste år		5		562
Foreslået udlodning		19.147		9.733
Overført fra resultatopgørelse		159.065		-47.914
<b>I alt investorenes formue</b>	<b>9.118</b>	<b>1.094.893</b>	<b>6.952</b>	<b>686.500</b>

## 13 Noter, hvortil der ikke henvises

### 5 års oversigt

	2019	2018	2017	2016	2015*
Netto resultat (1000 kr.)	174.105	-40.510	30.852	18.376	-936
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	1.094.893	686.500	606.807	339.063	220.025
Cirkulerende andele (stk.)	9.117.523	6.952.364	5.740.264	3.262.338	2.220.567
Indre værdi pr. andel	120,09	98,74	105,71	103,93	99,08
Udlodning pr. andel	2,10	1,40	1,50	5,80	0,00
Årets afkast i %	23,23	-5,19	7,43	4,88	-0,91
Årets benchmarkafkast i %		-3,18	6,48	9,29	-2,78
Omkostnings %	0,91	0,94	1,02	1,04	0,23
Omsætningshastighed	0,04	0,28	0,11	0,29	0,05
Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	0,60	0,04			
Tracking error (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)**		2,98			
ÅOP	1,01	1,06	1,13	1,20	1,29
Indirekte handelsomkostninger	0,05	0,06			

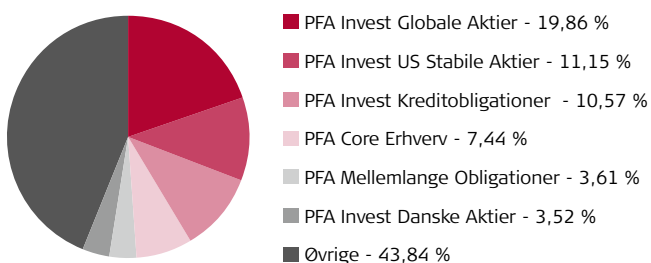
\* Perioden 01.05-31.12.15

\*\* Afdelingen har fået fjernet benchmark 1. april 2019.

## Afdelingens største beholdninger

PFA Invest Globale Aktier	19,86 %
PFA Invest US Stabile Aktier	11,15 %
PFA Invest Kreditobligationer	10,57 %
PFA Core Erhverv	7,44 %
PFA Invest Mellemlange Obligationer	3,61 %
PFA Invest Danske Aktier	3,52 %
Øvrige	43,84 %

## Aktivfordelingen i afdelingen (%)



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider og derivater.

# Balance Akkumulerende

## Afdelingsprofil

Afdelingen kan investere direkte eller indirekte (via andre investeringsforeninger) i obligationer og aktier. Afdelingen investerer hovedsageligt i børsnoterede værdipapirer (værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked), men kan placere op til 10 % af midlerne i unoterede værdipapirer, herunder strukturerede obligationer. Målet med afdelingen er at levere et højt afkast givet det relevante risikobånd. Afdelingen skal have en obligationseksposering inklusiv kontanter mellem 45-70 % og en aktie-eksponering mellem 30-55 %. Afdelingen kan anvende afledte finansielle instrumenter (derivater) til at reducere afdelingens risiko eller opnå et bedre afkast.

## Instrumentprofil

Akkumulerende, børsnoteret.

## Startdato

Afdelingen havde opstart den 28.06.17.

## Benchmark

Afdelingen har ikke længere et benchmark. Benchmark blev fjernet fra afdelingen den 1. april 2019, da afdelingens investeringsstrategi ikke fuldt ud afspejles i tilgængelige standardbenchmarks.

### 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 2019 et afkast på 15,70 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2017*	0,70 %	1,63 %	-0,93 %
2018	-4,01 %	-2,46 %	-1,55 %
2019	15,70 %	**	
<b>siden start</b>	<b>11,84 %</b>	<b>**</b>	

\* Perioden 28. juni - 31. december 2017

\*\* Benchmark blev fjernet den 1. april 2019

## Markedsudvikling i 2019

2019 har på mange måder været et modsætningsfyldt investeringsår. Indgangen til 2019 var præget af stor uro, og der var rigeligt med grunde til bekymring. Men modvinden blev til manges overraskelse hurtigt vendt til medvind med solide gevinster til følge, og særligt aktier har givet et særdeles højt afkast. Efter en urolig afslutning på 2018 fik finansmarkederne et stærk comeback i 2019, hvor en lempelig global pengepolitik har medvirket til at dæmpe recessionsfrygten og sende afkastet i vejret på både risikofyldte aktiver, som eksempelvis aktier, og de mere sikre statsobligationer. Således har alle typer af investeringer bidraget positivt til årets pensionsafkast, og man kan som investor glæde sig over, at afdelingen har skabt et solidt afkast. Det største bidrag kommer fra aktieporteføljen, Vi har gennem hele året ligget med en lav allokering til aktier indenfor de rammer, som er sat for afdelingen, men har i 2. halvår reduceret denne undervægt, så vi ultimo 2019 kom tættere på afdelingernes mere langsigtede strategiske allokering til aktier.

Årsagen til undervægten har været recessionsfrygten, som voksede frem i årets første seks måneder samt handelskrigen mellem USA og Kina. Begge dele betød, at usikkerheden på de finansielle markeder i 2019 har været høj. Strategien har gennem året givet os den ønskede beskyttelse i takt med at recessionsfrygten steg, og handelskrigen bølgede frem og tilbage. Vi må dog konstatere, at modvindene her ikke har været helt så kraftige og vedholdende, som vi forventede. På baggrund af tegn på stabilisering i erhvervstillidsindikatorerne samt udsigt til en handelsaftale mellem USA og Kina reducerede vi i årets fjerde kvartal aktieundervægten ved at købe bredt op i emerging markets. Emerging markets aktier har gennem 2019 været under pres blandt andet pga. vigende aktivitet i Kina forårsaget af handelskrigen og står således til at være den region, der vil profitere mest af den

indgåede handelsaftale. Samtidig er EM relativt set den billigste region ift. globale aktier, og den har derfor det højeste indtjeningspotentiale, ligesom den vil få størst fordel af den svækkelse af dollaren, vi forventer i 2020.

### Afdelingens udvikling i 2019

Afdelingens afkast var på 15,7 %, hvilket er tilfredsstillende. Afkastet trækkes op af aktieafkastet, der var over 30 %. Aktieafkastet blev trukket op af globale aktier, hvor aktieudvælgelsen bidrog positivt. EM aktier var undervægtet gennem året og gav et afkast på 27 %, og sammen med en undervægt i Japan har det været positivt for aktieafkastet i forhold til et sammenligneligt verdensindeks. Kreditobligationer profiterede af høj rentefølsomhed og et faldende kreditspænd, og gav et afkast på 10,8 %, efterfulgt af udenlandske statsobligationer, der gav 5,5 %. Årets globale pengepolitiske lempelser og massive rentefald har ikke kun gavnet de sikre statsobligationer, men også de mere risikofyldte virksomhedsobligationer. Ejendomme har bidraget med et afkast på 6,0 %. Danske obligationer, som ligger med lav rentefølsomhed, gav det laveste afkast i porteføljen, nemlig 1,0 %. Generelt har det trukket ned i afkastet at aktieandelen ikke har været højere, men modsat har papirselektionen bidraget positivt og opvejet dette. Ligeledes har lav vægt i obligationer og tilsvarende investering i ejendomme bidraget positivt.

### Forventninger til 2020

Afdelingen forventer, at de globale aktiemarkeder vil stige moderat i 2020, mens obligationer ventes at få det svært. Vi forventer positive afkast på kreditobligationer, primært fra den løbende rente, og lavt men positivt afkast på danske obligationer. Ejendomme forventes igen at gøre det bedre end obligationer. Samlet set forventer vi, at afdelingen kan levere positive afkast i 2020.

### 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 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. Sel-

skabsspecifikke 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 2020**

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.)	2019	2018
1	Renteindtægter	1.324	1.054
2	Renteudgifter	-50	-24
3	Udbytter	3.608	13.245
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>4.882</b>	<b>14.275</b>
4	Kursgevinster og -tab, Obligationer	3.206	-327
5	Kursgevinster og -tab, Kapitalandele	55.780	-24.310
	Kursgevinster og -tab, Afledte finansielle instrumenter	42	-39
	Kursgevinster og -tab, Valutakonti	-4	-74
	Kursgevinster og -tab, Øvrige	2	2
6	Handelsomkostninger	32	38
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>58.994</b>	<b>-24.786</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>63.876</b>	<b>-10.511</b>
7	Administrationsomkostninger	3.796	3.216
	<b>Resultat før skat</b>	<b>60.080</b>	<b>-13.727</b>
8	Skat	338	442
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>59.742</b>	<b>-14.169</b>
Note	Balance (1000 kr.)	2019	2018
	<b>AKTIVER</b>		
	Indestående i depotselskab	11.946	6.714
9	<b>I alt likvide midler</b>	<b>11.946</b>	<b>6.714</b>
	Noterede obligationer fra danske udstedere	58.222	20.959
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	34.016	19.640
	Unoterede obligationer i danske selskaber	38.498	30.003
9	<b>I alt obligationer</b>	<b>130.736</b>	<b>70.602</b>
	Noterede aktier fra danske selskaber	10.546	8.219
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	200.471	115.725
10	Investeringsbeviser i andre danske UCITS	187.657	148.635
9	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>398.674</b>	<b>272.579</b>
	Tilgodehavende renter, udbytte m.m	652	356
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	6.257	362
	Aktuelle skatteaktiver	158	95
9	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>7.067</b>	<b>813</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>548.423</b>	<b>350.708</b>
	<b>PASSIVER</b>		
11	<b>Investorerne formue</b>	<b>548.100</b>	<b>350.526</b>
	Skyldige omkostninger	323	181
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	1
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>323</b>	<b>182</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>548.423</b>	<b>350.708</b>
12	<b>Noter, hvortil der ikke henvises</b>		

# Balance Akkumulerende

NOTER		2019	2018
<b>1 Renteindtægter (1000 kr.)</b>			
Renteindtægter depotselskab		9	6
Noterede obligationer fra danske udstedere		553	428
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere		762	620
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>1.324</b>	<b>1.054</b>
<b>2 Renteudgifter (1000 kr.)</b>			
Renteudgifter depotselskab		-50	-24
<b>I alt renteudgifter</b>		<b>-50</b>	<b>-24</b>
<b>3 Udbytter (1000 kr.)</b>			
Noterede aktier fra danske selskaber		194	234
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		3.348	2.605
Investeringsbeviser i andre danske UCITS		66	10.406
<b>I alt udbytter</b>		<b>3.608</b>	<b>13.245</b>
<b>4 Kursgevinster og -tab, Obligationer (1000 kr.)</b>			
Noterede obligationer fra danske udstedere		-190	-279
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere		1.383	-727
Unoterede obligationer i danske selskaber		2.013	679
<b>I alt kursgevinster og -tab, Obligationer</b>		<b>3.206</b>	<b>-327</b>
<b>5 Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)</b>			
Noterede aktier fra danske selskaber		2.327	-2.096
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		42.428	-8.332
Investeringsbeviser i andre danske UCITS		11.025	-12.207
Investeringsbeviser i udenlandske investeringsforeninger		0	-1.675
<b>I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele</b>		<b>55.780</b>	<b>-24.310</b>
<b>6 Handelsomkostninger (1000 kr.)</b>			
Bruttohandelsomkostninger		59	73
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-27	-35
<b>I alt handelsomkostninger ved løbende drift</b>		<b>32</b>	<b>38</b>
<b>7 Administrationsomkostninger (1000 kr.)</b>			
<b>Afdelingsdirekte</b>			
Administrationsvederlag		388	328
Markedsføringsomkostninger		2.155	1.838
Gebyrer til depotselskab		99	88
Andre omk. i forbindelse med formuepleje		1.003	859
Øvrige omkostninger		76	58
<b>I alt afd. Direkte adm.omkostninger</b>		<b>3.721</b>	<b>3.171</b>
<b>Andel af fællesomkostninger</b>			
Honorar til bestyrelse		11	12
Revisionshonorar til revisorer		4	5
Licensomkostninger		40	15
Andre omk. i forbindelse med formuepleje		7	7
Øvrige omkostninger		13	6
<b>I alt andel af fælles adm.omkostninger</b>		<b>75</b>	<b>45</b>
<b>I alt administrationsomkostninger</b>		<b>3.796</b>	<b>3.216</b>
<b>8 Skat (1000 kr.)</b>			
Ikke refunderbare udbytteskatter		338	442
<b>I alt skat</b>		<b>338</b>	<b>442</b>



# Balance Akkumulerende

Note **NOTER (Fortsat)**

	2019	2018
<b>9 Finansielle instrumenter(%)</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter*	90,80	89,53
Øvrige finansielle instrumenter**	9,20	10,47
<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	105.544	67.917
IPI - PFA Invest Mellemlange Obligationer	66.807	66.216
IPI - PFA Invest Udenlandske Obligationer	15.306	14.502
<b>I alt Investeringsbeviser i danske investeringsforeninger</b>	<b>187.657</b>	<b>148.635</b>

	2019		2018	
	Cirk.	Formue værdi	Cirk.	Formue værdi
<b>11 Investorenes formue (1000 kr)</b>				
Investorenes formue (primo)	3.626	350.526	3.395	341.836
Emissioner i året	1.279	138.012	653	65.524
Indløsninger i året	-4	-430	-422	-42.847
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		277		217
Handelsomkostninger omkl. fra driften		-27		-35
Overført fra resultatopgørelse		59.742		-14.169
<b>I alt investorenes formue</b>	<b>4.901</b>	<b>548.100</b>	<b>3.626</b>	<b>350.526</b>

## 12 Noter, hvortil der ikke henvises

### 5 års oversigt

	2019	2018	2017*
Netto resultat (1000 kr.)	59.742	-14.169	1.743
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	548.100	350.526	341.836
Cirkulerende andele (stk.)	4.900.675	3.626.375	3.394.694
Indre værdi pr. andel	111,84	96,66	100,70
Årets afkast i %	15,70	-4,01	0,70
Årets benchmarkafkast i %		-2,46	1,63
Omkostnings %	0,88	0,88	0,49
Omsætningshastighed	0,07	0,19	0,06
ÅOP (helårsperiodiseret 2017)	0,97	0,97	1,03
Indirekte handelsomkostninger	0,07	0,07	

\* Perioden 28.06-31.12.17

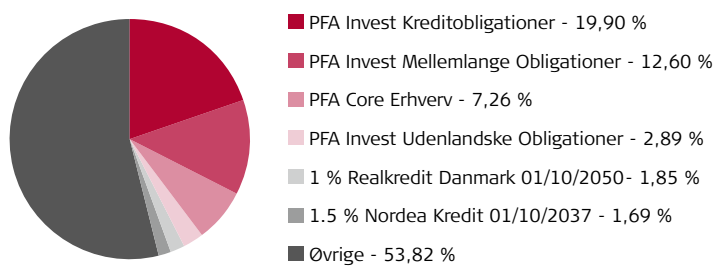
# Balance Akkumulerende

Note **NOTER (Fortsat)**

## Afdelingens største beholdninger

PFA Invest Kreditobligationer	19,90 %
PFA Invest Mellemlange Obligationer	12,60 %
PFA Core Erhverv	7,26 %
PFA Invest Udenlandske Obligationer	2,89 %
1 % Realkredit Danmark 01/10/2050	1,85 %
1.5 % Nordea Kredit 01/10/2037	1,69 %
Øvrige	53,82 %

## Aktivfordelingen i afdelingen (%)



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider og derivater.

---

Fælles noter

## Bestyrelses- og revisionshonorar

---

	2019	2018
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	500	400
Afviklede afdelinger	0	0
Samlet bestyrelseshonorar	500	400
<b>Honoraret er fastsat således:</b>		
Formanden	250	200
To øvrige bestyrelsesmedlemmer	250	200
<b>Revisionshonorar (1000 kr.)</b>		
Revisionshonorar	170	171
Honorar for andre ydelser end revision	-	-
<b>Samlet honorar</b>	<b>170</b>	<b>171</b>

# Anvendt regnskabspraksis

---

Årsregnskabet er udarbejdet i overensstemmelse med reglerne i Lov om investeringsforeninger m.v. samt bekendtgørelse om finansielle rapporter for danske UCITS.

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten for 2018.

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 dagsværdi 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 anskaffelsesværdi, hvis aktivet er anskaffet i regnskabsåret. Urealiserede kursgevinster og -tab måles pr. fondskode som forskellen mellem dagsværdien primo året eller anskaffelsesværdi, 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 moder-

afdelingen af det selskab, der har udført ydelsen for datterafdelingen. Derved undgås, at der sker dobbeltbetaling for samme ydelse. I moderafdelingen 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 § 16 C 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 nedrundning 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. kurtagte. Kun køb og salg i forbindelse med løbende porteføljepleje medtages i beregningen og der reguleres for årets udlodning. Medlemmernes gennemsnitlige formue opgøres som beskrevet under omkostning i %.

## ÅOP (årlige omkostninger i %)

Seneste årlige administrationsomkostninger i % +

ÅOP = Seneste direkte handelsomkostninger ved løbende drift i % +

1/7 x (Maksimalt emissionstillæg i % + Maksimalt indløsningsfradrag i procent)

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.

## Indirekte handelsomkostninger (ITO)

En ny brancheaftale om investoroplysning har ført til en supplerende af omkostningsnøgletallet ÅOP med indirekte handelsomkostninger. Indirekte handelsomkostninger beregnes ud fra følgende komponenter:

$$\text{ITO} = \frac{\text{Spread} - \text{Anti dilution (indtægt fra } \frac{\text{emission}}{\text{indløsning}})}{\text{Gennemsnitligt NAV}} + \text{omkostningsbidrag fra Target fonde (ikke balance fonde)}$$

## Active share

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

## Tracking error

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

## 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.

### **Indirekte handelsomkostninger**

Er en markedsbestemt omkostning, som ikke betales direkte men ligger i prisen. Indirekte handelsomkostninger følger af, at der på et marked er en forskel på købs- og salgspriser på værdipapirer. En forening køber typisk til en købspris, der ligger over den kursværdi værdipapiret på samme tidspunkt ville opgøres til i fondens indre værdi. Forskellen vil udgøre en indirekte handelsomkostning. Jo mindre handelsaktivitet (lav likviditet), der er i det marked, foreningen investerer, des højere vil den indirekte handelsomkostning være.



# 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  
Emiliekildevej 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 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 Bank Luxembourg Copenhagen Branch,  
Filial af J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A.  
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

Henrik Wellejus, statsautoriseret revisor

Michael Thorø Larsen, statsautoriseret revisor