



Årsrapport 2017

Investeringsforeningen PFA Invest

pfainvest.dk // Offentliggjort 7. februar 2018

Indholdsfortegnelse

Påtegninger

Ledelsespåtegning	4
Den uafhængige revisors erklæringer	5

Ledelsesberetning

Generelt for afdelingerne	10
Ansvarlige investeringer	14
Bestyrelse og direktion	17
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	52
Højt Udbytte Aktier	58
Europa Value Aktier	65
USA Stabile Aktier	71
Balance A	78
Balance AA	85
Balance B	92
Balance C	99
Balance Akkumulerende	106

Fælles noter

Bestyrelses- og revisionshonorar	114
Anvendt regnskabspraksis	115
Nøgletalsdefinitioner	117
Foreningsoplysninger	119

Forsidefoto:

Ulrik Roux Wolke arbejder som Senior Porteføljemanager i PFA Invest.



Påtegninger

Ledelsespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktionen har dags dato aflagt og godkendt årsrapporten for 2017 for 13 afdelinger i Investeringsforeningen PFA Invest.

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

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

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

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København d. 7. februar 2018

Bestyrelsen:

Peter Engberg Jensen
Formand

Jørgen Madsen

Rina Asmussen

Direktion:

Christian Lindstrøm Lage
Direktør
PFA Asset Management A/S

Henrik Nøhr Poulsen
Direktør
PFA Asset Management A/S

Rasmus Uldal Bessing
Direktør
PFA Asset Management A/S

Den uafhængige revisors erklæringer

Til investorerne i Investeringsforeningen PFA Invest

Konklusion

Vi har revideret årsregnskabet for Investeringsforeningen PFA Invest for regnskabsåret 1. januar 2017 - 31. december 2017, 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 2017 samt af resultatet af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret 1. januar 2017 - 31. december 2017 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv.

Vores konklusion er konsistent med vores revisionsprotokollat til bestyrelsen.

Grundlag for konklusion

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

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

Vi blev første gang valgt som revisor for Investeringsforeningen PFA Invest den 31. august 2012 for regnskabsåret 2012. Vi er genvalgt årligt ved generalforsamlingsbeslutning i en samlet sammenhængende opgaveperiode på 5 år frem til og med regnskabsåret 2017.

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 2017 - 31. december 2017. Disse forhold blev behandlet som led i vores revision af årsregnskabet som helhed og udformningen af vores konklusion herom. Vi afgiver ikke nogen særskilt konklusion om disse forhold.

Værdiansættelse og tilstedeværelse af børsnoterede finansielle instrumenter

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

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

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

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

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

Forholdet er behandlet således i revisionen

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

- Vi har opnået en forståelse for og evalueret investeringsforvaltningsselskabets kontroller i de centrale processer, herunder relevante it-systemer.
- Vi har testet investeringsforvaltningsselskabets kontroller, som sikrer korrekt registrering af børs- og valutakurser således, at afdelingernes beholdninger af børsnoterede finansielle instrumenter pr. 31. december 2017 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 2017.

Ledelsens ansvar for årsregnskabet

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

Ved udarbejdelsen af årsregnskabet er ledelsen ansvarlig for at vurdere foreningens evne til at fortsætte driften, at oplyse om forhold vedrørende fortsat drift, hvor dette er relevant, samt at udarbejde årsregnskabet på grundlag af regnskabsprin-

cippet om fortsat drift, medmindre ledelsen enten har til hensigt at likvidere foreningen, indstille driften eller ikke har andet realistisk alternativ end at gøre dette.

Revisors ansvar for revisionen af årsregnskabet

Vores mål er at opnå høj grad af sikkerhed for, om årsregnskabet som helhed er uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl, og at afgive en revisionspåtegning med en konklusion. Høj grad af sikkerhed er et højt niveau af sikkerhed, men er ikke en garanti for, at en revision, der udføres i overensstemmelse med internationale standarder om revision og de yderligere krav, der er gældende i Danmark, altid vil afdekke væsentlig fejlinformation, når sådan findes. Fejlinformation kan opstå som følge af besvigelser eller fejl og kan betragtes som væsentlige, hvis det med rimelighed kan forventes, at de enkeltvis eller samlet har indflydelse på de økonomiske beslutninger, som 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 d. 7. februar 2018

Deloitte

Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

CVR-nr. 33 96 35 56

Kasper Bruhn Udam
Statsautoriseret revisor
MNE-nr. 29421

Michael Thorø Larsen
Statsautoriseret revisor
MNE-nr. 35823



Ledelsesberetning

Generelt for afdelingerne

Velkommen til Investeringsforeningen

PFA Invest

Foreningen er en af Danmarks bedste investeringsforeninger. Det fremgår af årsrapporten fra det uafhængige analyseinstitut Morningstar, som konkluderer: *"PFA Invest slutter 2017 øverst på ranglisten over aktuelt ratede fonde fra danske investeringsforeninger med rating-snit på 4,57 pct. Det er højeste snit en dansk investeringsforening slutter året med siden december 2010"*.

Topplaceringen skyldes en kombination af gode investeringsmæssige resultater og en målsætning om at være 20 % billigere end markedet.

Fokus på netop omkostninger vil øges fra 2018 og frem som konsekvens af ny regulering i form af MiFID II. MiFID II sikrer investorerne yderligere overblik og transparens ift. omkostninger, som er en væsentlig komponent i det langsigtede investeringsafkast.

Foreningen har i 2017 fortsat den stabile vækst fra sidste år. Således blev formuen forøget med 4,1 mia. kr. til 11,4 mia. kr., svarende til en stigning på 56 %. Hvis der renses for den formueforøgelse balancefondenes investering i de øvrige fonde giver, blev formuen forøget med 3,0 mia. kr. til 8,2 mia. kr., svarende til en stigning på 58%. Formuetilgangen skyldes en stor interesse fra investorerne.

For at kunne matche efterspørgslen fra markedet har året budt på introduktionen af to nye afdelinger – Balance AA og Balance Akkumulerende. Balance AA er tilpasset investorer med meget lav risikovillighed, mens Balance Akkumulerende tilgodeser investorer under virksomhedsskatteordning eller andre med interesse i en ikke-udloddende balanceret afdeling.

Det samlede resultat for foreningen blev et overskud på 444,7 mio. kr. Bestyrelsen foreslår til godkendelse på generalforsamlingen, at der udloddes udbytte i 12 af foreningens 13 afdelinger. De foreslåede udbyttesatser fremgår på side 11.

2017 var et år præget af stigende aktiekurser og et fortsat lavt renteniveau. Fremgangen på aktiemar-

kederne blev understøttet af tiltagende økonomisk vækst i Europa, USA og Asien, og det blev det første år siden finanskrisen, hvor den globale økonomi var inde i et synkront økonomisk opsving drevet af den private sektor. Selv om arbejdsløsheden i flere lande faldt til lavere niveauer end under tidligere opsving, var der stadig ledig kapacitet i den globale økonomi, og inflationspresset forblev beskeden. Det var medvirkende til at fastholde et generelt lavt renteniveau, om end de lange renter steg en smule i løbet af året.

En række politiske begivenheder påvirkede de finansielle markeder i 2017. Det gælder blandt andet overgangen til ny præsident i USA og en række europæiske parlamentsvalg. Usikkerheden om den politiske retning har generelt medvirket til at øge udsvingene på aktiemarkederne, men den underliggende trend har været positiv som følge af de forbedrede økonomiske udsigter.

Foreningens afdelinger med obligationer leverede meget forskellige afkast i 2017. Afdelingen med kreditobligationer gav et afkast på 5,95 %, mens afdelingen med udenlandske obligationer gav et afkast på -0,13 %. Mellemlange obligationer, som er den største obligationsafdeling i PFA Invest, gav et afkast på 1,02 %.

Også blandt foreningens afdelinger med børsnoterede aktier var der i 2017 betydelige forskelle i afkastene. De højeste afkast blev leveret af afdelingerne Danske Aktier (14,46 pct.) og Europa Value Aktier (11,22 pct.). USA Stabile Aktiver gav det laveste afkast på 3,03 pct.

De blandede afdelinger Balance A, Balance AA Balance B, Balance C og Balance AKK leverede et afkast på henholdsvis 3,67 %, 0,66 %, 6,57 %, 7,43 % og 0,7 %.

Direktionen

PFA Asset Management A/S

Christian Lindstrøm Lage, Henrik Nøhr Poulsen og Rasmus Uldal Bessing

Resultat, formue og andele

Foreningen realiserede i 2017 et samlet resultat på 444,7 mio. kr. og havde ved årets udgang en formue inklusiv udlodning på 11,4 mia. kr. fordelt på i alt 98,1 mio. andele.

Udlodning

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at foreningen udlodder følgende udbytter for 2017:

Afdeling	Udbytte (kr. pr. andel)
Mellemlange Obligationer	1,20
Kreditobligationer	15,50
Udenlandske Obligationer	4,90
Danske Aktier	14,90
Globale Aktier	3,70
Højt Udbytte Aktier	3,30
Europa Value Aktier	6,20
USA Stabile Aktier	1,70
Balance A	1,80
Balance AA	0,20
Balance B	1,90
Balance C	1,50
Balance AKK	-

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 om:

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

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

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

Bestyrelses- og ledelsesforhold

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

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

Bestyrelsen er for 2017 med generalforsamlingens godkendelse samlet honoreret for arbejdet i foreningen med 400.000 kr. Honoraret for de enkelte medlemmer fremgår under Fælles noter og afsnittet Bestyrelses- og revisionshonorar. Bestyrelsen modtager ikke andre former for vederlag i forbindelse med bestyrelsesarbejdet. Bestyrelsens sammensætning og tillidshverv er beskrevet i et særskilt afsnit.

Investeringspolitik

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

Tracking Error og Active Share

Tracking Error er et mål for, hvor tæt afkastsudviklingen i en afdeling følger afkastsudviklingen af et benchmark. Jo tættere på 0 %, jo mere identiske er afdelingens afkast med indekset. Passivt forvaltede afdelinger vil normalt have en Tracking Error under 1 %. Tracking Error beregnes kun for afdelinger, der har eksisteret i mere end 3 år, hvilket i år er aktuelt for følgende 7 afdelinger:

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

Active Share er et mål for summen af forskelle mellem aktievægte i en afdelings portefølje og i et benchmark. Hvis beholdningerne er identiske, vil Active Share være 0. Active Share fremgår ligeledes af noten 5-års oversigt.

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, 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 med spørgsmål til foreningens forretningsområde.

Indregning og måling

Der er ved aflæggelse af dette årsregnskab ikke konstateret usikkerhed ved indregning eller måling, da afdelingernes aktiver primært består af børsnoterede værdipapirer noteret på effektive markeder.

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 samarbejdspartnere.

Foreningens bestyrelse lægger afgørende vægt på at sikre, at den viden og de kompetencer, der er forankret hos samarbejdspartnere, beskyttes og udvikles. Bestyrelsen modtager og evaluerer derfor løbende rapportering om samarbejdspartnernes 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 2017 opfyldt, idet den kønsmæssige fordeling i bestyrelsen udgør 33/67 %. Bestyrelsen foretager en årlig vurdering og eventuel ajourføring af det opstillede måltal.

Fund Governance og Best practice for ledelse

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

Fund Governance

Foreningens bestyrelse har vedtaget en fund governance politik. Den vedrører den overordnede styring

af rettigheder og ansvar blandt aktørerne i og omkring foreningen og investeringsforvaltningsselskabet PFA Asset Management A/S. Politikken definerer – sammen med øvrige regler, forretningsgange 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.

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 formåls-

paragraf, efterfulgt af foreningens efterlevelse af brancheanbefalingerne om drift og opfølgning på de enkelte elementer i forretningsmodellen. Politikken følger Investeringsfondsbranchens anbefalinger på området.

Læs mere om politikken for best practice på foreningens hjemmeside pfainvest.dk.

Øvrige forhold

Investeringsforeningen er stiftet på initiativ af PFA Pension.

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

Ansvarlige investeringer

Ansvarlige investeringer og aktivt ejerskab

Foreningens bestyrelse har uddelegeret forvaltningen af foreningens midler til PFA Asset Management A/S. Investeringsforeningen PFA Invests bestyrelse har besluttet, at foreningens politik og retningslinjer for ansvarlige investeringer følger PFA Pensions politik for ansvarlige investeringer. PFA Asset Managements ledelse er en del af PFA koncernens Responsible Investment Board (RI Board), der overvåger og prioriterer implementeringen af politikken 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 Pensions RI Board, og foreningens bestyrelse kan til enhver tid beslutte ikke at følge RI Boardets beslutninger. Politikken for ansvarlige investeringer, retningslinjer og eksklusionsliste er tilgængelige på pfainvest.dk og pfaassetmanagement.dk.

Investeringsmidler, som forvaltes af PFA Asset Management, er omfattet af PFA-koncernens politik for ansvarlige investeringer. Aktivt ejerskab er en integreret del af arbejdet med ansvarlige investeringer, og det er en central del af investeringsarbejdet i PFA-koncernen. Aktivt ejerskab finder løbende sted gennem dialog med selskaber, både direkte og i samarbejde med andre investorer. Dialogen med selskaberne kan blandt andet omhandle værdiskabelse, selskabsledelse, strategi og samfundsansvar.

Ny politik for ansvarlige investeringer

Foreningens politik for ansvarlige investeringer er baseret på internationale konventioner og principper, herunder:

- De FN-understøttede principper for ansvarlige investeringer (Principles for Responsible Investments)
- FN's principper for ansvarlige virksomheder (UN Global Compact)

- FN's retningslinjer for menneskerettigheder og virksomheder (UN Guiding Principles)
- Paris-aftalen (COP21) om reduktion af drivhusgasser.

Aktie- og obligationsinvesteringerne screenes løbende med udgangspunkt i efterlevelse af de internationale konventioner og principper, som politikken for ansvarlige investeringer er baseret på. Som noget nyt screenes der nu også for, om selskaber bag udstedelser af noterede værdipapirer har en ansvarlig skattepraksis set i forhold til OECD's Base Erosion and Profit Shifting handlingsplan. Tilgangen til aktivt ejerskab er desuden blevet opdateret i tråd med de anbefalinger for aktivt ejerskab, som er offentliggjort af Komiteen for God Selskabsledelse.

Implementeringen af politikken og retningslinjerne overvåges løbende, herunder de etiske dilemmaer der lejlighedsvis opstår i arbejdet med ansvarlige investeringer.

PFA-koncernen har fået adgang til en ny database, der indeholder data og analyser inden for ESG området (Environment, Social & Governance). Databasen omfatter mere end 5.000 selskaber og skal forbedre håndteringen af ikke-finansielle risici i forbindelse med investeringsprocessen. Datagrundlaget vil også give PFA Asset Management mulighed for at foretage analyser af selskabernes mere langsigtede udfordringer og muligheder, som ikke nødvendigvis afspejles i traditionelle finansielle analyser. Analyserne kan eksempelvis benyttes i relation til klimamål og FN's retningslinjer for menneskerettigheder og virksomheder.

Resultater af implementering af politikken

Foreningen har en målsætning om at være en aktiv ejer, der påvirker selskabernes retning og dermed sikrer højest muligt langsigtet investeringsafkast på et ansvarligt grundlag. Dialog med og screening af selskaberne er vigtige elementer i det aktive ejerskab.

Screening og monitorering af selskaber

PFA Asset Management screener løbende investeringsporteføljen og går i dialog med selskaber om efterlevelse af de internationale konventioner, som foreningens politik for ansvarlige investeringer er baseret på. Screeningen sker i samarbejde med selskabet Global Engagement Services ("GES"). PFA Asset Management vurderer løbende screeningsresultaterne for at tage stilling til, om PFA Asset Management selv skal gå i dialog med et selskab, foretage andre handlinger eller fortsat have tillid til, at selskabets dialog med GES vil sikre en fornuf-
tig fremdrift i retning af overholdelse af forenin-
gens politik for ansvarlige investeringer.

Både GES og PFA Asset Management er i dialog med en række selskaber for at få afklaret forhold omkring selskabets praksis, inden det kan konstateres, om selskabet overtræder politikken. I 2017 har GES evalueret 209 sager om mulige brud. Det er dog ikke alle evalueringer, som fører til en egentlig dialog.

Aktiv ejerskabsdialog med selskaber

Ejerskabsdialog med selskaber igangsættes, når der er konstateret et brud på foreningens politik, eller i situationer hvor det formodes at et selskab har handlet i uoverensstemmelse med internationale konventioner, der er omfattet af foreningens politik. Hensigten med at gå i dialog er at opfordre selskabet til at ændre praksis og indføre politikker og handlinger, der forebygger at en lignende handling sker igen. GES har i 2017 været i dialog om 109 mulige brud med 89 selskaber i den portefølje, som PFA Asset Management forvalter. Ti sager er blevet løst i løbet af 2017, da selskaberne har ændret praksis.

PFA-koncernen har været i dialog med 13 selskaber, om mulige brud på PFA-koncernens samt foreningens politik for ansvarlige investeringer. Udviklingen i dialogen bliver løbende opdateret på pfa.dk. PFA Asset Management samarbejdede også med andre investorer, gennem Principles

for Responsible investments, om at gå i dialog med et selskab, hvor der er begrænsede muligheder for at opnå kontakt. I efteråret 2017 blev PFA-koncernen medlem af Nordic Engagement Co-operation (NEC), for at øge effekten af dialogen. Medlemmerne er Folksam (Sverige), KLP (Norge) og Ilmarinen (Finland). Medlemskabet af NEC gør det muligt at gå i dialog med flere selskaber og i fællesskab gøre brug af de fire investorers samlede stemme.

PFA Asset Management har i årets løb afsluttet sin dialog med Syngenta. Dialogen startede i 2014 og har fokuseret på kritisable forhold i Syngentas leverandørkæde. Dialogen har haft til formål at vurdere selskabets tiltag, da Syngenta igangsatte en multi-stakeholder-konsultation og derefter to pilotprojekter i Indien. Selskabets fokus i disse aktiviteter har været at forbedre processerne for at sikre betaling af mindsteløn i leverandørkæden. Syngenta er i mellemtiden blevet opkøbt og er ikke længere børsnoteret.

Eksklusion af selskaber

Foreningen følger egne retningslinjer for eksklusion og inklusion af selskaber og statsobligationer. Retningslinjerne samt den gældende eksklusionsliste kan findes på pfainvest.dk og pfaassetmanagement.dk.

Eksklusionslisten revideres to gange årligt for løbende at sikre, at det stadig er relevant at ekskludere selskaberne. Det er kun i tilfælde, hvor det ikke er muligt for PFA Asset Management at gøre sin indflydelse gældende, at der skrives til eksklusion af et selskab. I 2017 ekskluderede foreningens det amerikanske selskab Energy Transfer Partners som følge af den kritiserede konsultation med den oprindelige befolkning i forbindelse med Dakota Access Pipeline projektet i USA. Foreningen fjernede L3 Technologies Inc fra eksklusionslisten, efter selskabet havde bekræftet, at de ikke længere var associeret med produktionen af klyngevåben.

Stemmeafgivelse på selskabers generalforsamlinger

PFA Asset Management stemmer på danske selskabers generalforsamlinger på vegne af foreningen. PFA Asset Management samarbejder med en ekstern leverandør, Manifest, som leverer analyse og stemmeanbefalinger for udenlandske selskabers generalforsamlinger.

Stemmeafgivelse på generalforsamlinger er en del af foreningens aktive ejerskab. I løbet af 2017 har PFA Asset Management gjort brug af sin stemmeret på 34 danske selskabers generalforsamling på vegne af PFA-koncernen og foreningen. Udenlandske selskabers generalforsamlinger bliver analyseret med udgangspunkt i en observationsliste, der består af selskaber med særlige ESG relaterede problematikker. I 2017 blev 56 selskabers generalforsamlingsindkaldelser analyseret for at vurdere, om der var punkter på dagsordenen, der overlappede med PFA-koncernens og Investeringsforeningens ESG fokus. Dette var tilfældet på fem generalforsamlinger, hvor der blev afgivet stemmer, som omhandlede klimarapportering, aflønning og revision.

Landescreening

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

I 2017 diskuterede RI Board'et investeringer i statsobligationer udstedt af Venezuela. Landet har været præget af en negativ udvikling både politisk og økonomisk. Situationen i landet er præget af mangel på basale varer som mad og medicin grundet faldende indtægter fra olieeksporten, hvilket har medført store protester. Venezuela er under et stigende pres fra sin befolkning og internationalt, efter afholdelsen af et kontroversielt valg i 2017. Foreningen har besluttet at fastholde sine

investeringer i venezuelanske statsobligationer og følger udviklingen i den internationale dialog med regeringen henimod en stabilisering.

Fokus på klima og menneskerettigheder

PFA Asset Management har udviklet sin egen metode til klimascreening af noterede selskaber. Screeningen er blandt andet baseret på selskabernes udledning af drivhusgasser, deres nuværende og fremtidige miljømål samt eventuelle reserver af fossile brændsler. Formålet er især at kunne måle CO2 udledningen relativt til deres respektive industri. PFA Asset Management kan på baggrund af analysen vurdere risici og muligheder forbundet til klimaforandringer, og inkludere dette i investeringsarbejdet. Metodikken er tilgængelig på pfainvest.dk og pfaassetmanagement.dk.

Datakvaliteten og analysemetoderne er under konstant udvikling, og det forventes, at klimascenarieanalyser vil spille en større rolle fremover. PFA Asset Management har i 2017 meldt sig ind i den internationale klimaorganisation, Institutional Investors Group on Climate Change (IIGCC). Formålet er, at samarbejde med andre investorer og opfordre til konsistent klimalovgivning i EU og globalt.

Arbejdet med FN's retningslinjer for menneskerettigheder og virksomheder kan følges på pfa.dk, herunder udviklingen af den aktive ejerskabsdialog som PFA Asset Management har med udvalgte selskaber. I 2017 har PFA Asset Management været i dialog med både danske og udenlandske selskaber om blandt andet hvidvaskning og krænkelse af menneskerettighederne. Der har også været fokus på at øge integrationen af ESG som en mere aktiv del af investeringsprocessen. Det er en løbende proces at implementere retningslinjerne, og i 2018 vil foreningen offentliggøre sin metode og handlingsplan.

Indsatsområder for 2018

Arbejdet med aktivt ejerskab, integrationen af klimahensyn og FNs retningslinjer fortsætter i 2018, hvor der vil være fokus på:

- Udvikling af et større fokus på klimahensyn i investeringerne. PFA Asset Management vil konkret arbejde med scenarier, der kan begrænse stigninger i de globale temperaturer til 2 grader.
- Aktivt ejerskab gennem dialog og stemmeafgivning på generalforsamlinger. PFA Asset Management vil på vegne af foreningen udvide sin stemmeafgivning til at inkludere flere udenlandske selskaber.
- Publikation af metode og handlingsplan for integration af FNs retningslinjer for menneskerettigheder og virksomheder i investeringsprocessen.

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 2017 afholdt møder på følgende datoer: 20. januar (ekstraordinært bestyrelsesmøde), 9. februar, 21. april (ekstraordinært bestyrelsesmøde), 1. juni, 25. august og 14. november.

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

Andre ledelseshverv:

Bestyrelsesformand: Finansiell Stabilitet og Ordrup Gymnasium. Bestyrelsesmedlem: CAF Invest A/S, Chr. Augustinus Fabrikker Aktieselskab, Den Sociale Kapitalfond, PensionDanmark Holding A/S og PensionDanmark – pensionsforsikringsaktieselskab, Arborethusene A/S, 15. Juni Fonden, Aarhus Symposium.
Repræsentantskab: Business Lolland Falster, peterengberg.dk (fuld ansvarlig deltager).

Rina Asmussen · Født 1959

Partner Stanton Chase Copenhagen, Strandgade 4, 1401 København K.
Indtrådte i bestyrelsen 22. april 2014 og genvalgt i 2016.

Andre ledelseshverv:

Bestyrelsesmedlem: BRF Fonden (næstformand), BRF Holding A/S (næstformand) og Jyske Bank A/S.

Jørgen Madsen · Født 1945

Professionelt bestyrelsesmedlem, Askhøj 15, 2850 Nærum.
Indtrådte i bestyrelsen 31. august 2012 og genvalgt i 2015.

Andre ledelseshverv:

Bestyrelsesmedlem: PFA Asset Management A/S

Direktion

Christian Lindstrøm Lage · Født 1975

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

Andre ledelseshverv:

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

Henrik Nøhr Poulsen · Født 1967

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

Andre ledelseshverv:

Direktør: PFA Infrastruktur Holding ApS, SE Blue Renewables GP ApS og SE Blue Renewables GP DK ApS, High Leas PV Limited, West End Farm PV Limited, Alcor LSPV Limited, Woodhouse Farm Solar PV Limited, Pobail CIC, West End Farm (Community) PV CIC,
Bestyrelsesmedlem: SE Blue Renewables K/S og Via Equity Fond III K/S.

Rasmus Uldal Bessing · Født 1974

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

Andre ledelseshverv:

Bestyrelsesformand: Savery Academy ApS, Kapitalforeningen BankPension Aktier, Kapitalforeningen BankPension Obligationer, Kapitalforeningen BankPension Emerging Markets Aktier.
Bestyrelsesmedlem: Investeringsfondsbranchen.

FINANSKALENDER 2018

7. februar 2018 Offentliggørelse af årsrapport for 2017

1. marts 2018 Ordinær generalforsamling

30. august 2018 Offentliggørelse af halvårsrapport for første halvår 2018

De finansielle markeder

2017 var et år præget af stigende aktiekurser og et fortsat lavt renteniveau. Fremgangen på aktiemarkederne blev understøttet af tiltagende økonomisk vækst i Europa, USA og Asien, og det blev det første år siden finanskrisen, hvor den globale økonomi var inde i et synkront økonomisk opsving drevet af den private sektor. Selv om arbejdsløsheden i flere lande faldt til lavere niveauer end under tidligere opsving, var der stadig ledig kapacitet i den globale økonomi, og inflationspresset forblev beskedent. Det var medvirkende til at fastholde et generelt lavt renteniveau, om end de lange renter steg en smule i løbet af året.

En række politiske begivenheder påvirkede de finansielle markeder i 2017. Det gælder blandt andet overgangen til ny præsident i USA og en række europæiske parlamentsvalg. Usikkerheden om den politiske retning har generelt medvirket til at øge udsvingene på aktiemarkederne, men den underliggende trend har været positiv som følge af de forbedrede økonomiske udsigter (Se figur 1).

Væksten i Eurozonen overraskede

Specielt Eurozonen overraskede positivt med væsentlig højere vækstrater end ventet. I 3. kvartal nåede BNP-væksten op på 2,6 % set i forhold til samme kvartal året før, hvilket var den højeste vækstrate i seks år. Den samlede vækst for hele 2017 skønnes derfor at blive væsentlig højere end markedsforventningerne, som ved årets start var på 1,5 %.

Væksten i Eurozonen er bredt baseret, og ingen lande er længere i recession. Spanien og Tyskland var vækstlokomotiver igennem 2017, men også i Frankrig og Italien tog væksten til og blev den højeste i flere år. Den positive udvikling førte til stigende beskæftigelse, hvilket understøttede en robust fremgang i det indenlandske forbrug. De forbedrede økonomiske udsigter smittede af på valutamarkedet, hvor euroen blev markant styrket. Alligevel leverede eksportsektoren et positivt bidrag til væksten i Eurozonen, da en stigende global efterspørgsel mere end opvejede de negative konsekvenser af den styrkede euro.

Figur 1: Udviklingen i globale aktier og 10-årige eurorenter, 1.1.2014-31.12.2017



I Frankrig vandt Emmanuel Macron og hans parti en overbevisende valgsejr ved præsidentvalget og det efterfølgende parlamentsvalg. Det skabte forventning om reformer og større optimisme omkring udviklingen i det europæiske samarbejde, hvilket gav et markant løft til europæiske aktier. Storbritannien aktiverede i marts udmeldelsesprocessen fra EU-samarbejdet. Det var dog forventet efter Brexit-afstemningen i 2016 og medførte derfor ikke større bevægelser på finansmarkederne.

ECB fastholder lempelig pengepolitik

Den Europæiske Centralbank (ECB) har gennem 2017 fastholdt en yderst lempelig pengepolitik baseret på negative renter og opkøb af obligationer. I oktober annoncerede ECB, at opkøbsprogrammet for obligationer vil fortsætte frem til september 2018 – og muligvis længere. Et mere positivt syn på væksten i Eurozonen er dog medvirkende til, at de månedlige opkøb i 2018 reduceres til 30 mia. euro fra 60 mia. euro. ECB har understreget, at renten først ventes at blive hævet en rum tid efter opkøbsprogrammets ophør. Det skyldes, at inflationen – selv om den gradvist vil tage til – ventes at ligge under ECB's målsætning. Udsigten til en fortsat lang periode med obligationsopkøb og lave renter var medvirkende til at holde de lange obligationsrenter på et lavt niveau gennem 2017.

Robust vækst i USA

Efter et lidt svagt første kvartal accelererede væksten i USA og nåede i tredje kvartal op på 2,3 % set i forhold til samme kvartal året før. Aktiviteten var bredt baseret på tværs af service- og fremstillingssektoren. Fortsat robust fremgang i beskæftigelsen understøttede husholdningernes købekraft og løftede privatforbruget, mens arbejdsløsheden faldt til 4,1 % i november, hvilket er det laveste niveau siden 2001. Mere brede tal for arbejdsløsheden, hvor der fx også tages højde for personer, som ikke kan finde en fuldtidsstilling, ligger dog på højere niveauer. Det kan være en del af forklaringen på, hvorfor den lave ledighed kun har ført til et moderat lønpres på arbejdsmarkedet.

I efteråret forårsagede orkanerne Harvey og Irma ødelæggelser for op mod 100 mia. dollar og resulterede i et midlertidigt produktionstab, da virksomheder lå stille, og folk blev forhindret i at arbejde. Nøgletallene rettede sig imidlertid hurtigt og fastholdt et billede af USA i robust økonomisk fremgang. Det medvirkede til en solid stigning i amerikanske aktier for året som helhed (Se figur 2).

Fed strammer gradvist

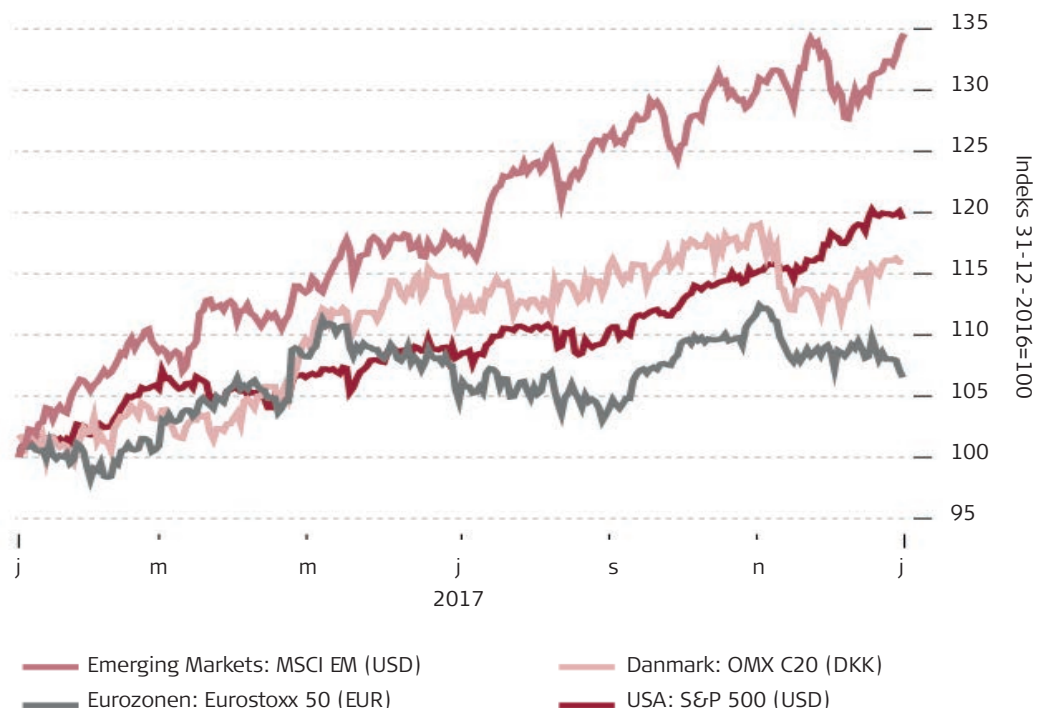
Den amerikanske centralbank (Fed) har i løbet af 2017 hævet renten af tre omgange og fastholdt signalet om, at renten kan blive hævet igen i lyset af væksten og de begrænsede ledige ressourcer i økonomien. I oktober begyndte Fed at nedbringe obligationsbeholdningen, som er akkumuleret gennem flere opkøbsprogrammer. Det skete ved at stoppe med at geninvestere en lille andel af de obligationer, som udløber.

Opstramningen i pengepolitikken er sket i et moderat tempo, hvilket afspejler den stigende økonomiske aktivitet kombineret med et fortsat relativt beskedent inflationspres. Fremadrettet ventes et stigende kapacitetspres at føre til højere inflation, men inflationen var fortsat overraskende lav i både andet og tredje kvartal af 2017. Det har ført til en debat om, hvorvidt der er tale om strukturelle ændringer i sammenhængen mellem vækst og inflation, bl.a. som følge af stigende onlinehandel og øget automatisering. Den lave inflation har været et væsentligt argument for at fastholde det meget moderate tempo i renteforhøjelserne på trods af fuld beskæftigelse og robust vækst.

Tiltagende vækst i dansk økonomi

Aktiviteten i dansk økonomi udviklede sig stærkt i årets første halvdel, men mistede momentum i årets tredje kvartal, hvor BNP-væksten aftog til 1,4 % i forhold til samme kvartal sidste år. Den svagere vækst var overraskende set i lyset af en robust fremgang på eksportmarkederne, stigende beskæftigelse, faldende arbejdsløshed, stigende

Figur 2: Udviklingen i aktieindeks (lokal valuta) – USA, Eurozonen, Danmark, EM. 1.1.17-31.12.17, indekseret



boligpriser og fortsat meget lave renter. På arbejdsmarkedet var der indikationer på, at visse sektorer oplever flaskehalsproblemer, men det har endnu ikke ført til et lønpres, som kan forringe konkurrenceevnen eller det solide overoverskud på betalingsbalancen. På ejendomsmarkedet var der tegn på, at markedet begyndte at stramme til i nogle af de største byer, men en beskeden kreditvækst tyder på, at udviklingen er mere sund, end det var tilfældet før finanskrisen.

Kina bevarede stærkt momentum

Væksten i Kina overraskede positivt i løbet af årets første tre kvartaler, og den ligger i den øvre ende af de kinesiske myndigheders vækst mål for året. Dels har den indenlandske efterspørgsel udviklet sig robust, og dels har kinesiske eksportvirksomheder draget fordel af det globale opsving. Myndighederne har brugt perioden med stærk vækst til at stramme op på reguleringen af de finansielle markeder i Kina. Det kan give lidt svagere vækst i den kreditaafhængige økonomi fremover, men det vil samtidig føre til mere holdbare vækstrater. I oktober blev Xi Jinping som ventet genvalgt til at styre landet de næste fem år.

I de fleste andre større Emerging Markets økonomier var der også fremgang i aktiviteten, som blev understøttet af det globale opsving samt stigende råvarepriser. Aktier fra Emerging Markets gav nogle af de højeste investeringsafkast i 2017.

Investeringsklima

Vi forventer fortsat robust vækst i den globale økonomi i 2018 understøttet af et bredt funderet opsving, lempelig pengepolitik samt en tendens til mere ekspansiv finanspolitik i flere lande. Den amerikanske centralbank ventes at fortsætte med gradvist at hæve renten. Den globale pengepolitik forventes at forblive meget lempelig, da de fleste større centralbanker aktuelt har en inflationsrate, der ligger lavere end deres målsætning. Det vil i 2018 være vigtigt at følge inflationsudviklingen som pejlemærke for eventuelle pengepolitiske ændringer. Tendensen til gradvist højere obligationsrenter understøttes af, at Den Europæiske Centralbank reducerer sine opkøb af obligationer i det kommende år. Aktiemarkederne ventes at blive understøttet af udsigten til robust vækst og stigende indtjening i virksomhederne. For året som helhed forventer vi et positivt investeringsafkast, hvor risikofyldte aktiver vil give højere afkast end obligationer.

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. Markedslikviditeten 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 modsvarende reelle værdier, og om stater, boligejere og virksomheder kan indfri deres gældsforpligtelser. Ved investering i obligationer udstedt af erhvervs-virksomheder samt visse lande kan der være risiko for, at udsteder får forringet sin rating og/eller ikke kan overholde sine forpligtelser. Kreditspændet 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 markeds- 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. Investeringsprofilen skal blandt andet tage højde for, hvilken risiko man ønsker at løbe med sin investering, og hvor lang tidshorisonten 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. Risiko- en 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 indekatoren (6 - 7). Små udsving er lig med en lavere risiko og en placering til venstre på risikoskalaen (1-2). Afdelingens placering på skalaen er ikke konstant. Placeringen kan ændre sig med tiden. Risikoindekatoren tager ikke højde for pludseligt indtrufne begivenheder, som eksempelvis devalueringer, politiske indgreb og pludselige udsving i valutaer.

Risici relateret til finansielle markeder

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

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

Kursudviklingen på aktier påvirkes af de generelle økonomiske udsigter, branche- og landespecifikke forhold samt selskabsspecifikke forhold, herunder

selskabernes evne til at generere indtjening. Udsvingene på aktiemarkederne er typisk større end udsvingene på obligationsmarkederne.

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

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

Risici knyttet til investeringsbeslutningerne

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

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

Alle foreningens afdelinger følger en aktiv investeringsstrategi i bestræbelserne på at opnå et afkast, der er højere end afkastet af de tilhørende benchmarks. Foreningen udvælger de investeringsmuligheder, der kan antages at give det højest mulige afkast under hensyn til investeringsrisikoen. Afkastet vil derfor kunne afvige positivt eller negativt fra benchmarkafkastet.

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

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

Risici knyttet til driften af foreningen

For at undgå fejl i driften af foreningen er der fastlagt en lang række kontrolprocedurer og forretningsgange, som reducerer disse risici. Der arbejdes hele tiden på at udvikle systemerne, og der stræbes efter, at risikoen for menneskelige fejl bliver reduceret mest muligt. Der er desuden opbygget et ledelsesinformationssystem, som sikrer, at der løbende følges op på omkostninger og afkast. Der gøres jævnligt status på afkastene. Er der områder, som ikke udvikler sig tilfredsstillende, drøftes det med porteføljerådgiver, hvad der kan gøres for at vende udviklingen.

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

På it-området lægges stor vægt på data- og systemsikkerhed. Der er udarbejdet procedurer og beredskabsplaner, der har som mål inden for fastsatte tidsfrister at kunne genskabe systemerne i tilfælde af større eller mindre nedbrud. Disse procedurer og planer afprøves regelmæssigt.

Ud over at administrationen i den daglige drift har fokus på sikkerhed og præcision, når opgaverne løses, følger bestyrelsen med på området. Formålet er dels at fastlægge sikkerhedsniveauet, dels at sikre at de nødvendige ressourcer er til stede i form af personale, kompetencer og udstyr.

For yderligere oplysninger om de enkelte PFA Investafdelinger henvises til de gældende prospekter og Central Investorinformation for de pågældende afdelinger. Disse kan downloades fra pfainvest.dk 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 afdelingsspecifikke 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.

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

Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2017 et afkast på 1,02 %, mens benchmark gav et afkast på 1,44 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2016*	1,39 %	1,25 %	0,14 %
2017	1,02 %	1,44 %	-0,42 %
siden start	2,43 %	2,71 %	-0,28 %

* Perioden 30.03-31.12.16

Markedsudvikling i 2017

Hvis vi ser på renterne fra primo til ultimo 2017 så er der ikke sket ret meget. Faktisk ligger renterne indenfor meget få basispunkter, men

generelt kan man vel sige, at renterne havde pilen pegende opad i første halvår og omvendt i sidste halvår. Det betyder også, at hældningen på rentekurven er stort set uforandret dog en smule stejlere i den korte ende udtrykt i forskellen mellem 2-årige og 5-årige renter.

Det opadgående pres på renterne i starten af 2017 var et udtryk for øgede forventninger til inflationen samt et godt vækstbillede i euroområdet. Generelt kan man sige, at der i hele 2017 har været gode væksttal for euroområdet, men at inflationen stadig mangler at vise sine tegn. Herudover blev første halvår blandt andet præget af det franske valg udtrykt ved en øget politisk risiko og frygt for en valgsejr til Marie Le Pen, det blev også præget af en noget mindre optimisme til Trump-effekten. Sidste halvår var præget af den anspændte situation med Nordkorea, en skuffende amerikansk inflation samt amerikansk skattereform og gældsloftsforlængelse.

Det var også i 2017, at den europæiske centralbank – ECB – sænkede det månedlige opkøbsprogram fra 80 mia. til 60 mia., dette skete med virkning fra marts måned. Senere på året besluttede ECB at sænke opkøbsprogrammet med yderligere 30 mia. med virkning fra januar 2018 samt at forlænge opkøbsprogrammet til september 2018 og eventuelt længere såfremt det skulle være nødvendigt.

Danske realkreditobligationer har i 2017 haft et ganske godt år. Kreditspændet, som ellers endte 2016 utroligt stærkt, har forsat med at indsnævre sig i forhold til swaprenter, men også til statsobligationer. Specielt i sidste halvår af 2017 er det gået stærkt med en indsnævring af kreditspændet. Udlandets opkøb af danske realkreditobligationer har haft en stor betydning for den positive udvikling og den udenlandske ejerandel i enkelte serier er ret markant. Volatiliteten som også påvirker konverterbare realkreditobligationer er faldet pænt i 2017, hvilket påvirker afkastet på realkreditobligationer i positiv retning.

Afdelingens udvikling i 2017

Forventningerne til afkastet var meget begrænsede ved indgangen til året. Afdelingen endte med et positivt afkast på 1,0 %, hvilket er 0,4 %-point lavere end benchmark. Afdelingen har over året været overvægtet i realkreditobligationer, hvorimod afdelingens renterisiko generelt har været undervægtet over året.

Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 1,20 kr. pr. andel.

Forventninger til 2018

Afdelingen forventer, at det løbende afkast i 2018 vil blive meget begrænset. Da det danske renteniveau generelt er meget lavt, forventer afdelingen fortsat at opretholde en overvægt i danske realkreditobligationer for derved at sikre en fornuftig løbende forrentning for 2018.

Afdelingsspecifikke risici

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

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

Renterisiko

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

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

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

Landerisiko

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

Særlige risici i 2018

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

Risici er også omtalt under Generelle Risikofaktorer.

Mellemlange Obligationer

Note	Resultatopgørelse (1000 kr.)	2017	30.03-31.12.16
1	Renteindtægter	32.465	7.492
2	Renteudgifter	-411	-65
	I alt renter	32.054	7.427
3	Kursgevinster og -tab, Obligationer	-6.881	-6.284
	I alt kursgevinster og -tab	-6.881	-6.284
	I alt indtægter	25.173	1.143
4	Administrationsomkostninger	6.204	1.532
	Årets nettoresultat	18.969	-389
	Udlodningsregulering	2.428	6.410
	Overført fra sidste år	989	0
	I alt formuebevægelser	3.417	6.410
	Til disposition	22.386	6.021
5	Til rådighed for udlodning	24.464	10.994
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	24.086	10.005
	Overført til udlodning næste år	378	989
	Overført til formuen	-2.078	-4.972
Note	Balance (1000 kr.)	2017	30.03-31.12.16
	AKTIVER		
	Indestående i depotselskab	7.737	15.104
6	I alt likvide midler	7.737	15.104
	Noterede obligationer fra danske udstedere	1.994.252	1.393.045
6	I alt obligationer	1.994.252	1.393.045
	Tilgodehavende renter, udbytte m.m	10.129	8.893
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	30.255	32.539
6	I alt andre aktiver	40.384	41.432
	Aktiver i alt	2.042.373	1.449.582
	PASSIVER		
7	Investorerne formue	2.041.641	1.449.210
	Skyldige omkostninger	732	369
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	3
	I alt anden gæld	732	372
	Passiver i alt	2.042.373	1.449.582
8	Noter, hvortil der ikke henvises		

Mellemlange Obligationer

Note **NOTER**

	2017	30.03-31.12.16
1 Renteindtægter (1000 kr.)		
Noterede obligationer fra danske udstedere	32.465	7.492
I alt renteindtægter	32.465	7.492
2 Renteudgifter (1000 kr.)		
Renteudgifter depotselskab	-411	-65
I alt renteudgifter	-411	-65
3 Kursgevinster og -tab, Obligationer (1000 kr.)		
Noterede obligationer fra danske udstedere	-6.881	-6.284
I alt kursgevinster og -tab, Obligationer	-6.881	-6.284
Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, obligationer	-4.804	-1.376
4 Administrationsomkostninger (1000 kr.)		
Afdelingsdirekte		
Administrationsvederlag	1.660	373
Markedsføringsomkostninger	3.320	744
Gebyrer til depotselskab	199	102
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	839	226
Øvrige omkostninger	39	65
I alt afd. direkte adm.omkostninger	6.057	1.510
Andel af fællesomkostninger		
Honorar til bestyrelse	77	12
Revisionshonorar til revisorer	31	4
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	2	2
Øvrige omkostninger	37	5
I alt andel af fælles adm.omkostninger	147	23
I alt administrationsomkostninger	6.204	1.533
5 Til rådighed for udlodning (1000 kr.)		
Renter	32.055	7.492
Kursgevinst til udlodning*	-4.804	-1.376
Adm. Omkostninger til modregning i udlodning	-6.204	-1.532
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	2.428	6.410
Udlodning fra sidste år	989	0
I alt til rådighed til udlodning	24.464	10.994
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på obligationer	-4.804	-1.376
6 Finansielle instrumenter(%)		
Børsnoterede finansielle instrumenter*	99,62	98,96
Øvrige finansielle instrumenter**	0,38	1,04
I alt finansielle instrumenter	100,00	100,00
Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside www.pfainvest.dk		
*Indeholder Obligationer og tilgodehavende rente, udbytte mm.		
**Indeholder Likvide midler		

Mellemlange Obligationer

Note **NOTER (Fortsat)**

	2017		30.03-31.12.16	
	Cirk. Andele	Formue værdi	Cirk. Andele	Formue værdi
7 Investorenes formue (1000 kr)				
Investorenes formue (primo)	14.293	1.449.210	0	0
Emissioner i året	6.036	610.131	14.313	1.451.624
Indløsninger i året	-257	-26.177	-20	-2.024
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		-2.428		-6.410
Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		-10.492		0
Overført til udlodning fra sidste år		-989		0
Overført til udlodning næste år		378		989
Foreslået udlodning		24.086		10.005
Overført fra resultatopgørelse		-2.078		-4.974
I alt investorenes formue	20.072	2.041.641	14.293	1.449.210

8 Noter, hvortil der ikke henvises

5 års oversigt

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

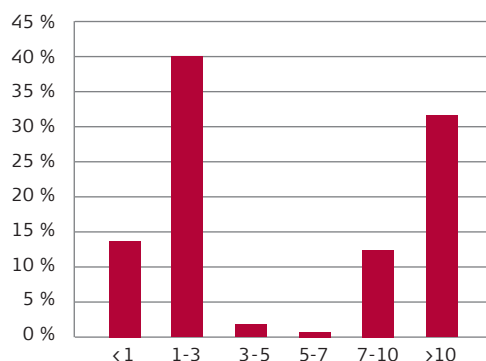
*Perioden 30.03-31.12.16

Afdelingens ti største beholdninger

4 % Denmark - Bullet 15/11/2019	12,79 %
2 % Nordea Kredit 01/10/2047	10,76 %
1.75 % Denmark - Bullet 15/11/2025	8,63 %
1 % Realkredit Dnmrk 01/04/2020	7,16 %
2 % Dlr Kredit A/S 01/10/2018	6,06 %
2.5 % Realkredit Dnmrk 01/07/2047	5,27 %
0 % Nykredit 01/01/2020	4,97 %
2 % Brfkredit A/S 01/04/2019	4,79 %
2 % Dlr Kredit A/S 01/10/2018	4,03 %
0.5 % Denmark - Bullet 15/11/2027	3,38 %

Formuefordeling (%)

Løbetid



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider og derivater.

Kreditobligationer

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

Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

Startdato

Afdelingen havde opstart den 1.10.12.

Benchmark

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

Risikoprofil

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

Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2017 et afkast på 5,95 %, mens benchmark gav et afkast på 5,10 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2013	-2,78 %	-3,30 %	0,52 %
2014	19,35 %	18,53 %	0,82 %
2015	7,84 %	8,96 %	-1,12 %
2016	8,10 %	7,13 %	0,97 %
2017	5,95 %	5,10 %	0,85 %
siden start	45,39 %	41,34 %	4,05 %

Markedsudvikling i 2017

Kreditmarkedet var igen meget gunstigt i 2017 med betydelige fald i risikopræmier på alle aktivklasser. Markedet var fortsat præget af meget lempelig pengepolitik fra de toneangivende centralbanker verden over. Ikke desto mindre blev der begyndt en langsom nedtrapning af de pengepolitiske stimuli. Den engelske centralbank, Bank of England, afsluttede sit opkøbsprogram af virksomhedsobligationer, Den europæiske centralbank, ECB, besluttede at forlænge sit opkøbsprogram i to omgange, dog med en nedskalering af opkøbsvolumen. Dette var med til forstærket at understøtte de Euro-denominerede virksomhedsobligationer. For USD-denominerede virksomhedsobligationer var det blandt andet den amerikanske skattereform, som gav medvind til aktivklassen. Markedet i 2017 har samtidig været stærkt præget af kontinuerligt faldende og meget lav volatilitet. Ved indgangen til året havde Europa en række kritiske parlaments- og præsidentvalg, hvor man frygtede for populistiske kandidater. Risikoen for store politiske problemer forsvandt, da ingen af de populistiske kandidater vandt og Frankrig fik en meget EU-venlig præsident. Samtidig har især Europa oplevet den stærkeste økonomiske vækst i flere år, hvilket har styrket det fundamentale billede for kredit. Herudover har Emerging Markets været stærkt understøttet af bedre observerede tal for økonomisk vækst og fravær af dårlige økonomiske nyheder fra Kina. Markedets uafdækkede afkast udgjorde i 2017 -4,3 % for Investment Grade, High Yield og Emerging Markets på hhv. -5,4 % og -3,0 %.

Afdelingens udvikling i 2017

Afdelingen leverede i 2017 et stærkt afkast på 5,9 % efter valutaafdækning, hvilket skal sammenlignes med et benchmarkafkast på 5,1 %. Afkastet var i overensstemmelse med den forventede udvikling ved årets start, men i den høje ende. Den fortsat meget lempelige globale pengepolitik har givet en stærk søgning efter risikofyldte aktiver, især på kreditobligationer. Markedet har været stærkt med meget begrænset volatilitet.

Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 15,50 kr. pr. andel.

Forventninger til 2018

En fortsat meget gradvis aftrapning af den ekspansive pengepolitik fra de ledende centralbanker i verden og et positivt økonomisk vækstbillede. Vi forventer et positivt étcifret afkast som primært stammer fra kuponrenter.

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

Selskabsspecifikke forhold

Kursudviklingen for hver enkelt obligation i afdelingens 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 2018

De største risici for kreditobligationer forventes at være en generel afmatning af global økonomisk vækst, som kan udløse en række kreditbegivenheder og fastfrysning af kapitalmarkedet. Herudover kan der være negative konsekvenser af aftrapningen af centralbankernes kvantitative lempelser.

Risici er også nærmere omtalt under Generelle Risikofaktorer.

Kreditobligationer

Note	Resultatopgørelse (1000 kr.)	2017	2016
1	Renteindtægter	40.845	24.333
2	Renteudgifter	-100	-25
	I alt renter	40.745	24.308
3	Kursgevinster og -tab, Obligationer	-55.734	37.406
4	Kursgevinster og -tab, Kapitalandele	-8	58
	Kursgevinster og -tab, Afledte finansielle instrumenter	69.073	-19.746
	Kursgevinster og -tab, Valutakonti	-3.371	-2.670
	I alt kursgevinster og -tab	9.960	15.048
	Andre indtægter	0	32
	I alt indtægter	50.705	39.388
5	Administrationsomkostninger	6.313	3.446
	Årets nettoresultat	44.392	35.942
	Udlodningsregulering	24.009	5.756
	Overført fra sidste år	537	80
	I alt formuebevægelser	24.546	5.836
	Til disposition	68.938	41.778
6	Til rådighed for udlodning	137.000	4.887
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	136.247	4.350
	Overført til udlodning næste år	753	537
	Overført til formuen	-68.062	36.891
Note	Balance (1000 kr.)	2017	2016
	AKTIVER		
	Indestående i depotselskab	20.828	21.238
7	I alt likvide midler	20.828	21.238
	Noterede obligationer fra danske udstedere	42.745	11.124
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	988.633	581.559
	Noterede konvertible obligationer fra udenlandske selskaber	0	291
7	I alt obligationer	1.031.378	592.974
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	13.804	4.836
	I alt afledte finansielle instrumenter	13.804	4.836
	Tilgodehavende renter, udbytte m.m	13.529	7.941
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	576	2.219
	Aktuelle skatteaktiver	4	4
7	I alt andre aktiver	14.109	10.164
	Aktiver i alt	1.080.119	629.212
	PASSIVER		
8	Investorerne formue	1.069.709	628.773
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	9.716	6
	I alt afledte finansielle instrumenter	9.716	6
	Skyldige omkostninger	694	430
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	4
	I alt anden gæld	694	434
	Passiver i alt	1.080.119	629.212
9	Noter, hvortil der ikke henvises		

Kreditobligationer

Note **NOTER**

	2017	2016
1 Renteindtægter (1000 kr.)		
Renteindtægter depotselskab	106	14
Noterede obligationer fra danske udstedere	1.116	529
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	39.623	23.791
I alt renteindtægter	40.845	24.334
2 Renteudgifter (1000 kr.)		
Renteudgifter depotselskab	-100	-25
I alt renteudgifter	-100	-25
3 Kursgevinster og -tab, Obligationer (1000 kr.)		
Noterede obligationer fra danske udstedere	786	471
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	-56.229	36.682
Noterede konvertible obligationer fra udenlandske udstedere	-291	253
I alt kursgevinster og -tab, Obligationer	-55.734	37.406
Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, obligationer	11.924	5.293
4 Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	-8	58
I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele	-8	58
Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele	-8	90
5 Administrationsomkostninger (1000 kr.)		
Afdelingsdirekte		
Administrationsvederlag	801	431
Markedsføringsomkostninger	3.028	1.500
Gebyrer til depotselskab	102	89
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	2.250	1.335
Øvrige omkostninger	53	56
I alt afd. direkte adm.omkostninger	6.234	3.411
Andel af fællesomkostninger		
Honorar til bestyrelse	36	35
Revisionshonorar til revisorer	14	5
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	-2	7
Øvrige omkostninger	31	-12
I alt andel af fælles adm.omkostninger	79	35
I alt administrationsomkostninger	6.313	3.446

Kreditobligationer

Note **NOTER (Fortsat)**

6 Til rådighed for udlodning (1000 kr.)

Renter	40.745	24.333
Kursgevinst til udlodning*	78.022	-21.836
Adm. Omkostninger til modregning i udlodning	-6.313	-3.446
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	24.009	5.756
Udlodning fra sidste år	537	80
I alt til rådighed til udlodning	137.000	4.887
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på kapitalandele	-8	90
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på obligationer	11.924	5.293
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på valutakonti	66.105	-27.218

7 Finansielle instrumenter(%)

Børsnoterede finansielle instrumenter*	98,05	96,60
Øvrige finansielle instrumenter**	1,95	3,40
I alt finansielle instrumenter	100,00	100,00

Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside www.pfainvest.dk

*Indeholder Obligationer og tilgodehavende rente, udbytte mm.

**Indeholder Likvide midler

8 Investorenes formue (1000 kr)

	2017		2016	
	Cirk. Andele	Formue værdi	Cirk. Andele	Formue værdi
Investorenes formue (primo)	5.437	628.773	3.240	372.260
Emissioner i året	3.487	417.455	2.197	247.286
Indløsninger i året	-134	-16.264	0	0
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		0		108
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		-24.009		-5.756
Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		-4.647		-26.823
Overført til udlodning fra sidste år		-537		-80
Overført til udlodning næste år		753		537
Foreslået udlodning		136.247		4.350
Overført fra resultatopgørelse		-68.062		36.890
I alt investorenes formue	8.790	1.069.709	5.437	628.773

9 Noter, hvortil der ikke henvises

Underl. eksponering ved valutaterminsforretninger (1.000 kr.)

EUR	718.452	483.977
USD	-715.526	-479.573

5 års oversigt

	2017	2016	2015	2014	2013
Netto resultat (1000 kr.)	44.392	35.941	27.603	49.749	-6.381
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	1.069.709	628.773	372.260	354.091	221.691
Cirkulerende andele (stk.)	8.790.127	5.437.158	3.240.321	3.179.236	2.275.034
Indre værdi pr. andel	121,69	115,64	114,88	111,38	97,45
Udlodning pr. andel	15,50	0,80	8,00	5,50	4,30
Årets afkast i %	5,95	8,10	7,84	19,35	-2,78
Årets benchmarkafkast i %	5,10	7,13	8,96	18,53	-3,30
Omkostnings %	0,70	0,73	0,86	0,88	0,92
Omsætningshastighed	0,52	0,28	0,19	0,12	0,22
Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	0,44	0,35	0,44		
Tracking error (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	0,92	0,90	0,94		
ÅOP	0,80	0,89	1,14	1,16	1,21

Kreditobligationer

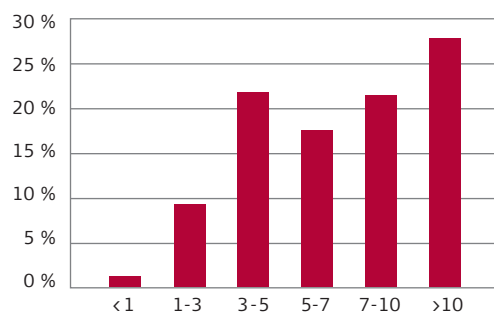
Note **NOTER (Fortsat)**

Afdelingens ti største beholdninger

1.7 % Teva Pharmaceuci 19/07/2019	2,03 %
6.375 % Macys Retail Hld 15/03/2037	1,54 %
4 % Nordstrom Inc 15/03/2027	1,49 %
3.125 % Mylan Nv 22/11/2028	1,13 %
12 % Lloyds Bank Plc 16/06/2165	1,12 %
9.4 % Dow Chemical Co 15/05/2039	1,12 %
1.625 % Arion Banki Hf 01/12/2021	1,11 %
2.375 % Vivat Nv 17/05/2024	1,08 %
0.82 % Credit Logement 16/03/2165	0,99 %
3.65 % Anheuser-Busch 01/02/2026	0,93 %

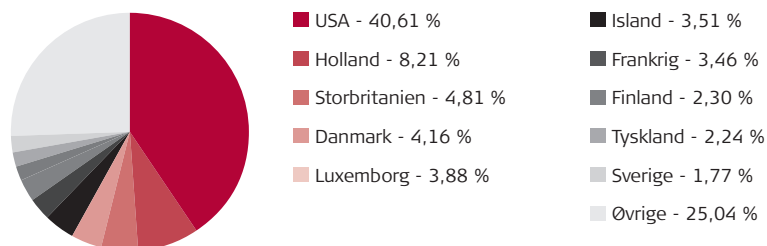
Formuefordeling (%)

Løbetid



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider og derivater.

Lande



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider og derivater.

Udenlandske Obligationer

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

Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

Startdato

Afdelingen havde opstart den 26.10.16.

Benchmark

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

Risikoprofil

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

Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2017 et afkast på -0,13 %, mens benchmark gav et afkast på 0,19 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2016*	-2,99 %	-2,73 %	-0,26 %
2017	-0,13 %	0,19 %	-0,33 %
siden start	-3,12 %	-2,54 %	-0,58 %

* Perioden 26.10.-31.12.16

Markedsudvikling i 2017

2017 var et år præget af centralbankernes pengepolitik, solid økonomisk vækst og en travl politisk kalender. Fra marts trimmede den europæiske centralbank – ECB – QE-programmet ned fra EUR

80 mia. til EUR 60 mia. per måned, og i oktober blev en yderligere reduktion ned til EUR 30 mia. per måned annonceret sammen med en forlængelse af programmet frem til september 2018. Reduktionen fra EUR 60 mia. til EUR 30 mia. træder i kraft i januar 2018. Den amerikanske centralbank – Fed – leverede i december årets tredje renteforhøjelse og bekræftede samtidig, at renten forventes hævet yderligere tre gange næste år.

December måned endte med en mindre rentestigning og reverserede dermed lidt af de foregående måneders rentefald, der generelt var temaet siden sommeren. Rentefaldet var bl.a. været drevet af lavere end ventet inflation. På trods af Feds tre renteforøgelser på samlet 75 bp. endte den 10-årige amerikanske statsrente året ca. uændret, og den amerikanske rentekurve er således blevet markant fladere over året. Den tyske 10-årige statsrente er over året steget en anelse.

2017 startede med fuld fokus på forårets franske valg og en mulig valgsejr til Marine Le Pen, der fik investorer til at gisne om et potentielt nedbrud af eurosamarbejdet. Det medførte usikkerhed og signifikant større rentespænd i eurozonen, da særligt Frankrig og Italien underperformede.

Emmanuel Macron endte med en overbevisende sejr, hvilket igen skabte optimisme om franske reformer og fremtiden for det europæiske samarbejde. Valgresultatet gav et markant løft til franske og sydeuropæiske statsobligationer og var startskuddet til en generel trend af faldende renter og rentespænd i Eurozonen. De øvrige landes rentespænd til Tyskland endte 2017 omtrent, hvor de startede og reverserede således spændudvidelsen fra foråret.

Væksten i Eurozonen overraskede i 2017 positivt med væsentlig højere vækstrater end ventet. I 3. kvartal steg BNP-væksten til 2,5 % i forhold til 3. kvartal året før, hvilket var den højeste vækstrate i 6 år og årets samlede vækst ventes at blive væsentligt højere end konsensusestimaterne, som ved årets start kun lød på 1,5 %. Det skal blive spændende at

følge, om det stærke vækstmomentum fortsætter i 2018.

2017 blev året hvor Fed begyndte at nedbringe den obligationsbeholdning, der er akkumuleret gennem flere opkøbsprogrammer. Sammen med de tre renteforhøjelser er denne pengepolitiske opstramning sket i et meget gradvist tempo, som afspejler den robuste økonomiske aktivitet, samt det stadig beskedne inflationspres. Fremadrettet forventer Fed, at stigende kapacitetspres vil føre til højere inflation. Dog førte overraskende lav inflation i 2. og 3. kvartal til debat om strukturelle ændringer i prisudviklingen blandt andet forklaret ved stigende onlinehandel og øget automatisering.

Det fortsat lave inflationspres har været en signifikant driver bag den fladere amerikanske rentekurve.

Afdelingens udvikling i 2017

Afdeling har i 2017 efter omkostninger givet et afkast på -0,1 % mod et benchmarkafkast på 0,2 %.

Afdelingen startede året med en marginal undervægt i renterisiko, hvilket bidrog positivt til den relative performance, da særligt europæiske renter startede året med at stige. Fra årets start og frem mod det franske valg, var afdelingens største væddemål en overvægt i Spanien imod en undervægt i Frankrig, hvilket bidrog svagt positivt til den relative performance.

I efteråret lå afdelingen overvægtet renterisiko i Spanien og Italien. Desuden har afdelingen ligget med en undervægt i de korteste amerikanske statsobligationer imod en overvægt i de længere løbetider. Disse positioner har begge bidraget positivt til afkastet.

Den altoverskyggende faktor for afdelingens relative performance har dog været valutabevægelsen i USD mod DKK. Fordi afdelingen "kun" har ligget med en afdækningsgrad på 95 % af valutaeksponeringen til USD, har afdelingen tabt, både absolut og relativt til benchmark, på dollarsvækkelsen. Med

en benchmark-allokering på 46 % til amerikanske statsobligationer, vurderes det, at dollarsvækkelsen i 2017 har bidraget til en relativ underperformance for afdelingen på ca. 30 bp.

Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 4,90 kr. pr. andel.

Forventninger til 2018

2018 forventes at blive et år med fortsat stor fokus på centralbankernes gradvise pengepolitiske stramning samt inflation og inflationsforventninger. ECB forventes helt at stoppe sit opkøbsprogram, der af mange forventes at føre til højere renter i Europa. Renteforøgelser fra ECB synes dog at have længere udsigter og forventes ikke før 2019.

I USA forventes fortsat stærk vækst og yderligere renteforhøjelser. Det skal blive spændende at følge, om den lave arbejdsløshed i 2018 endelig kan føre til højere lønvækst og inflation, eller om vi ligesom i 2017 kun får meget moderate prisstigninger at se. Alt i alt forventes 2018 at blive endnu et udfordrende år for europæiske og amerikanske statsobligationer.

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

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 renteudvikling 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 2018

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

Risici er også nærmere omtalt under Generelle Risikofaktorer.

Udenlandske Obligationer

Note	Resultatopgørelse (1000 kr.)	2017	26.10-31.12.16
1	Renteindtægter	3.621	380
2	Renteudgifter	-12	-5
	I alt renter	3.609	375
3	Kursgevinster og -tab, Obligationer	-12.071	-1.455
	Kursgevinster og -tab, Afledte finansielle instrumenter	8.556	-1.918
	Kursgevinster og -tab, Valutakonti	426	57
	I alt kursgevinster og -tab	-3.089	-3.316
	I alt indtægter	520	-2.941
4	Administrationsomkostninger	1.211	163
	Årets nettoresultat	-691	-3.104
	Udlodningsregulering	2.060	0
	I alt formuebevægelser	2.060	0
	Til disposition	1.369	-3.104
5	Til rådighed for udlodning	10.507	-1.416
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	10.309	0
	Overført til udlodning næste år	198	-1.416
	Overført til formuen	-9.138	-1.688
Note	Balance (1000 kr.)	2017	26.10-31.12.16
	AKTIVER		
	Indestående i depotselskab	2.408	408
6	I alt likvide midler	2.408	408
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	199.555	96.823
6	I alt obligationer	199.555	96.823
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	1.908	0
	I alt afledte finansielle instrumenter	1.908	0
	Tilgodehavende renter, udbytte m.m	1.561	778
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	70	24
6	I alt andre aktiver	1.631	802
	Aktiver i alt	205.502	98.033
	PASSIVER		
7	Investorerens formue	203.825	97.522
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	1.530	478
	I alt afledte finansielle instrumenter	1.530	478
	Skyldige omkostninger	147	32
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	1
	I alt anden gæld	147	33
	Passiver i alt	205.502	98.033
8	Noter, hvortil der ikke henvises		

Udenlandske Obligationer

Note **NOTER**

	2017	26.10-31.12.16
1 Renteindtægter (1000 kr.)		
Renteindtægter depotselskab	7	0
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	3.614	380
I alt renteindtægter	3.621	380
2 Renteudgifter (1000 kr.)		
Renteudgifter depotselskab	-12	-5
I alt renteudgifter	-12	-5
3 Kursgevinster og -tab, Obligationer (1000 kr.)		
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	-12.071	-1.455
I alt kursgevinster og -tab, Obligationer	-12.071	-1.455
Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, obligationer	-1.526	-404
4 Administrationsomkostninger (1000 kr.)		
Afdelingsdirekte		
Administrationsvederlag	161	17
Markedsføringsomkostninger	537	58
Gebyrer til depotselskab	83	5
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	366	45
Øvrige omkostninger	50	35
I alt afd. direkte adm.omkostninger	1.197	160
Andel af fællesomkostninger		
Honorar til bestyrelse	7	2
Revisionshonorar til revisorer	3	1
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	1	0
Øvrige omkostninger	3	1
I alt andel af fælles adm.omkostninger	14	4
I alt administrationsomkostninger	1.211	164
5 Til rådighed for udlodning (1000 kr.)		
Renter	3.609	380
Kursgevinst til udlodning*	7.464	-1.796
Adm. Omkostninger til modregning i udlodning	-1.210	0
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	2.060	0
Anvendt fremført aktietab	-1.416	0
I alt til rådighed til udlodning	10.507	-1.416
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på obligationer	-1.526	-404
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på valutakonti	8.990	-1.392
6 Finansielle instrumenter(%)		
Børsnoterede finansielle instrumenter*	98,82	99,58
Øvrige finansielle instrumenter**	1,18	0,42
I alt finansielle instrumenter	100,00	100,00
Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside www.pfainvest.dk		
*Indeholder Obligationer og tilgodehavende rente, udbytte mm.		
**Indeholder Likvide midler		

Udenlandske Obligationer

Note **NOTER (Fortsat)**

		2017		26.10-31.12.16	
		Cirk. Andele	Formue værdi	Cirk. Andele	Formue værdi
7	Investorenes formue (1000 kr)				
	Investorenes formue (primo)	1.005	97.522	0	0
	Emissioner i året	1.099	106.994	1.005	100.877
	Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		0		-251
	Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		-2.060		0
	Overført til udlodning næste år		198		-1.416
	Foreslået udlodning		10.309		0
	Overført fra resultatopgørelse		-9.138		-1.525
	Administrationsomkostninger ej fremførbare		0		-163
	I alt investorenes formue	2.104	203.825	1.005	97.522
8	Noter, hvortil der ikke henvises				
	Underl. eksponering ved valutaterminsforretninger (1.000 kr.)				
	EUR			105.583	53.593
	GBP			-15.349	-8.127
	USD			-90.012	-45.991
	5 års oversigt			2017	2016*
	Netto resultat (1000 kr.)			-691	-3.104
	Formue inkl. udlodning (1000 kr.)			203.825	97.522
	Cirkulerende andele (stk.)			2.103.832	1.005.300
	Indre værdi pr. andel			96,88	97,01
	Udlodning pr. andel			4,90	0,00
	Årets afkast i %			-0,13	-2,99
	Årets benchmarkafkast i %			0,19	-2,73
	Omkostnings %			0,66	0,77
	Omsætningshastighed			0,79	0,08
	ÅOP (helårsperiodiseret 2016)			0,73	0,79
	*Perioden 26.10-31.12.16				

Udenlandske Obligationer

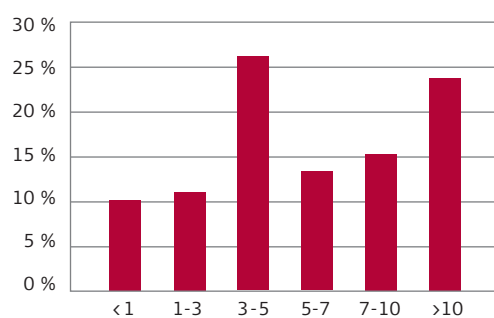
Note **NOTER (Fortsat)**

Afdelingens ti største beholdninger

6.25 % Us Treasury N/B 15/08/2023	6,28 %
1.25 % Us Treasury N/B 31/10/2021	5,39 %
1.5 % Us Treasury N/B 31/12/2018	4,64 %
1.773 % Japan Bank Coop 13/11/2018	4,64 %
1.625 % Us Treasury N/B 31/07/2020	4,31 %
3.75 % Btps 01/08/2021	3,78 %
2.25 % Us Treasury N/B 15/11/2025	3,06 %
2 % Us Treasury N/B 30/11/2022	3,06 %
0.5 % Deutschland Rep 15/08/2027	2,99 %
2.5 % Us Treasury N/B 15/02/2046	2,96 %

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.

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 2017 et afkast på 14,46 %, mens benchmark gav et afkast på 16,82 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2013	36,76 %	38,30 %	-1,54 %
2014	17,94 %	17,21 %	0,72 %
2015	36,37 %	30,83 %	5,54 %
2016	3,95 %	3,22 %	0,73 %
2017	14,46 %	16,82 %	-2,35 %
siden start	163,21 %	155,00 %	8,21 %

Markedsudvikling i 2017

Afkastet på det danske aktiemarked var blandt de bedste i verden. Blandt de større markeder var det Asien, der klarede sig bedre end det danske marked. 2017 var karakteriseret med store udsving i positiv og negativ retning på enkeltaktier. Geopolitisk uro berørte ikke det samlede marked i nævneværdigt omfang.

Afdelingens udvikling i 2017

Året var præget af at langt den største del af afkastet materialiserede sig i årets første 5-6 måneder. Resten af året var næsten uændret.

Novo Nordisk var efter et sløjt 2016 med et fald på 35 % en stærk aktie i 2017 med en stigning på 35 %. Den bekymring, der var for prispres på Novos produkter i USA, mindskedes i 2017. Samtidig var der en række flotte data på Novos kommende produkter. I den modsatte ende finder vi Pandora, der faldt 18 % i 2017. Pandora faldt på bekymring om den fremtidige vækst.

DSV var en af de bedste aktier med en stigning på over 50 %. Selskabet købte i 2016 det amerikanske selskab UTi. UTi var i en meget dårlig forfatning ved overtagelsen, men DSV fik hurtigt vendt udviklingen og det ser ud til, at UTi har næsten samme overskudsgrad som det oprindelige DSV.

De største positive bidragsydere til årets relative afkast ift. benchmark har været DSV (overvægt), Københavns Lufthavne (undervægt) og Mærsk (undervægt). Pandora (overvægt), Vestas (overvægt) og Ambu (undervægt) bidrog negativt.

Afdelingen leverede et afkast på 14,5 %, hvilket skal sammenholdes med benchmarkafkastet på 16,8 %.

Rammer for afdelingens udøvelse af aktiv forvaltning

Afdelingen slutter året med en active share på under 25 % og en tracking error på 2,3 %, hvilket er forholdsvis lavt for en afdeling, der følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. 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 i

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 14,90 kr. pr. andel.

Forventninger til 2018

Afdelingen forventer, at det danske aktiemarked vil stige 0–10 % i 2018. Hovedscenariet er en lav, men positiv vækst i den globale økonomi. Hvis de stigende renter fortsætter, kan det give lidt modvind på aktiemarkedet. Der er risiko for større udsving end tidligere.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen henvender sig til investorer, der frem for at foretage enkeltinvesteringer og opbygge en individuel værdipapirportefølje ønsker at drage fordel af den risikospredning, som 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 2018

De største risici for danske aktier knytter sig til udviklingen i de enkelte større selskaber. Desuden vil en kraftig økonomisk afmatning eller et markant stigende renteniveau kunne påvirke aktierne negativt.

Risici er også nærmere omtalt under Generelle Risikofaktorer.

Danske Aktier

Note	Resultatopgørelse (1000 kr.)	2017	2016
1	Renteudgifter	-36	-16
2	Udbytter	6.044	5.186
	I alt renter og udbytter	6.008	5.170
3	Kursgevinster og -tab, Kapitalandele	29.073	5.767
	Kursgevinster og -tab, Valutakonti	1	-2
4	Handelsomkostninger	121	187
	I alt kursgevinster og -tab	28.953	5.578
	I alt indtægter	34.961	10.748
5	Administrationsomkostninger	2.952	2.347
	Resultat før skat	32.009	8.401
6	Skat	47	58
	Årets nettoresultat	31.963	8.343
	Udlodningsregulering	3.637	-942
	Overført fra sidste år	59	107
	I alt formuebevægelser	3.696	-835
	Til disposition	35.659	7.508
7	Til rådighed for udlodning	28.465	20.393
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	28.312	20.334
	Overført til udlodning næste år	153	59
	Overført til formuen	7.194	-12.885
Note	Balance (1000 kr.)	2017	2016
	AKTIVER		
	Indestående i depotselskab	2.504	3.259
8	I alt likvide midler	2.504	3.259
	Noterede aktier fra danske selskaber	285.464	222.313
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	4.161	8.432
8	I alt kapitalandele	289.625	230.745
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	4.251	0
	Aktuelle skatteaktiver	2	14
8	I alt andre aktiver	4.253	14
	Aktiver i alt	296.382	234.018
	PASSIVER		
9	Investorernes formue	296.096	233.783
	Skyldige omkostninger	286	233
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	2
	I alt anden gæld	286	235
	Passiver i alt	296.382	234.018
10	Noter, hvortil der ikke henvises		

Danske Aktier

Note **NOTER**

	2017	2016
1 Renteudgifter (1000 kr.)		
Renteudgifter depotselskab	-36	-16
I alt renteudgifter	-36	-16
2 Udbytter (1000 kr.)		
Noterede aktier fra danske selskaber	5.749	4.805
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	295	382
I alt udbytter	6.044	5.186
3 Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)		
Noterede aktier fra danske selskaber	29.032	5.017
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	41	750
I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele	29.073	5.767
Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele	21.760	18.447
4 Handelsomkostninger (1000 kr.)		
Bruttohandelsomkostninger	161	242
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-41	-55
I alt handelsomkostninger ved løbende drift	121	187
5 Administrationsomkostninger (1000 kr.)		
Afdelingsdirekte		
Administrationsvederlag	240	205
Markedsføringsomkostninger	1.651	1.195
Gebyrer til depotselskab	47	80
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	912	774
Øvrige omkostninger	72	75
I alt afd. direkte adm.omkostninger	2.922	2.329
Andel af fællesomkostninger		
Honorar til bestyrelse	12	19
Revisionshonorar til revisorer	5	1
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	-1	4
Øvrige omkostninger	14	-6
I alt andel af fælles adm.omkostninger	30	18
I alt administrationsomkostninger	2.952	2.347
6 Skat (1000 kr.)		
Ikke refunderbare udbytteskatter	47	58
I alt skat	47	58

Danske Aktier

Note **NOTER (Fortsat)**

7 Til rådighed for udlodning (1000 kr.)

Renter og udbytter	6.008	5.186
Ikke refunderbar udbytteskat	-47	-58
Kursgevinst til udlodning*	21.760	18.447
Adm. Omkostninger til modregning i udlodning	-2.952	-2.347
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	3.637	-942
Udlodning fra sidste år	59	107
I alt til rådighed til udlodning	28.465	20.393

* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på kapitalandele

21.760 18.447

8 Finansielle instrumenter(%)

Børsnoterede finansielle instrumenter*	99,16	98,61
Øvrige finansielle instrumenter**	0,84	1,39
I alt finansielle instrumenter	100,00	100,00

Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside www.pfainvest.dk

*Indeholder Kapitalandele og tilgodehavende rente, udbytte mm.

**Indeholder Likvide midler

9 Investorenes formue (1000 kr)

	2017		2016	
	Cirk. Andele	Formue værdi	Cirk. Andele	Formue værdi
Investorenes formue (primo)	1.576	233.783	1.338	238.777
Emissioner i året	371	57.145	346	49.425
Indløsninger i året	-47	-7.021	-108	-15.242
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		0		-50
Handelsomkostninger omkl. fra driften		-41		-55
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		-3.637		942
Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		-19.733		-47.415
Overført til udlodning fra sidste år		-59		-107
Overført til udlodning næste år		153		59
Foreslået udlodning		28.312		20.334
Overført fra resultatopgørelse		7.194		-12.885
I alt investorenes formue	1.900	296.096	1.576	233.783

10 Noter, hvortil der ikke henvises

5 års oversigt	2017	2016	2015	2014	2013
Netto resultat (1000 kr.)	31.963	8.343	60.876	27.715	42.796
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	296.096	233.783	238.777	167.936	159.189
Cirkulerende andele (stk.)	1.900.124	1.576.256	1.338.179	1.144.091	1.157.361
Indre værdi pr. andel	155,83	148,32	178,43	146,79	137,54
Udlodning pr. andel	14,90	12,90	34,50	20,70	14,70
Årets afkast i %	14,46	3,95	36,37	17,94	36,76
Årets benchmarkafkast i %	16,82	3,22	30,83	17,21	38,30
Omkostnings %	1,10	1,12	0,85	0,87	0,90
Omsætningshastighed	0,35	0,45	0,62	0,66	1,10
Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	0,54	0,59	1,34		
Tracking error (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	2,26	2,41	2,47		
Active Share %	23,81	27,84	23,30	18,25	22,28
ÅOP	1,19	1,25	1,20	1,22	1,28

Danske Aktier

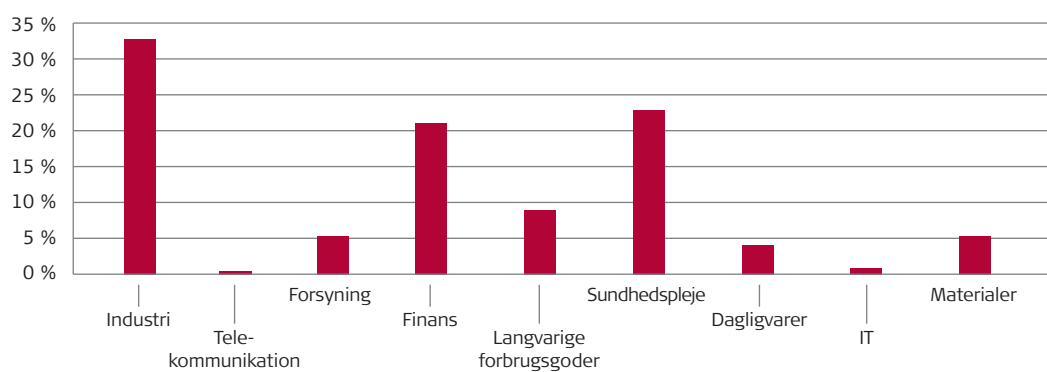
Note **NOTER (Fortsat)**

Afdelingens ti største beholdninger

Novo Nordisk A/S-B	10,07 %
Danske Bank A/S	10,00 %
DSV A/S	6,71 %
Vestas Wind Systems A/S	5,70 %
Ørsted A/S	4,91 %
Carlsberg As-B	4,72 %
Coloplast-B	4,62 %
Pandora A/S	4,10 %
ISS A/S	4,00 %
Genmab A/S	3,56 %

Formuefordeling (%)

Branche



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider og derivater.

Globale Aktier

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

Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

Startdato

Afdelingen havde opstart den 1.10.12.

Benchmark

Afdelingens benchmark er MSCI World inklusiv udbytte.

Risikoprofil

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

Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2017 et afkast på 8,90 %, mens benchmark gav et afkast på 7,66 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2013	25,41 %	21,19 %	4,22 %
2014	18,50 %	19,27 %	-0,78 %
2015	17,74 %	10,66 %	7,08 %
2016	5,39 %	10,32 %	-4,93 %
2017	8,90 %	7,66 %	1,24 %
siden start	101,44 %	89,66 %	11,78 %

Markedsudvikling i 2017

Aktiemarkedene har haft et stærkt 2017, drevet af særligt vækstaktier og i andet halvår af cykliske aktier. Flere vækstaktier særligt indenfor teknologiaktierne har oplevet kursstigninger igennem 2017

på over 50 %, men disse stigninger skal ses i lyset af teknologiaktiernes dårlige afslutning på 2016.

I andet halvår af 2017 er det synkrone globale opsving blevet tydeligt for enhver, på baggrund af forbedrede nøgletal fra både Europa og udviklingslandene, hvilket har givet de cykliske aktier stærk medvind.

Samlet set endte de globale aktier med et afkast på 7,7 %, i 2017, repræsenteret ved afdelingens benchmark MSCI World, DKK.

Afdelingens udvikling i 2017

Porteføljen har leveret et afkast for året på 8,9 %, det er 1,2 %-point bedre end dets sammenlignelige benchmark. Særligt er det porteføljes overvægt i IT-aktier, der har bidraget til merafkastet. Porteføljen har gennem 2017 ligget overvægtet i Google, Amazon, Alibaba, Apple, Accenture, MasterCard og Activision Blizzard, og har desuden i mindre omfang været investeret i Facebook og Microsoft. De stærke teknologiske skifte, som vi alle er vidner til, har for alvor vist deres styrke gennem 2017 og i den grad medvirket til IT-selskabernes stærke kursfremgang. Som forbruger ses det tydeligt i stigningen af online-handlen, samt i forbruget af video og lyd streamet over internettet. Men trenden strækker sig ligeledes ind i alle virksomheder og flere og flere produkter og services bliver tiltagende elektroniske.

Porteføljes eksponering indenfor luksusselskaber ved Kering og LVMH har ligeledes bidraget positivt til året merafkast. Specielt Gucci, der er ejet af Kering, har haft et fænomenalt comeback i 2017. Efter en årrække med svingende resultater har forbrugeren virkelig fået øjnene op for brandet igen.

Amerikanske sundhedsforsikringselskaber ved Aetna og CNC er endnu et eksempel, det samme er det amerikanske bilfinansieringsselskab Ally Financials, alle har bidraget væsentligt til porteføljes afkast.

Omvendt har porteføljens eksponeringer til Newell Brands, Pandora og Sabre bidraget negativt. Fælles for både Newell Brands og Pandora har været at, de er eksponeret til detailmarkedet særligt i USA, der er under et meget stærkt pres fra skiftet fra butik til online. Newell er grossist og får ganske få procent af salget direkte fra egne butikker. Men i 2017 begyndte presset på selskabet kunder med fysiske butikker at ramme resultaterne. Andelen af salg igennem butikker i onlineverdenen er støt stigende, men kunne ikke kompensere for dette pres. Begge selskabers værdifastsættelse vurderes som attraktive.

Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 3,70 kr. pr. andel.

Forventninger til 2018

Afdelingen forventer, at de globale aktiemarkeder vil stige med 5-10 % i 2018. Hovedscenariet er en moderat positiv vækst i økonomierne, samt fortsat indtjeningsvækst hos afdelingernes selskaber.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen henvender sig til investorer, der frem for at foretage enkeltinvesteringer og opbygge en individuel 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 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 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 2018

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.)	2017	2016
1	Renteindtægter	38	4
2	Renteudgifter	-183	-57
3	Udbytter	17.892	11.934
	I alt renter og udbytter	17.747	11.881
4	Kursgevinster og -tab, Kapitalandele	74.169	39.832
	Kursgevinster og -tab, Afledte finansielle instrumenter	-64	-17
	Kursgevinster og -tab, Valutakonti	-1.762	672
	Kursgevinster og -tab, Øvrige	-46	0
5	Handelsomkostninger	724	378
	I alt kursgevinster og -tab	71.573	40.109
	I alt indtægter	89.320	51.990
6	Administrationsomkostninger	10.530	7.150
	Resultat før skat	78.790	44.840
7	Skat	1.611	1.234
	Årets nettoresultat	77.179	43.606
	Udlodningsregulering	4.659	605
	Overført fra sidste år	448	129
	I alt formuebevægelser	5.107	734
	Til disposition	82.286	44.340
8	Til rådighed for udlodning	28.410	18.406
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	28.195	17.958
	Overført til udlodning næste år	214	448
	Overført til formuen	53.877	25.934
Note	Balance (1000 kr.)	2017	2016
	AKTIVER		
	Indestående i depotselskab	45.031	14.239
9	I alt likvide midler	45.031	14.239
	Noterede aktier fra danske selskaber	28.151	34.608
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.050.742	681.809
9	I alt kapitalandele	1.078.893	716.417
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	711	1.993
	Aktuelle skatteaktiver	720	535
9	I alt andre aktiver	1.431	2.528
	Aktiver i alt	1.125.355	733.184
	PASSIVER		
10	Investorernes formue	1.124.236	732.318
	Skyldige omkostninger	1.120	862
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	-1	4
	I alt anden gæld	1.119	866
	Passiver i alt	1.125.355	733.184
11	Noter, hvortil der ikke henvises		

Globale Aktier

Note **NOTER**

	2017	2016
1 Renteindtægter (1000 kr.)		
Renteindtægter depotselskab	38	4
I alt renteindtægter	38	4
2 Renteudgifter (1000 kr.)		
Renteudgifter depotselskab	-183	-57
I alt renteudgifter	-183	-57
3 Udbytter (1000 kr.)		
Noterede aktier fra danske selskaber	1.441	667
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	16.451	11.267
I alt udbytter	17.892	11.934
4 Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)		
Noterede aktier fra danske selskaber	-7.579	-1.360
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	81.748	41.192
I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele	74.169	39.832
Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele	18.450	13.436
5 Handelsomkostninger (1000 kr.)		
Bruttohandelsomkostninger	1.174	786
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-450	-409
I alt handelsomkostninger ved løbende drift	724	377
6 Administrationsomkostninger (1000 kr.)		
Afdelingsdirekte		
Administrationsvederlag	856	595
Markedsføringsomkostninger	5.897	3.568
Gebyrer til depotselskab	43	324
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	3.540	2.473
Øvrige omkostninger	99	106
I alt afd. direkte adm.omkostninger	10.435	7.066
Andel af fællesomkostninger		
Honorar til bestyrelse	40	55
Revisionshonorar til revisorer	16	20
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	-3	9
Øvrige omkostninger	42	0
I alt andel af fælles adm.omkostninger	95	84
I alt administrationsomkostninger	10.530	7.150
7 Skat (1000 kr.)		
Ikke refunderbare udbytteskatter	1.611	1.234
I alt skat	1.611	1.234

Globale Aktier

Note **NOTER (Fortsat)**

8 Til rådighed for udlodning (1000 kr.)

Renter og udbytter	17.747	11.938
Ikke refunderbar udbytteskat	-1.612	-1.234
Kursgevinst til udlodning*	17.698	14.118
Adm. Omkostninger til modregning i udlodning	-10.530	-7.150
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	4.659	605
Udlodning fra sidste år	448	129
I alt til rådighed til udlodning	28.410	18.406
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på kapitalandele	18.450	13.436
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på valutakonti	-752	682

9 Finansielle instrumenter(%)

Børsnoterede finansielle instrumenter*	96,00	98,06
Øvrige finansielle instrumenter**	4,00	1,94
I alt finansielle instrumenter	100,00	100,00
Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside www.pfainvest.dk		
*Indeholder Kapitalandele og tilgodehavende rente, udbytte mm.		
**Indeholder Likvide midler		

	2017		2016	
	Cirk. Andele	Formue værdi	Cirk. Andele	Formue værdi
10 Investorenes formue (1000 kr)				
Investorenes formue (primo)	5.282	732.318	4.318	648.207
Emissioner i året	2.428	347.652	2.168	278.416
Indløsninger i året	-90	-13.103	-1.205	-153.480
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		0		214
Handelsomkostninger omkl. fra driften		-450		-409
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		-4.659		-605
Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		-19.360		-84.236
Overført til udlodning fra sidste år		-448		-129
Overført til udlodning næste år		214		448
Foreslået udlodning		28.195		17.958
Overført fra resultatopgørelse		53.877		25.935
I alt investorenes formue	7.620	1.124.236	5.282	732.318

11 Noter, hvortil der ikke henvises

5 års oversigt	2017	2016	2015	2014	2013
Netto resultat (1000 kr.)	77.179	43.607	69.218	39.019	31.322
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	1.124.236	732.318	648.207	323.014	155.768
Cirkulerende andele (stk.)	7.620.338	5.281.907	4.318.226	2.275.647	1.238.233
Indre værdi pr. andel	147,53	138,65	150,11	141,94	125,80
Udlodning pr. andel	3,70	3,40	17,60	17,40	6,10
Årets afkast i %	8,90	5,39	17,74	18,50	25,41
Årets benchmarkafkast i %	7,66	10,32	10,66	19,27	21,19
Omkostnings %	1,09	1,14	0,97	0,99	1,07
Omsætningshastighed	0,30	0,29	0,52	0,85	0,55
Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	0,56	0,55	0,92		
Tracking error (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	4,25	4,20	3,33		
Active Share %	83,16	86,16	83,14	82,97	66,47
ÅOP	1,23	1,25	1,30	1,40	1,42

Globale Aktier

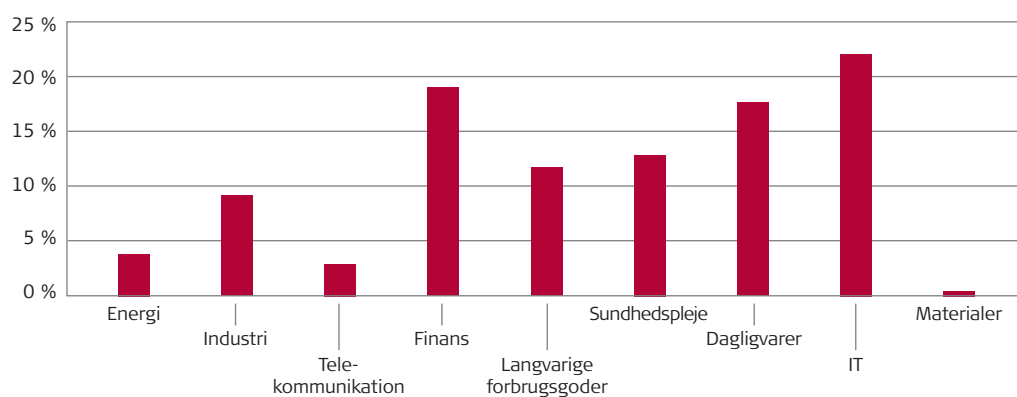
Note **NOTER (Fortsat)**

Afdelingens ti største beholdninger

S&P Global Inc	3,73 %
Ally Financial Inc	3,63 %
Koninklijke Philips Nv	3,52 %
Mastercard Inc - A	3,50 %
Alphabet Inc-Cl C	3,47 %
Apple Inc	3,46 %
Reckitt Benckiser Group Plc	3,35 %
Conocophillips	3,28 %
Aetna Inc	2,83 %
Sap Se	2,66 %

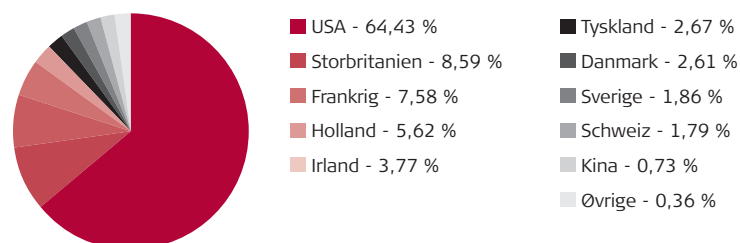
Formuefordeling (%)

Branche



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider og derivater.

Lande



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider og derivater.

Højt Udbytte Aktier

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

Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

Startdato

Afdelingen havde opstart den 20.12.12.

Benchmark

Afdelingens benchmark er MSCI Europe inklusive udbytte.

Risikoprofil

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

Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2017 et afkast på 8,83 %, mens benchmark gav et afkast på 10,39 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2013	21,04 %	19,81 %	1,23 %
2014	8,17 %	6,64 %	1,53 %
2015	11,36 %	8,46 %	2,90 %
2016	-0,62 %	2,20 %	-2,83 %
2017	8,83 %	10,39 %	-1,56 %
siden start	56,17 %	55,19 %	0,98 %

Markedsudvikling i 2017

De europæiske aktiemarkeder er kommet godt igennem 2017 med et afkast på 10,4 % for MSCI Europe.

Den positive trend fra ultimo 2016 fortsatte ind i det nye år, godt hjulpet af de positive forventninger til vækst efter valget af Trump samt efterfølgende et veloverstået fransk valg med Macron som vinder. På den økonomiske side var de to første kvartaler domineret af fornuftige makroøkonomiske tal samt for første gang i mange år positiv indtjeningsvækst i de europæiske selskaber under ét. Europa var således også blandt de bedst performende markeder i første halvår målt i danske kroner med et afkast på 6,7 % mod MSCI World på 2,3 %. Afkastene var i første halvår rimelig jævnt fordelt på sektorniveau, hvor det dog er værd at fremhæve stabilt forbrug på den positive side drevet af Kraft Heinz bud på Unilever samt pres på Nestlés ledelse efter aktieopkøb fra Third Point. Til gengæld var der pres på olieselskaberne ovenpå en faldende oliepris frem til slutningen af juni.

Efter en træg start på 2. halvår med profithjemtagning fra slutningen af maj, så vi igen positive markeder i andet halvår. Det var drevet af en vending i olieprisen, en stabilisering af USD samt gode makroøkonomiske væksttal. De bedste sektorer for hele året var teknologi, råvarer og industri. Teknologi har generelt gjort det godt drevet af digitalisering både overfor kunderne og i interne processer og især de amerikanske FANG (Facebook, Amazon, Netflix og Google) selskaber har drevet performance på internetselskaber.

Råvarer og industri steg på den øgede tiltro til de økonomiske opsving i løbet af efteråret i takt med den amerikanske centralbank fortsatte rentestigningerne.

Afdelingens udvikling i 2017

Afdelingens afkast var 8,8 %, hvilket skal ses i forhold til et forventet niveau på 5-10 % ved årets

start. Afkastet lå 1,6 %-point under benchmarkafkastet målt ved MSCI Europe.

Investeringsstilen har været under pres i år, hvilket ses ved at MSCI Europe Højt Udbytte indekset har givet et afkast der er mere end 6 % efter afdelingens benchmark.

På sektorniveau kommer de største positive bidrag til performance fra afdelingens eksponering til finans og IT. I banksektoren har det endnu en gang vist sig at være en god idé at investere i de mere defensive banker med eksponering til privat og realkredit finansiering med en sund kapitalisering og dividendebetaling. IT har generelt været en god investering i år både for så vidt angår software og hardware. På den negative side var det især eksponeringen til cyklisk forbrug, der trak ned samt den manglende eksponering til råvareselskaberne generelt.

De største positive bidragsydere til afdelingens performance kom på aktieniveau fra eksponeringen til Amadeus IT holding og Deutsche Post. Amadeus har fortsat sin mangeårige fremgang indenfor levering af systemer, services og data til rejse- og flyselskaber samtidig med levering af stærke regnskabstal. Deutsche Post har fået styrket sin forretningsmodel i forbindelse med, at der er sket en stor vækst i e-handel, hvor selskabet ser stor vækst i levering af pakker. På den negative side var det især eksponeringen til WPP, som trak ned. WPP har været ramt af en vækstnedgang som følge af tab af to store globale kunder samt en generel markedsfrygt for, at vækstnedgangen har en mere strukturel karakter som følge af Amazon, Google og Facebooks fremgang på markedet for digitale reklamer.

Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 3,30 kr. pr. andel.

Forventninger til 2018

Afdelingen forventer fortsat et positivt afkast på europæiske aktier i 2018 på 0-10 % med baggrund i fortsat positive forventninger til den europæiske økonomi og vækst.

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.

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 valutaudviklin-

gen, 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 2018

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

Risici er også omtalt under Generelle Risikofaktorer.

Højt Udbytte Aktier

Note	Resultatopgørelse (1000 kr.)	2017	2016
1	Renteindtægter	10	1
2	Renteudgifter	-14	-13
3	Udbytter	14.871	21.295
	I alt renter og udbytter	14.867	21.283
4	Kursgevinster og -tab, Kapitalandele	26.317	-3.556
	Kursgevinster og -tab, Afledte finansielle instrumenter	60	-32
	Kursgevinster og -tab, Valutakonti	-841	-138
	Kursgevinster og -tab, Øvrige	-93	0
5	Handelsomkostninger	41	265
	I alt kursgevinster og -tab	25.402	-3.991
	Andre indtægter	0	2
	I alt indtægter	40.269	17.294
6	Administrationsomkostninger	4.466	5.589
	Resultat før skat	35.803	11.705
7	Skat	841	1.312
	Årets nettoresultat	34.962	10.393
	Udlodningsregulering	-2.685	-251
	Overført fra sidste år	349	60
	I alt formuebevægelser	-2.336	-192
	Til disposition	32.626	10.201
8	Til rådighed for udlodning	10.874	6.234
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	10.609	5.885
	Overført til udlodning næste år	265	349
	Overført til formuen	21.752	3.967
Note	Balance (1000 kr.)	2017	2016
	AKTIVER		
	Indestående i depotselskab	3.311	472
9	I alt likvide midler	3.311	472
	Noterede aktier fra danske selskaber	24.727	39.312
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	390.132	507.931
9	I alt kapitalandele	414.859	547.243
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	734	1.094
	Aktuelle skatteaktiver	2.016	1.477
9	I alt andre aktiver	2.750	2.571
	Aktiver i alt	420.920	550.287
	PASSIVER		
10	Investorernes formue	420.470	549.652
	Skyldige omkostninger	450	631
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	4
	I alt anden gæld	450	635
	Passiver i alt	420.920	550.287
11	Noter, hvortil der ikke henvises		

Højt Udbytte Aktier

Note **NOTER**

	2017	2016
1 Renteindtægter (1000 kr.)		
Renteindtægter depotselskab	10	1
I alt renteindtægter	10	1
2 Renteudgifter (1000 kr.)		
Renteudgifter depotselskab	-14	-13
I alt renteudgifter	-14	-13
3 Udbytter (1000 kr.)		
Noterede aktier fra danske selskaber	870	1.398
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	14.001	19.897
I alt udbytter	14.871	21.295
4 Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)		
Noterede aktier fra danske selskaber	2.849	-4.290
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	23.468	733
I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele	26.317	-3.557
Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele	4.384	-7.780
5 Handelsomkostninger (1000 kr.)		
Bruttohandelsomkostninger	182	746
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-141	-482
I alt handelsomkostninger ved løbende drift	41	265
6 Administrationsomkostninger (1000 kr.)		
Afdelingsdirekte		
Administrationsvederlag	361	465
Markedsføringsomkostninger	2.490	2.920
Gebyrer til depotselskab	-4	229
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	1.520	1.859
Øvrige omkostninger	45	54
I alt afd. direkte adm.omkostninger	4.412	5.527
Andel af fællesomkostninger		
Honorar til bestyrelse	19	42
Revisionshonorar til revisorer	8	15
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	-3	8
Øvrige omkostninger	30	-3
I alt andel af fælles adm.omkostninger	54	62
I alt administrationsomkostninger	4.466	5.589
7 Skat (1000 kr.)		
Ikke refunderbare udbytteskatter	841	1.312
I alt skat	841	1.312

Højt Udbytte Aktier

Note **NOTER (Fortsat)**

8 Til rådighed for udlodning (1000 kr.)

Renter og udbytter	14.867	21.296
Ikke refunderbar udbytteskat	-840	-1.312
Kursgevinst til udlodning*	3.650	-7.970
Adm. Omkostninger til modregning i udlodning	-4.467	-5.589
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	-2.685	-251
Udlodning fra sidste år	349	60
I alt til rådighed til udlodning	10.874	6.234
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på kapitalandele	4.384	-7.780
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på valutakonti	-734	-189

9 Finansielle instrumenter(%)

Børsnoterede finansielle instrumenter*	99,21	99,91
Øvrige finansielle instrumenter**	0,79	0,09
I alt finansielle instrumenter	100,00	100,00

Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside www.pfainvest.dk

*Indeholder Kapitalandele og tilgodehavende rente, udbytte mm.

**Indeholder Likvide midler

	2017		2016	
	Cirk. Andele	Formue værdi	Cirk. Andele	Formue værdi
10 Investorenes formue (1000 kr)				
Investorenes formue (primo)	4.527	549.652	2.379	318.886
Emissioner i året	193	24.492	2.390	297.562
Indløsninger i året	-1.505	-184.560	-242	-27.738
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		0		-39
Handelsomkostninger omkl. fra driften		-141		-482
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		2.685		251
Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		-3.935		-48.929
Overført til udlodning fra sidste år		-349		-60
Overført til udlodning næste år		265		349
Foreslået udlodning		10.609		5.885
Overført fra resultatopgørelse		21.752		3.967
I alt investorenes formue	3.215	420.470	4.527	549.652

11 Noter, hvortil der ikke henvises

5 års oversigt	2017	2016	2015	2014	2013
Netto resultat (1000 kr.)	34.962	10.393	31.372	15.385	22.688
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	420.470	549.652	318.886	335.042	132.413
Cirkulerende andele (stk.)	3.214.796	4.526.731	2.378.764	2.635.701	1.104.653
Indre værdi pr. andel	130,79	121,42	134,06	127,12	119,87
Udlodning pr. andel	3,30	1,30	11,10	8,10	2,40
Årets afkast i %	8,83	-0,62	11,36	8,17	21,04
Årets benchmarkafkast i %	10,39	2,20	8,46	6,64	19,81
Omkostnings %	1,12	1,15	0,84	0,82	1,10
Omsætningshastighed	0,07	0,13	0,23	0,19	0,14
Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	0,50	0,42	0,86		
Tracking error (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	2,90	2,85	2,96		
Active Share %	66,97	65,40	65,00	68,65	64,70
ÅOP	1,17	1,22	1,14	1,12	1,39

Højt udbytte aktier

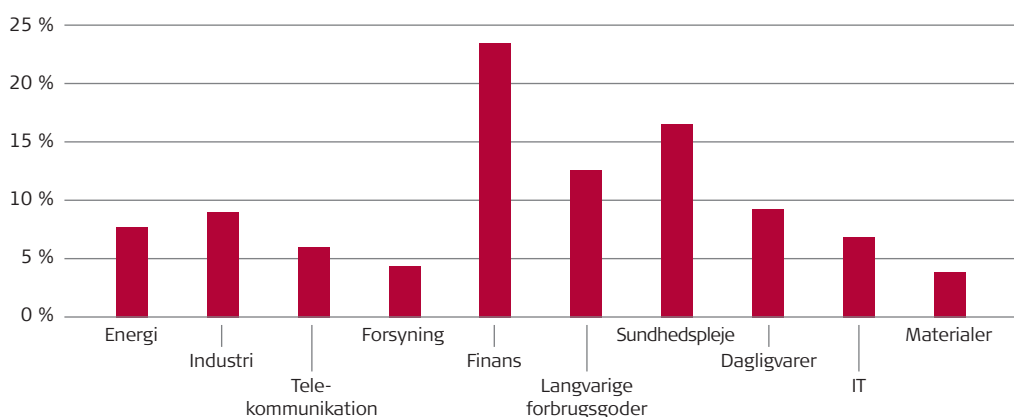
Note **NOTER (Fortsat)**

Afdelingens ti største beholdninger

Royal Dutch Shell Plc-A Shs	4,38 %
Nestle Sa-Reg	3,83 %
Unilever Nv-Cva	3,56 %
Allianz Se-Reg	3,40 %
Relx Nv	3,23 %
Novartis Ag-Reg	3,19 %
Vodafone Group Plc	3,18 %
Roche Holding Ag-Genusschein	3,18 %
Total Sa	3,10 %
Ing Groep Nv	2,93 %

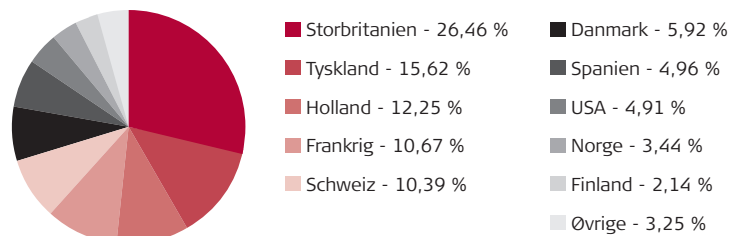
Formuefordeling (%)

Branche



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider og derivater.

Lande



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider og derivater.

Europa Value Aktier

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

Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

Startdato

Afdelingen havde opstart den 7.10.14.

Benchmark

Afdelingens benchmark er MSCI Europe inklusive udbytte.

Risikoprofil

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

Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2017 et afkast på 11,22 %, mens benchmark gav et afkast på 10,39 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2014*	-0,87 %	2,03 %	-2,90 %
2015	14,08 %	8,46 %	5,62 %
2016	3,03 %	2,20 %	0,83 %
2017	11,22 %	10,39 %	0,83 %
siden start	29,60 %	24,85 %	4,75 %

* Perioden 7.10.-31.12.14.

Markedsudvikling i 2017

Den første halvdel af 2017 var drevet af stærk optimisme på markederne. Således blev stort set hele årets afkast på de europæiske aktiemarkeder skabt indtil midten af maj måned. Ved udgangen af 2017 ligger aktieindeksene således på stort set samme niveau som i maj 2017.

I 2017 havde europæiske aktier modvind af en faldende dollar, men også over for en bred valutakurv, der afspejler Europas samhandels partnere. På trods af modvinden oplevede europæiske aktier flotte tocifrede afkast.

Afdelingens udvikling i 2017

I perioder med fremgang i økonomien er det normalt cykliske sektorer og selskaber, der gør det godt. Det var netop tilfældet i 2017. Således var små selskaber blandt de bedste investeringer i året. Små selskaber er generelt mere risikable end store selskaber bl.a. på grund af smallere forretningsområder og sværere adgang til finansiering i krisetider. Også vækstaktier var blandt vinderne relativt til det brede marked. Blandt de dele af markedet, der havde det svært, var selskaber med stabil indtjening og stabile aktiekurser – det man normalt vil betegne som høj kvalitet.

Blandt de kategorier med modvind på markedet var også value-aktier, der generelt gjorde det dårligere end markedet. Det virker overraskende, idet man normalt i en ekspansion, hvor kvalitet underperformer, så vil forvente at value outperformer. Derfor er det meget tilfredsstillende, at afdelingen i 2017 gav et bedre afkast end både value kategorien og det brede marked.

De største positive bidrag til afkastet i år er kommet fra OMV (olie), STMicroelectronics (IT) og Faurecia (reservedele til biler). STMicroelectronics og OMV var også de selskaber der bidrog mest til merafkastet i 2016. På grund af de kraftigt stigende kurser i disse selskaber er positionerne løbende blevet nedbragt til "normale" positionsstørrelser,

da de ellers ville udgøre en stor del af porteføljen. De negative bidrag er kommet fra Metro (detailhandel), BT (telekommunikation) samt Royal Mail (post og logistik).

Afdelingen har i 2017 opnået et afkast på 11,2 %, hvilket er 0,8 %-point højere end benchmarkafkastet på 10,4 %.

Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 6,20 kr. pr. andel.

Forventninger til 2018

Afdelingen forventer, at det europæiske aktiemarked vil stige 0–10 % i 2018. Hovedscenariet er en lav, men positiv vækst i den globale økonomi. Hvis de stigende renter fortsætter, kan det give lidt modvind på aktiemarkedet. Der er risiko for større udsving end tidligere.

Afdelingsspecifikke risici

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

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

Kursudviklingen på aktiemarkedene

Kursudviklingen på aktiemarkedene er generelt meget ujævn. Aktiekurserne kan på meget kort tid falde betydeligt, blandt andet som følge af vanskeligt forudsigelige politiske, finansielle eller regulatoriske forhold. Sektorrelaterede, regionale, nationale samt internationale begivenheder af for eksempel

økonomisk eller forretningsmæssig karakter kan også have afgørende indflydelse på såvel den langsigtede som den kortsigtede kursudvikling på aktiemarkedene og dermed på udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue.

Landerisiko

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

Selskabsspecifikke forhold

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

Særlige risici i 2018

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.)	2017	2016
1	Renteudgifter	-14	-12
2	Udbytter	7.764	5.251
	I alt renter og udbytter	7.750	5.239
3	Kursgevinster og -tab, Kapitalandele	17.883	623
	Kursgevinster og -tab, Afledte finansielle instrumenter	113	27
	Kursgevinster og -tab, Valutakonti	-198	-19
	Kursgevinster og -tab, Øvrige	-11	0
4	Handelsomkostninger	632	324
	I alt kursgevinster og -tab	17.155	307
	I alt indtægter	24.905	5.546
5	Administrationsomkostninger	2.608	1.781
	Resultat før skat	22.297	3.765
6	Skat	352	182
	Årets nettoresultat	21.945	3.583
	Udlodningsregulering	2.577	-493
	Overført fra sidste år	0	118
	I alt formuebevægelser	2.577	-375
	Til disposition	24.522	3.208
7	Til rådighed for udlodning	14.957	-1.888
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	14.879	0
	Overført til udlodning næste år	77	-1.888
	Overført til formuen	9.566	5.096
Note	Balance (1000 kr.)	2017	2016
	AKTIVER		
	Indestående i depotselskab	2.092	526
8	I alt likvide midler	2.092	526
	Noterede aktier fra danske selskaber	10.137	6.664
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	255.400	160.036
8	I alt kapitalandele	265.537	166.700
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	379	170
	Aktuelle skatteaktiver	520	284
8	I alt andre aktiver	899	454
	Aktiver i alt	268.528	167.680
	PASSIVER		
9	Investorerne formue	268.248	167.519
	Skyldige omkostninger	280	160
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	1
	I alt anden gæld	280	161
	Passiver i alt	268.528	167.680
10	Noter, hvortil der ikke henvises		

Europa Value Aktier

Note **NOTER**

	2017	2016
1 Renteudgifter (1000 kr.)		
Renteudgifter depotselskab	-14	-12
I alt renteudgifter	-14	-12
2 Udbytter (1000 kr.)		
Noterede aktier fra danske selskaber	266	238
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	7.498	5.013
I alt udbytter	7.764	5.251
3 Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)		
Noterede aktier fra danske selskaber	38	-311
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	17.845	934
I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele	17.883	623
Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele	9.459	-6.587
4 Handelsomkostninger (1000 kr.)		
Bruttohandelsomkostninger	717	398
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-85	-75
I alt handelsomkostninger ved løbende drift	632	324
5 Administrationsomkostninger (1000 kr.)		
Afdelingsdirekte		
Administrationsvederlag	202	140
Markedsføringsomkostninger	1.394	814
Gebyrer til depotselskab	145	196
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	787	558
Øvrige omkostninger	58	51
I alt afd. direkte adm.omkostninger	2.586	1.759
Andel af fællesomkostninger		
Honorar til bestyrelse	9	14
Revisionshonorar til revisorer	4	4
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	-1	2
Øvrige omkostninger	10	1
I alt andel af fælles adm.omkostninger	22	21
I alt administrationsomkostninger	2.608	1.780
6 Skat (1000 kr.)		
Ikke refunderbare udbytteskatter	352	182
I alt skat	352	182
7 Til rådighed for udlodning (1000 kr.)		
Renter og udbytter	7.750	5.251
Ikke refunderbar udbytteskat	-352	-182
Kursgevinst til udlodning*	9.458	-6.582
Adm. Omkostninger til modregning i udlodning	-2.608	0
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	2.577	-493
Anvendt fremført aktietab	-1.868	0
Udlodning fra sidste år	0	118
I alt til rådighed til udlodning	14.957	-1.888
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på kapitalandele	9.459	-6.587
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på valutakonti	-2	5

Europa Value Aktier

Note **NOTER (Fortsat)**

8 Finansielle instrumenter(%)

Børsnoterede finansielle instrumenter*	99,22	99,69
Øvrige finansielle instrumenter**	0,78	0,31
I alt finansielle instrumenter	100,00	100,00

Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside www.pfainvest.dk

*Indeholder Kapitalandele og tilgodehavende rente, udbytte mm.

**Indeholder Likvide midler

9 Investorenes formue (1000 kr)

	2017		2016	
	Cirk. Andele	Formue værdi	Cirk. Andele	Formue værdi
Investorenes formue (primo)	1.667	167.519	1.546	174.850
Emissioner i året	738	79.384	451	42.972
Indløsninger i året	-5	-515	-330	-30.696
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		0		18
Handelsomkostninger omkl. fra driften		-85		-75
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		-2.577		493
Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		0		-23.136
Overført til udlodning fra sidste år		0		-118
Overført til udlodning næste år		77		-1.888
Foreslået udlodning		14.879		0
Overført fra resultatopgørelse		9.566		6.879
Administrationsomkostninger ej fremførbare		0		-1.780
I alt investorenes formue	2.400	268.248	1.667	167.519

10 Noter, hvortil der ikke henvises

5 års oversigt

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

*Perioden 07.10-31.12.14

Europa Value Aktier

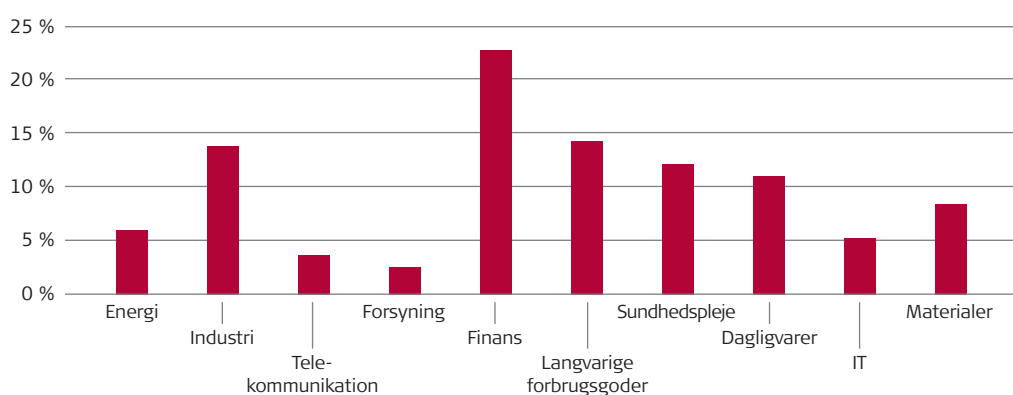
Note **NOTER (Fortsat)**

Afdelingens ti største beholdninger

Royal Dutch Shell Plc-A Shs	2,46 %
Novartis Ag-Reg	2,41 %
Roche Holding Ag-Genusschein	2,30 %
Total Sa	2,17 %
Nestle Sa-Reg	2,14 %
Unilever Nv-Cva	1,74 %
Novo Nordisk A/S-B	1,71 %
Bt Group Plc	1,45 %
Rio Tinto Plc	1,40 %
Koninklijke Ahold Delhaize N	1,39 %

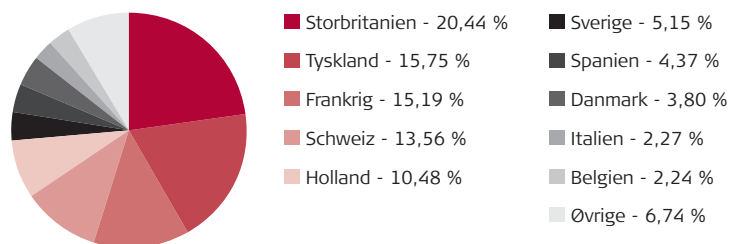
Formuefordeling (%)

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 2017 et afkast på 3,03 %, mens benchmark gav et afkast på 6,59 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2016*	5,87 %	7,87 %	-2,00 %
2017	3,03 %	6,59 %	-3,56 %
siden start	9,08 %	14,97 %	-5,90 %

* Perioden 26.10.-31.12.

Markedsudvikling i 2017

2017 var præget af stærke aktiemarkeder og fortsat lave renter på statsobligationer. Fremgangen på aktiemarkederne blev understøttet af stigende økonomisk vækst i Europa, USA og Asien og 2017 blev

det første år siden finanskrisen, hvor den globale økonomi var i et synkront økonomisk opsving og stort set alle regioner øgede væksten.

I USA accelererede væksten efter et lidt svagt 1. kvartal og nåede i 3. kvartal op på 2,3 % i forhold til samme kvartal året før. Aktiviteten var bredt baseret på tværs af service- og fremstillingssektor. Fortsat robust fremgang i beskæftigelsen understøttede husholdningernes købekraft og løftede privatforbruget, mens arbejdsløsheden faldt til 4,1 % i oktober, hvilket er det laveste niveau siden 2001.

Den amerikanske centralbank – Fed – hævdede i løbet af året renten 3 gange til 1,5 % I oktober begyndte Fed at nedbringe obligationsbeholdningen, som er akkumuleret gennem flere opkøbsprogrammer, ved at stoppe med at geninvestere en lille andel af de obligationer som udløber. Opstramningen i pengepolitikken er sket i et meget gradvist tempo, som afsejler den robuste økonomiske aktivitet, og det stadig forholdsvis beskedne inflationspres. Fremadrettet ventes stigende kapacitetspres at føre til højere inflation, men overraskende lav inflation i 2. og 3. kvartal førte til debat om strukturelle ændringer i prisudviklingen bl.a. som følge af konsekvenserne fra stigende onlinehandel og øget automatisering. Den lave inflation har været et væsentligt argument for at fastholde det meget gradvise tempo i renteforhøjelserne på trods af fuld beskæftigelse og robust vækst.

Afdelingens udvikling i 2017

Afdelingens afkast for året målt i danske kroner var 3,0 %, hvilket skal ses i forhold til et forventet niveau på 5-10 % ved årets start. Afkastet lå -3,6 %-point under afkastet for MSCI USA indekset og på niveau med MSCI USA Minimum Volatility indekset. Afdelingens afkast målt i danske kroner skal ses i sammenhæng med, at den amerikanske dollar i løbet af 2017 er blevet svækket betydeligt. I lokal valuta er amerikanske aktier således steget med over 20 % i løbet af 2017.

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 lidt dårligere end markedet, når det går godt i økonomien, mens den omvendt vil klare sig bedre når der er modvind i økonomien og på markederne. I USA er fremgangen i økonomien fortsat bredt baseret på tværs af sektorer, der er positiv momentum i økonomien, renterne er lave og virksomhedernes indtjening er stigende. Dette har øget risikoappetitten på finansmarkederne og ført til stigende aktiekurser, og i 2017 har cykliske og mere vækstorienterede aktier outperformet mere defensive og stabile aktier, hvilket er den primære årsag til at afdelingen er bagefter MSCI USA indekset.

På sektorniveau kommer de største positive bidrag til årets afkastudvikling fra afdelingens overvægt af Health Care aktier samt undervægt af ejendomsrelaterede aktier. De største negative bidrag for året kom fra overvægten af teleaktier og aktier relateret til stabilt forbrug.

Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 1,70 kr. pr. andel.

Forventninger til 2017

Afdelingen forventer et positivt afkast på amerikanske aktier i 2018 på 5-10 %. Hovedscenariet er en lav, men 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 2018

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.)	2017	26.10-31.12.16
1	Renteindtægter	4	0
2	Renteudgifter	-11	-8
3	Udbytter	6.251	956
	I alt renter og udbytter	6.244	948
4	Kursgevinster og -tab, Kapitalandele	4.321	11.801
	Kursgevinster og -tab, Afledte finansielle instrumenter	-140	0
	Kursgevinster og -tab, Valutakonti	-14	815
5	Handelsomkostninger	88	3
	I alt kursgevinster og -tab	4.079	12.613
	I alt indtægter	10.323	13.561
6	Administrationsomkostninger	3.126	439
	Resultat før skat	7.197	13.122
7	Skat	843	136
	Årets nettoresultat	6.354	12.986
	Udlodningsregulering	507	-39
	Overført fra sidste år	33	0
	I alt formuebevægelser	540	-39
	Til disposition	6.894	12.947
8	Til rådighed for udlodning	4.768	1.339
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	4.708	1.306
	Overført til udlodning næste år	60	33
	Overført til formuen	2.126	11.608
Note	Balance (1000 kr.)	2017	26.10-31.12.16
	AKTIVER		
	Indestående i depotselskab	2.354	922
9	I alt likvide midler	2.354	922
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	298.016	229.399
9	I alt kapitalandele	298.016	229.399
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	448	319
9	I alt andre aktiver	448	319
	Aktiver i alt	300.818	230.640
	PASSIVER		
10	Investorerne formue	300.500	230.455
	Skyldige omkostninger	318	184
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	1
	I alt anden gæld	318	185
	Passiver i alt	300.818	230.640
11	Noter, hvortil der ikke henvises		

USA Stabile Aktier

Note **NOTER**

	2017	26.10-31.12.16
1 Renteindtægter (1000 kr.)		
Renteindtægter depotselskab	4	0
I alt renteindtægter	4	0
2 Renteudgifter (1000 kr.)		
Renteudgifter depotselskab	-11	-8
I alt renteudgifter	-11	-8
3 Udbytter (1000 kr.)		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	6.251	956
I alt udbytter	6.251	956
4 Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	4.321	11.801
I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele	4.321	11.801
Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele	2.047	163
5 Handelsomkostninger (1000 kr.)		
Bruttohandelsomkostninger	114	65
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-26	-63
I alt handelsomkostninger ved løbende drift	88	2
6 Administrationsomkostninger (1000 kr.)		
Afdelingsdirekte		
Administrationsvederlag	251	35
Markedsføringsomkostninger	1.725	226
Gebyrer til depotselskab	86	9
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	988	128
Øvrige omkostninger	53	36
I alt afd. direkte adm.omkostninger	3.103	434
Andel af fællesomkostninger		
Honorar til bestyrelse	12	2
Revisionshonorar til revisorer	5	1
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	1	0
Øvrige omkostninger	5	1
I alt andel af fælles adm.omkostninger	23	4
I alt administrationsomkostninger	3.126	438
7 Skat (1000 kr.)		
Ikke refunderbare udbytteskatter	843	136
I alt skat	843	136

USA Stabile Aktier

Note **NOTER (Fortsat)**

8 Til rådighed for udlodning (1000 kr.)

Renter og udbytter	6.245	956
Ikke refunderbar udbytteskat	-843	-136
Kursgevinst til udlodning*	1.952	997
Adm. Omkostninger til modregning i udlodning	-3.126	-439
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	507	-39
Udlodning fra sidste år	33	0
I alt til rådighed til udlodning	4.768	1.339
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på kapitalandele	2.047	163
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på obligationer	0	25
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på valutakonti	-95	809

9 Finansielle instrumenter(%)

Børsnoterede finansielle instrumenter*	99,22	99,60
Øvrige finansielle instrumenter**	0,78	0,40
I alt finansielle instrumenter	100,00	100,00

Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside www.pfainvest.dk

*Indeholder Kapitalandele og tilgodehavende rente, udbytte mm.

**Indeholder Likvide midler

	2017		26.10-31.12.16	
	Cirk. Andele	Formue værdi	Cirk. Andele	Formue værdi
10 Investorenes formue (1000 kr)				
Investorenes formue (primo)	2.177	230.455	0	0
Emissioner i året	593	65.027	2.177	218.033
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		0		-501
Handelsomkostninger omkl. fra driften		-26		-63
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		-507		39
Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		-1.310		0
Overført til udlodning fra sidste år		-33		0
Overført til udlodning næste år		60		33
Foreslået udlodning		4.708		1.306
Overført fra resultatopgørelse		2.126		11.607
I alt investorenes formue	2.770	300.500	2.177	230.455

11 Noter, hvortil der ikke henvises

5 års oversigt

	2017	2016*
Netto resultat (1000 kr.)	6.354	12.986
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	300.500	230.455
Cirkulerende andele (stk.)	2.769.604	2.176.800
Indre værdi pr. andel	108,50	105,87
Udlodning pr. andel	1,70	0,60
Årets afkast i %	3,03	5,87
Årets benchmarkafkast i %	6,59	7,87
Omkostnings %	1,12	1,22
Omsætningshastighed	0,39	0,02
Active Share %	70,38	72,46
ÅOP (helårsperiodiseret 2016)	1,19	1,27

* Perioden 26.10-31.12.16

USA Stabile Aktier

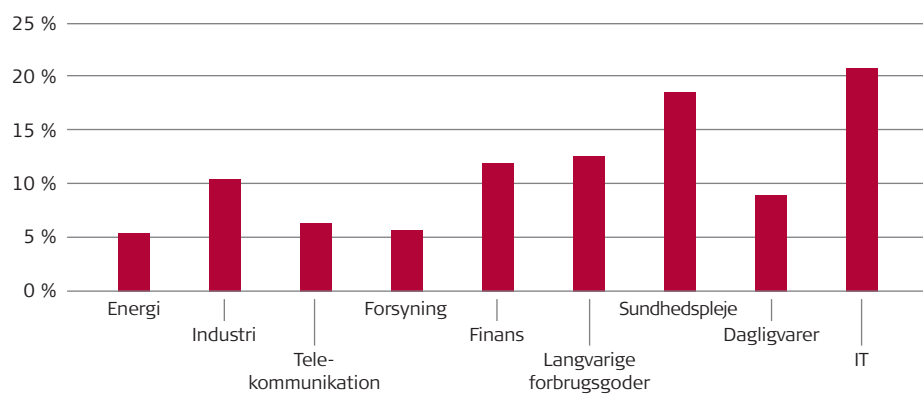
Note **NOTER (Fortsat)**

Afdelingens ti største beholdninger

Johnson & Johnson	4,25 %
Microsoft Corp	4,16 %
Pfizer Inc	3,38 %
Apple Inc	3,29 %
Verizon Communications Inc	3,05 %
Alphabet Inc-Cl C	3,03 %
At&T Inc	3,02 %
Procter & Gamble Co/The	2,93 %
Philip Morris International	2,73 %
3M Co	2,65 %

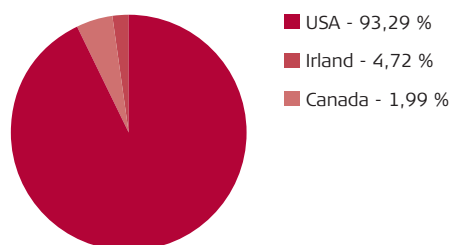
Formuefordeling (%)

Branche



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider og derivater.

Lande



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider og derivater.

Balance A

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

Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

Startdato

Afdelingen havde opstart den 28.01.14.

Benchmark

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

Risikoprofil

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

Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2017 et afkast på 3,67 %, mens benchmark gav et afkast på 4,06 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2014*	12,43 %	13,38 %	-0,95 %
2015	7,06 %	5,60 %	1,46 %
2016	5,17 %	6,57 %	-1,40 %
2017	3,67 %	4,06 %	-0,39 %
siden start	31,24 %	32,78 %	-1,54 %

* Perioden 28.01.-31.12.14.

Markedsudvikling i 2017

2017 blev endnu et godt år for risikofyldte aktiver, og til forskel fra tidligere år har udsvingene været beskedne. Aktier har året igennem været præget af stigende kurser, efterfulgt af kreditobligationer og stats- og realkreditobligationer.

Kendetegnende for året har været, at vi har set et synkront opsving, hvor tillidsindikatorerne fra de større regioner alle har været positive og stigende.

Væksten i økonomien har understøttet risikofyldte aktiver på lige fod med de blødere indikatorer. Nøgletallene har generelt været positive, og tal fra det amerikanske arbejdsmarked viser en meget lav arbejdsløshed, der stadig ikke har resulteret i inflation. Kombinationen af faldende arbejdsløshed og stigende beskæftigelse er yderst positiv for økonomien, og betyder, at centralbankerne ikke har travlt med at komme ind og dæmpe væksten med rentestigninger. Den europæiske centralbank har fortsat opkøb af obligationer og fastholder dermed den lempelige pengepolitik, ligesom de øvrige store regioners centralbanker.

Året startede med at europæiske aktier steg på niveau med amerikanske aktier målt i danske kroner, men med et markant fald i USD fra april måned, performede europæiske aktier bedst. Amerikanske aktier har dog hentet en del tilbage i fjerde kvartal. Emerging Markets aktier har sammen med danske aktier været blandt de bedste aktiver. De amerikanske aktier har sat en række kursrekorder,

mens Europa fortsat har lidt til gode ift. Historiske niveauer.

Kreditobligationer har performet pænt, specielt på valutaafdækket basis. Danske stats- og realkreditobligationer har givet positive afkast pga. små rentefald, og specielt konverterbare realkreditobligationer har givet flotte afkast da de også har nydt godt af spændingsnævninger i forhold til statsobligationer, og har fået del i den faldende rente.

Afdelingens udvikling i 2017

For året som helhed blev afkastet 3,7 % svarende til en underperformance på 0,4 %-point mod benchmarket, som gav 4,1 % for året. Absolut set har afkastet været tilfredsstillende.

Afdelingen har været ramt af den faldende USD, men har omvendt profiteret af en generel undervægt i amerikanske aktier og en tilsvarende overvægt i europæiske aktier og Emerging Market aktier ligesom danske aktier har bidraget positivt og aktieafkastet har bidraget positivt til performance. Afdelingens danske obligationer har bidraget positivt, overgået af kreditobligationer, der haft pæne afkast. Afdelingen har haft en overvægt af europæisk kredit og realkreditobligationer, som har bidraget positivt til performance. På den negative side har USD positionen trukket lidt ned.

Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 1,80 kr. pr. andel.

Forventninger til 2018

Afdelingen forventer endnu et positivt år for risikofyldte aktiver. Hovedscenariet er en fortsat robust vækst i økonomien, hvor der er taget en del af den politiske usikkerhed ud. Mange aktiver er dog prisset efter dette, og der skal fortsat leveres på indtjeningssiden for ikke at skuffe aktiemarkedene. Obligationer har haft et godt år, specielt set i lyset af den stærke udvikling for økonomien/væksten. Obligationer kan få det lidt sværere i 2018 end i 2017. Afdelingen forventer, at de globale aktiemar-

keder vil stige med 5-10 % i 2018. Hovedscenariet er en robust vækst i økonomierne samt fortsat pæn indtjening hos selskaberne.

Kreditobligationer forventes at give et højere afkast end statsobligationer, men mere beskedent end i 2017. Danske obligationer forventes at levere et beskedent afkast i 2018.

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 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 2018

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.)	2017	2016
1	Renteindtægter	14.814	9.633
2	Renteudgifter	-176	-259
3	Udbytter	13.943	44.399
	I alt renter og udbytter	28.581	53.773
4	Kursgevinster og -tab, Obligationer	-7.804	10.290
5	Kursgevinster og -tab, Kapitalandele	56.393	2.917
	Kursgevinster og -tab, Afledte finansielle instrumenter	-151	70
	Kursgevinster og -tab, Valutakonti	-677	46
6	Handelsomkostninger	49	17
	I alt kursgevinster og -tab	47.712	13.306
	I alt indtægter	76.293	67.079
7	Administrationsomkostninger	15.660	8.554
	Resultat før skat	60.633	58.525
8	Skat	141	46
	Årets nettoresultat	60.492	58.479
	Udlodningsregulering	8.998	23.574
	Overført fra sidste år	1.162	95
	I alt formuebevægelser	10.160	23.669
	Til disposition	70.652	82.148
9	Til rådighed for udlodning	35.237	77.023
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	34.712	75.861
	Overført til udlodning næste år	525	1.162
	Overført til formuen	35.415	5.125
Note	Balance (1000 kr.)	2017	2016
	AKTIVER		
	Indestående i depotselskab	17.800	46.777
10	I alt likvide midler	17.800	46.777
	Noterede obligationer fra danske udstedere	490.303	282.001
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	273.140	185.503
10	I alt obligationer	763.443	467.504
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	140.896	17.589
11	Investeringsbeviser i andre danske UCITS	1.225.150	821.805
10	I alt kapitalandele	1.366.046	839.394
	Tilgodehavende renter, udbytte m.m	6.205	3.646
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	7.676	17.004
	Aktuelle skatteaktiver	12	0
10	I alt andre aktiver	13.893	20.650
	Aktiver i alt	2.161.182	1.374.325
	PASSIVER		
12	Investorernes formue	2.157.512	1.373.677
	Skyldige omkostninger	869	640
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	2.801	8
	I alt anden gæld	3.670	648
	Passiver i alt	2.161.182	1.374.325
13	Noter, hvortil der ikke henvises		

Balance A

Note **NOTER**

	2017	2016
1 Renteindtægter (1000 kr.)		
Renteindtægter depotselskab	22	3
Noterede obligationer fra danske udstedere	6.776	4.793
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	8.016	4.838
I alt renteindtægter	14.814	9.634
2 Renteudgifter (1000 kr.)		
Renteudgifter depotselskab	-176	-259
I alt renteudgifter	-176	-259
3 Udbytter (1000 kr.)		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.372	310
Investeringsbeviser i andre danske UCITS	12.571	44.089
I alt udbytter	13.943	44.399
4 Kursgevinster og -tab, Obligationer (1000 kr.)		
Noterede obligationer fra danske udstedere	1.756	4.410
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	-9.560	5.880
I alt kursgevinster og -tab, Obligationer	-7.804	10.290
Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, obligationer	164	4.131
5 Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	6.176	324
Investeringsbeviser i andre danske UCITS	47.960	2.375
Investeringsbeviser i udenlandske investeringsforeninger	2.257	218
I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele	56.393	2.917
Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele	4.419	-620
6 Handelsomkostninger (1000 kr.)		
Bruttohandelsomkostninger	172	17
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-123	0
I alt handelsomkostninger ved løbende drift	49	17
7 Administrationsomkostninger (1000 kr.)		
Afdelingsdirekte		
Administrationsvederlag	1.683	959
Markedsføringsomkostninger	9.349	4.650
Gebyrer til depotselskab	178	262
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	4.045	2.330
Øvrige omkostninger	230	207
I alt afd. direkte adm.omkostninger	15.485	8.408
Andel af fællesomkostninger		
Honorar til bestyrelse	78	82
Revisionshonorar til revisorer	31	40
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	-4	13
Øvrige omkostninger	70	11
I alt andel af fælles adm.omkostninger	175	146
I alt administrationsomkostninger	15.660	8.554
8 Skat (1000 kr.)		
Ikke refunderbare udbytteskatter	141	46
I alt skat	141	46

Balance A

Note **NOTER (Fortsat)**

9 Til rådighed for udlodning (1000 kr.)

Renter og udbytter	28.581	54.031
Ikke refunderbar udbytteskat	-142	-46
Kursgevinst til udlodning*	4.273	3.518
Adm. Omkostninger til modregning i udlodning	-7.635	-4.150
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	8.998	23.574
Udlodning fra sidste år	1.162	95
I alt til rådighed til udlodning	35.237	77.023
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på kapitalandele	4.419	-620
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på obligationer	164	4.131
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på valutakonti	-310	7

10 Finansielle instrumenter(%)

Børsnoterede finansielle instrumenter*	99,18	96,60
Øvrige finansielle instrumenter**	0,82	3,40
I alt finansielle instrumenter	100,00	100,00
Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside www.pfainvest.dk		
*Indeholder Obligationer Kapitalandele og tilgodehavende rente, udbytte mm.		
**Indeholder Likvide midler		

11 Investeringsbeviser i andre danske UCITS (1000 kr.)

IPI - PFA Invest Danske aktier	27.707	19.910
IPI - PFA Invest Europa Value Aktier	43.598	20.902
IPI - PFA Invest Globale Aktier	300.626	217.858
IPI - PFA Invest Højt Udbytte Aktier	37.967	25.536
IPI - PFA Invest Kreditobligationer	421.251	258.142
IPI - PFA Invest Mellemlange Obligationer	279.561	206.687
IPI - PFA Invest Udenlandske Obligationer	79.452	43.655
IPI - PFA Invest US Stabile Aktier	34.988	29.114
I alt Investeringsbeviser i danske investeringsforeninger	1.225.150	821.805

12 Investorenes formue (1000 kr)

	2017		2016	
	Cirk. Andele	Formue værdi	Cirk. Andele	Formue værdi
Investorenes formue (primo)	12.041	1.373.677	7.714	900.803
Emissioner i året	7.709	860.597	4.562	509.038
Indløsninger i året	-465	-52.060	-235	-26.021
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		0		-918
Handelsomkostninger omkl. fra driften		-123		0
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		-8.998		-23.574
Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		-85.071		-67.701
Overført til udlodning fra sidste år		-1.162		-95
Overført til udlodning næste år		525		1.162
Foreslået udlodning		34.712		75.861
Overført fra resultatopgørelse		35.415		5.122
I alt investorenes formue	19.285	2.157.512	12.041	1.373.677

13 Noter, hvortil der ikke henvises

5 års oversigt

	2017	2016	2015	2014*
Netto resultat (1000 kr.)	60.492	58.479	31.179	25.870
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	2.157.512	1.373.677	900.803	420.867
Cirkulerende andele (stk.)	19.284.570	12.041.414	7.713.966	3.743.511
Indre værdi pr. andel	111,88	114,08	116,78	112,43
Udlodning pr. andel	1,80	6,30	8,30	3,70
Årets afkast i %	3,67	5,17	7,06	12,43
Årets benchmarkafkast i %	4,06	6,57	5,60	13,38
Omkostnings %	0,83	0,84	0,21	0,21
Omsætningshastighed	0,05	0,16	0,22	0,31
Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	0,42			
Tracking error (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	1,26			
ÅOP (helårsperiodiseret 2014)	0,92	0,94	0,97	1,07
*Perioden 28.01-31.12.14				

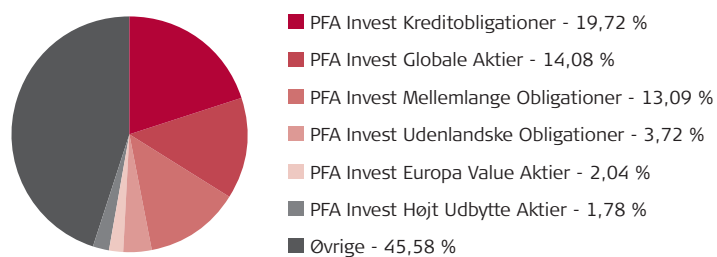
Balance A

Note **NOTER (Fortsat)**

Afdelingens største beholdninger

PFA Invest Kreditobligationer	19,72 %
PFA Invest Globale Aktier	14,08 %
PFA Invest Mellemlange Obligationer	13,09 %
PFA Invest Udenlandske Obligationer	3,72 %
PFA Invest Europa Value Aktier	2,04 %
PFA Invest Højt Udbytte Aktier	1,78 %
Øvrige	45,58 %

Aktivfordeling i afdelingen (%)



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider og derivater.

Balance AA

Afdelingsprofil

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

Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

Startdato

Afdelingen havde opstart den 28.06.17.

Benchmark

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

Risikoprofil

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

Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2017 et afkast på 0,66 %, mens benchmark gav et afkast på 1,0 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2017	0,66 %	1,00 %	-0,34 %
siden start	0,66 %	1,00 %	-0,34 %

* Perioden 28. juni – 31. december 2017.

Markedsudvikling i 2017

2017 blev endnu et godt år for risikofyldte aktiver, og til forskel fra tidligere år har udsvingene været beskedne. Aktier har året igennem været præget af stigende kurser, efterfulgt af kreditobligationer og stats- og realkreditobligationer.

Kendetegnende for året har været, at vi har set et synkront opsving, hvor tillidsindikatorerne fra de større regioner alle har været positive og stigende.

Væksten i økonomien har understøttet risikofyldte aktiver på lige fod med de blødere indikatorer. Nøgletallene har generelt været positive, og tal fra det amerikanske arbejdsmarked viser en meget lav arbejdsløshed, der stadig ikke har resulteret i inflation. Kombinationen af faldende arbejdsløshed og stigende beskæftigelse er yderst positiv for økonomien, og betyder, at centralbankerne ikke har travlt med at komme ind og dæmpe væksten med rentestigninger. Den europæiske centralbank har fortsat opkøb af obligationer og fastholder dermed den lempelige pengepolitik, ligesom de øvrige store regioners centralbanker.

Året startede med at europæiske aktier steg på niveau med amerikanske aktier målt i danske kroner, men med et markant fald i USD fra april måned, performede europæiske aktier bedst. Amerikanske aktier har dog hentet en del tilbage i fjerde

kvartal. Emerging Markets aktier har sammen med danske aktier været blandt de bedste aktiver. De amerikanske aktier har sat en række kursrekorder, mens Europa fortsat har lidt til gode ift. historiske niveauer.

Kreditobligationer har performet pænt, specielt på valutaafdækket basis. Danske stats- og realkreditobligationer har givet positive afkast pga. små rentefald, og specielt konverterbare realkreditobligationer har givet flotte afkast da de også har nydt godt af spændingsnævninger i forhold til statsobligationer, og har fået del i den faldende rente.

Afdelingens udvikling i 2017

For året som helhed blev afkastet 0,7 % svarende til en underperformance på 0,3 %-point mod benchmarket, som gav 1,0 % for året. Absolut set har afkastet været tilfredsstillende.

Afdelingen har været ramt af den faldende USD, men har omvendt profiteret af en generel undervægt i amerikanske aktier og en tilsvarende overvægt i europæiske aktier og Emerging Market aktier ligesom danske aktier har bidraget positivt og aktieafkastet har bidraget positivt til performance. Afdelingens danske obligationer har bidraget positivt, overgået af kreditobligationer, der haft pæne afkast. Afdelingen har haft en overvægt af europæiske kredit- og realkreditobligationer, som har bidraget positivt til performance. På den negative side har USD positionen trukket lidt ned.

Udbytte

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

Forventninger til 2018

Afdelingen forventer endnu et positivt år for risikofyldte aktiver. Hovedscenariet er en fortsat robust vækst i økonomien, hvor der er taget en del af den politiske usikkerhed ud. Mange aktiver er dog prissat efter dette, og der skal fortsat leveres på indtjeningssiden for ikke at skuffe aktiemarkederne.

Obligationer har haft et godt år, specielt set i lyset af den stærke udvikling for økonomien/væksten. Obligationer kan få det lidt sværere i 2018 end i 2017.

Afdelingen forventer, at de globale aktiemarkeder vil stige med 5-10 % i 2018. Hovedscenariet er en robust vækst i økonomierne samt fortsat pæn indtjening hos selskaberne. Kreditobligationer forventes at give et højere afkast end statsobligationer, men mere beskedent end i 2017. Danske obligationer forventes at levere et beskedent afkast i 2018.

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 2018

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. Da afdelingen har stor andel obligationer, er afdelingen mere følsom overfor rentestigninger, end faldende aktiepriser.

Balance AA

Note	Resultatopgørelse (1000 kr.)	28.06-31.12.17
1	Renteindtægter	967
2	Renteudgifter	-7
	I alt renter	960
3	Kursgevinster og -tab, Obligationer	-278
4	Kursgevinster og -tab, Kapitalandele	1.228
	Kursgevinster og -tab, Afledte finansielle instrumenter	-10
	Kursgevinster og -tab, Valutakonti	-6
5	Handelsomkostninger	2
	I alt kursgevinster og -tab	932
	I alt indtægter	1.892
6	Administrationsomkostninger	934
	Årets nettoresultat	958
	Udlodningsregulering	35
	I alt formuebevægelser	35
	Til disposition	993
7	Til rådighed for udlodning	652
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	450
	Overført til udlodning næste år	202
	Overført til formuen	341
Note	Balance (1000 kr.)	28.06-31.12.17
	AKTIVER	
	Indestående i depotselskab	2.722
8	I alt likvide midler	2.722
	Noterede obligationer fra danske udstedere	69.843
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	25.207
8	I alt obligationer	95.050
9	Investeringsbeviser i andre danske UCITS	122.919
	Investeringsbeviser i andre udenlandske investeringsforeninger	4.192
8	I alt kapitalandele	127.111
	Tilgodehavende renter, udbytte m.m	764
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	1.167
8	I alt andre aktiver	1.931
	Aktiver i alt	226.814
	PASSIVER	
10	Investorerne formue	226.720
	Skyldige omkostninger	94
	I alt anden gæld	94
	Passiver i alt	226.814
11	Noter, hvortil der ikke henvises	

Balance AA

Note **NOTER**

	28.06-31.12.17
1 Renteindtægter (1000 kr.)	
Renteindtægter depotselskab	2
Noterede obligationer fra danske udstedere	606
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	359
I alt renteindtægter	967
2 Renteudgifter (1000 kr.)	
Renteudgifter depotselskab	-7
I alt renteudgifter	-7
3 Kursgevinster og -tab, Obligationer (1000 kr.)	
Noterede obligationer fra danske udstedere	-188
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	-90
I alt kursgevinster og -tab, Obligationer	-278
Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, obligationer	-63
4 Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)	
Investeringsbeviser i andre danske UCITS	936
Investeringsbeviser i udenlandske investeringsforeninger	292
I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele	1.228
Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele	291
5 Handelsomkostninger (1000 kr.)	
Bruttohandelsomkostninger	2
I alt handelsomkostninger ved løbende drift	2
6 Administrationsomkostninger (1000 kr.)	
Afdelingsdirekte	
Administrationsvederlag	100
Markedsføringsomkostninger	468
Gebyrer til depotselskab	52
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	256
Øvrige omkostninger	49
I alt afd. direkte adm.omkostninger	925
Andel af fællesomkostninger	
Honorar til bestyrelse	5
Revisionshonorar til revisorer	2
Øvrige omkostninger	2
I alt andel af fælles adm.omkostninger	9
I alt administrationsomkostninger	934
7 Til rådighed for udlodning (1000 kr.)	
Renter	960
Kursgevinst til udlodning*	219
Adm. Omkostninger til modregning i udlodning	-562
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	35
I alt til rådighed til udlodning	652
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på kapitalandele	291
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på obligationer	-63
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på valutakonti	-9

Balance AA

Note **NOTER (Fortsat)**

8 Finansielle instrumenter(%)	
Børsnoterede finansielle instrumenter*	98,80
Øvrige finansielle instrumenter**	1,20
I alt finansielle instrumenter	100,00

Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside www.pfainvest.dk

*Indeholder Obligationer Kapitalandele og tilgodehavende rente, udbytte mm.

**Indeholder Likvide midler

9 Investeringsbeviser i andre danske UCITS (1000 kr.)	
IPI - PFA Invest Danske aktier	1.582
IPI - PFA Invest Europa Value Aktier	1.639
IPI - PFA Invest Globale Aktier	16.607
IPI - PFA Invest Kreditobligationer	41.453
IPI - PFA Invest Mellemlange Obligationer	40.654
IPI - PFA Invest Udenlandske Obligationer	19.376
IPI - PFA Invest US Stabile Aktier	1.609
I alt Investeringsbeviser i danske investeringsforeninger	122.919

28.06-31.12.17

	Cirk. Andele	Formue værdi
10 Investorenes formue (1000 kr)		
Emissioner i året	2.252	225.762
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		-35
Overført til udlodning næste år		202
Foreslået udlodning		450
Overført fra resultatopgørelse		341
I alt investorenes formue	2.252	226.720

11 Noter, hvortil der ikke henvises

5 års oversigt	2017*
Netto resultat (1000 kr.)	958
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	226.720
Cirkulerende andele (stk.)	2.252.421
Indre værdi pr. andel	100,66
Udlodning pr. andel	0,20
Årets afkast i %	0,66
Årets benchmarkafkast i %	1,00
Omkostnings %	0,44
Omsætningshastighed	0,14
ÅOP (helårsperiodiseret 2017)	0,92
*Perioden 28.06-31.12.17	

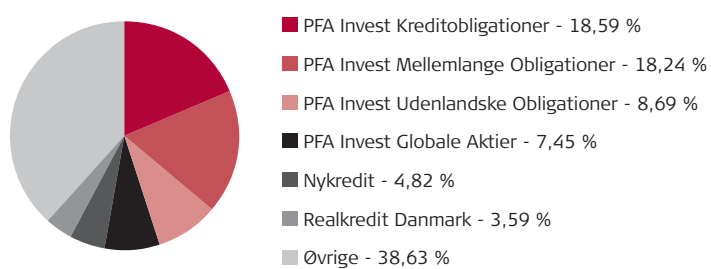
Balance AA

Note **NOTER (Fortsat)**

Afdelingens største beholdninger

PFA Invest Kreditobligationer	18,59 %
PFA Invest Mellemlange Obligationer	18,24 %
PFA Invest Udenlandske Obligationer	8,69 %
PFA Invest Globale Aktier (Balance D)	7,45 %
1.5 % Nykredit 01/10/2037	4,82 %
1 % Realkredit Dnmrk 01/04/2020	3,59 %
Øvrige	38,63 %

Aktivfordelingen i afdelingen (%)



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider og derivater.

Balance B

Afdelingen investerer minimum 50 % af formuen i afdelinger i Investeringsforeningen PFA Invest. Endvidere kan afdelingen investere direkte eller indirekte (via andre afdelinger) i obligationer og aktier, dog således at den gennemsnitlige andel af aktiebaserede investeringer hen over kalenderåret udgør mindst 50 %. Afdelingen søges sammensat med en spredning på regioner og sektorer med det formål at optimere det forventede afkast. Målsætningen er at levere et stabilt merafkast i forhold benchmark med en balanceret risikoprofil. Afdelingen skal almindeligvis have en obligations-eksponering mellem 30-55 % og en aktie-eksponering mellem 45-70 %.

Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

Startdato

Afdelingen havde opstart den 1.10.12.

Benchmark

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

Risikoprofil

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

Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2017 et afkast på 6,57 %, mens benchmark gav et afkast på 5,61 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2013	12,41 %	8,72 %	3,69 %
2014	15,38 %	16,07 %	-0,70 %
2015	10,26 %	7,70 %	2,56 %
2016	5,38 %	8,46 %	-3,08 %
2017	6,57 %	5,61 %	0,96 %
siden start	62,30 %	56,76 %	5,54 %

Markedsudvikling i 2017

2017 blev endnu et godt år for risikofyldte aktiver, og til forskel fra tidligere år har udsvingene været beskedne. Aktier har året igennem været præget af stigende kurser, efterfulgt af kreditobligationer og stats- og realkreditobligationer.

Kendetegnende for året har været, at vi har set et synkront opsving, hvor tillidsindikatorerne fra de større regioner alle har været positive og stigende.

Væksten i økonomien har understøttet risikofyldte aktiver på lige fod med de blødere indikatorer. Nøgletallene har generelt været positive, og tal fra det amerikanske arbejdsmarked viser en meget lav arbejdsløshed, der stadig ikke har resulteret i inflation. Kombinationen af faldende arbejdsløshed og stigende beskæftigelse er yderst positiv for økonomien, og betyder, at centralbankerne ikke har travlt med at komme ind og dæmpe væksten med rentestigninger. Den europæiske centralbank har fortsat opkøb af obligationer og fastholder dermed den lempelige pengepolitik, ligesom de øvrige store regioners centralbanker.

Året startede med at europæiske aktier steg på niveau med amerikanske aktier målt i danske kroner, men med et markant fald i USD fra april måned, performede europæiske aktier bedst. Amerikanske aktier har dog hentet en del tilbage i fjerde kvartal. Emerging Markets aktier har sammen med

danske aktier været blandt de bedste aktiver. De amerikanske aktier har sat en række kursrekorder, mens Europa fortsat har lidt til gode ift. historiske niveauer.

Kreditobligationer har performet pænt, specielt på valutaafdækket basis. Danske stats- og realkreditobligationer har givet positive afkast pga. små rentefald, og specielt konverterbare realkreditobligationer har givet flotte afkast da de også har nydt godt af spændingsnævninger i forhold til statsobligationer, og har fået del i den faldende rente.

Afdelingens udvikling i 2017

For året som helhed blev afkastet 6,6 % svarende til en merperformance på 1 %-point mod benchmarket, som gav 5,6 % for året. Absolut set har afkastet været tilfredsstillende.

Afdelingen har været ramt af den faldende USD, men har omvendt profiteret af en generel undervægt i amerikanske aktier og en tilsvarende overvægt i europæiske aktier og Emerging Market aktier ligesom danske aktier har bidraget positivt og aktieafkastet har bidraget positivt til performance. Afdelingens danske obligationer har bidraget positivt, overgået af kreditobligationer, der haft pæne afkast. Afdelingen har haft en overvægt af europæisk kredit og realkreditobligationer, som har bidraget positivt til performance. På den negative side har USD positionen trukket lidt ned.

Udbytte

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

Forventninger til 2018

Afdelingen forventer endnu et positivt år for risikofyldte aktiver. Hovedscenariet er en fortsat robust vækst i økonomien, hvor der er taget en del af den politiske usikkerhed ud. Mange aktiver er dog priset efter dette, og der skal fortsat leveres på indtjeningssiden for ikke at skuffe aktiemarkedene. Obligationer har haft et godt år, specielt set i lyset af den stærke udvikling for økonomien/

væksten. Obligationer kan få det lidt sværere i 2018 end i 2017.

Afdelingen forventer, at de globale aktiemarkeder vil stige med 5-10 % i 2018. Hovedscenariet er en robust vækst i økonomierne samt fortsat pæn indtjening hos selskaberne.

Kreditobligationer forventes at give et højere afkast end statsobligationer, men mere beskedent end i 2017.

Danske obligationer forventes at levere et beskedent afkast i 2018.

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 2018

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.)	2017	2016
1	Renteindtægter	4.543	2.244
2	Renteudgifter	-251	-269
3	Udbytter	23.967	57.854
	I alt renter og udbytter	28.259	59.829
4	Kursgevinster og -tab, Obligationer	-1.396	2.717
5	Kursgevinster og -tab, Kapitalandele	107.982	20.961
	Kursgevinster og -tab, Afledte finansielle instrumenter	-291	0
	Kursgevinster og -tab, Valutakonti	-196	-45
	Kursgevinster og -tab, Øvrige	-17	0
6	Handelsomkostninger	131	91
	I alt kursgevinster og -tab	105.951	23.542
	Andre indtægter	0	4
	I alt indtægter	134.210	83.375
7	Administrationsomkostninger	17.717	9.470
	Resultat før skat	116.493	73.905
8	Skat	854	432
	Årets nettoresultat	115.639	73.473
	Udlodningsregulering	10.271	35.131
	Overført fra sidste år	779	406
	I alt formuebevægelser	11.050	35.537
	Til disposition	126.689	109.010
9	Til rådighed for udlodning	36.500	94.272
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	35.348	93.493
	Overført til udlodning næste år	1.152	779
	Overført til formuen	90.189	14.738

Balance B

Note	Balance (1000 kr.)	2017	2016
	AKTIVER		
	Indestående i depotselskab	36.473	58.242
10	I alt likvide midler	36.473	58.242
	Noterede obligationer fra danske udstedere	244.747	120.534
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	49.790	24.659
10	I alt obligationer	294.537	145.193
	Noterede aktier fra danske selskaber	10.058	11.124
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	590.773	268.148
11	Investeringsbeviser i andre danske UCITS	1.382.707	1.032.973
	Investeringsbeviser i andre udenlandske investeringsforeninger	19.764	0
10	I alt kapitalandele	2.003.302	1.312.245
	Tilgodehavende renter, udbytte m.m	1.861	840
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	5.967	7.794
	Aktuelle skatteaktiver	269	181
10	I alt andre aktiver	8.097	8.815
	Aktiver i alt	2.342.409	1.524.496
	PASSIVER		
12	Investorerens formue	2.341.516	1.523.889
	Skyldige omkostninger	886	598
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	7	9
	I alt anden gæld	893	607
	Passiver i alt	2.342.409	1.524.496
13	Noter, hvortil der ikke henvises		

Note	NOTER	2017	2016
1	Renteindtægter (1000 kr.)		
	Renteindtægter depotselskab	12	3
	Noterede obligationer fra danske udstedere	2.959	1.343
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	1.572	899
	I alt renteindtægter	4.543	2.245
2	Renteudgifter (1000 kr.)		
	Renteudgifter depotselskab	-251	-269
	I alt renteudgifter	-251	-269
3	Udbytter (1000 kr.)		
	Noterede aktier fra danske selskaber	403	160
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	8.395	4.004
	Investeringsbeviser i andre danske UCITS	15.169	53.690
	I alt udbytter	23.967	57.854
4	Kursgevinster og -tab, Obligationer (1000 kr.)		
	Noterede obligationer fra danske udstedere	-438	544
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	-958	2.172
	I alt kursgevinster og -tab, Obligationer	-1.396	2.716
	Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, obligationer	-459	4.399
5	Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)		
	Noterede aktier fra danske selskaber	-1.067	-1.143
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	39.885	19.465
	Investeringsbeviser i andre danske UCITS	64.636	2.322
	Investeringsbeviser i udenlandske investeringsforeninger	4.528	317
	I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele	107.982	20.961
	Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele	6.466	-1.389

Balance B

Note **NOTER (Fortsat)**

6 Handelsomkostninger (1000 kr.)		
Bruttohandelsomkostninger	397	167
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-266	-76
I alt handelsomkostninger ved løbende drift	131	91
7 Administrationsomkostninger (1000 kr.)		
Afdelingsdirekte		
Administrationsvederlag	1.759	1.020
Markedsføringsomkostninger	10.747	5.141
Gebyrer til depotselskab	371	353
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	4.418	2.595
Øvrige omkostninger	241	213
I alt afd. direkte adm.omkostninger	17.536	9.322
Andel af fællesomkostninger		
Honorar til bestyrelse	82	85
Revisionshonorar til revisorer	33	38
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	-4	13
Øvrige omkostninger	70	12
I alt andel af fælles adm.omkostninger	181	148
I alt administrationsomkostninger	17.717	9.470
8 Skat (1000 kr.)		
Ikke refunderbare udbytteskatter	854	432
I alt skat	854	432
9 Til rådighed for udlodning (1000 kr.)		
Renter og udbytter	28.259	60.098
Ikke refunderbar udbytteskat	-854	-432
Kursgevinst til udlodning*	5.825	2.885
Adm. Omkostninger til modregning i udlodning	-7.781	-3.816
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	10.271	35.131
Udlodning fra sidste år	779	406
I alt til rådighed til udlodning	36.500	94.272
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på kapitalandele	6.466	-1.389
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på obligationer	-459	4.399
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på valutakonti	-182	-125
10 Finansielle instrumenter(%)		
Børsnoterede finansielle instrumenter*	98,44	96,18
Øvrige finansielle instrumenter**	1,56	3,82
I alt finansielle instrumenter	100,00	100,00
Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside www.pfainvest.dk		
*Indeholder Obligationer Kapitalandele og tilgodehavende rente, udbytte mm.		
**Indeholder Likvide midler		
11 Investeringsbeviser i andre danske UCITS (1000 kr.)		
IPI - PFA Invest Danske aktier	52.041	42.145
IPI - PFA Invest Europa Value Aktier	97.745	61.694
IPI - PFA Invest Globale Aktier	390.560	285.060
IPI - PFA Invest Højt Udbytte Aktier	81.977	72.537
IPI - PFA Invest Kreditobligationer	392.901	269.140
IPI - PFA Invest Mellemlange Obligationer	221.713	219.472
IPI - PFA Invest Udenlandske Obligationer	50.137	19.402
IPI - PFA Invest US Stabile Aktier	95.632	63.522
I alt Investeringsbeviser i danske investeringsforeninger	1.382.707	1.032.973

Balance B

Note **NOTER (Fortsat)**

	2017		2016	
	Cirk. Andele	Formue værdi	Cirk. Andele	Formue værdi
12 Investorenes formue (1000 kr)				
Investorenes formue (primo)	12.142	1.523.889	7.232	947.697
Emissioner i året	6.622	819.109	4.970	599.748
Indløsninger i året	-160	-20.205	-60	-7.202
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		0		-1.762
Handelsomkostninger omkl. fra driften		-266		-76
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		-10.271		-35.131
Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		-96.650		-87.989
Overført til udlodning fra sidste år		-779		-406
Overført til udlodning næste år		1.152		779
Foreslået udlodning		35.348		93.493
Overført fra resultatopgørelse		90.189		14.738
I alt investorenes formue	18.604	2.341.516	12.142	1.523.889

13 Noter, hvortil der ikke henvises

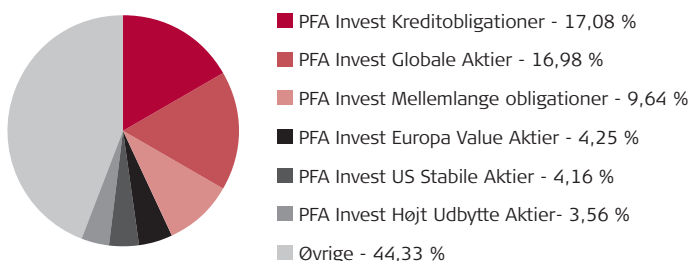
5 års oversigt

	2017	2016	2015	2014	2013
Netto resultat (1000 kr.)	115.639	73.473	38.369	28.366	15.772
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	2.341.516	1.523.889	947.697	387.342	146.423
Cirkulerende andele (stk.)	18.604.258	12.141.898	7.232.102	3.015.970	1.288.940
Indre værdi pr. andel	125,86	125,51	131,04	128,43	113,60
Udlodning pr. andel	1,90	7,70	11,70	11,00	2,40
Årets afkast i %	6,57	5,38	10,26	15,38	12,41
Årets benchmarkafkast i %	5,61	8,46	7,70	16,07	8,72
Omkostnings %	0,89	0,91	0,21	0,25	0,34
Omsætningshastighed	0,06	0,22	0,30	0,77	0,58
Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	0,49	0,58	0,92		
Tracking error (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	2,21	2,55	1,97		
ÅOP	1,00	1,04	1,17	1,44	1,36

Afdelingens største beholdninger

PFA Invest Kreditobligationer	17,08 %
PFA Invest Globale Aktier	16,98 %
PFA Invest Mellemlange Obligationer	9,64 %
PFA Invest Europa Value PFA	4,25 %
PFA Invest US Stabile Aktier	4,16 %
PFA Invest Højt Udbytte Aktier	3,56 %
Øvrige	44,33 %

Aktivfordelingen i afdelingen (%)



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider og derivater.

Balance C

Afdelingsprofil

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

Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

Startdato

Afdelingen havde opstart den 05.05.2015.

Benchmark

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

Risikoprofil

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

Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2017 et afkast på 7,43 %, mens benchmark gav et afkast på 6,48 %.

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 %
siden start	11,65 %	13,14 %	-1,49 %

* Perioden 05.05.-31.12.15.

Markedsudvikling i 2017

2017 blev endnu et godt år for risikofyldte aktiver, og til forskel fra tidligere år har udsvingene været beskedne. Aktier har året igennem været præget af stigende kurser, efterfulgt af kreditobligationer og stats- og realkreditobligationer.

Kendetegnende for året har været, at vi har set et synkront opsving, hvor tillidsindikatorerne fra de større regioner alle har været positive og stigende.

Væksten i økonomien har understøttet risikofyldte aktiver på lige fod med de blødere indikatorer. Nøgletallene har generelt været positive, og tal fra det amerikanske arbejdsmarked viser en meget lav arbejdsløshed, der stadig ikke har resulteret i inflation. Kombinationen af faldende arbejdsløshed og stigende beskæftigelse er yderst positiv for økonomien, og betyder, at centralbankerne ikke har travlt med at komme ind og dæmpe væksten med rentestigninger. Den europæiske centralbank har fortsat opkøb af obligationer og fastholder dermed den lempelige pengepolitik, ligesom de øvrige store regioners centralbanker.

Året startede med at europæiske aktier steg på niveau med amerikanske aktier målt i danske kroner, men med et markant fald i USD fra april måned, performede europæiske aktier bedst. Amerikanske aktier har dog hentet en del tilbage i fjerde kvartal. Emerging Markets aktier har sammen med danske aktier været blandt de bedste aktiver. De amerikanske aktier har sat en række kursrekorder,

mens Europa fortsat har lidt til gode ift. historiske niveauer.

Kreditobligationer har performet pænt, specielt på valutaafdækket basis. Danske stats- og realkreditobligationer har givet positive afkast pga. små rentefald, og specielt konverterbare realkreditobligationer har givet flotte afkast da de også har nydt godt af spændingsnævninger i forhold til statsobligationer, og har fået del i den faldende rente.

Afdelingens udvikling i 2017

For året som helhed blev afkastet 7,4 % svarende til en merperformance på 0,9 %-point mod benchmarket, som gav 6,5 % for året. Absolut set har afkastet været tilfredsstillende.

Afdelingen har været ramt af den faldende USD, men har omvendt profiteret af en generel undervægt i amerikanske aktier og en tilsvarende overvægt i europæiske aktier og Emerging Market aktier ligesom danske aktier har bidraget positivt og aktieafkastet har bidraget positivt til performance. Afdelingens danske obligationer har bidraget positivt, overgået af kreditobligationer, der haft pæne afkast. Afdelingen har haft en overvægt af europæisk kredit og realkreditobligationer, som har bidraget positivt til performance. På den negative side har USD positionen trukket lidt ned.

Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 1,50 kr. pr. andel.

Forventninger til 2018

Afdelingen forventer endnu et positivt år for risikofyldte aktiver.

Hovedscenariet er en fortsat robust vækst i økonomien, hvor der er taget en del af den politiske usikkerhed ud. Mange aktiver er dog priset efter dette, og der skal fortsat leveres på indtjeningssiden for ikke at skuffe aktiemarkedene. Obligationer har haft et godt år, specielt set i lyset af den

stærke udvikling for økonomien/væksten. Obligationer kan få det lidt sværere i 2018 end i 2017. Afdelingen forventer, at de globale aktiemarkeder vil stige med 5-10 % i 2018. Hovedscenariet er en robust vækst i økonomierne samt fortsat pæn indtjening hos selskaberne.

Kreditobligationer forventes at give et højere afkast end statsobligationer, men mere beskedent end i 2017. Danske obligationer forventes at levere et beskedent afkast i 2018.

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 netto-værdien 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 2018

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.)	2017	2016
1	Renteindtægter	252	85
2	Renteudgifter	-50	-44
3	Udbytter	6.796	17.829
	I alt renter og udbytter	6.998	17.870
4	Kursgevinster og -tab, Obligationer	418	-81
5	Kursgevinster og -tab, Kapitalandele	28.801	3.393
	Kursgevinster og -tab, Afledte finansielle instrumenter	-113	0
	Kursgevinster og -tab, Valutakonti	86	-16
	Kursgevinster og -tab, Øvrige	-5	0
6	Handelsomkostninger	63	35
	I alt kursgevinster og -tab	29.124	3.261
	I alt indtægter	36.122	21.131
7	Administrationsomkostninger	4.962	2.606
	Resultat før skat	31.160	18.525
8	Skat	308	149
	Årets nettoresultat	30.852	18.376
	Udlodningsregulering	3.133	4.530
	Overført fra sidste år	49	0
	I alt formuebevægelser	3.182	4.530
	Til disposition	34.034	22.906
9	Til rådighed for udlodning	8.776	18.970
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	8.610	18.922
	Overført til udlodning næste år	165	49
	Overført til formuen	25.259	3.935

Balance C

Note	Balance (1000 kr.)	2017	2016
	AKTIVER		
	Indestående i depotselskab	5.431	8.464
10	I alt likvide midler	5.431	8.464
	Noterede obligationer fra danske udstedere	28.434	9.194
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	3.432	0
10	I alt obligationer	31.866	9.194
	Noterede aktier fra danske selskaber	3.534	3.948
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	211.781	88.442
11	Investeringsbeviser i andre danske UCITS	330.058	228.633
	Investeringsbeviser i andre udenlandske investeringsforeninger	22.459	0
10	I alt kapitalandele	567.832	321.023
	Tilgodehavende renter, udbytte m.m	159	40
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	1.711	405
	Aktuelle skatteaktiver	84	47
10	I alt andre aktiver	1.954	492
	Aktiver i alt	607.083	339.173
	PASSIVER		
12	Investorernes formue	606.807	339.063
	Skyldige omkostninger	274	107
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	2	2
	I alt anden gæld	276	109
	Passiver i alt	607.083	339.173
13	Noter, hvortil der ikke henvises		

Note	NOTER	2017	2016
1	Renteindtægter (1000 kr.)		
	Renteindtægter depotselskab	4	0
	Noterede obligationer fra danske udstedere	229	85
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	19	0
	I alt renteindtægter	252	85
2	Renteudgifter (1000 kr.)		
	Renteudgifter depotselskab	-50	-44
	I alt renteudgifter	-50	-44
3	Udbytter (1000 kr.)		
	Noterede aktier fra danske selskaber	144	67
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.989	1.371
	Investeringsbeviser i andre danske UCITS	3.663	16.391
	I alt udbytter	6.796	17.829
4	Kursgevinster og -tab, Obligationer (1000 kr.)		
	Noterede obligationer fra danske udstedere	-46	-81
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	464	0
	I alt kursgevinster og -tab, Obligationer	418	-81
	Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, obligationer	-76	878
5	Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)		
	Noterede aktier fra danske selskaber	-414	-429
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	11.194	6.557
	Investeringsbeviser i andre danske UCITS	16.167	-2.835
	Investeringsbeviser i udenlandske investeringsforeninger	1.854	99
	I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele	28.801	3.392
	Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele	1.419	-3.030

Balance C

Note **NOTER (Fortsat)**

6 Handelsomkostninger (1000 kr.)		
Bruttohandelsomkostninger	163	53
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-100	-18
I alt handelsomkostninger ved løbende drift	63	35
7 Administrationsomkostninger (1000 kr.)		
Afdelingsdirekte		
Administrationsvederlag	429	246
Markedsføringsomkostninger	2.861	1.350
Gebyrer til depotselskab	222	94
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	1.352	812
Øvrige omkostninger	56	67
I alt afd. direkte adm.omkostninger	4.920	2.569
Andel af fællesomkostninger		
Honorar til bestyrelse	19	21
Revisionshonorar til revisorer	7	9
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	-1	2
Øvrige omkostninger	17	6
I alt andel af fælles adm.omkostninger	42	38
I alt administrationsomkostninger	4.962	2.607
8 Skat (1000 kr.)		
Ikke refunderbare udbytteskatter	308	149
I alt skat	308	149
9 Til rådighed for udlodning (1000 kr.)		
Renter og udbytter	6.997	17.914
Ikke refunderbar udbytteskat	-308	-149
Kursgevinst til udlodning*	1.334	-2.189
Adm. Omkostninger til modregning i udlodning	-2.429	-1.135
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	3.133	4.530
Anvendt fremført aktietab	0	-1
Udlodning fra sidste år	49	0
I alt til rådighed til udlodning	8.776	18.970
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på kapitalandele	1.419	-3.030
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på obligationer	-76	878
* heraf udgør skattemæssigt realiseret kursgevinst/tab på valutakonti	-9	-37
10 Finansielle instrumenter(%)		
Børsnoterede finansielle instrumenter*	99,11	97,50
Øvrige finansielle instrumenter**	0,89	2,50
I alt finansielle instrumenter	100,00	100,00
Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside www.pfainvest.dk		
*Indeholder Obligationer Kapitalandele og tilgodehavende rente, udbytte mm.		
**Indeholder Likvide midler		
11 Investeringsbeviser i andre danske UCITS (1000 kr.)		
IPI - PFA Invest Danske aktier	18.025	21.745
IPI - PFA Invest Europa Value Aktier	36.262	19.207
IPI - PFA Invest Globale Aktier	110.329	62.340
IPI - PFA Invest Højt Udbytte Aktier	26.906	27.921
IPI - PFA Invest Kreditobligationer	57.709	39.030
IPI - PFA Invest Mellemlange Obligationer	33.496	33.158
IPI - PFA Invest Udenlandske Obligationer	7.838	1.940
IPI - PFA Invest US Stabile Aktier	39.493	23.291
I alt Investeringsbeviser i danske investeringsforeninger	330.058	228.633

Balance C

Note **NOTER (Fortsat)**

	2017		2016	
	Cirk. Andele	Formue værdi	Cirk. Andele	Formue værdi
12 Investorenes formue (1000 kr)				
Investorenes formue (primo)	3.262	339.063	2.221	220.025
Emissioner i året	2.543	262.938	1.077	104.559
Indløsninger i året	-65	-6.798	-35	-3.288
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		0		-590
Handelsomkostninger omkl. fra driften		-100		-18
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		-3.133		-4.530
Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		-19.148		0
Overført til udlodning fra sidste år		-49		0
Overført til udlodning næste år		165		49
Foreslået udlodning		8.610		18.922
Overført fra resultatopgørelse		25.259		3.936
I alt investorenes formue	5.740	606.807	3.262	339.063

13 Noter, hvortil der ikke henvises

5 års oversigt

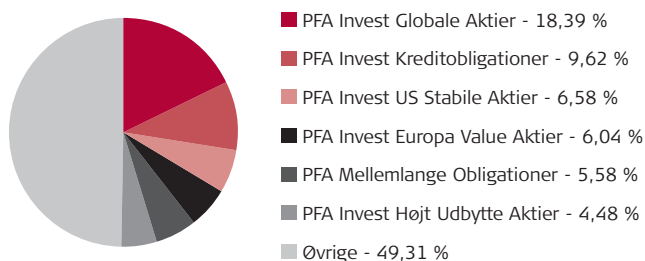
	2017	2016	2015*
Netto resultat (1000 kr.)	30.852	18.376	-936
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	606.807	339.063	220.025
Cirkulerende andele (stk.)	5.740.264	3.262.338	2.220.567
Indre værdi pr. andel	105,71	103,93	99,08
Udlodning pr. andel	1,50	5,80	0,00
Årets afkast i %	7,43	4,88	-0,91
Årets benchmarkafkast i %	6,48	9,29	-2,78
Omkostnings %	1,02	1,04	0,23
Omsætningshastighed	0,11	0,29	0,05
ÅOP (helårsperiodiseret 2015)	1,13	1,20	1,29

*Perioden 05.05-31.12.15

Afdelingens største beholdninger

PFA Invest Globale Aktier	18,39 %
PFA Invest Kreditobligationer	9,62 %
PFA Invest US Stabile Aktier	6,58 %
PFA Invest Europa Value Aktier	6,04 %
PFA Invest Mellemlange Obligationer	5,58 %
PFA Invest Højt Udbytte Aktier	4,48 %
Øvrige	49,31 %

Aktivfordelingen i afdelingen (%)



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider og derivater.

Balance Akkumulerende

Afdelingsprofil

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

Instrumentprofil

Akkumulerende, børsnoteret.

Startdato

Afdelingen havde opstart den 28.06.17.

Benchmark

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

Risikoprofil

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

Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2017 et afkast på 0,70 %, mens benchmark gav et afkast på 1,63 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2017	0,70 %	1,63 %	-0,93 %
siden start	0,70 %	1,63 %	-0,93 %

* Perioden 28. juni – 31. december 2017

Markedsudvikling i 2017

2017 blev endnu et godt år for risikofyldte aktiver, og til forskel fra tidligere år har udsvingene været beskedne. Aktier har året igennem været præget af stigende kurser, efterfulgt af kreditobligationer og stats-/realkreditobligationer.

Kendetegnende for året har været, at vi har set et synkront opsving, hvor tillidsindikatorerne fra de større regioner alle har været positive og stigende.

Væksten i økonomien har understøttet risikofyldte aktiver på lige fod med de blødere indikatorer. Nøgletallene har generelt været positive, og tal fra det amerikanske arbejdsmarked viser en meget lav arbejdsløshed, der stadig ikke har resulteret i inflation. Kombinationen af faldende arbejdsløshed og stigende beskæftigelse er yderst positiv for økonomien, og betyder at centralbankerne ikke har travlt med at komme ind og dæmpe væksten med rentestigninger. Den europæiske centralbank har fortsat opkøb af obligationer og fastholder dermed den lempelige pengepolitik, ligesom de øvrige store regioners centralbanker.

Året startede med at europæiske aktier steg på niveau med amerikanske aktier målt i danske kroner,

men med et markant fald i USD fra april måned, performede europæiske aktier bedst. Amerikanske aktier har dog hentet en del tilbage i fjerde kvartal. Emerging Markets aktier har sammen med danske aktier været blandt de bedste aktiver. De amerikanske aktier har sat en række kursrekorder, mens Europa fortsat har lidt til gode ift. historiske niveauer.

Kreditobligationer har performet pænt, specielt på valutaafdækket basis. Danske stats- og realkreditobligationer har givet positive afkast pga. små rentefald, og specielt konverterbare realkreditobligationer har givet flotte afkast, da de også har nydt godt af spændingsnævninger i forhold til statsobligationer, og har fået del i den faldende rente.

Afdelingens udvikling i 2017

Afdelingen blev lanceret 23. juni 2016, hvorfor afkastet reflekterer dette. Siden start blev afkastet 0,7 % svarende til en underperformance på -0,9 %-point mod benchmarket, som gav 1,6 % for året. Afkastet har ligget efter sit benchmark, hvilket ikke er tilfredsstillende. Afdelingen har været ramt af den faldende USD. Aktieeksponeringen underperformer sit benchmark, da overvægt til Europa, herunder danske aktier har trukket ned siden lanceringen. Emerging Market aktier har bidraget positivt. Aktieafkastet har bidraget negativt til performance. Afdelingens danske obligationer har bidraget positivt på niveau med kreditobligationer. Afdelingen har haft en overvægt af europæisk kredit og realkreditobligationer, som har bidraget positivt til performance. På den negative side har USD positionen trukket lidt ned.

Forventninger til 2018

Afdelingen forventer endnu et positivt år for risikofyldte aktiver. Hovedscenariet er en fortsat robust vækst i økonomien, hvor der er taget en del af den politiske usikkerhed ud. Mange aktiver er dog pris-set efter dette, og der skal fortsat leveres på ind-

tjeningssiden for ikke at skuffe aktiemarkederne. Obligationer har haft et godt år, specielt set i lyset af den stærke udvikling for økonomien/væksten. Obligationer kan få det lidt sværere i 2018 end i 2017. Afdelingen forventer, at de globale aktiemarkeder vil stige med 5-10 % i 2018. Hovedscenariet er en robust vækst i økonomierne samt fortsat pæn indtjening hos selskaberne.

Kreditobligationer forventes at give et højere afkast end statsobligationer, men mere beskedent end i 2017. Danske obligationer forventes at levere et beskedent afkast i 2018.

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 2018

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.)	28.06-31.12.17
1	Renteindtægter	372
2	Renteudgifter	-7
3	Udbytter	664
	I alt renter og udbytter	1.029
4	Kursgevinster og -tab, Obligationer	-305
5	Kursgevinster og -tab, Kapitalandele	2.272
	Kursgevinster og -tab, Afledte finansielle instrumenter	-97
	Kursgevinster og -tab, Valutakonti	139
6	Handelsomkostninger	16
	I alt kursgevinster og -tab	1.993
	I alt indtægter	3.022
7	Administrationsomkostninger	1.209
	Resultat før skat	1.813
8	Skat	70
	Årets nettoresultat	1.743
Note	Balance (1000 kr.)	28.06-31.12.17
	AKTIVER	
	Indestående i depotselskab	2.816
9	I alt likvide midler	2.816
	Noterede obligationer fra danske udstedere	29.735
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	25.760
9	I alt obligationer	55.495
	Noterede aktier fra danske selskaber	10.091
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	108.589
10	Investeringsbeviser i andre danske UCITS	142.241
	Investeringsbeviser i andre udenlandske investeringsforeninger	21.731
9	I alt kapitalandele	282.652
	Tilgodehavende renter, udbytte m.m	526
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	524
	Aktuelle skatteaktiver	15
9	I alt andre aktiver	1.065
	Aktiver i alt	342.028
	PASSIVER	
11	Investorerens formue	341.836
	Skyldige omkostninger	192
	I alt anden gæld	192
	Passiver i alt	342.028
12	Noter, hvortil der ikke henvises	

Balance Akkumulerende

Note **NOTER**

28.06-31.12.17

1 Renteindtægter (1000 kr.)	
Renteindtægter depotselskab	1
Noterede obligationer fra danske udstedere	80
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	291
I alt renteindtægter	372
2 Renteudgifter (1000 kr.)	
Renteudgifter depotselskab	-7
I alt renteudgifter	-7
3 Udbytter (1000 kr.)	
Noterede aktier fra danske selskaber	60
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	604
I alt udbytter	664
4 Kursgevinster og -tab, Obligationer (1000 kr.)	
Noterede obligationer fra danske udstedere	-93
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	-212
I alt kursgevinster og -tab, Obligationer	-305
5 Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)	
Noterede aktier fra danske selskaber	-300
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.129
Investeringsbeviser i andre danske UCITS	500
Investeringsbeviser i udenlandske investeringsforeninger	943
I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele	2.272
6 Handelsomkostninger (1000 kr.)	
Bruttohandelsomkostninger	130
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-114
I alt handelsomkostninger ved løbende drift	16
7 Administrationsomkostninger (1000 kr.)	
Afdelingsdirekte	
Administrationsvederlag	115
Markedsføringsomkostninger	666
Gebyrer til depotselskab	55
Andre omk. i forbindelse med formuepleje	312
Øvrige omkostninger	52
I alt afd. direkte adm.omkostninger	1.200
Andel af fællesomkostninger	
Honorar til bestyrelse	5
Revisionshonorar til revisorer	2
Øvrige omkostninger	2
I alt andel af fælles adm.omkostninger	9
I alt administrationsomkostninger	1.209
8 Skat (1000 kr.)	
Ikke refunderbare udbytteskatter	70
I alt skat	70

Balance Akkumulerende

Note **NOTER (Fortsat)**

9 Finansielle instrumenter(%)		
Børsnoterede finansielle instrumenter*		99,18
Øvrige finansielle instrumenter**		0,82
I alt finansielle instrumenter		100,00
Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside www.pfainvest.dk		
*Indeholder Obligationer Kapitalandele og tilgodehavende rente, udbytte mm.		
**Indeholder Likvide midler		
10 Investeringsbeviser i andre danske UCITS (1000 kr.)		
IPI - PFA Invest Kreditobligationer		63.731
IPI - PFA Invest Mellemlange Obligationer		63.978
IPI - PFA Invest Udenlandske Obligationer		14.532
I alt Investeringsbeviser i danske investeringsforeninger		142.241
	28.06-31.12.17	
11 Investorenes formue (1000 kr)	Cirk. Andele	Formue værdi
Emissioner i året	3.395	340.207
Handelsomkostninger omkl. fra driften		-114
Overført fra resultatopgørelse		1.743
I alt investorenes formue	3.395	341.836
12 Noter, hvortil der ikke henvises		
5 års oversigt		2017*
Netto resultat (1000 kr.)		1.743
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)		341.836
Cirkulerende andele (stk.)		3.394.694
Indre værdi pr. andel		100,70
Årets afkast i %		0,70
Årets benchmarkafkast i %		1,63
Omkostnings %		0,49
Omsætningshastighed		0,06
ÅOP (helårsperiodiseret 2017)		1,03
*Perioden 28.06-31.12.17		

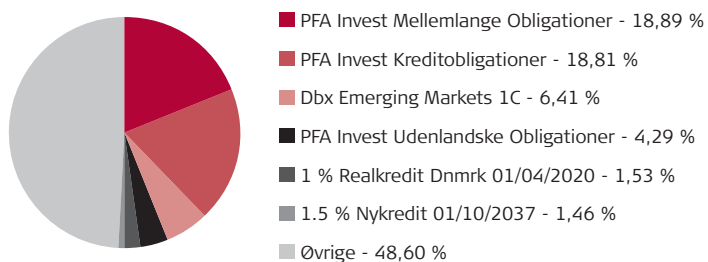
Balance Akkumulerende

Note **NOTER (Fortsat)**

Afdelingens største beholdninger

PFA Invest Mellemlange Obligationer	18,89 %
PFA Invest Kreditobligationer	18,81 %
Dbx Emerging Markets 1C	6,41 %
PFA Invest Udenlandske Obligationer	4,29 %
1 % Realkredit Dnmrk 01/04/2020	1,53 %
1.5 % Nykredit 01/10/2037	1,46 %
Øvrige	48,60 %

Aktivfordelingen i afdelingen (%)



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider og derivater.

Fælles noter

Bestyrelses- og revisionshonorar

	2017	2016
Bestyrelsen aflønnes alene med faste honorarer og er således ikke omfattet af incitamentsprogrammer. Der påhviler ikke foreningen nogen pensionsforpligtelser overfor bestyrelsen.		
Bestyrelseshonorar (1000 kr.)		
Aktive afdelinger i nærværende regnskab	400	369
Afviklede afdelinger	0	31
Samlet bestyrelseshonorar	400	400
Honoraret er fastsat således:		
Formanden	200	200
To øvrige bestyrelsesmedlemmer	200	200
Revisionshonorar (1000 kr.)		
Revisionshonorar	160	138
Honorar for andre ydelser end revision	-	-
Samlet honorar	160	138

Anvendt regnskabspraksis

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

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten for 2016.

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

Generelt om indregning og måling

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

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

Forpligtelser indregnes i balancen, når afdelingen som følge af en tidligere begivenhed har en retlig eller faktisk forpligtelse, og det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil fragå afdelingen, og forpligtelsens værdi kan måles pålideligt.

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

Regnskabsmæssige skøn og vurderinger

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

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

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

Omregning af fremmed valuta

Foreningens funktionelle og præsentrationsvaluta 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 indestående 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 anskaffelsessværdi, hvis aktivet er anskaffet i regnskabsåret. Urealiserede kursgevinster og -tab måles pr. fondskode som forskellen mellem dagsværdien primo året eller anskaffelsessværdi, hvis aktivet er anskaffet i regnskabsåret, og dagsværdi ultimo året.

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

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

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

Administrationsomkostninger

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

Skat

I posten indgår ikke refunderbar skat på renter og udbytter.

Udlodning

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

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

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

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

Balancen

Finansielle instrumenter (værdipapirer mv.)

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

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

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

Andre aktiver/anden gæld

Andre aktiver og anden gæld måles til dagsværdien.

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

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

Nøgletalsdefinitioner

Indre værdi

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

Udlodning pr. Andel

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

Årets afkast i %

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

hvor geninvesteret udlodning opgøres således:

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

Omkostninger i %

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

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

Omsætningshastighed

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

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

ÅOP (årlige omkostninger i %)

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

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

Active share

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

Tracking error

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

Sharpe ratio

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

Indre værdi

Indre værdi er værdien af afdelingen pr. andel.

Årets afkast i procent

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

Tracking error

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

Standardafvigelse/Volatilitet

Standardafvigelsen er et mål for afkastets udsving over tiden. Jo større volatilitet, jo større er usikkerheden omkring investeringens fremtidige afkast. Volatiliteten er således et risikomål. Volatiliteten udtrykkes sædvanligvis i % pr. år. Volatiliteten er et mål for afkastets spredning omkring sin middelværdi - afkastets standardafvigelse.

Hvis afkastet er normalfordelt kan det forventes, at cirka 2/3 af alle afkastobservationer falder mellem middelværdien plus standardafvigelsen og middelværdien minus standardafvigelsen. Der opgøres kun standardafvigelse/ volatilitet for afdelinger, som eksisteret i minimum 36 måneder.

Sharpe Ratio

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

Active Share

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

Foreningsoplysninger

Forening

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

Registreringsnumre

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

Stiftelse

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

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

Udstedelse og indløsning af andele i foreningens afdelinger:

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

Investeringsforeningens bestyrelse

Professionelt bestyrelsesmedlem

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

Partner

Rina Asmussen
Ansættelsesadresse
Strandgade 4, 1401 København K.

Professionelt bestyrelsesmedlem

Jørgen Madsen,
Askhøj 15, 2850 Nærum

Investeringsforvaltningsselskab

for foreningen

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

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

Markedsføring af foreningen

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

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

Aftalen om markedsføring er ligeledes godkendt af Investeringsforeningens bestyrelse.

Depotbank

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

Investeringsforeningens revisor

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

Kasper Bruhn Udam, statsautoriseret revisor

Michael Thorø Larsen, statsautoriseret revisor