



HALVÅRSRAPPORT 2014

INVESTERINGSFORENINGEN PFA INVEST

www.pfainvest.dk // Offentliggjort 25. august 2014

Indholdsfortegnelse

Ledelsespåtegning	3
Ledelsesberetning	
Generelt for afdelingerne	5
Udviklingen i 1. halvår af 2014	6
Udsigterne for de finansielle markeder i 2. halvår 2014	8
Generelle risikofaktorer	9
Risici og risikostyring	11
Halvårsrapport for afdelingerne	
Korte obligationer	14
Lange obligationer	18
Danske aktier	22
Globale aktier	26
Kreditobligationer	30
Balance B.....	34
Højt udbytte aktier	39
Balance A	43
Fælles noter	
Anvendt regnskabspraksis	49
Nøgletalsdefinitioner	51
Foreningsoplysninger	52

Ledelsespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktionen har dags dato aflagt og godkendt halvårsrapporten for 1. halvår 2014 for 8 afdelinger i Investeringsforeningen PFA Invest.

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

Halvårsrapporterne 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.

København d. 25. august 2014

Bestyrelsen:

Poul Erik Tofte
Formand

Rina Asmussen

Jørgen Madsen

Direktion:

Torben G. Knappe
Konstitueret direktør
PFA Portefølje Administration A/S

LEDELSES- BERETNING

Generelt for afdelingerne

Resultat, formue og andele

Foreningen har i 1. halvår af 2014 realiseret et samlet resultat på 101,5 mio. kr. mod 106,3 mio. kr. ultimo 2013. Formuen i foreningen udgør 1.585,9 mio.kr., hvilket er en stigning på 423 mio.kr. siden ultimo 2013. Antallet af cirkulerende andele i foreningens afdelinger er øget til 13.830.766 stk., hvilket er en stigning på 3,3 mio. stk. siden ultimo 2013. Der er i halvåret udloddet for 50,2 mio. kr. for regnskabsåret 2013.

Udlodning

Efter den ordinære generalforsamling den 22. april blev der udbetalt følgende udbytte for regnskabsåret 2013:

Afdeling	Udbytte (kr. pr. andel)
Korte Obligationer	1,80
Lange Obligationer	2,20
Danske Aktier	14,70
Globale Aktier	6,10
Kreditobligationer	4,30
Balance	2,40
Højt Udbytte Aktier	2,40

Ændringer og nyheder

Balance B's navneændring fra Balance trådte i kraft i januar efter Finanstilsynets godkendelse af vedtægterne.

I januar indbød foreningen til tegning i en ny afdeling, Balance A. Med et tegningsresultat på knap 129 mio. kr. blev afdelingen optaget i handel på NASDAQ OMX Copenhagen den 28. januar.

Indregning og måling

Der er ved aflæggelse af denne halvårsrapport ikke konstateret usikkerhed ved indregning og 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 balancedagen

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

Ansvarlige investeringer

Foreningens bestyrelse har uddelegeret forvaltningen af foreningens midler til PFA Kapitalforvaltning, fondsmæglerselskab A/S.

Foreningens politik og retningslinjer for ansvarlige investeringer er via kapitalforvalter baseret på FN Global Compacts 10 principper. Politik og retningslinier indeholder respekt for menneskeret-tigheder, arbejdstagerrettigheder, klima, miljø samt anti-korruption og er genstand for arbejdet med ansvarlige investeringer, screeninger og dialog. For PFA Kapitalforvaltning, fondsmæglerselskab A/S betyder det, at principperne interegreres i investeringsprocesserne.

På websitet pfainvest.dk findes flere oplysninger om ansvarlige investeringer.

Øvrige forhold

Investeringsforeningen er stiftet på initiativ af PFA Pension, forsikringsaktieselskab den 31. august 2012. PFA Pension ejer en større andel af Investeringsforeningens udstedte certifikater. Det er imidlertid ikke PFA Pensions hensigt at opretholde denne eksponering, og der vil således ske en gradvis reduktion i takt med, at øvrige investorer efterspørger foreningens afdelinger.

Relationen til PFA Pension, forsikringsaktieselskab giver foreningen adgang til PFA koncernens investeringsekspertise og stordriftsfordele i form af serviceydelser udført af PFA Porteføje Administration og PFA Kapitalforvaltning, fondsmæglerselskab A/S og PFA Kapitalforvaltning, fondsmæglerselskab A/S. Aftalerne om serviceydelser er indgået på markedsbaserede vilkår.

Udviklingen i 1. halvår af 2014

Halvårsstatus for den globale økonomi tegner et broget billede. Midlertidige negative faktorer såsom krisen i Ukraine, USA's ekstreme vintervejr og den japanske momsforhøjelse trak væksten ned i 1. halvår. Men også mere permanente vækstdæmpere, såsom Kinas lange vej mod et mere holdbart vækstbillede og fortsat høje gælds niveauer har lagt en dæmper på global økonomi. Lempelig pengepolitik og aftagende finanspolitisk modvind har trukket i positiv retning, men formåede ikke helt at opveje de negative faktorer.

USA genvinder styrke

Mere kortsigtet viste de globale vækstindikatorer stigende tendenser. Global vækst ser ud til at stabiliseres i løbet af foråret. Den primære drivkraft er USA, som har en del at indhente efter økonomisk tilbagegang i første kvartal som følge af den hårde vinter. De seneste nøgletal tyder på, at verdens største økonomi er ved at komme ud af sit vinterhi. Men af samme vejrmæssige årsag fortæller USA's comeback i andet kvartal ikke særlig meget om økonomiens underliggende styrke. Tidligst i 2. halvår vil nøgletallene tegne et mere retvisende billede af amerikansk økonomi. I 2. halvår skal væksten ligge betydeligt over trendniveauet for at indfri de optimistiske forventninger til USA's økonomi fra årets start. Sandsynligheden for skuffelser er til stede, hvilket er en vigtig årsag til at den amerikanske centralbank ikke har travlt med at signalere renteforhøjelser foreløbigt.

Lav vækst i Eurozonen

Eurozonen har sat kurs mod lav, men robust vækst i 1. halvår. Især tysk økonomi trak væksten op i årets første tre måneder, hjulpet af særdeles mild vintervejr i Nordeuropa. Men også dele af periferilande er begyndt at hægte sig på opsvinget. Selvom væksten er i bedring, ligger inflationen på rekordlave niveauer. Den Europæiske Centralbank (ECB) har derfor lanceret historiske pengepolitiske lempelser. Som konsekvens heraf er euroen blevet svækket en anelse, hvilket er godt nyt for de europæiske virksomheder, idet deres produkter bliver billigere på verdensmarkedet.

Global vækst ude af takt

De globale konjunkturer kører i forskellige tempi. Hvor USA fører an, er konjunkturbilledet i emerging markets mere negativt. Kreditsyklusen i USA er tæt på en vending til det bedre, idet der er tegn på tiltagende udlån i dele af økonomien. Derimod er den ved at toppe i mange udviklingslande med Kina i spidsen. En sideeffekt af dette er et kinesisk boligboom, som ser ud til at synge på sidste vers. 20 % af økonomien vurderes at være eksponeret mod boligmarkedet. De rent vækstmæssige effekter af en nedtur på det kinesiske boligmarked kan derfor blive alvorlige. Første kvartal ser da også ud til at have været yderst svagt rent vækstmæssigt. I andet kvartal vil væksten blive løftet midlertidigt af diverse stimuluspakker fra regeringen og centralbanken. Dette løser dog ikke de langsigtede udfordringer, som bunder i en uholdbar gældsfinansieret vækstmodel. På trods af kortsigtede bedringstegn er et holdbart opsving således ikke indenfor rækkevidde.

Mere pengepolitisk medvind

Kombinationen af lav vækst i første kvartal og et yderst svagt inflationspres har givet ny næring til forventninger om yderligere pengepolitiske lempelser. Ikke mindst ECB's seneste pengepolitiske lempelser bidrager til at holde liv i den globale likviditetsoverflod, som er afgørende for den positive stemning på de finansielle markeder.

Den makroøkonomiske udvikling har sat sine spor på de finansielle markeder i starten af året. Aktiekurserne lå stort set uændret efter første kvartal, men har vist en del udsving i løbet af perioden. Obligationsrenterne faldt mærkbart som følge af øget makroøkonomisk og geopolitisk usikkerhed. I andet kvartal blev udviklingen vendt på hovedet, idet aktier fik fornyet fodfæste, hjulpet på vej af et lysere nøgletalsbillede og ingen yderligere eskalation i Ukraine. Modsat første kvartal faldt obligationsrenterne kun marginalt. For hele halvåret resulterer det i et afkast på 6,8 % for globale aktier, trukket af nordamerikanske aktier og et stærkt comeback af emerging markets aktier. Japan

er dårligst performende region ÅTD. Udenlandske obligationer følger i hælene på globale aktier med et afkast på 5,8 %. Emerging markets obligationer ligger i front med 9,3 % i afkast, mens realkreditobligationer gav 3,5 % og indeksobligationer kun 0,9 % i afkast ÅTD.

Omsider fremgang i dansk økonomi

Dansk økonomi kom hæderligt igennem 1. halvår. Den positive udvikling i europæisk økonomi, herunder i Danmarks nabolande, smitter af på dansk økonomi. Første kvartal viste således vækst på 1,3 % i forhold til samme periode sidste år. Beskæftigelsen er i fremgang, og ledigheden er faldet til 5 % og ligger dermed på det laveste niveau siden sommeren 2009. En del af faldet i ledigheden skyldes ganske vist forkortelsen af dagpengeperioden, men også privatforbruget viser tegn på fremgang. Den lave inflation resulterer i reallønsstigninger, som i kombination med en stigende beskæftigelse løfter forbrugslysten. Forbrugertilliden er steget til det højeste niveau siden 2007, og det smitter positivt af på detailsalget og dankortomsætningen. Erhvervstilliden er også steget, hvilket er et positivt varsel for aktiviteten

og investeringerne. Det er dog fortsat omkring de store byer at fremgangen er mest tydelig, hvilket også er tilfældet på boligmarkedet.

En del af væksten er drevet af offentlige investeringer, hvilket afspejles i et budgetunderskud. Denne ligger tæt på 3 % og dermed på grænsen for det tilladte i forhold til maastrichtkriterierne. Vækstbidraget herfra er af midlertidig karakter. Samtidig er husholdningernes gæld stadig ekstremt høj i forhold til indkomsterne, hvilket er med til at dæmpe dansk økonomis vækstpotentiale på lidt længere sigt. Vi venter en vækst i BNP på i størrelsesordenen 1,5 % i år, så trods opsvinget ligger vore forventninger til væksten i den moderate ende, blandt andet på grund af den høje gældsætning i de danske husholdninger lægger en dæmper på forbrugslysten.

Det danske aktiemarked har performet stærkt i 1. halvår navnlig understøttet af de store globalt eksponerede selskaber som Novo Nordisk, Vestas, Coloplast og Pandora. Danske Bank og bankerne i øvrigt har ligeledes bidraget positivt, hvilket vidner om fremgangen i dansk økonomi.

Udsigterne for de finansielle markeder i 2. halvår 2014

Drivkraften bag de generelt solide afkast på aktie- og obligationsmarkedet i 1. halvår, har været en kombination af flere faktorer: Lempelig pengepolitik, lav inflation og et moderat vækstbillede der på den ene side har været stærk nok til at løfte indtjeningen i virksomhederne, men på den anden side tilpas uensartet til at få mange investorer til at søge sikkerheden i obligationer.

Der forventes et højere afkast på aktier end obligationer de kommende 6-12 måneder. Vækstindikatorer peger ved indgangen til 2. halvår på moderat fremgang i den globale vækst.

Den globale pengepolitik er fortsat meget lempelig. Ganske vist aftrapper den amerikanske centralbank løbende sine obligationskøb, men ingen af de store toneangivende centralbanker i de udviklede økonomier, har travlt med at annoncere den første renteforhøjelse. De lange renter faldt i 1. halvår, hvilket har betydet gode afkast på obligationer år til dato, og positive stimulanser fra de lange renter til den globale økonomi. Opsvinget i den vestlige verden er stadig skrøbeligt og sårbart overfor eventuelle rentestigninger på grund af den høje gældsætning. Det amerikanske boligmarked bremsede op omkring årsskiftet både på grund af den hårde vinter og sidste års kraftigt stigende obligationsrenter, men har reageret positivt på dette års fald i obligationsrenterne. Det indikerer at obligationsrenterne i USA nu atter er "lave nok" til at understøtte økonomien.

Efter den hårde vinter i USA har nøgletallene været bedre end ventet, og den aktuelt største risiko

for de finansielle markeder er at den amerikanske centralbank signalerer en strammere pengepolitisk kurs. Da den amerikanske centralbank i maj sidste år første gang varslede en reduktion i centralbankens obligationskøb, skabte det kursfald på både aktier og obligationer, og noget lignende kan meget vel ske i 2. halvår. En gradvis og veltimet stramning af den amerikanske pengepolitik vil dog betyde mindre modvind for aktier end obligationer.

Der er også andre faktorer, der kan skabe en korrektion på aktiemarkedene, herunder frygt for olieforsyningen og en hård landing i kinesisk økonomi. Irak er den næststørste olieproducent i OPEC. Der er begrænset ledig produktionskapacitet på oliemarkedet, så et større eller mindre udfald i den irakiske produktion kan skabe et større hop i olieprisen. Den hastige stigning i den kinesiske gæld og de aktuelle svaghedstegn på boligmarkedet skaber nervøsitet for en kinesisk opbremsning. Ekspansiv økonomisk politik fra myndighederne samt faldende renter og valutakurs, viser dog at beslutningstagerne i Kina er indstillet på at gøre det der er nødvendigt for at undgå en hård landing.

Globale aktier understøttes fortsat af en attraktiv prisfastsættelse sammenlignet med obligationer, en positiv udvikling i vækstindikatorerne, stigende indtjening i virksomhederne, positiv markedsstemning og en fortsat meget lempelig pengepolitik.

Der forventes også en positiv udvikling på det danske aktiemarked i 2. halvår understøttet af fremgang i virksomhederne og positive globale aktiemarkeder.

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.

Eksponering mod udlandet

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

Valuta

Investeringer i udenlandske værdipapirer giver eksponering 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 (som Japan, Hongkong og Singapore), Østeuropa og Afrika. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt aktie- og obligationsmarkedet, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder er forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder.

Et ustabil politisk system indebærer en øget risiko for pludselige og grundlæggende omvæltninger inden for økonomi og politik. For investorer kan dette eksempelvis betyde, at aktiver nationaliseres, at rådigheden over aktiver begrænses, eller at der indføres statslige overvågnings- og kontrolmekanismer. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsette udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til udførsel af valuta eller kan gøre det med kort varsel. Markedslikviditeten på de nye markeder kan være faldende som følge af økonomiske og politiske ændringer samt naturkatastrofer. Effekten kan også være mere vedvarende.

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

Særlige risici for aktieafdelingerne

Kursudsving på aktiemarkedet

Aktiemarkeder kan svinge meget og kan falde væsentligt. Udsving kan blandt andet være en reaktion på selskabsspecifikke, politiske og reguleringsmæssige forhold eller som en konsekvens af sektormæssige, regionale, lokale eller generelle markedsmæssige og økonomiske forhold.

Risikovillig kapital

Afkastet kan svinge meget som følge af selskabernes muligheder for at skaffe risikovillig kapital til

for eksempel udvikling af nye produkter. En del af en afdelings formue kan investeres i virksomheder, hvis teknologier er helt eller delvist nye, og hvis udbredelse kommercielt og tidsmæssigt kan være vanskelig at vurdere.

Særlige risici for blandede afdelinger

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

Risici og risikostyring

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

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

Risici knyttet til investors valg af afdelinger

Inden man som investor beslutter sig for at investere, er det vigtigt at få fastlagt en investeringsprofil, så investeringerne kan sammensættes ud fra ens behov og forventninger. Desuden er det afgørende, at man er bevidst om de risici, der er forbundet med den konkrete investering. Det kan derfor være en god ide at fastlægge sin investeringsprofil i samråd med en rådgiver. Investeringsprofilen skal blandt andet tage højde for, hvilken risiko man ønsker at løbe med sin investering, og hvor lang tidshorizonten for investeringen er. Ønsker man for eksempel en meget stabil udvikling i sine PFA Invest-andele, bør man som udgangspunkt ikke investere i afdelingerne med høj risiko (altså afdelinger, der er markeret med 6 eller 7 på risikoindekatoren). Hvis man investerer over en kortere tidshorizont, er aktieafdelingerne for de fleste investorer, sjældent velegnede.

Af den enkelte afdelings regnskab fremgår dens risikoklassifikation målt med risikoindekatoren fra

dokumentet Central Investorinformation. Risiko-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 afkast						Højt afkast

Afdelingens placering på risikoindekatoren er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste fem år og/eller repræsentative data. Store historiske udsving er lig 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

De finansielle markeder rummer en række risikoelementer som kursrisiko på aktier, renterisiko på obligationer, kreditrisiko og valutarisiko. Disse risikofaktorer varetages hver især inden for givne rammer på de forskellige områder, hvor foreningen foretager sine investeringer. Nogle af de risikostyringselementer, der arbejdes med, er afdelingernes investeringsforvaltningssaftaler og investeringspolitikker, foreningens interne kontroller, lovgivningens krav om risikospredning samt adgangen til at anvende afledte finansielle instrumenter, som for eksempel valutahedging, der i perioder kan anvendes til at reducere udsving på valutakursen.

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 halvårsrapporten, 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. På grund af afdelingernes forvaltningsomkostninger kan det realiserede afkast dog forventes at være lidt lavere end det tilhørende benchmark.

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).

Bestyrelsen kan desuden fastlægge begrænsninger på investeringerne i især de nye markeder (emerging markets) for at begrænse likviditetsrisikoen.

Foreningen fokuserer i det daglige investeringsarbejde på at fastholde afdelingernes risikoprofiler. De vigtigste elementer i dette fokus er den løben-

de 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 system-sikkerhed. 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 og dels at sikre, at de nødvendige ressourcer er til stede i form af personale, kompetencer og udstyr.

For yderligere oplysninger om de enkelte PFA Invest-afdelinger henvises til de gældende prospekter og Central Investorinformation for de pågældende afdelinger. Disse kan downloades fra www.pfainvest.dk under "Afdelinger" og "Materiale".

HALVÅRSRAPPORT FOR AFDELINGERNE

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

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

I de foregående afsnit i denne halvårsrapport findes overordnede beskrivelser af

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

Det anbefales, at investor 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 halvårs-rapportering 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.

Korte obligationer

Afdelingsprofil

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

Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

Startdato

Afdelingen havde opstart den 1.10.12.

Benchmark

Afdelingens benchmark er 50 % Nordea Markets Mortgage Bonds Index CM 2 Y/50 % Nordea Markets Government Bond Denmark Index CM 2Y.

Risikoprofil

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

Halvårets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 1. halvår af 2014 et afkast på 1,67 %, mens benchmark gav et afkast på 0,87 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2013	0,29 %	0,21 %	0,07 %
2014*	1,67 %	0,87 %	0,80 %
Siden start	3,14 %	1,86 %	1,29 %

* Perioden 1. januar – 30. juni.

Markedsudvikling i 1. halvår 2014

Årets 1. halvår var præget af et overraskende rentefald på tværs af alle løbetider. Selv renten på obligationer med kort løbetid, som i forvejen var meget tæt på nul, faldt. Den europæiske central-

bank introducerede negative indlånsrenter og udtalte, at renterne forbliver lave i lang tid fremover. Rentefaldet er indtrådt i kølvandet på stigende mistillid til fornyet vækst, aftagende inflation og dermed tiltagende interesse for sikre placeringer i obligationsmarkedet.

Afdelingens udvikling i 1. halvår 2014

Forventningerne til afkastet var meget begrænsede ved indgangen af året. Afdelingens afkast endte på 1,67 %, hvilket er højere end benchmarkafkastet på 0,87 %. Afdelingens relativt pæne afkast kan tilskrives det overraskende rentefald, der indtrådte i starten af året. Merafkastet i forhold til afdelingens benchmark skyldes dels en overvægt i realkreditobligationer og dels en længere varighed end benchmark i starten af året. 56 % af afdelingens obligationer har en restløbetid på under tre år.

Forventninger til 2. halvår 2014

Afdelingen forventer, at det løbende afkast vil blive meget begrænset i 2. halvår 2014. 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 2014.

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 3 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 som følge af vanskeligt forudsigelige politiske, finansielle eller regulatoriske forhold.

Ændringer i Nationalbankens ledende rentesatser påvirker især renten på obligationer med kort løbetid, mens renten på obligationer med lang løbetid primært drives af inflationsudviklingen, hvorved netto-værdien af afdelingens formue påvirkes.

Kursudviklingen på obligationsmarkederne er generelt mindre volatil end på aktiemarkederne.

Landerisiko

Afdelingen investerer i danske stats- og realkreditobligationer. Kursudviklingen på det danske obligati-
onmarked 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 2014

De største risici for danske korte 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.

Korte obligationer

Note	Resultatopgørelse (1000 kr.)	1.1.- 30.06.14	1.1.- 30.06.13
	Renteindtægter	1.901	2.535
	Renteudgifter	-	-1
	I alt renter	1.901	2.534
	Kursgevinster og - tab, Obligationer	996	-2.416
	I alt kursgevinster og -tab	996	-2.416
	I alt indtægter	2.897	119
	Administrationsomkostninger	386	430
	Halvårets nettoresultat	2.511	-312

Note	Balance (1000 kr.)	30.06.2014	31.12.2013
	AKTIVER		
	Indestående i depotselskab	810	268
	Likvide midler i alt	810	268
	Noterede obligationer fra danske udstedere	149.766	187.325
	I alt obligationer	149.766	187.325
	Tilgodehavende renter, udbytte mm.	1.487	1.515
	Andre tilgodehavender	42	13
	I alt andre aktiver	1.529	1.528
1	Aktiver i alt	152.105	189.121
	PASSIVER		
2	Medlemmernes formue	148.963	173.435
	Skyldige omkostninger	136	136
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	3.006	15.551
	I alt anden gæld	3.141	15.686
	Passiver i alt	152.105	189.121
3	Noter, hvortil der ikke henvises		

NOTER

1	Finansielle instrumenter (%)	30.06.2104	31.12.2013
	Børsnoterede finansielle instrumenter*	99,47	99,86
	Øvrige finansielle instrumenter**	0,53	0,14
	I alt finansielle instrumenter	100,00	100,00

Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside www.pfainvest.dk

* Indeholder Obligationer og Tilgodehavende rente, udbytte m.m.

** Indeholder Likvide midler i alt.

2	Medlemmernes formue (1000 kr.)	30.06.2014	
		Cirk. kapital	Formue værdi
	Medlemmernes formue (primo)	1.710	173.435
	Udlodning fra sidste år		-2.622
	Emissioner i året	14	1.383
	Indløsninger i året	-253	-25.744
	Overført fra resultatopgørelse		2.511
	I alt medlemmernes formue	1.470	148.963

3 Noter, hvortil der ikke henvises

Hoved- og nøgletal	30.06.2104	30.06.2013	31.12.2013
Netto resultat (1000 kr.)	2.511	-312	485
Formue (1000 kr.)	148.963	172.638	173.435
Cirkulerende andele (stk.)	1.470.117	1.709.637	1.709.637
Indre værdi pr. andel	101,33	100,98	101,45
Afkast i pct.	1,67	-0,18	0,29
Benchmarkafkast i pct.	0,87	-0,37	0,21

Korte obligationer

Note Risiko

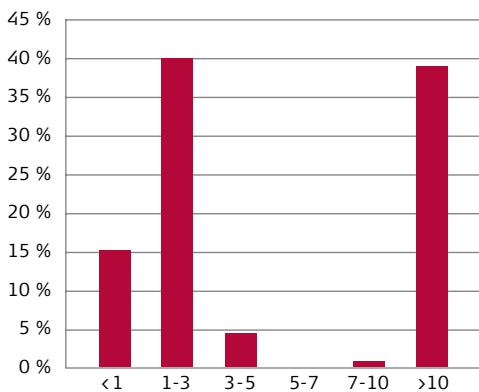
Opgøres kun for afdelinger, der har eksisteret mere end 36 måneder.

Afdelingens ti største beholdninger

2.0 % Realkredit DK Bullet 15/11/2014	9,18 %
4.0 % Realkredit DK Bullet 15/11/2015	8,38 %
2.0 % BRF Kredit 01/01/2015	6,73 %
0.51 % Realkredit DK 01-07-2015	6,11 %
2.5 % Realkredit DK Bullet 15/11/2016	4,96 %
2.0 % Nykredit 01/01/2016	4,79 %
2.48 % RD 83D 5Cf Oa 01/10/2038 - Variabel	4,41 %
3.0 % BRF Kredit 01/10/2034	4,33 %
2.0 % BRF Kredit 01/10/2015	4,22 %
3.0 % DLR Kredit 01/10/2034	4,07 %

Formuefordeling (%)

Løbetid



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider.

Lange obligationer

Afdelingsprofil

Afdelingen investerer minimum 80 % af formuen i lange 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 indenfor en samlet varighedsramme på op til 2 år fra det angivne benchmark. Målsætningen er, at skabe et langsigtet merafkast i forhold til afdelingens benchmark.

Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

Startdato

Afdelingen havde opstart den 1.10.2012.

Benchmark

Afdelingens benchmark er 75 % Nordea Markets Mortgage Bond Index og 25 % Nordea Markets Government Bond Denmark Index.

Risikoprofil

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

Halvårets afkast og performance

Afdelingen har i 1. halvår af 2014 realiseret et afkast på 3,44 % på niveau med benchmark på 3,89 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2013	-0,20 %	-0,23 %	0,03 %
2014*	3,44 %	3,89 %	-0,45 %
Siden start	5,15 %	5,40 %	-0,25 %

* Perioden 1. januar - 30. juni

Markedsudvikling i 1. halvår 2014

Årets 1. halvår var præget af et ganske pænt rentefald. De lange obligationer nød godt af rentefaldet med pæne afkast til følge. Rentefaldet indtrådte i kølvandet på stigende mistillid til den globale øko-

nomiske udvikling, aftagende inflation og dermed tiltagende interesse for mere sikre placeringer i obligationsmarkedet. Rentefaldet betød generelt, at realkreditobligationerne oplevede faldende rentefølsomhed gennem halvåret relativt til statsobligationerne.

Afdelingens udvikling i 1. halvår 2014

Forventningerne til afkastet var ved årets indgang begrænsede. Afdelingens afkast på 3,44 % er bedre end ventet, hvilket kan tilskrives det overraskende rentefald i perioden. Afdelingens afkast er lavere end benchmarkafkastet på 3,89 %. Differencen skyldes ikke mindst, at afdelingens varighed har ligget under benchmarkvarigheden gennem halvåret. 57 % af afdelingens obligationer har en restløbetid på over 10 år.

Forventninger til 2. halvår 2014

Afdelingen forventer, at det løbende afkast vil blive begrænset i den resterende del af 2014. Det danske renteniveau er generelt meget lavt, hvorfor afdelingen fortsat forventer at opretholde en overvægt i danske realkreditobligationer for derved at sikre en fornuftig løbende forrentning i 2. halvår 2014.

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. Obligationsmarke-

derne påvirkes blandt andet som følge af vanskeligt forudsigelige politiske, finansielle eller regulatoriske forhold.

Ændringer i Nationalbankens ledende rentesatser påvirker især renten på obligationer med kort løbetid, mens renten på obligationer med lang løbetid primært drives af inflationsudviklingen, hvorved nettoværdien af afdelingens formue påvirkes.

Kursudviklingen på obligationsmarkederne er generelt mindre volatil end på aktiemarkederne.

Landerisiko

Afdelingen investerer i danske stats- og realcreditobligationer. 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 2014

De største risici for danske lange 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.

Lange obligationer

Note	Resultatopgørelse (1000 kr.)	1.1.- 30.06.14	1.1.- 30.06.13	
	Renteindtægter	2.528	2.526	
	Renteudgifter	-	-0	
	I alt renter	2.528	2.525	
	Kursgevinster og - tab, Obligationer	4.744	-3.478	
	I alt kursgevinster og -tab	4.744	-3.478	
	I alt indtægter	7.273	-953	
	Administrationsomkostninger	589	521	
	Halvårets nettoresultat	6.684	-1.474	
Note	Balance (1000 kr.)	30.06.2014	31.12.2013	
	AKTIVER			
	Indestående i depotselskab	1.061	83	
	Likvide midler i alt	1.061	83	
	Noterede obligationer fra danske udstedere	202.699	175.578	
	I alt obligationer	202.699	175.578	
	Tilgodehavende renter, udbytte mm.	1.822	1.359	
	Andre tilgodehavender	44	11	
	I alt andre aktiver	1.866	1.370	
1	Aktiver i alt	205.626	177.031	
	PASSIVER			
2	Medlemmernes formue	205.460	173.773	
	Skyldige omkostninger	166	148	
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	-	3.110	
	I alt anden gæld	166	3.258	
	Passiver i alt	205.626	177.031	
3	Noter, hvortil der ikke henvises			
	NOTER			
1	Finansielle instrumenter (%)	30.06.2014	31.12.2013	
	Børsnoterede finansielle instrumenter*	99,48	99,95	
	Øvrige finansielle instrumenter**	0,52	0,05	
	I alt finansielle instrumenter	100,00	100,00	
	Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside www.pfainvest.dk			
	* Indeholder Obligationer og Tilgodehavende rente, udbytte m.m.			
	** Indeholder Likvide midler i alt.			
2	Medlemmernes formue (1000 kr.)	30.06.2014		
		Cirk. kapital	Formue værdi	
	Medlemmernes formue (primo)	1.710	173.773	
	Udlodning fra sidste år		-4.332	
	Emissioner i året	311	31.973	
	Indløsninger i året	-24	-2.500	
	Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		-138	
	Overført fra resultatopgørelse		6.684	
	I alt medlemmernes formue	1.996	205.460	
3	Noter, hvortil der ikke henvises			
	Hoved- og nøgletal	30.06.2014	30.06.2013	31.12.2013
	Nettoresultat (1000 kr.)	6.684	-1.474	-338
	Formue (1000 kr.)	205.460	172.637	173.773
	Cirkulerende andele (stk.)	1.996.331	1.709.553	1.709.553
	Indre værdi pr. andel	102,92	100,98	101,65
	Afkast i pct.	3,44	-0,85	-0,20
	Benchmarkafkast i pct.	3,89	-0,86	-0,23

Lange obligationer

Note Risiko

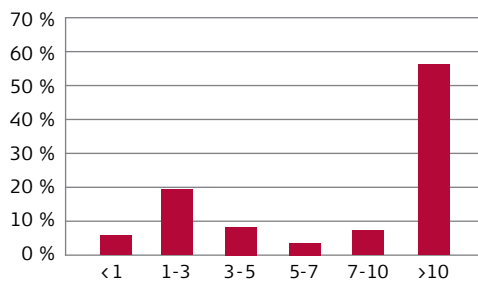
Opgøres kun for afdelinger, der har eksisteret mere end 36 måneder.

Afdelingens ti største beholdninger

2.48 % RD 83D 5Cf Oa 01/10/2038 - Variabel	6,82 %
3.5 % BRF Kredit 01/10/2044	5,92 %
2.0 % BRF Kredit 01/01/2015	5,73 %
2.5 % Nordea Kredit 01/10/2034	5,69 %
0.51 % Realkredit DK 01-07-2015	5,36 %
3,0 % Nykredit 01/10/2034	4,34 %
4,0 % Unik Ann. 38	3,98 %
4,0 % Realkredit DK Bullet 15/11/2019	3,72 %
2,0 % Realkredit DK 01/04/2018	3,61 %
3,5 % Nykredit 01/10/2044	3,52 %

Formuefordeling (%)

Løbetid



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider.

Danske aktier

Afdelingsprofil

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

Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

Startdato

Afdelingen havde opstart den 1.10.2012.

Benchmark

Afdelingens benchmark er OMX Copenhagen Cap GI.

Risikoprofil

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

Halvårets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 1. halvår af 2014 et afkast på 19,73 %, mens benchmark gav et afkast på 17,28 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2013	36,76 %	38,30 %	-1,54 %
2014*	19,73 %	17,28 %	2,45 %
Siden start	64,67 %	61,72 %	2,95 %

* Perioden 1. januar - 30. juni

Markedsudvikling i 1. halvår 2014

Første halvdel af 2014 var præget af faldende renter og en lempelig pengepolitik globalt. Det gav gode aktierne, der på grund af det lave renteniveau fremstod mere attraktive end traditionelle obligationer.

Den danske såvel som den globale økonomi er nu kommet sig over finanskrisen, hvilket afspejler sig i

pæne afkast på aktiemarkedene. Det danske aktiemarked var i et globalt perspektiv blandt de absolut bedste i 1. halvår.

Det danske aktiemarked var karakteriseret ved en stor spredning i afkastene på de enkelte aktier.

Blandt de betydende aktier med det højeste afkast var Vestas, Pandora og Coloplast med stigninger på henholdsvis 72 %, 45 % og 38 %. Blandt de største aktier med det laveste afkast finder man Lundbeck og Carlsberg begge med afkast på ca. 0 % i halvåret.

Afdelingens udvikling i 1. halvår 2014

Afdelingen klarede sig med et afkast på 19,73 % markant bedre end ventet ved indgangen til 2014. Baggrunden er et fortsat lavt renteniveau, der alt andet lige får aktieinvesteringer til at fremstå mere attraktive end obligationsinvesteringer. Derudover blev det danske aktiemarked positivt påvirket af en række selskabsspecifikke forhold jf. gennemgangen nedenfor.

Afkastet for den første halvdel af 2014 ligger 2,45 %-point over benchmark, hvilket primært kan henføres til overvægt i Vestas og Pandora samt en undervægt i Carlsberg.

I Vestas er restruktureringen ved at være gennemført og selskabet kom med et flot regnskab. Samtidig hentede selskabet 3,3 mia. kr. i nye aktier. I den turbulente restruktureringsperiode gik Vestas glip af ordrer på grund af manglende kapital – et problem, der blev løst med ekstra aktiekapital. Siden er ordrebeholdningen steget – ligesom aktien.

En anden af de store bidragsydere til merafkastet var Pandora. Selskabet er inde i en flot vækstfase med både åbning af nye butikker og høj vækst i de eksisterende. Specielt regnskabet for første kvartal overraskede markedet positivt. Både omsætningen og overskudsgraden var markant bedre end ventet, og samtidig opjusterede selskabet forventningerne til 2014.

Carlsberg har mellem 1/4 og 1/3 af sit salg i Øst-europa. Selskabet blev derfor hårdt ramt af konflikten i Ukraine, idet investorerne var bekymrede for de sanktioner, der kunne komme mod Rusland. Det afledte fald i den russiske valuta ramte Carlsberg negativt.

Forventninger til 2. halvår 2014

Afdelingen forventer, at det danske aktiemarked vil stige med 3-5 % i 2. halvår 2014. Hovedscenariet er en lav, men positiv vækst i økonomien.

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 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 2014

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.)	1.1.- 30.06.14	1.1.- 30.06.13
	Renteindtægter	0	1
	Renteudgifter	-	0
	Udbytter	2.692	2.171
	I alt renter og udbytte	2.692	2.171
	Kursgevinster og tab, Valutakonti	-11	-35
	Kursgevinster og tab, Kapitalandele	30.261	11.046
	Kursgevinster og tab, Øvrige	-1	-1
	Handelsomkostninger	148	93
	I alt kursgevinster og -tab	30.102	10.917
	I alt indtægter	32.794	13.089
	Administrationsomkostninger	821	600
	Halvårets resultat før skat	31.972	12.488
	Skat	50	22
	Halvårets nettoresultat	31.922	12.466

Note	Balance (1000 kr.)	30.06.2014	31.12.2013
	AKTIVER		
	Indestående i depotselskab	721	3.607
	Likvide midler i alt	721	3.607
	Noterede aktier fra danske selskaber	186.150	145.478
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	13.396	10.241
	I alt kapitalandele	199.546	155.720
	Tilgodehavende renter, udbytte mm.	13	13
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	2.395	-
	Andre tilgodehavender	39	9
	I alt andre aktiver	2.446	23
1	Aktiver i alt	202.713	159.349
	PASSIVER		
2	Medlemmernes formue	199.778	159.189
	Skyldige omkostninger	199	161
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	2.737	-
	I alt anden gæld	2.935	161
	Passiver i alt	202.713	159.349
3	Noter, hvortil der ikke henvises		

NOTER

1	Finansielle instrumenter (%)	30.06.2014	31.12.2013
	Børsnoterede finansielle instrumenter*	99,64	97,74
	Øvrige finansielle instrumenter**	0,36	2,26
	I alt finansielle instrumenter	100,00	100,00

Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside www.pfainvest.dk

* Indeholder Kapitalandele, Tilgodehavende rente, udbytte m.m. og Mellemværende vedrørende handelsafvikling.

** Indeholder Likvide midler i alt.

Danske aktier

NOTER (fortsat)

2	Medlemmernes formue (1000 kr.)		30.06.2014
		Cirk. kapital	Formue værdi
	Medlemmernes formue (primo)	1.157	159.189
	Udlodning fra sidste år		-17.898
	Emissioner i året	183	26.623
	Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		-58
	Overført fra resultatopgørelse		31.922
	I alt medlemmernes formue	1.341	199.778

3 Noter, hvortil der ikke henvises

Hoved- og nøgletal	30.06.2014	30.06.2013	31.12.2013
Nettoresultat (1000 kr.)	31.922	12.466	42.796
Formue (1000 kr.)	199.778	128.859	159.189
Cirkulerende andele (stk.)	1.340.635	1.157.361	1.157.361
Indre værdi pr. andel	149,02	111,34	137,54
Afkast i pct.	19,73	10,71	36,76
Benchmarkafkast i pct.	17,28	11,74	38,30

Risiko

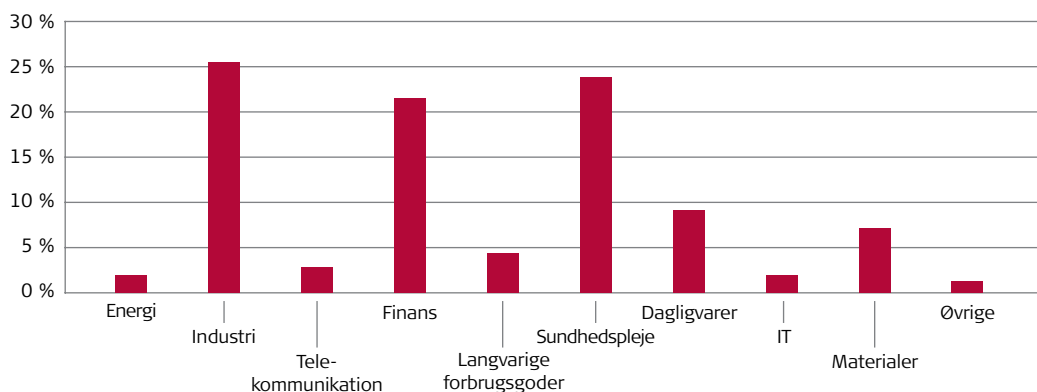
Opgøres kun for afdelinger, der har eksisteret mere end 36 måneder.

Afdelingens ti største beholdninger

Novo Nordisk B	9,69 %
Danske Bank	9,47 %
AP Møller-Mærsk B	7,63 %
Pandora	7,57 %
Coloplast B	5,03 %
Tryg	4,91 %
Carlsberg B	4,72 %
Vestas Wind Systems	4,60 %
DSV	4,19 %
Novozymes B	4,15 %

Formuefordeling (%)

Branche



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider.

Globale aktier

Afdelingsprofil

Afdelingen investerer primært i globale aktier optaget til handel på regulerede markeder. Minimum 80 % af afdelingens formue investeres i aktier, der indgår i afdelingens benchmark. Det tilstræbes at have en veldiversificeret portefølje på mellem 100 og 175 aktier. 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 1.10.2012.

Benchmark

Afdelingens benchmark er MSCI World inklusiv udbytte.

Risikoprofil

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

Halvårets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 1. halvår 2014 et afkast på 6,46 %, mens benchmark gav et afkast på 6,79 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2013	25,41 %	21,19 %	4,22 %
2014*	6,46 %	6,79 %	-0,33 %
Siden start	33,92 %	29,20 %	4,73 %

* Perioden 1. januar - 30. juni

Markedsudvikling i 1. halvår 2014

De globale aktiemarkeder fortsatte den positive udvikling fra 2013, og steg således i 1. halvår 2014 med 6,8 %. Største regionale afkast var i Nordamerika, der steg 7,8 %. Europa og Japan steg henholdsvis 6,1 % og 1,3 % mens Emerging Markets steg 6,7 % efter kursfaldene i 2013.

De bedste globale sektorer i 1. halvår 2014 var forsyning og energi, der steg henholdsvis 14,2 % og 12,6 %, mens de dårligste sektorer var langvarige forbrugsgoder og telekommunikation, der steg henholdsvis 0,3 % og 0,5 %.

Efter et første kvartal hvor aktiemarkederne stort set var uforandrede, var der pæne stigninger i andet kvartal, blandt andet på grund af pæne makroøkonomiske nøgletal, og fordi markedet ikke længere frygtede en eskalering af konflikten i Ukraine.

Derudover var halvåret præget af mange børsintroduktioner og aktieplaceringer samt tilbagekøb af egne aktier. Endvidere var specielt medicinal-sektoren præget af en del virksomhedsovertagelser. Blandt de største opkøb i Europa var amerikanske General Electric's delvise overtagelse af franske Alstom. Den store aktivitet skyldes blandt andet, at mange selskaber har stærke balancer og derfor mulighed for at foretage opkøb eller købe egne aktier tilbage. Det store antal virksomhedshandler skal ses i lyset af den positive markedsudvikling, der muliggør at f.eks. kapitalfonde, kan få solgt eller reduceret nogle af deres investeringer.

Afdelingens udvikling i 1. halvår 2014

Afdelingen leverede i 1. halvår et afkast på 6,46 %, hvilket ligger på niveau med det forventede afkast for 2014 på 5-10 % ved indgangen af året.

Afdelingens afkast ligger 0,33 %-point under benchmarkafkastet.

Største negative bidragsydere til afkastforskellen var engelske Rolls Royce og tyske SAP. Rolls Royce kom med en nedjustering af indtjeningen for 2014, hvilket fik aktien til at falde med næsten 20 %. SAP har været negativt ramt af ændringer i ledelsen. Af yderligere negative bidragsydere kan nævnes franske Moncler og engelske Vodafone.

Største positive bidrag til afkastforskellen er at finde i sektorerne langvarige forbrugsgoder og industri. Blandt andet to danske selskaber, Pandora og Vestas er at finde blandt de positive bidragydere. Pandora fortsatte kursstigningerne fra 2013, da alt i øjeblikket ser ud til at flaske sig for selskabet. Selskabet åbner mange nye butikker, ligesom man er kommet med nye produkter, som er blevet modtaget meget positivt af kunderne. Vestas har fået styr på forretningen efter de seneste kriseår, og man er igen begyndt at få store ordrer. Andre positive bidragsydere er blandt andet engelske Poundland samt amerikanske Schlumberger.

Afdelingens største geografiske eksponering er Nordamerika, der udgør næsten 56 % af afdelingens investeringer, mens europæiske aktier udgør 37 %. Største eksponering i Europa er det tyske aktiemarked, der udgør 7 %.

Afdelingens største eksponeringer på sektorniveau er finans og dagligvarer, der udgør henholdsvis 18 % og 16 %.

Forventninger til 2. halvår 2014

Afdelingen forventer, at de globale aktiemarkeder vil stige med 3-5 % i 2. halvår 2014. Hovedscenariet er en lav, men positiv vækst i økonomierne.

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 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 2014

Største risici i globale aktier i 2014 er blandt andet den globale makroøkonomiske udvikling og en eventuelt kraftig økonomisk afmatning, ligesom et stigende renteniveau vil ramme aktierne negativt.

Risici er også nærmere omtalt under Generelle Risikofaktorer.

Globale aktier

Note	Resultatopgørelse (1000 kr.)	1.1.- 30.06.14	1.1.- 30.06.13
	Renteindtægter	1	0
	Renteudgifter	-2	0
	Udbytter	3.044	1.872
	I alt renter og udbytter	3.043	1.872
	Kursgevinster og - tab, Kapitalandele	10.590	13.259
	Kursgevinster og - tab, Valutakonti	-15	-36
	Kursgevinster og - tab, Øvrige	-1	-
	Handelsomkostninger	123	43
	I alt kursgevinster og -tab	10.451	13.180
	I alt indtægter	13.494	15.052
	Administrationsomkostninger	963	737
	Halvårets resultat før skat	12.531	14.315
	Skat	329	220
	Halvårets nettoresultat	12.202	14.095

Note	Balance (1000 kr.)	30.06.2014	31.12.2013
	AKTIVER		
	Indestående i depotselskab	601	2.394
	Likvide midler i alt	601	2.394
	Noterede aktier fra danske selskaber	8.161	5.626
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	182.317	147.698
	Unoterede aktier fra udenlandske selskaber	20	-
	I alt kapitalandele	190.498	153.324
	Tilgodehavende renter, udbytte mm.	114	55
	Andre tilgodehavender	40	9
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	2.952	177
	I alt andre aktiver	3.106	242
1	Aktiver i alt	194.205	155.960
	PASSIVER		
2	Medlemmernes formue	190.907	155.768
	Skyldige omkostninger	239	192
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	3.059	-
	I alt anden gæld	3.298	192
	Passiver i alt	194.205	155.960
3	Noter, hvortil der ikke henvises		

NOTER

1	Finansielle instrumenter (%)	30.06.2014	31.12.2013
	Børsnoterede finansielle instrumenter*	99,69	98,46
	Øvrige finansielle instrumenter**	0,31	1,54
	I alt finansielle instrumenter	100,00	100,00

Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside www.pfainvest.dk

* Indeholder Kapitalandele, Tilgodehavende rente, udbytte m.m. og Mellemværende vedrørende handelsafvikling.

** Indeholder Likvide midler i alt.

2	Medlemmernes formue (1000 kr.)	30.06.2014	
		Cirk. kapital	Formue værdi
	Medlemmernes formue (primo)	1.238	155.768
	Udlodning fra sidste år		-8.817
	Emissioner i året	295	36.299
	Indløsninger i året	-37	-4.531
	Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		-15
	Overført fra resultatopgørelse		12.202
	I alt medlemmernes formue	1.497	190.907

Globale aktier

NOTER (Fortsat)

3 Noter, hvortil der ikke henvises

Hoved- og nøgletal	30.06.2014	30.06.2013	31.12.2013
Nettoreultat (1000 kr.)	12.202	14.095	31.322
Formue (1000 kr.)	190.907	137.734	155.768
Cirkulerende andele (stk.)	1.497.074	1.231.233	1.238.233
Indre værdi pr. andel	127,52	111,87	125,80
Afkast i pct.	6,46	11,52	25,41
Benchmarkafkast i pct.	6,79	9,94	21,19

Risiko

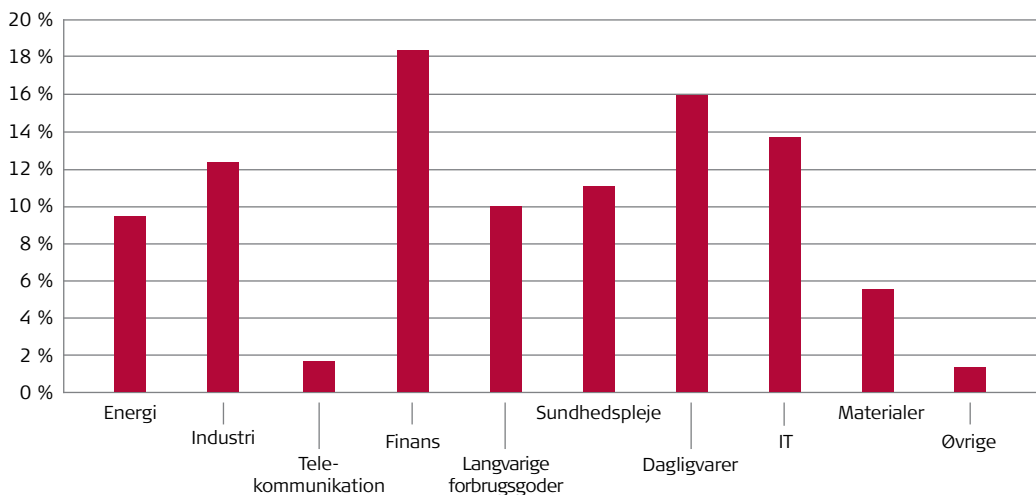
Opføres kun for afdelinger, der har eksisteret mere end 36 måneder.

Afdelingens ti største beholdninger

Pandora	2,33 %
Berkshire Hathaway B	2,27 %
Apple	1,89 %
Colgate-Palmolive	1,66 %
Roche Holding	1,66 %
Lvmh Moet Hennessy Louis Vuitton	1,60 %
Walt Disney	1,59 %
Fanuc	1,59 %
BASF	1,49 %
Schlumberger	1,46 %

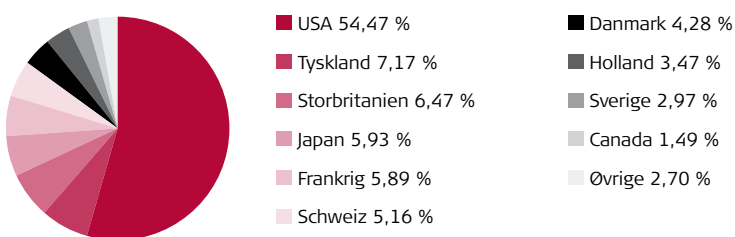
Formuefordeling (%)

Branche



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider.

Lande



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider.

Kreditobligationer

Afdelingsprofil

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, dog således at andelen af High Yield obligationer og obligationer fra Emerging Markets maksimalt udgør 65 % af formuen. Det tilstræbes at afdelingen har en veldiversificeret portefølje på 150-250 obligationer. Afdelingen investerer hovedsagligt i børsnoterede obligationer.

Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

Startdato

Afdelingen havde opstart den 1.10.2012

Benchmark

Afdelingens benchmark er 50 % Barclays Global Aggr Corp: excl AAA, USD+EUR Cur only/25 % JP-Morgan Emerging Markets Bonds Index EMBI Global Diversified Composite/25 % Barclays U.S. High Yield Corp - 2 % issuer Capped.

Risikoprofil

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

Halvårets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 1. halvår af 2014 et afkast på 7,62 %, mens benchmark gav et afkast på 6,75 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2013	-2,78 %	-3,30 %	0,52 %
2014*	7,62 %	6,75 %	0,87 %
Siden start	6,14 %	3,74 %	2,40 %

* Perioden 1. januar - 30. juni.

Markedsudvikling i 1. halvår 2014

Afdelingen har i 1. halvår haft medvind af lempe-

lige globale centralbanker, stagnerende væksttendenser, små markedsudsving, lave statsrenter og minimal risiko for misligholdelse af lån. Kreditmarkedet understøttes af efterspørgslen efter investeringer med højere afkastpotentiale end traditionelle obligationer, og der registreres indskud i obligationsfonde, som investerer i Investment Grade, High Yield og Emerging Markets obligationer. Det har resulteret i yderligere spændingsnævninger overfor statsobligationer. De gunstige markedsvilkår benyttes af virksomhederne til refinansiering, så til trods for et markant udstedelsespres er netto ny-udstedelsesniveauet lavt.

Markedsafkastet for Investment Grade og High Yield lå i 1. halvår 2014 i niveauet 6 % og Emerging Markets på ca. 9,5 %.

Afdelingens udvikling i 1. halvår 2014

Afdelingen har i 1. halvår leveret et afkast på 7,62 %. Afkastet ligger på linie med forventningen ved indgangen af året.

Afdelingens benchmark har leveret et afkast på 6,75 % i halvåret. Merafkastet på 0,87 %-point skyldes papirudvælgelsen, hvor specielt obligationsvalget indenfor Investment Grade skal fremhæves.

Afdelingen har 75 % af investeringerne i obligationer med en restløbetid over 5 år. Investeringer i USA tegner sig for 39 % af afdelingen.

Kreditspænd for Investment Grade, Emerging Market og High Yield obligationer ligger ved udgangen af 1. halvår på henholdsvis 100 bps, 270 bps og 335 bps. Med en forventning om et fortsat lavt misligholdelsesniveau for obligationslån anser vi kreditobligationer som fair prissat.

Forventninger til 2. halvår 2014

Afdelingen forventer som følge af den pæne afkastudvikling i 1. halvår et begrænset afkast i 2. halvår.

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. 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 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 DKK. Valutakursrisikoen kan dog i perioder være afdækket helt eller delvist i forhold til DKK.

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, 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 2014

De største risici for kreditobligationer forventes at være en generel markant stigning i den økonomiske vækst, som fører til stigende renter, men specifikke kreditbegivenheder kan også påvirke markedsudviklingen.

Risici er også omtalt under Generelle Risikofaktorer.

Kreditobligationer

Note	Resultatopgørelse (1000 kr.)	1.1.- 30.06.14	1.1.- 30.06.13
	Renteindtægter	7.111	6.590
	Renteudgifter	-	0
	I alt renter	7.111	6.590
	Kursgevinster og - tab, Obligationer	12.003	-8.983
	Kursgevinster og - tab, Valutakonti	121	-39
	I alt kursgevinster og -tab	12.125	-9.022
	I alt indtægter	19.236	-2.432
	Administrationsomkostninger	1.163	1.074
	Halvårets nettoresultat	18.073	-3.506

Note	Balance (1000 kr.)	30.06.2014	31.12.2013
	AKTIVER		
	Indestående i depotselskab	3.092	1.024
	Likvide midler i alt	3.092	1.024
	Noterede obligationer fra danske udstedere	8.702	5.017
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	248.230	212.441
	I alt obligationer	256.932	217.458
	Tilgodehavende renter, udbytte mm.	3.750	3.464
	Andre tilgodehavender	50	12
	I alt andre aktiver	3.800	3.476
1	Aktiver i alt	263.824	221.958
	PASSIVER		
2	Medlemmernes formue	263.532	221.691
	Skyldige omkostninger	292	267
	I alt anden gæld	292	267
	Passiver i alt	263.824	221.958

3 Noter, hvortil der ikke henvises

NOTER

1	Finansielle instrumenter (%)	30.06.2014	31.12.2013
	Børsnoterede finansielle instrumenter*	98,83	99,54
	Øvrige finansielle instrumenter**	1,17	0,46
	I alt finansielle instrumenter	100,00	100,00

Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside www.pfainvest.dk

* Indeholder Obligationer og Tilgodehavende rente, udbytte m.m.

** Indeholder Likvide midler i alt.

2	Medlemmernes formue (1000 kr.)	30.06.2014	
		Cirk. kapital	Formue værdi
	Medlemmernes formue (primo)	2.275	221.691
	Udlodning fra sidste år		-10.858
	Emissioner i året	390	38.626
	Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag	-41	-4.000
	Overført fra resultatopgørelse		18.073
	I alt medlemmernes formue	2.624	263.532

Kreditobligationer

NOTER (fortsat)

3 Noter, hvortil der ikke henvises

Hoved- og nøgletal	30.06.2014	30.06.2013	31.12.2013
Nettoresultat (1000 kr.)	18.073	-3.506	-6.381
Formue (1000 kr.)	263.532	224.065	221.691
Cirkulerende andele (stk.)	2.624.159	2.270.034	2.275.034
Indre værdi pr. andel	100,43	98,71	97,45
Afkast i pct.	7,62	-1,52	-2,78
Benchmarkafkast i pct.	6,75	-1,61	-3,30

Risiko

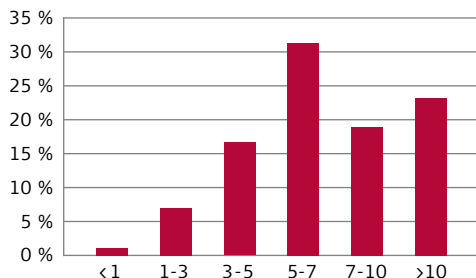
Opgøres kun for afdelinger, der har eksisteret mere end 36 måneder.

Afdelingens ti største beholdninger

7.75 % Commerzbank Ag 16/03/2021	1,81 %
4.125 % Caja Madrid 24/03/2036	1,75 %
7.125 % Braskem America 22/07/2041	1,66 %
6.0 % Holcim Us Financ 30/12/2019	1,45 %
6.4 % Jpmorgan Chase 15/05/2038	1,33 %
2.625 % Securitas Ab 22/02/2021	1,20 %
6.0 % Constellation Br 01/05/2022	1,18 %
7.5 % Arcelormittal 15/10/2039	1,17 %
4.125 % Rabobank 14/09/2022	1,15 %
6.75 % Lafarge Sa 16/12/2019	1,14 %

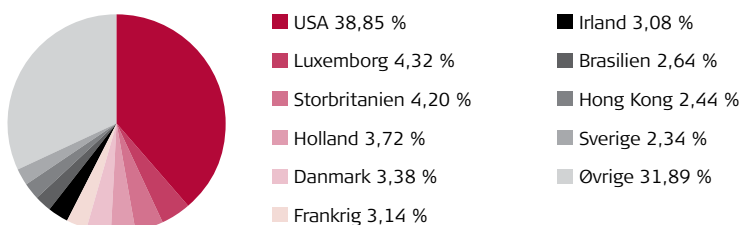
Formuefordeling (%)

Løbetid



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider.

Lande



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider.

Balance B

Afdelingsprofil

Afdelingen investerer minimum 50 % af formuen i afdelinger i Investeringsforeningen PFA Invest. Afdelingen kan endvidere investere direkte eller indirekte i obligationer samt i aktier, dog således at den gennemsnitlige andel af aktiebaserede investeringer hen over kalenderåret udgør mindst 50 %. Afdelingen investerer hovedsagligt i børsnoterede værdipapirer, men kan placere op til 10 % af midlerne i 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 til benchmark med en balanceret risikoprofil. Afdelingens obligationsportefølje placeres og tilpasses løbende, og der tilstræbes en varighed på niveau med benchmark.

Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

Startdato

Afdelingen havde opstart den 1.10.2012.

Benchmark

Afdelingens benchmark er 55 % MSCI World, 10 % Barclays Golbal Agg. Corp. USD, EUR ex AAA, 5 % JPM EMBI Global Diversified, 5 % Barclays US HY Corp 2 % Issuer Capped, 18,7 % Nordea Markets Mortgage Bond Index og 6,3 % Nordea Markets Government Bond Denmark Index.

Risikoprofil

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

Halvårets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 1. halvår af 2014 et afkast på 9,11 %, mens benchmark gav et afkast på 6,26 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2013	12,41 %	8,72 %	3,69 %
2014*	9,11 %	6,26 %	2,85 %
Siden start	23,95 %	16,32 %	7,62 %

* Perioden 1. januar - 30. juni

Markedsudvikling i 1. halvår 2014

1. halvår var præget af fokus på vækstafmatning i Emerging Markets, skuffende økonomiske nøgletal i USA samt eskalering af spændingerne mellem Rusland på den ene side og Europa og USA på den anden i forbindelse med konflikten i Ukraine. Januar var præget af en søgning mod mere sikre aktiver, hvilket betød faldende renter og udvidelse af kreditspænd samt pressede aktiemarkeder, hvor især emerging markets blev hårdt ramt. Vi har i de efterfølgende måneder set en stabilisering af markederne, da blandt andet de geopolitiske spændinger i forbindelse med Ukraine-krisen aftog.

Halvåret var præget af et rentefald, der påvirkede de lange obligationer positivt. Rentefaldet indtrådte i kølvandet på stigende mistillid til den globale økonomiske udvikling, aftagende inflation og dermed tiltagende interesse for mere sikre placeringer i obligationsmarkedet.

Faldende renter og en lempelig pengepolitik gav nede ligeledes aktierne, der på grund af det lave renteniveau fremstod mere attraktive end traditionelle obligationer. Det danske aktiemarked var i et globalt perspektiv blandt de absolut bedste i 1. halvår. Danske aktier steg således 17 % i perioden sammenholdt med globale aktiers afkast på 7 %.

Afdelingens udvikling i 1. halvår 2014

Afdelingen opnåede i 1. halvår et afkast på 9,11 %. Forventningen ved indgangen til 2014 om endnu et positivt år for risikofyldte aktier holdt stik i 1. halvår.

Afdelingens afkast oversteg benchmarkafkastet med 2,85 %-point. Afdelingen har gennem det meste af perioden været overvægtet i danske aktier og kreditobligationer, med undervægt i danske obligationer, hvor især overvægten af danske aktier

har bidraget positivt til merafkastet. Herudover har god papirudvælgelse på kreditobligationer og aktier ligeledes bidraget positivt til afdelingens merafkast.

Forventninger til 2. halvår 2014

Set i lyset af pæne afkast for risikofyldte aktiver i 1. halvår, forventer afdelingen begrænsede afkast i 2. halvår.

Afdelingen forventer, at aktiemarkedene vil stige 3-5 % i 2. halvår 2014. Hovedscenariet er fortsat en lav, men positiv vækst i økonomien.

Set i lyset af det lave danske renteniveau forventer afdelingen et begrænset afkast på danske obligationer i 2. halvår.

Tilsvarende forventes et begrænset afkast på kreditobligationer, der leverede pæne afkast i 1. halvår.

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 obligationsmarkedene 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 obligationsmarkedene og dermed på udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue.

Kursudviklingen på obligationsmarkedene er generelt mindre volatil end på aktiemarkedene.

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 DKK. Valutakursrisikoen kan dog i perioder være afdækket helt eller delvist i forhold til DKK.

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 2014

De største risici i afdelingen er, at de underliggende afdelingers afkast samvarierer i negativ retning.

Risici er også omtalt under Generelle Risikofaktorer.

Balance B

Note	Resultatopgørelse (1000 kr.)	1.1.- 30.06.14	1.1.- 30.06.13
	Renteindtægter	583	278
	Renteudgifter	-1	-1
	Udbytter	4.857	385
	I alt renter og udbytter	5.439	663
	Kursgevinster og -tab, Obligationer	1.560	-134
	Kursgevinster og -tab, Kapitalandele	5.613	5.941
	Kursgevinster og -tab, Valutakonti	-10	13
	Kursgevinster og -tab, Øvrige	-1	-
	Handelsomkostninger	32	18
	I alt kursgevinster og -tab	7.131	5.801
	I alt indtægter	12.570	6.464
	Administrationsomkostninger	238	292
	Halvårets resultat før skat	12.331	6.172
	Skat	21	14
	Halvårets nettoresultat	12.311	6.159

Note	Balance (1000 kr.)	30.06.2014	31.12.2013
	AKTIVER		
	Indestående i depotselskab	4.634	4.236
	I alt likvide midler	4.634	4.236
	Noterede obligationer fra danske udstedere	21.437	12.032
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	12.108	11.109
	I alt obligationer	33.545	23.141
	Noterede aktier fra danske selskaber	6.133	1.101
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	15.242	1.416
	Investeringsbeviser i danske investeringsforeninger	110.228	120.378
	I alt kapitalandele	131.602	122.895
	Tilgodehavende renter, udbytte mm.	378	359
	Andre tilgodehavender	42	-
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	4.572	12
	I alt andre aktiver	4.992	371
1	Aktiver i alt	174.773	150.643
	PASSIVER		
2	Medlemmernes formue	168.519	146.423
	Skyldige omkostninger	217	73
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	6.038	4.147
	I alt anden gæld	6.255	4.220
	Passiver i alt	174.773	150.643
3	Noter, hvortil der ikke henvises		

NOTER

1	Finansielle instrumenter (%)	30.06.2014	31.12.2013
	Børsnoterede finansielle instrumenter*	97,35	97,19
	Øvrige finansielle instrumenter**	2,65	2,81
	I alt finansielle instrumenter	100,00	100,00

Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside www.pfainvest.dk

* Indeholder Obligationer, Kapitalandele, Tilgodehavende rente, udbytte m.m. og Mellemværende vedrørende handelsafvikling.

** Indeholder Likvide midler i alt.

Balance B

NOTER (Fortsat)

2 Medlemmernes formue (1000 kr.)	30.06.2014	
	Cirk. kapital	Formue værdi
Medlemmernes formue (primo)	1.289	146.423
Udlodning fra sidste år		-2.891
Emissioner i året	217	26.295
Indløsninger i året	-118	-13.344
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		-274
Overført fra resultatopgørelse		12.311
I alt medlemmernes formue	1.388	168.519

3 Noter, hvortil der ikke henvises

Hoved- og nøgletal	30.06.2014	30.06.2013	31.12.2013
Nettoresultat (1000 kr.)	12.311	6.159	15.772
Formue (1000 kr.)	168.519	135.298	146.423
Cirkulerende andele (stk.)	1.387.564	1.274.940	1.288.940
Indre værdi pr. andel	121,45	106,12	113,60
Afkast i pct.	9,11	5,01	12,41
Benchmarkafkast i pct.	6,26	3,41	8,72

Risiko

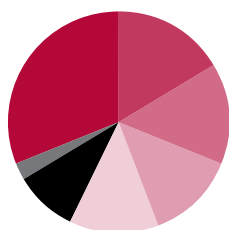
Opgøres kun for afdelinger, der har eksisteret mere end 36 måneder.

Afdelingens største beholdninger

PFA Invest Globale Aktier	16,43 %
PFA Invest Højt Udbytte Aktier	14,93 %
PFA Invest Lange Obligationer	13,07 %
PFA Invest Dansk Aktier	12,95 %
PFA Invest Kreditobligationer	9,21 %
Nykredit 01/01/2041	2,36 %
Øvrige	31,06 %

Formuefordeling (%)

Eksponering



■ PFA Invest Globale Aktier 16,43 %	■ PFA Invest Kreditobligationer 9,21 %
■ PFA Invest Højt Udbytte Aktier 14,93 %	■ Nykredit 01/01/2041 2,36 %
■ PFA Invest Lange Obligationer 13,07 %	■ Øvrige 31,06 %
■ PFA Invest Dansk Aktier 12,95 %	

Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider.

Højt udbytte aktier

Afdelingsprofil

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 20.12.2012

Benchmark

Afdelingens benchmark er MSCI Europe inklusiv udbytte.

Risikoprofil

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

Halvårets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 1. halvår af 2014 et afkast på 6,07 %, mens benchmark gav et afkast på 6,08 %

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2013	21,04 %	19,81 %	1,23 %
2014*	6,07 %	6,08 %	-0,01 %
Siden start	27,15 %	26,16 %	0,99 %

* Perioden 1. januar - 30. juni

Markedsudvikling i 1. halvår 2014

De europæiske aktiemarkeder fortsatte med et halvårsafkast på 6,07 % de positive tendenser fra 2013.

Udviklingen i første kvartal var præget af store udsving grundet uro i Emerging Markets. Uroen medførte store udsving på valutamarkedene og dermed afsmitning på resultaterne i flere af de europæiske selskaber med stor eksponering til disse lande. Desuden meddelte den amerikanske centralbank, at man ville neddrøse det markedsunderstøttende obligationsopkøbsprogram, der har kørt siden krisens start.

Modsat hvad mange forventede ved indgangen til året har vi set faldende renter, hvilket har understøttet markedet især i løbet af andet kvartal.

Den forbedrede makroøkonomiske situation i USA har generelt virket positivt på markedet og troen på afsmitning i Europa har virket positivt på markedet.

Et historisk lavt gældsniveau i virksomhederne i kombination med et attraktivt renteniveau har ført til en opblomstring af markedet for virksomheds-handler med adskillige store virksomheds-overtagelser til følge. De gunstige markedsforhold har ligeledes givet en øget interesse for børsnoteringer i perioden.

Afdelingens udvikling i 1. halvår 2014

Afdelingens afkast var 6,07 % i første halvår på linie med forventningen om et afkast i 2014 på 5-10 % ved årets start.

Afkastet ligger på niveau med afdelingens benchmarkafkast.

På sektorniveau kom de største positive bidrag fra Finans, IT og Energi aktierne, hvorimod eksponeringen til telekommunikation, sundhedspleje og forsyningsselskaber trak ned i det samlede afkast.

Blandt de største positive bidragsydere var investeringer i Wells Fargo, Topdanmark og en ny aktie i porteføljen Aberdeen Asset Management. Wells Fargo har før, under og efter den finansielle krise været blandt de absolut mest konservative banker hvad angår risikotagning. Kombineret med en øget samlet udbetaling til aktionærene har dette ført til en kurstigning på 15 % i første halvår. Aberdeen Asset Management blev købt i slutningen af perioden og har bidraget positivt i takt med der opstod en lidt mere positiv holdning til Emerging Markets.

Energiselskaberne er generelt i gang med en gennemgang af deres forretninger med et skift i fokus fra at sikre flest mulige oliereserver til fokus på afkast af den investerede kapital. Dette har ført til reduktion af investeringerne generelt og en positiv kursudvikling til gavn for porteføljen.

Porteføljens negative bidrag fra forsyningsselskaber skyldes primært en meget lav eksponering til denne sektor sammenlignet med det generelle indeks.

Forventninger til 2. halvår 2014

Afdelingen forventer, at de europæiske aktiemarkeder vil stige med 3-5 % i 2. halvår 2014. Hovedscenariet er en lav, men positiv vækst i økonomierne.

Afdelingsspecifikke risici

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

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

Kursudviklingen på aktiemarkederne

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

rakter 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 standardafvigelse på under 1, og afkastet på porteføljen forventes derfor at svinge mindre end markedet i både opad- og nedadgående retning.

Landerisiko

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

Selskabsspecifikke forhold

Kursudviklingen for hver enkelt aktie i afdelingens porteføje vil ofte være mere ujævn end markedets gennemsnitlige kursudvikling. Selskabsspecifikke forhold, herunder selskabets generelle forretningsudvikling, forretningsudviklingen på vigtige områder, finansieringsforhold, følsomheden over for udviklingen i 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 2014

Afdelingen vil være følsom overfor en markant ændring af det nuværende renteniveau i opadgående retning. En negativ markedsfokus på defensive sektorer, hvor afdelingen er overvægtet vil påvirke afdelingen negativt relativt til benchmark.

Risici er også omtalt under Generelle Risikofaktorer.

Højt udbytte aktier

Note	Resultatopgørelse (1000 kr.)	1.1.- 30.06.14	1.1.- 30.06.13
	Renteindtægter	0	0
	Renteudgifter	-3	0
	Udbytter	4.951	3.314
	I alt udbytter	4.948	3.315
	Kursgevinster og - tab, Kapitalandele	5.966	6.089
	Kursgevinster og tab, Valutakonti	-29	-31
	Kursgevinster og -tab, Øvrige	-3	-2
	Handelsomkostninger	216	36
	I alt kursgevinster og -tab	5.718	6.020
	I alt indtægter	10.666	9.335
	Administrationsomkostninger	750	642
	Halvårets resultat før skat	9.917	8.693
	Skat	401	332
	Halvårets nettoresultat	9.515	8.361

Note	Balance (1000 kr.)	30.06.2014	31.12.2013
	AKTIVER		
	Indestående i depotselskab	518	1.034
	I alt likvide midler	518	1.034
	Noterede aktier fra danske selskaber	23.090	5.582
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	217.909	125.625
	I alt kapitalandele	240.999	131.207
	Tilgodehavende renter, udbytte mm.	261	99
	Andre tilgodehavender	35	9
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	2.372	201
	I alt andre aktiver	2.668	308
1	Aktiver i alt	244.185	132.549
	PASSIVER		
2	Medlemmernes formue	241.754	132.413
	Skyldige omkostninger	183	137
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	2.248	-
	I alt anden gæld	2.431	137
	Passiver i alt	244.185	132.549
3	Noter, hvortil der ikke henvises		
	NOTER		

1	Finansielle instrumenter (%)	30.06.2014	31.12.2013
	Børsnoterede finansielle instrumenter*	99,79	99,22
	Øvrige finansielle instrumenter**	0,21	0,78
	I alt finansielle instrumenter	100,00	100,00

Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside www.pfainvest.dk

* Indeholder Kapitalandele, Tilgodehavende rente, udbytte m.m. og Mellemværende vedrørende handelsafvikling.

** Indeholder Likvide midler i alt.

2	Medlemmernes formue (1000 kr.)	30.06.2014	
		Cirk. kapital	Formue værdi
	Medlemmernes formue (primo)	1.105	132.413
	Udlodning fra sidste år		-2.826
	Emissioner i året	860	106.795
	Indløsninger i året	-26	-3.000
	Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		-1.143
	Overført fra resultatopgørelse		9.515
	I alt medlemmernes formue	1.939	241.754

Højt udbytte aktier

NOTER (Fortsat)

3 Noter, hvortil der ikke henvises

Hoved- og nøgletal	30.06.2014	30.06.2013	31.12.2013
Nettoreultat (1000 kr.)	9.515	8.361	22.688
Formue (1000 kr.)	241.754	117.878	132.413
Cirkulerende andele (stk.)	1.939.490	1.102.653	1.104.653
Indre værdi pr. andel	124,65	106,90	119,87
Afkast i pct.	6,07	7,95	21,04
Benchmarkafkast i pct.	6,08	3,60	19,81

Risiko

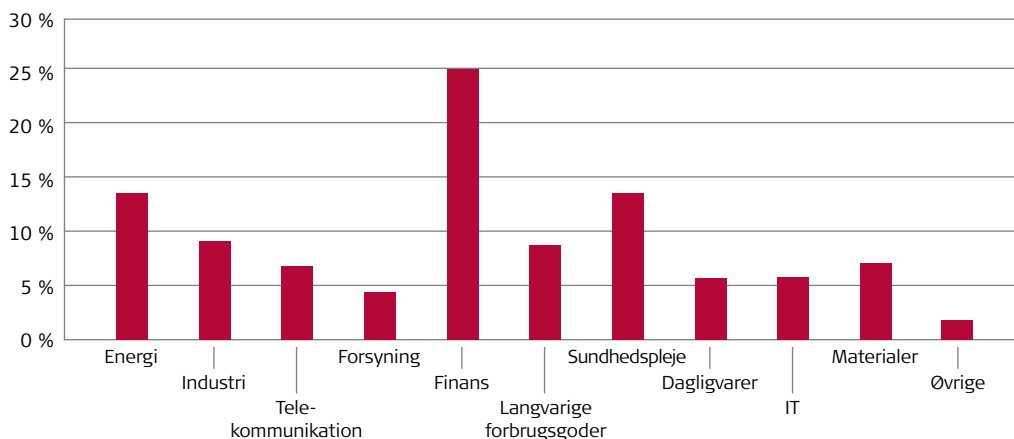
Opføres kun for afdelinger, der har eksisteret mere end 36 måneder.

Afdelingens ti største beholdninger

Royal Dutch Shell	4,50 %
Roche Holding	3,51 %
Novartis	2,79 %
Hsbc Holdings	2,69 %
Reed Elsevier	2,68 %
Nestle	2,66 %
Glaxosmithkline	2,51 %
Wells Fargo	2,44 %
Iberdrola	2,31 %
Eni Spa	2,19 %

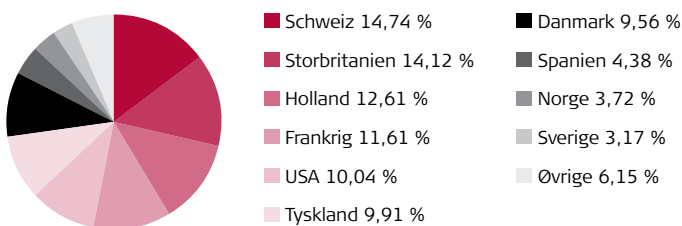
Formuefordeling (%)

Branche



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider.

Lande



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider.

Balance A

Afdelingsprofil

Afdelingen investerer minimum 50 % 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 til benchmark med en balanceret risikoprofil. Afdelingens obligationsportefølje placeres og tilpasses løbende, og der tilstræbes en varighed på niveau med benchmark.

Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

Startdato

Afdelingen havde opstart den 28.01.2014.

Benchmark

Afdelingens benchmark er bestående af 25 % MSCI World, 25 % Barclays Global Agg. Corp. USD, EUR ex AAA, 5 % JPM EMBI Global Diversified, 5 % Barclays US HY Corp 2% Capped, 30 % Nordea Markets Mortgage Bond Index og 10 % Nordea Markets Government Bond Denmark Index.

Risikoprofil

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

Halvårets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 1. halvår 2014 et afkast på 6,00 %, mens benchmark gav et afkast på 5,16 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2014*	6,00 %	5,16 %	0,84 %
Siden start	6,00 %	5,16 %	0,84 %

* Perioden 28. januar - 30. juni 2014

Markedsudvikling i 1. halvår 2014

Afdelingen Balance A blev introduceret i slutningen af januar. I perioden siden lanceringen har stemningen på de finansielle markeder været overvejende positiv. Tendensen til mere stabile markeder har været drevet af blandt andet bedre takter i den amerikanske økonomi i løbet af februar og marts kombineret med en stabilisering af de politiske spændinger omkring Ukraine.

Perioden siden afdelingens lancering har været præget af et rentefald, der påvirkede de lange obligationer positivt. Rentefaldet indtrådte i kølvandet på stigende mistillid til den globale økonomiske udvikling, aftagende inflation og dermed tiltagende interesse for mere sikre placeringer i obligationsmarkedet.

Faldende renter og en lempelig pengepolitik gav nede aktierne, der på grund af det lave renteniveau fremstod mere attraktive end traditionelle obligationer. Det danske aktiemarked var i et globalt perspektiv blandt de absolut bedste i første halvår. Danske aktier steg således 17 % i perioden sammenholdt med globale aktiers afkast på 7 %.

Afdelingens udvikling i 1. halvår 2014

Afdelingens opnåede i perioden et afkast på 6,00 %. Da afdelingen ikke var etableret primo året, indeholder årsrapporten for 2013 ikke forventninger til 2014 for denne afdeling.

Afdelingens afkast oversteg benchmarkafkastet med 0,84 %-point. Afdelingen har gennem det meste af perioden været overvægtet i danske aktier og kreditobligationer, med undervægt i danske obligationer, hvor især overvægten af danske aktier har bidraget positivt til merafkastet. Herudover har god papirudvælgelse på kreditobligationer og aktier ligeledes bidraget positivt til afdelingens merafkast.

Forventninger til 2. halvår 2014

Set i lyset af pæne afkast for risikofyldte aktiver i 1. halvår, forventer afdelingen begrænsede afkast i

2. halvår. Afdelingen forventer, at aktiemarkedene vil stige 3-5 % i 2. halvår 2014. Hovedscenariet er fortsat en lav, men positiv vækst i økonomien.

Set i lyset af det lave danske renteniveau forventer afdelingen et begrænset afkast på danske obligationer i 2. halvår.

Tilsvarende forventes et begrænset afkast på kreditobligationer, der leverede pæne afkast i 1. halvår.

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 obligationsmarkedene 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 obligationsmarkedene er generelt mindre volatil end på aktiemarkedene.

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 DKK. Valutakursrisikoen kan dog i perioder være afdækket helt eller delvist i forhold til DKK.

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 skat-

temæssige 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 2014

De største risici i afdelingen er, at de underliggende afdelingers afkast samvarierer i negativ retning.

Risici er også omtalt under Generelle Risikofaktorer.

Balance A

Note	Resultatopgørelse (1000 kr.)	28.01.- 30.06.14
	Renteindtægter	678
	Renteudgifter	-1
	Udbytter	3.872
	I alt renter og udbytter	4.548
	Kursgevinster og - tab, Obligationer	1.436
	Kursgevinster og -tab, Kapitalandele	2.462
	Kursgevinster og -tab, Valutakonti	30
	Handelsomkostninger	11
	I alt kursgevinster og -tab	3.919
	I alt indtægter	8.468
	Administrationsomkostninger	228
	Halvårets nettoresultat	8.240
Note	Balance (1000 kr.)	30.06.2014
	AKTIVER	
	Indestående i depotselskab	4.303
	I alt likvide midler	4.303
	Noterede obligationer fra danske udstedere	43.099
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	22.243
	I alt obligationer	65.342
	Noterede aktier fra danske selskaber	977
	Investeringsbeviser i danske investeringsforeninger	99.039
	I alt kapitalandele	100.016
	Tilgodehavende renter, udbytte mm.	629
	Andre tilgodehavender	6
	I alt andre aktiver	636
1	Aktiver i alt	170.297
	PASSIVER	
2	Medlemmernes formue	166.996
	Skyldige omkostninger	80
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	3.221
	I alt anden gæld	3.301
	Passiver i alt	170.297
3	Noter, hvortil der ikke henvises	
	NOTER	
	Finansielle instrumenter (%)	30.06.2014
	Børsnoterede finansielle instrumenter*	97,47
	Øvrige finansielle instrumenter**	2,53
	I alt finansielle instrumenter	100,00
	Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside www.pfainvest.dk	
	* Indeholder Obligationer, Kapitalandele og Tilgodehavende rente, udbytte m.m.	
	** Indeholder Likvide midler i alt.	

Balance A

NOTER (Fortsat)

2 Medlemmernes formue (1000 kr.)	30.06.2014	
	Cirk. kapital	Formue værdi
Medlemmernes formue (primo)	-	-
Emissioner i året	1.614	163.942
Indløsninger i året	-39	-3.968
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		-1.219
Overført fra resultatopgørelse		8.240
I alt medlemmernes formue	1.575	166.996

3 Noter, hvortil der ikke henvises

Hoved- og nøgletal	30.06.2014*
Nettoresultat (1000 kr.)	8.240
Formue (1000 kr.)	166.996
Cirkulerende andele (stk.)	1.575.396
Indre værdi pr. andel	106,00
Afkast i pct.	6,00
Benchmarkafkast i pct.	5,16

* Perioden 28. januar – 30. juni

Risiko

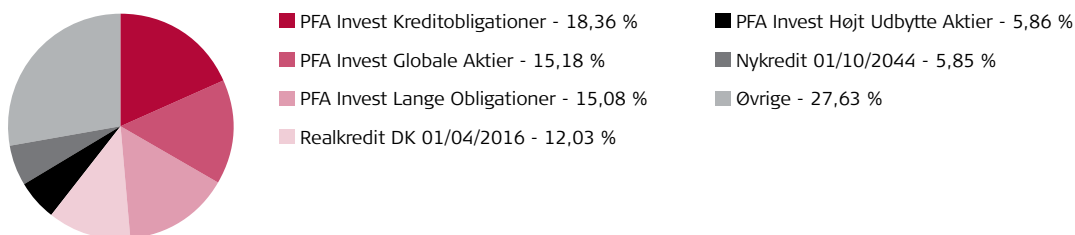
Opgøres kun for afdelinger, der har eksisteret mere end 36 måneder.

Afdelingens største beholdninger

PFA Invest Kreditobligationer	18,36 %
PFA Invest Globale Aktier	15,18 %
PFA Invest Lange Obligationer	15,08 %
Realkredit DK 01/04/2016	12,03 %
PFA Invest Højt Udbytte Aktier	5,86 %
Nykredit 01/10/2044	5,85 %
Øvrige	27,63 %

Formuefordeling (%)

Eksponering



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider.

FÆLLES NOTER

Anvendt regnskabspraksis

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

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten for 2013.

Alle beløb i regnskabet præsenteres i hele 1.000 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 regnskabsperioden.

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 halvårsrapporten aflægges, hvis oplysningerne be- eller afkræfter forhold, der eksisterede på balancedagen.

Regnskabsmæssige skøn og vurderinger

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

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

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

Omregning af fremmed valuta

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

Resultatopgørelsen

Renter og udbytter

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

Kursgevinster og -tab

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

Under handelsomkostninger føres alle direkte omkostninger relateret til handler udført i forbindelse med den løbende porteføljepleje.

Administrationsomkostninger

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

Skat

I posten indgår ikke refunderbar skat på renter og udbytter.

Balancen

Finansielle instrumenter (værdipapirer mv.)

Finansielle instrumenter indregnes i balancen på handelstidspunktet til købspris excl. 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. Posten kan endvidere indeholde tilgodehavende rente- og udbytteskat hos udenlandske skattemyndigheder samt forudbetalte omkostninger.

Nøgletalsdefinitioner

Indre værdi

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

Årets afkast i procent

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

hvor geninvesteret udlodning opgøres således:

$$\frac{\text{Udlodning X Indre værdi ultimo året}}{\text{Indre værdi umiddelbart efter udlodning}}$$

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 på initiativ af PFA Pension, forsikringsaktieselskab den 31. august 2012 og omfatter følgende afdelinger:

- Korte Obligationer
- Lange Obligationer
- Danske Aktier
- Globale Aktier
- Kreditobligationer
- Balance B
- Højt Udbytte
- Balance A

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

Direktør Poul Erik Tofte (formand)

Østerbrogade 106
2100 København Ø

Partner Rina Asmussen

Ansættelsesadresse
Stanton Chase Copenhagen
Strandgade 4
1401 København K

Tidl. intern revisionschef

Jørgen Madsen
Askhøj 15
2850 Nærum

Investeringsforvaltningsselskab

PFA Portefølje Administration 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, konstitueret: Torben G. Knappe

Kapitalforvalter for afdelingerne:

PFA Portefølje Administration A/S, som har udpeget følgende som kapitalforvalter og ansvarlig for markedsføring:

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

Kapitalforvalter er godkendt af Investeringsforeningens bestyrelse.

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
1560 København V
Reg. nr. i Finanstilsynet: 6012
CVR-nr.: 31 59 33 36

Investeringsforeningens revisor

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

Anders Gjelstrup,
statsautoriseret revisor
Kasper Bruhn Udam,
statsautoriseret revisor