

HALVÅRSRAPPORT 2015

INVESTERINGSFORENINGEN PFA INVEST

www.pfainvest.dk // Offentliggjort 24. august 2015



Indholdsfortegnelse

Ledelsespåtegning	3
Ledelsesberetning	
Generelt for afdelingerne	5
Udviklingen i 1. halvår af 2015	6
Udsigterne for de finansielle markeder i 2. halvår 2015	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
Europa Value Aktier	48
Balance C	52
Fælles noter	
Anvendt regnskabspraksis	58
Nøgletalsdefinitioner	60
Foreningsoplysninger	61

Ledelsespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktionen har dags dato aflagt og godkendt halvårsrapporten for 1. halvår 2015 for 10 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. 24. august 2015

Bestyrelsen:

Peter Engberg Jensen
Formand

Rina Asmussen

Jørgen Madsen

Direktion:

Rasmus Bessing
Konstitueret direktør
PFA Asset Management A/S

Christian Lindstrøm Lage
Konstitueret direktør
PFA Asset Management A/S

Henrik Henriksen
Konstitueret direktør
PFA Asset Management A/S

LEDELSES- BERETNING

Generelt for afdelingerne

Resultat, formue og andele

Foreningen har i 1. halvår af 2015 realiseret et samlet resultat på 214,4 mio. kr. mod 200,2 mio. kr. for hele 2014. Formuen i foreningen udgør 3.228,7 mio.kr., hvilket er en stigning på 715 mio.kr. siden ultimo 2014. Antallet af cirkulerende andele i foreningens afdelinger er øget til 26.354.456 stk., hvilket er en stigning på 5,3 mio. stk. siden ultimo 2014. Der er i halvåret udloddet 179,1 mio. kr. for regnskabsåret 2014.

Udlodning

Efter den ordinære generalforsamling den 20. april blev der udbetalt følgende udbytte for regnskabsåret 2014:

Afdeling	Udbytte (kr. pr. andel)
Korte Obligationer	1,10
Lange Obligationer	2,30
Danske Aktier	20,70
Globale Aktier	17,40
Kreditobligationer	5,50
Balance B	11,00
Højt Udbytte Aktier	8,10
Balance A	3,70

Ændringer og nyheder

I april indbød foreningen til tegning i en ny afdeling, Balance C. Med et tegningsresultat på knap 102 mio. kr. blev afdelingen optaget i handel på NASDAQ Copenhagen den 7. maj.

I forbindelse med forårets udlodning tilbød foreningen for første gang mulighed for at investorerne kunne tilmelde sig en ordning (i egen depotbank), hvorefter udbyttet helt eller delvist blev geninvesteret i samme afdeling fremfor at blive udbetalt. Automatisk geninvestering er en nem og billig måde at geninvestere udbytte og mere end 31 % af dette års udlodning blev således automatisk geninvesteret.

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 Asset Management A/S.

Foreningens politik og retningslinjer for ansvarlige investeringer er via kapitalforvalter baseret på FN Global Compacts 10 principper. Politik og retningslinjer indeholder respekt for menneskerettigheder, arbejdstagerrettigheder, klima, miljø samt anti-korruption og er genstand for arbejdet med ansvarlige investeringer, screeninger og dialog. For PFA Asset Management A/S betyder det, at principperne integreres 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 Asset Management A/S. Aftalerne om serviceydelser er indgået på markedsbaserede vilkår.

Udviklingen i 1. halvår af 2015

Halvårsstatus for den globale økonomi tegner et blandet billede. Det store fald i olieprisen svarede til en signifikant skattelettelse blandt globale forbrugere og har understøttet privatforbruget specielt i den vestlige verden. Lav global inflation giver centralbankerne råderum til at fortsætte deres meget lempelige pengepolitik og ECB's og Bank of Japans opkøbsprogrammer af statsobligationer holder liv i den globale likviditetsoverflod. I Europa har de langvarige forhandlinger med Grækenland skabt afdæmpet nervøsitet i de finansielle markeder og i Kina skrues der op for stimulanterne for at imødegå aftagende vækst.

USA mister momentum midlertidigt

Væksten i USA stoppede midlertidigt op i årets første kvartal efter stærk vækst i 2014, men genvandt relativt hurtigt kadencen i løbet af andet kvartal. Endnu en kold vinter og en langvarig havnestrejke på østkysten var medvirkende faktorer til opbremsningen i væksten. Væksten er dog stadig mere moderat end i 2014, men anses som robust, da den understøttes af både positiv fremgang på arbejdsmarkedet og boligmarkedet. Samtidig er dollaren blevet styrket væsentligt over for andre store valutaer i løbet af vinteren, hvilket lægger en dæmper på amerikansk eksport og indtjeningen i USA's globale virksomheder. Den stærke dollar og efterårets markante fald i oliepriserne har resulteret i meget lave inflationsrater. Det har givet den amerikanske centralbank – Fed – tid til at holde renterne rekord lave i længere tid end tidligere forventet. Den amerikanske centralbank fastholder dog sin kommunikation om, at en renteforhøjelse er nært forestående, men understreger, at timing, og i særdeleshed hastigheden hvormed renterne hæves, vil afhænge af data og være mere afdæmpet end set ved tidligere episoder.

Bredt baseret vækst i Europa

I Europa steg BNP-væksten til 0,4% k/k i årets første kvartal og tangerede dermed det højeste niveau siden 2011. Nøgletal for andet kvartal indikerer, at den økonomiske fremgang fortsætter i nogenlunde samme tempo som i 1. kvartal. Samti-

digt er det positivt at væksten spænder bredt over eurolandene.

En medvirkende faktor til fremgangen er, at den europæiske centralbank – ECB – i januar annoncerede et massivt opkøbsprogram af europæiske statsobligationer. Det fik lange renter i Europa til at falde, aktier til at stige, mens euroen svækkedes overfor andre store valutaer. ECB har signaleret at opkøbsprogrammet kører til september 2016 og længere hvis ikke inflationen meningsfuldt er på vej op mod målet på 2%.

Grækerne kæmper mod et forenet Europa

Stabiliteten i Europa har været i fokus efter at grækerne i januar stemte det venstreorienterede Syriza til magten på løfter om stop for sparepolitikken og gældslempelser. Forhandlingerne med Grækenlands kreditorer havde dog ikke resulteret i nogen ny aftale ultimo halvåret og Grækenland bevæger sig faretruende tæt på en statsbankerot. Udviklingen i de græske forhandlinger har medført nervøsitet på de finansielle markeder, men bevægelserne har været forholdsvis beherskede og hovedsageligt koncentreret om græske værdipapirer. Generelt vurderes det, at Europa bedre kan håndtere den græske udfordring i dag end i perioden 2010-2012, hvor den græske krise sidst spidsede til, og have en kraftig afsmittende effekt på de finansielle markeder.

Lave oliepriser skiller vandene

På den globale scene resulterede de faldende oliepriser i aftagende global inflation. Det gav flere store centralbanker mulighed for at lempe pengepolitikken yderligere og virkede samtidig som en skattelettelse til forbrugerene i rige lande og olieimporterende udviklingslande. Modsat er den økonomiske model kommet under pres i de olieeksporterende lande, som ikke har formået at differentiere deres økonomi.

Kina skrues op for stimulanterne

I Kina har regeringen gennemført flere penge- og finanspolitiske tiltag for at stimulere væksten, der

er aftaget mere end ønsket i første halvår af 2015. Centralbanken har af flere omgange sænket renten og reservekravene, så bankerne kan låne mere ud til lavere renter. Kravene til boligkøbere er blevet lempet for at understøtte boligmarkedet. Derudover har regeringen indført en række tiltag, som skal gøre det lettere for lokalregeringerne at finansiere eksisterende og nye investeringer. Tiltagene sigter således både på at sænke priserne på udbud og øge efterspørgslen efter finansiering.

Forårets finans- og pengepolitiske tiltag for at stimulere væksten har samtidig bidraget til en kraftig stigning i aktier noteret på børserne i Shanghai og Shenzhen. Børserne servicerer næsten udelukkende indenlandske investorer, og stigende efterspørgsel fra private investorer pressede mellem november 2014 og juni 2015 de toneangivende indeks op med 110%. Aktieboblen toppede i starten af juni, og siden er indekserne faldet med over 30%. Den kraftige korrektion i aktierne har vakt bekymring blandt myndighederne, og der er lempet i rammerne for handel med aktier i et forsøg på at bremse faldet. Det er stadig yderst tvivlsomt om tiltag vil kunne bremse den igangværende korrektion.

Dansk fremgang

Dansk økonomi fortsatte i første halvår den positive trend med positiv vækst, stigende beskæftigelse og et boligmarked i bedring. I årets første kvartal

steg BNP med 0,5% i forhold til kvartalet før og markerede dermed det syvende kvartal i træk med økonomisk fremgang. Fremgangen skal specielt ses i lyset af den tiltagende vækst på de vigtigste eksportmarkeder.

Privatforbruget er også kommet et gear højere op, støttet af stigende realindkomster, stigende beskæftigelse, lave renter og positive formueeffekter fra bolig- og aktiemarkedet. Stigende beskæftigelse har bragt ledigheden ned til kun 4,8% af arbejdsstyrken, hvilket er den laveste arbejdsløshed siden 2009. I løbet af halvåret faldt danske renter mere end tilsvarende europæiske, da Nationalbanken med flere rentenedsættelser forsvarede et pres på den danske krone, efter at den schweiziske centralbank overraskende opgav sin fastkurspolitik overfor euro. De lave renter og fremgangen på arbejdsmarkedet har atter sat skub i boligmarkedet og foreløbige tal viser at boligpriserne i første halvår steg med 2,5-4% per kvartal, som er de kraftigste stigninger siden 2006. Prisstigningerne er stadig højest omkring de største byer, og da ejerlejlighedspriserne er kommet op på niveauet fra før krisen, er det værd at sætte fokus på risikoen for lokale bobler. Danmark var i første kvartal mål for udenlandske opkøb af danske obligationer, og renterne faldt derfor generelt mere end de øvrige europæiske landes statsrenter. Dette er reverseret, og vi har efterfølgende set større stigninger i de danske renter.

Udsigterne for de finansielle markeder i 2. halvår 2015

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 båret af specielt de rige lande.

Den lave inflation understøtter fortsat en meget lempelig global pengepolitik. Fed har gennem sin kommunikation signaleret at renterne skal op i løbet af andet halvår, men i en global verden hvor de fleste andre centralbanker fastholder deres lempelige pengepolitik eller signalerer yderligere lempelser, vil Fed givetvis vente med at hæve renten, til man er helt sikker på, at væksten er robust nok og markederne tilstrækkeligt forberedt. En mere aggressiv amerikansk pengepolitik vil potentielt kunne udløse en ny styrkelse af dollaren og faldende aktiekurser.

Siden udgangen af januar er den 10 årige rente i USA steget fra 1,6 % til 2,4 %, og i den periode har amerikanske aktier givet et afkast på 5,3 %. Målt i forhold til obligationer har aktier givet et merafkast på 9 %. Aktier er altså fortsat med at outperforme obligationer trods stigende renter i 2. kvartal, og har dermed fastholdt det mønster der grundlæggende har været gældende siden 2009. Det illustrer, at stigende obligationsrenter kan give aktier medvind i en portefølje – såfremt renten stiger fra et lavt niveau og afspejler positive vækstforventninger.

Der opstår typisk en korrektion i aktiemarkedet omkring den første amerikanske renteforhøjelse. Selvom amerikanske aktier har bevæget sig overvejende sidelæns siden november sidste år, blandt andet fordi man er ved at indiskontere den første renteforhøjelse, er det ikke sandsynligt, at vi undgår en reaktion på aktiemarkedet denne gang.

Senere i opsvinget vil effekten af stigende renter og lønninger blive overvejende negativ, fordi den rammer overskudsgraderne i virksomheden, og dermed varsler en top i aktiekurserne. Vi vurderer ikke amerikansk økonomi har ramt dette punkt endnu, men den høje gældsætning betyder, at økonomien er blevet mere rentefølsom.

I Kina har myndighedernes tiltag vist, at der er stor politisk opbakning til at imødegå en opbremsning i kinesisk økonomi, og de reducerer i vores optik betragteligt risikoen for en hård landing i år. De lapper nogle af de nuværende huller, men løser ikke de underliggende udfordringer i økonomien. Investeringer i provinserne kan give væksten et betydeligt skub fremad på kort sigt, men erfaringer fra tidligere viser, at flere projekter senere viser sig ikke at være økonomisk rentable. Den fortsatte gældsopbygning udgør stadig en risiko for en hård landing på længere sigt. Hertil kommer negative effekter fra den bristede indenlandske aktieboble, som potentielt kan svække privatforbruget og dermed den økonomiske vækst fremadrettet.

På obligationer forventes det, at det løbende afkast vil blive begrænset i 2015. Det danske renteniveau er generelt meget lavt. Den løbende rente er størst på realkreditmarkedet, og vi forventer at de generelt vil gøre det bedre end statsobligationer. På kreditobligationer forventes et ét-cifret afkast, da den løbende rente skal kompensere for forventede udsving i specielt de amerikanske renter.

På globale og danske aktier forventes det, at markedet vil stige moderat resten af året. Hovedscenariet er en lav men positiv vækst i den globale økonomi og fortsat lav inflation.

Generelle risikofaktorer

Landerisiko

Ved investering i værdipapirer i et enkelt land, for eksempel Danmark, ligger der en risiko for, at det finansielle marked i det pågældende land kan blive udsat for specielle politiske eller reguleringsmæssige tiltag. Desuden vil markedsmæssige eller generelle økonomiske forhold i landet, herunder også udviklingen i landets valuta og rente, påvirke investeringernes værdi.

Eksposering mod udlandet

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

Nye markeder (emerging markets)

Begrebet "Nye Markeder" omfatter stort set alle lande i Latinamerika, Asien, Østeuropa og Afrika. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt aktie- og obligationsmarkedet, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder er forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder.

Et ustabil politisk system indebærer en øget risiko for pludselige og grundlæggende omvæltninger inden for økonomi og politik. For investorer kan dette eksempelvis bevirke, at aktiver nationaliseres, at rådigheden over aktiver begrænses, eller at der indføres statslige overvågnings- og kontrolmekanismer. Valutaerne er ofte udsat for store og 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.

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.

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 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, foreringen investerer i. Jo lavere varighed, desto mere kursstabile er obligationerne, hvis renten ændrer sig.

Kreditrisiko

Inden for forskellige obligationstyper – statsobligationer, realkreditobligationer, emerging markedsobligationer, kreditobligationer osv. – er der en kreditrisiko relateret til 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.

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 Investandele, 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.

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 løbende overvågning af, at afdelingernes porteføljer er veldiversificerede med hensyn til eksponering på lande, brancher, sektorer, kreditkvaliteter og andre

relevante markedssegmenteringer inden for afdelingernes respektive investeringsuniverser.

Risici knyttet til driften af foreningen

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

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

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

Ud over at administrationen i den daglige drift har fokus på sikkerhed og præcision, når opgaverne løses, følger bestyrelsen med på området. Formålet er dels at fastlægge sikkerhedsniveauet 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 2015 et afkast på -1,76 %, mens benchmark gav et afkast på -0,13 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2014	2,27 %	1,20 %	1,07 %
2015*	-1,76 %	-0,13 %	-1,63 %
Siden start	1,93 %	2,06 %	-0,13 %

* Perioden 1. januar – 30. juni.

Markedsudvikling i 1. halvår 2015

Starten af året har været præget af endnu et dramatisk rentefald med flere officielle rentenedsættelser fra Nationalbanken til følge. Ikke færre end 4 gange har Nationalbanken i forsvar for kronestyr-

kelse reduceret de ledende rentesatser helt ned til -0,75 %. Presset på kronen er opstået i kølvandet på en markant styrkelse af CHF, som tidligt på året lod deres valuta flyde med en styrkelse til følge. Medio året handler de korte statsrenter fortsat markant negativt. Over året er kreditspændet på realkreditobligationer blevet højere.

Afdelingens udvikling i 1. halvår 2015

Forventningerne til afkastet var meget begrænset ved indgangen af året. Afdelingens afkast i årets første 6 måneder har været -1,76 %. Afdelingens relativt dårlige afkast kan primært tilskrives en overvægt i realkreditobligationer.

Forventninger til 2. halvår 2015

Afdelingen forventer, at det løbende afkast i resten af 2015 vil være meget begrænset. Da det danske renteniveau generelt er meget lavt, forventer afdelingen fortsat at opretholde en overvægt i danske realkreditobligationer for derved at sikre en fornuftig løbende forrentning for 2015.

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 de korte renter,

mens de lange renter primært drives af inflationsudviklingen, hvorved nettoværdien af afdelingens formue påvirkes.

Kursudviklingen på obligationsmarkederne er generelt mindre volatile end aktier.

Landerisiko

Afdelingen investerer i danske stats og realkreditobligationer. Kursudviklingen på det danske obligationsmarked har dermed en betydning for afdelingens værdiudvikling, såvel specifikke danske politiske og regulatoriske foranstaltninger som landets finansielle og økonomiske udvikling, herunder rente og valutaudviklingen, samt andre

obligationspåvirkende faktorer er derfor væsentlige risikoelementer for udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue, som ikke – eller kun delvist – kan elimineres ved risikospredning inden for afdelingens investeringsunivers.

Særlige risici i 2015

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.- 30.06.15	1.1.- 30.06.14
	Renteindtægter	2.045	1.901
	Renteudgifter	-8	-
	I alt renter	2.038	1.901
	Kursgevinster og - tab, Obligationer	-4.167	996
	I alt kursgevinster og -tab	-4.167	996
	I alt indtægter	-2.129	2.897
	Administrationsomkostninger	262	386
	Halvårets nettoresultat	-2.391	2.511

Note	Balance (1000 kr.)	30.06.2015	31.12.2014
	AKTIVER		
	Indestående i depotselskab	1.905	846
	Likvide midler i alt	1.905	846
	Noterede obligationer fra danske udstedere	141.874	154.387
	I alt obligationer	141.874	154.387
	Tilgodehavende renter, udbytte mm.	1.505	1.389
	Andre tilgodehavender	0	10
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	11.718	0
	I alt andre aktiver	13.222	1.400
1	Aktiver i alt	157.002	156.633
	PASSIVER		
2	Medlemmernes formue	131.482	156.466
	Skyldige omkostninger	130	166
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	25.390	0
	I alt anden gæld	25.520	166
	Passiver i alt	157.002	156.633

3 Noter, hvortil der ikke henvises

NOTER

1	Finansielle instrumenter (%)	30.06.2015	31.12.2014
	Børsnoterede finansielle instrumenter*	98,79	99,46
	Øvrige finansielle instrumenter**	1,21	0,54
	I alt finansielle instrumenter	100,00	100,00

Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside www.pfainvest.dk

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

** Indeholder Likvide midler i alt.

2	Medlemmernes formue (1000 kr.)	30.06.2015	
		Cirk. kapital	Formue værdi
	Medlemmernes formue (primo)	1.535	156.466
	Udlodning fra sidste år		-1.689
	Emissioner i året	2	227
	Indløsninger i året	-210	-21.130
	Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		-1
	Overført fra resultatopgørelse		-2.391
	I alt medlemmernes formue	1.327	131.482

3 Noter, hvortil der ikke henvises

	Hoved- og nøgletal	30.06.2015	30.06.2014	31.12.2014
	Netto resultat (1000 kr.)	-2.391	2.511	3.387
	Formue (1000 kr.)	131.482	148.963	156.466
	Cirkulerende andele (stk.)	1.327.358	1.470.117	1.535.117
	Indre værdi pr. andel	99,06	101,33	101,92
	Afkast i pct.	-1,76	1,67	2,27
	Benchmarkafkast i pct.	-0,13	0,87	1,20

Korte obligationer

Note Risiko

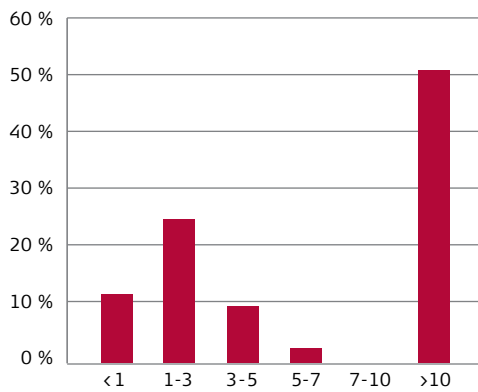
Opgøres kun for afdelinger, der har eksisteret mere end 36 måneder.

Afdelingens ti største beholdninger

2.5 % Danmark - Bullet 15/11/2016	10,45 %
4.0 % Danmark - Bullet 15/11/2017	7,35 %
2.0 % Brfkredit 01/04/2017	7,25 %
Var Realkredit Danmark 01/07/2019	6,95 %
3.0 % Dlr Kredit A/S 01/10/2034	5,44 %
4.0 % Brfkredit 01/01/2016	4,11 %
0.86 % Realkredit Danmark 01/01/2038	4,01 %
3.5 % Nordea Kredit 01/10/2044	3,97 %
0.36 % Nordea Kredit 01/07/2015	3,91 %
4.0 % Danmark - Bullet 15/11/2015	3,63 %

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 2015 realiseret et afkast på -2,61 % på niveau med benchmark på -1,76 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2014	5,61 %	6,56 %	-0,95 %
2015*	-2,61 %	-1,76 %	-0,85 %
Siden start	4,56 %	6,20 %	-1,65 %

* Perioden 1. januar - 30. juni

Markedsudvikling i 1. halvår 2015

ECBs opkøbsprogram har i årets første måneder presset rentekurver over hele eurozonen samt Danmark markant ned. I midten af april ramte 10-årige tyske statsobligationer en rente på under

10bp! Siden da er renterne i maj og juni måned steget kraftigt og vi har set en markant udvidelse af kreditspændet på realkreditobligationer. Herudover er rentekurven blevet stejlere.

Afdelingens udvikling i 1. halvår 2015

Forventningerne til afkastet var meget begrænset ved indgangen af året. Afdelingens afkast i årets første 6 måneder har været -2,61 %. Afdelingens relativt dårlige afkast kan tilskrives en overvægt i realkreditobligationer. Kreditspændet på realkreditobligationer er blevet markant højere i maj og juni måned hvilket har påvirket afdelingen negativt.

Forventninger til 2. halvår 2015

Afdelingen forventer, at det løbende afkast vil blive begrænset i 2015. 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 2015.

Afdelingsspecifikke risici

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

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

Renterisiko

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

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

Kursudviklingen på obligationsmarkederne er generelt mindre volatile end aktier.

Landerisiko

Afdelingen investerer i danske stats og realkreditobligationer. Kursudviklingen på det danske obligationsmarked har dermed en betydning for afdelingens værdiudvikling, såvel specifikke danske politiske og regulatoriske foranstaltninger som landets finansielle og økonomiske udvikling

herunder rente og valutaudviklingen, samt andre obligationspåvirkende faktorer er derfor væsentlige risikoelementer for udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue, som ikke – eller kun delvist – kan elimineres ved risikospredning inden for afdelingens investeringsunivers.

Særlige risici i 2015

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

Risici er også omtalt under Generelle Risikofaktorer.

Lange obligationer

Note	Resultatopgørelse (1000 kr.)	1.1.- 30.06.15	1.1.- 30.06.14	
	Renteindtægter	3.205	2.528	
	Renteudgifter	-10	-	
	I alt renter	3.195	2.528	
	Kursgevinster og - tab, Obligationer	-11.021	4.744	
	I alt kursgevinster og -tab	-11.021	4.744	
	I alt indtægter	-7.826	7.273	
	Administrationsomkostninger	595	589	
	Halvårets nettoresultat	-8.421	6.684	
Note	Balance (1000 kr.)	30.06.2015	31.12.2014	
	AKTIVER			
	Indestående i depotselskab	3.132	938	
	Likvide midler i alt	3.132	938	
	Noterede obligationer fra danske udstedere	273.820	257.617	
	I alt obligationer	273.820	257.617	
	Tilgodehavende renter, udbytte mm.	2.127	1.691	
	Andre tilgodehavender	0	13	
	I alt andre aktiver	2.127	1.703	
1	Aktiver i alt	279.079	260.259	
	PASSIVER			
2	Medlemmernes formue	278.873	260.040	
	Skyldige omkostninger	206	219	
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	0	
	I alt anden gæld	206	219	
	Passiver i alt	279.079	260.259	
3	Noter, hvortil der ikke henvises			
	NOTER			
1	Finansielle instrumenter (%)	30.06.2015	31.12.2014	
	Børsnoterede finansielle instrumenter*	98,88	99,64	
	Øvrige finansielle instrumenter**	1,12	0,36	
	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.)	30.06.2015		
		Cirk. kapital	Formue værdi	
	Medlemmernes formue (primo)	2.475	260.040	
	Udlodning fra sidste år		-6.060	
	Emissioner i året	712	73.642	
	Indløsninger i året	-402	-40.266	
	Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		-61	
	Overført fra resultatopgørelse		-8.421	
	I alt medlemmernes formue	2.785	278.873	
3	Noter, hvortil der ikke henvises			
	Hoved- og nøgletal	30.06.2015	30.06.2014	31.12.2014
	Nettoresultat (1000 kr.)	-8.421	6.684	11.387
	Formue (1000 kr.)	278.873	205.460	260.040
	Cirkulerende andele (stk.)	2.785.210	1.996.331	2.474.660
	Indre værdi pr. andel	100,13	102,92	105,08
	Afkast i pct.	-2,61	3,44	5,61
	Benchmarkafkast i pct.	-1,76	3,89	6,56

Lange obligationer

Note Risiko

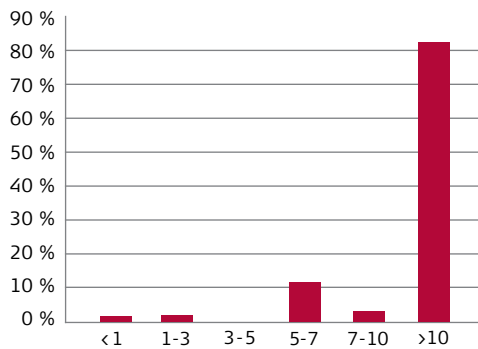
Opgøres kun for afdelinger, der har eksisteret mere end 36 måneder.

Afdelingens ti største beholdninger

3.0 % Denmark - Bullet 15/11/2021	11,37 %
1.75 % Denmark - Bullet 15/11/2025	8,68 %
3.0 % Dlr Kredit A/S 01/10/2034	5,14 %
3.0 % Nykredit 01/10/2044	4,99 %
2.0 % Nykredit 01/10/2037	4,36 %
0.86 % Realkredit Danmark 01/01/2038	4,35 %
2.0 % Nordea Kredit 01/10/2047	4,27 %
1.5 % Denmark - Bullet 15/11/2023	3,81 %
2.0 % Nordea Kredit 01/10/2037	3,78 %
1.5 % Kommunekredit 01/10/2037	3,60 %

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 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 makroøkonomiske 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				Høj risiko		
Lavt afkast				Højt afkast		

Halvårets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 1. halvår af 2015 et afkast på 24,49 %, mens benchmark gav et afkast på 20,94 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2014	17,94 %	17,21 %	0,72 %
2015*	24,49 %	20,94 %	3,55 %
Siden start	101,93 %	95,48 %	6,45 %

* Perioden 1. januar - 30. juni

Markedsudvikling i 1. halvår 2015

De globale aktiemarkeder fortsatte den positive tendens fra de tidligere år, og afkastet på det danske aktiemarked var igen blandt de højeste globalt set. De europæiske markeder var præget af den europæiske centralbank ECB's opkøb af statsobligationer, og har været med til at presse renterne ned i nogle meget lave niveauer. Dette har været med

til at svække euroen og dermed danske kroner, og dermed gjort danske og europæiske selskaber mere konkurrencedygtig på de globale markeder.

Da det danske aktiemarked er forholdsvis smalt, har udviklingen på enkeltaktier præget afkastet i 1. halvår.

Mange selskaber leverede solide afkast i 1. halvår, Genmab 62 %, Vestas 47 %, Pandora 43 % og Novo Nordisk 40 %. I den modsatte ende faldt Coloplast 15 %.

Afdelingens udvikling i 1. halvår 2015

Afdelingen klarede sig med et afkast på 24,49 % markant bedre end forventet ved indgangen til året.

Afkastet i 1. halvår 2015 var 3,55 %-point højere end benchmarkafkastet. Merafkastet var bl.a. positivt påvirket af overvægte i Pandora, NNIT og Simcorp samt undervægt i Coloplast. Merafkastet blev negativt påvirket af undervægte i DFDS og Carlsberg.

Den positive udvikling fortsætter i Pandora, med større og større udvalg af produkter, charms, ringe, halskæder m.m. ligesom Pandora ekspanderer geografisk.

Novo's datterselskab NNIT blev børsnoteret i marts måned til kurs 125 og ulti halvåret er aktiekursen steget til 151 kr pr aktie. Der var stor interesse for børsnoteringen, da NNIT har en stærk position i specielt Danmark indenfor IT outsourcing.

SimCorp havde et meget vanskeligt 2014, men har taget revanche i 1. halvår 2015, hvor man bl.a. har vundet flere nye kontrakter i Norge, Frankrig og England. Markedet venter på, at man også begynder at vinde ordrer på det store amerikanske marked.

Coloplast er faldet 15 % i halvåret, hvilket bl.a. skyldes en nedjustering af den forventede indtjening for 2015. Nedjusteringen skyldes udviklingen på det

engelske og amerikanske marked. Samtidig er aktien højt prisfastsat, hvorfor der ikke skal mange skuffelser til, før man får en korrektion i aktiekursen.

Den store fokus i DFDS i år har været udviklingen på den engelske kanal, hvor der siden 2012 har været 3 operatører og meget hård priskonkurrence. Den ene operatør, My Ferry Link besluttede at lukke ruten og sælge deres skibe til DFDS, hvilket vurderes positivt, da specielt My Ferry Link har været meget aggressive på priserne.

Carlsberg har de senere år været presset p.g.a. udviklingen på det russiske ølmarked, men efterhånden udgør Rusland kun ca. 20 % af indtjeningen, så fokus i år har været på fortsatte omkostningsbesparelser ligesom en ny direktør er tiltrådt, hvilket der er store forventninger til.

Forventninger til 2. halvår 2015

Afdelingen forventer, at det danske aktiemarked vil stige moderat resten af året. Hovedscenariet er en lav men positiv vækst i den globale økonomi og fortsat lav inflation.

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 er rente og valutaudviklingen samt andre aktiekurspåvirkende faktorer derfor væsentlige risikoelementer for udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue, som ikke – eller kun delvist – kan elimineres ved risikospredning inden for 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 2015

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 nærmere omtalt under Generelle Risikofaktorer.

Danske aktier

Note	Resultatopgørelse (1000 kr.)	1.1.- 30.06.15	1.1.- 30.06.14
	Renteindtægter	0	0
	Renteudgifter	-1	-
	Udbytter	5.062	2.692
	I alt renter og udbytte	5.061	2.692
	Kursgevinster og tab, Valutakonti	12	-11
	Kursgevinster og tab, Kapitalandele	38.363	30.261
	Kursgevinster og tab, Øvrige	-2	-1
	Handelsomkostninger	147	148
	I alt kursgevinster og -tab	38.226	30.102
	I alt indtægter	43.288	32.794
	Administrationsomkostninger	793	821
	Halvårets resultat før skat	42.495	31.972
	Skat	41	50
	Halvårets nettoresultat	42.454	31.922
Note	Balance (1000 kr.)	30.06.2015	31.12.2014
	AKTIVER		
	Indestående i depotselskab	2.263	1.635
	Likvide midler i alt	2.263	1.635
	Noterede aktier fra danske selskaber	168.882	157.931
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	6.672	8.550
	I alt kapitalandele	175.554	166.480
	Tilgodehavende renter, udbytte mm.	0	12
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	-
	Andre tilgodehavender	15	11
	I alt andre aktiver	15	23
1	Aktiver i alt	177.832	168.139
	PASSIVER		
2	Medlemmernes formue	177.633	167.936
	Skyldige omkostninger	199	203
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling		-
	I alt anden gæld	199	203
	Passiver i alt	177.832	168.139
3	Noter, hvortil der ikke henvises		

NOTER

1	Finansielle instrumenter (%)	30.06.2015	31.12.2014
	Børsnoterede finansielle instrumenter*	98,73	99,03
	Øvrige finansielle instrumenter**	1,27	0,97
	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.)	30.06.2015	
	Cirk. kapital	Formue værdi
Medlemmernes formue (primo)	1.144	167.936
Udlodning fra sidste år		-23.848
Emissioner i året	47	8.043
Indløsninger i året	-101	-16.885
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		-66
Overført fra resultatopgørelse		42.454
I alt medlemmernes formue	1.091	177.633

3 Noter, hvortil der ikke henvises

Hoved- og nøgletal	30.06.2015	30.06.2014	31.12.2014
Nettoresultat (1000 kr.)	42.454	31.922	27.715
Formue (1000 kr.)	177.633	199.778	167.936
Cirkulerende andele (stk.)	1.090.583	1.340.635	1.144.091
Indre værdi pr. andel	162,88	149,02	146,79
Afkast i pct.	24,49	19,73	17,94
Benchmarkafkast i pct.	20,94	17,28	17,21

Risiko

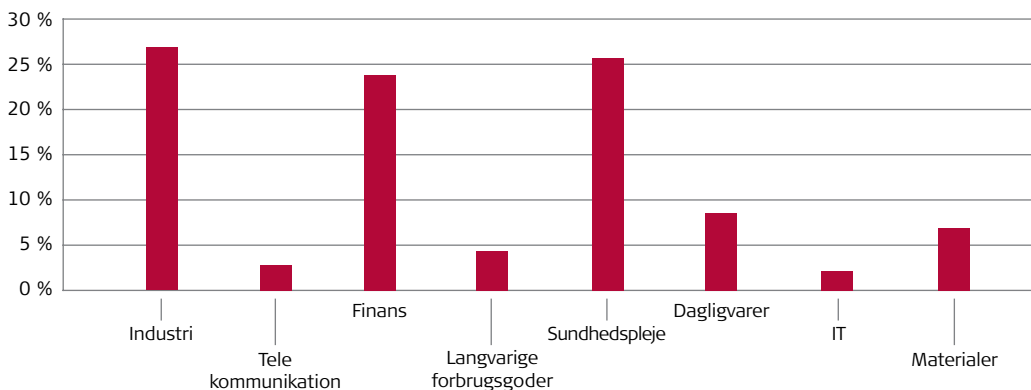
Opgøres kun for afdelinger, der har eksisteret mere end 36 måneder.

Afdelingens ti største beholdninger

Danske Bank	9,66 %
Novo Nordisk B	9,58 %
Pandora	8,25 %
Vestas Wind Systems	6,89 %
AP Møller Mærsk B	4,98 %
Coloplast B	4,64 %
Carlsberg B	4,47 %
Novozymes B	4,26 %
ISS	4,24 %
DSV	3,68 %

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 40 og 150 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 2015 et afkast på 14,72 %, mens benchmark gav et afkast på 11,66 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2014	18,50 %	19,27 %	-0,78 %
2015*	14,72 %	11,66 %	3,06 %
Siden start	71,01 %	61,13 %	9,89 %

* Perioden 1. januar - 30. juni

Markedsudvikling i 1. halvår 2015

Første halvår af 2015 har været positivt, og særdeles begivenhedsrigt, for de globale aktiemarkeder. Målt i danske kroner har de udviklede markeder givet følgende afkast; Nordamerika 10 %, Europa 13 % og Japan 24 %, mens Emerging Markets steg 12 %. Afkastet på nordamerikanske aktier skyldes i

høj grad den styrkede dollar, da kursudvikling målt i USD har været flad i halvåret.

Afkastet i de første 6 måneder af 2015 dækker over betydelig volatilitet på de finansielle markeder specielt som følge af den uholdbare situation i Grækenland. Derudover er det værd at bemærke den Schweiziske centralbanks beslutning om ikke længere at opretholde en fast valutakurs over for euroen. En anden central faktor var at ECB i januar besluttede at igangsætte et opkøbsprogram som, i første omgang, løber frem til september 2016. Dette bevirkede at de europæiske aktiemarkeder outperformede stort set alle andre globale aktiemarkeder frem til midten af marts, hvorefter afkastet har været mere eller mindre fladt.

Vendes blikket mod USA har afkastet, målt i lokalvaluta, i første halvår været betydeligt mere moderat. Dette opvejes dog af en markant styrkelse af USD. Generelt har de amerikanske aktiemarkeder været drevet af svingende makroøkonomiske nøgletal. På baggrund af disse spekuleres der løbende i, hvornår den amerikanske centralbank, FED, beslutter at hæve renten. Tendensen er dog at den første rentestigning skubbes længere ud i fremtiden.

Japanske aktier har givet særdeles stærke afkast i første halvår af 2015. Dette er drevet af en vedvarende lempelig pengepolitisk retning.

Afdelingens udvikling i 1. halvår 2015

Afdelingen opnåede i første halvår af 2015 et afkast på 14,72 %, hvilket ligger betydeligt over det ved indgangen af året forventede afkast på 5-10 % for 2015.

Afkastet ligger 3,0 %-point over benchmarkafkastet.

Største positive bidragsydere til afkastforskellen var Pandora, United Health Group, Amazon, Fanuc og Glanbia. Pandora kom med et årsregnskab for 2014 som slog analytikernes forventninger markant. Både United Health Group og Amazon leverede ligeledes stærke regnskaber.

Fanuc har været drevet af den positive trend i japanske aktier. Derudover annoncerede selskabet en mere aktionærvenlig tilgang til sin kommunikation, samt øgede sin dividende. Dette blev særdeles godt modtaget af markedet.

Største negative bidragsydere til afkastforskellen var Xerox, Green Mountain og Microsoft.

Afdelingens største geografiske eksponering er Nordamerika, der udgør omkring 62 % af afdelingens investeringer, mens europæiske aktier udgør 31 %. Målt i forhold til afdelingens benchmark er den største regionale overvægt Europa. Denne er løbende blevet reduceret til fordel for amerikanske aktier.

Afdelingens største eksponeringer på sektorniveau er finans og cyklisk forbrug, der udgør henholdsvis 22 % og 18 % af porteføljen

Forventninger til 2. halvår 2015

Afdelingen forventer, at de globale aktiemarkeder vil stige moderat resten af året. Hovedscenariet er en fortsat positiv moderat vækst i økonomierne, en politisk løsning på den græske gældskrise samt fortsat indtjeningsvækst hos afdelingernes selskaber.

Afdelingsspecifikke risici

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

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

Kursudviklingen på aktiemarkederne

Kursudviklingen på aktiemarkederne er generelt meget ujævn. Aktiekurserne kan på meget kort tid falde betydeligt, blandt andet som følge af

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

Landerisiko

Afdelingens investeringer er fokuseret på de 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 delvist – kan elimineres ved risikospredning inden for 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 2015

Afdelingen vil være følsom overfor en markant ændring af det nuværende renteniveau i opadgående retning. Derudover kan geopolitisk uro påvirke afdelingens afkast negativt.

Risici er nærmere omtalt under Generelle risikofaktorer.

Globale aktier

Note	Resultatopgørelse (1000 kr.)	1.1.- 30.06.15	1.1.- 30.06.14
	Renteindtægter	1	1
	Renteudgifter	-8	-2
	Udbytter	4.689	3.044
	I alt renter og udbytter	4.682	3.043
	Kursgevinster og - tab, Kapitalandele	48.202	10.590
	Kursgevinster og - tab, Valutakonti	1.958	-15
	Kursgevinster og - tab, Øvrige	6	-1
	Handelsomkostninger	394	123
	I alt kursgevinster og -tab	49.771	10.451
	I alt indtægter	54.453	13.494
	Administrationsomkostninger	2.053	963
	Halvårets resultat før skat	52.400	12.531
	Skat	509	329
	Halvårets nettoresultat	51.891	12.202

Note	Balance (1000 kr.)	30.06.2015	31.12.2014
	AKTIVER		
	Indestående i depotselskab	2.593	4.631
	Likvide midler i alt	2.593	4.631
	Noterede aktier fra danske selskaber	16.310	12.633
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	435.573	309.533
	Unoterede aktier fra udenlandske selskaber	0	-
	I alt kapitalandele	451.883	322.166
	Tilgodehavende renter, udbytte mm.	0	0
	Andre tilgodehavender	274	131
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	1.497	49.180
	I alt andre aktiver	1.771	49.311
1	Aktiver i alt	456.247	376.107
	PASSIVER		
2	Medlemmernes formue	452.669	323.104
	Skyldige omkostninger	497	349
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	3.081	52.745
	I alt anden gæld	3.577	53.094
	Passiver i alt	456.247	376.107
3	Noter, hvortil der ikke henvises		

NOTER

1	Finansielle instrumenter (%)	30.06.2015	31.12.2014
	Børsnoterede finansielle instrumenter*	99,43	98,77
	Øvrige finansielle instrumenter**	0,57	1,23
	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.)	30.06.2015	31.12.2014
		Cirk. kapital	Formue værdi
	Medlemmernes formue (primo)	2.276	323.014
	Udlodning fra sidste år		-45.576
	Emissioner i året	1.352	205.019
	Indløsninger i året	-532	-80.482
	Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		-1.196
	Overført fra resultatopgørelse		51.891
	I alt medlemmernes formue	3.095	452.669

Globale aktier

NOTER (Fortsat)

3 Noter, hvortil der ikke henvises

Hoved- og nøgletal	30.06.2015	30.06.2014	31.12.2014
Nettoresultat (1000 kr.)	51.891	12.202	39.019
Formue (1000 kr.)	452.669	190.907	323.014
Cirkulerende andele (stk.)	3.095.021	1.497.074	2.275.647
Indre værdi pr. andel	146,26	127,52	141,94
Afkast i pct.	14,72	6,46	18,50
Benchmarkafkast i pct.	11,66	6,79	19,27

Risiko

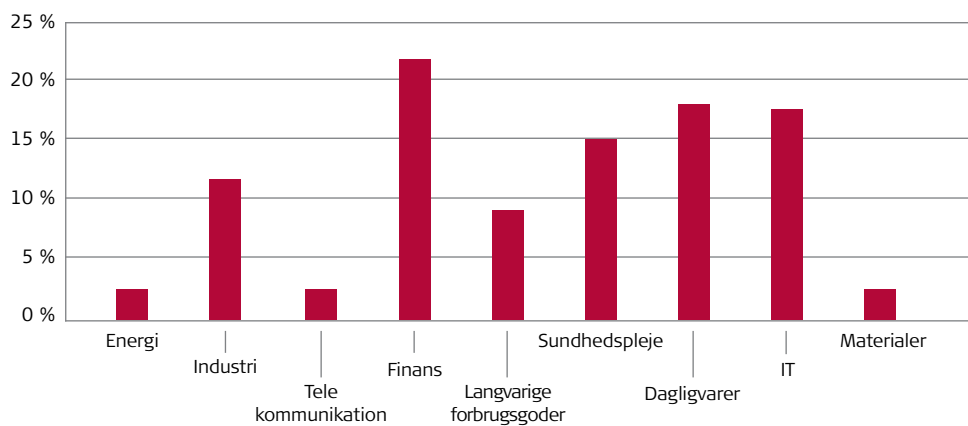
Opgøres kun for afdelinger, der har eksisteret mere end 36 måneder.

Afdelingens ti største beholdninger

Apple Inc	4,09 %
Unitedhealth Group Inc	3,17 %
Xerox Corp	3,03 %
Allergan Plc	2,85 %
Google Inc-Cl C	2,67 %
General Electric Co	2,56 %
Pandora A/S	2,52 %
Mastercard Inc-Class A	2,39 %
Pvh Corp	2,32 %
American Express Co	2,20 %

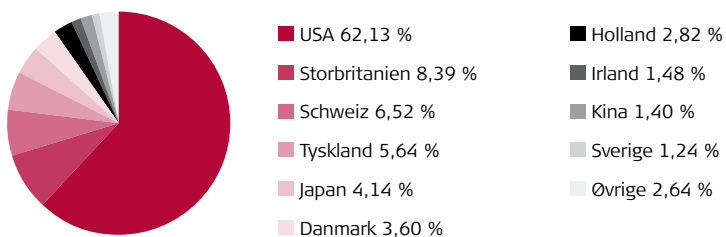
Formuefordeling (%)

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 minimum 150 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 2015 et afkast på 7,81 %, mens benchmark gav et afkast på 8,56 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2014	19,35 %	18,53 %	0,82 %
2015*	7,81 %	8,56 %	-0,76 %
Siden start	26,91 %	25,06 %	1,84 %

* Perioden 1. januar - 30. juni.

Markedsudvikling i 1. halvår 2015

Første halvår af 2015 var præget af betydelige udsving på rente-, kredit- og valutamarkedet primært drevet af makroøkonomiske faktorer.

I februar annoncerede ECB sit længe ventede opkøbsprogram af europæiske statsobligationer, hvilket samtidig gav et løft til primært europæiske kreditter. Renter i Europa fortsatte med at falde indtil slutningen af april, hvor både amerikanske og europæiske renter steg markant i resten af halvåret. Fokus i markedet skiftede gradvist i retning af en kommende renteforøgelse fra den amerikanske centralbank. Den forøgede fokus skyldes usikkerheden omkring konsekvenserne af stigende finansieringsomkostninger for virksomheder og lande. Både forventningen til og annonceringen af ECBs opkøbsprogram gav samtidig markant en svækkelse af EUR overfor især amerikanske dollar til gavn for afkastet. De store udsving i rente og valutamarkedet har været de afgørende faktorer for afkastet.

Herudover har stabiliseringen af olieprisen haft en positiv indvirkning. Bruddet af den faldende trend gav en stabilisering af mange olierelaterede kreditter, som handlede meget svagt ved årets start.

Markedsafkastet for Investment Grade, Emerging Markets og High Yield udgjorde i første halvår af 2015 hhv. 5,6 %, 10,6 %, 11,5 %.

Afdelingens udvikling i 1. halvår 2015

Afdelingen har i første halvår af 2015 leveret et afkast på 7,81 %. Styrkelsen af amerikanske dollar overfor danske kroner med over 8 % har bidraget betydeligt, da foreningen har over 80 % af formuen i USD-relaterede aktiver. Til trods for det stigen- de renteniveau har flere af aktivklasserne givet et positivt kreditafkast, defineret som merafkast i forhold til en tilsvarende statsobligation med samme løbetid.

Afdelingens benchmark har leveret et afkast på 8,56 % i første halvår af 2015. Underperformance skyldes primært en defensiv allokering til US High Yield og olierelaterede kreditter som har givet højere afkast end forventet.

Forventninger til 2. halvår 2015

Afdelingen forventer store afkastudsving i resten af 2015 samt et étcifret afkast.

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 volatile end aktier.

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 delvist – kan elimineres ved risikospredning inden for 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 2015

De største risici for kreditobligationer forventes at være en generel, markant og pludselig stigning i renteniveauet, men specifikke kreditbegivenheder kan også påvirke markedsudviklingen. Herudover kan en betydelig styrkelse af DKK overfor især USD være en risiko.

Risici er også omtalt under Generelle Risikofaktorer.

Kreditobligationer

Note	Resultatopgørelse (1000 kr.)	1.1.- 30.06.15	1.1.- 30.06.14
	Renteindtægter	10.390	7.111
	Renteudgifter	-2	-
	I alt renter	10.388	7.111
	Kursgevinster og - tab, Obligationer	18.843	12.003
	Kursgevinster og - tab, Valutakonti	253	121
	I alt kursgevinster og -tab	19.096	12.125
	I alt indtægter	29.484	19.236
	Administrationsomkostninger	1.299	1.163
	Halvårets nettoresultat	28.185	18.073

Note	Balance (1000 kr.)	30.06.2015	31.12.2014
	AKTIVER		
	Indestående i depotselskab	1.815	13.060
	Likvide midler i alt	1.815	13.060
	Noterede obligationer fra danske udstedere	13.560	27.534
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	315.093	307.726
	I alt obligationer	328.653	335.259
	Tilgodehavende renter, udbytte mm.	4.489	5.140
	Andre tilgodehavender	0	1.027
	I alt andre aktiver	4.489	6.166
1	Aktiver i alt	334.957	354.485
	PASSIVER		
2	Medlemmernes formue	334.575	354.091
	Skyldige omkostninger	381	395
	I alt anden gæld	381	385
	Passiver i alt	334.957	354.485

3 Noter, hvortil der ikke henvises

NOTER

1	Finansielle instrumenter (%)	30.06.2015	31.12.2014
	Børsnoterede finansielle instrumenter*	99,46	96,32
	Øvrige finansielle instrumenter**	0,54	3,68
	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.)	30.06.2015	
		Cirk. kapital	Formue værdi
	Medlemmernes formue (primo)	3.179	354.091
	Udlodning fra sidste år		-17.856
	Emissioner i året	177	21.244
	Indløsninger i året	-444	-51.024
	Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		-65
	Overført fra resultatopgørelse		28.185
	I alt medlemmernes formue	2.913	334.575

Kreditobligationer

NOTER (fortsat)

3 Noter, hvortil der ikke henvises

Hoved- og nøgletal	30.06.2015	30.06.2014	31.12.2014
Nettoresultat (1000 kr.)	28.185	18.073	49.749
Formue (1000 kr.)	334.575	263.532	354.091
Cirkulerende andele (stk.)	2.913.221	2.624.159	3.179.236
Indre værdi pr. andel	114,85	100,43	111,38
Afkast i pct.	7,81	7,62	19,35
Benchmarkafkast i pct.	8,56	6,75	18,53

Risiko

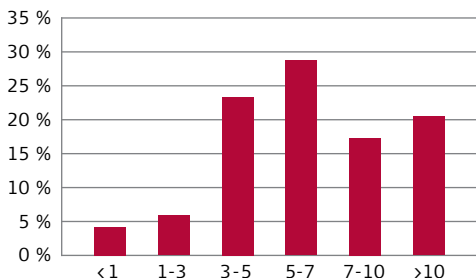
Opgøres kun for afdelinger, der har eksisteret mere end 36 måneder.

Afdelingens ti største beholdninger

3.4 % Heineken Nv 01/04/2022	1,74 %
3.625 % Haldor Topsoe As 17/04/2020	1,63 %
5.5 % Pepsico Inc 15/01/2040	1,39 %
7.125 % Braskem America 22/07/2041	1,39 %
7.75 % Commerzbank Ag 16/03/2021	1,36 %
6 % Holcim Us Financ 30/12/2019	1,36 %
5.95 % Johnson&Johnson 15/08/2037	1,28 %
6.4 % Jpmorgan Chase 15/05/2038	1,24 %
2.125 % Us Treasury N/B 31/12/2021	1,21 %
6 % Constellation Br 01/05/2022	1,11 %

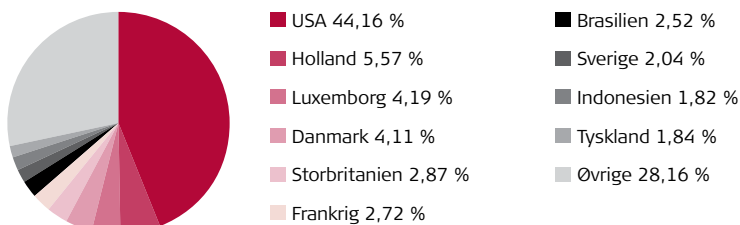
Formuefordeling (%)

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 2015 et afkast på 9,14 %, mens benchmark gav et afkast på 7,59 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2014	15,38 %	16,07 %	-0,70 %
2015*	9,14 %	7,59 %	1,54 %
Siden start	43,04 %	36,72 %	6,32 %

* Perioden 1. januar - 30. juni

Markedsudvikling i 1. halvår 2015

Året startede positivt for risikofyldte aktiver. Renterne faldt, lave oliepriser stimulerede forbruget og euroen faldt mod USD/YEN mm, hvilket tog presset af eurozonen. ECB lancerede et QE program, hvorunder der købes obligationer for at stimulere væksten. Periferi landene, Spanien og Portugal, realiserede højere vækst end den øvrige euro zone, og den merrente de skulle betale for at låne svandt ind. I USA var der spekulationer om, hvornår de ville begynde at hæve renterne, men en række dårlige nøgletal, herunder BNP vækst – delvist pga. styrket USD – begyndte at så tvivl om opsvingets styrke.

Den globale pengepolitik var i starten af 2015 meget lempelig, hvilket traditionelt er positivt for risikofyldte aktiver, og aktiekurserne reagerede ved at stige markant. Inflationen fortsatte med at falde, og renteniveauet fulgte med ned.

I maj måned kom en kraftig stigning i renteniveauerne fra de meget lave niveauer QE havde resulteret i, der betød, at obligationer faldt markant tilbage. I Danmark havde specielt realkreditobligationer udfordringer og har tabt mere end forventet. Rentestigningerne, og en accelererende uro omkring Grækenland har taget toppen af afkastet på obligationer såvel som risikofyldte aktiver. Eksempelvis toppede europæiske aktier med et afkast på 26 %, hvorefter det er faldet til 13 % år til dato.

Det kraftige rentefald året startede med, trak tyske renter i negativt helt ud til de 9-årige løbetider. Euroen faldt som konsekvens heraf markant, og da renterne bundede ud var euroen 15 % svagere end ved årets start. Det betød, at amerikanske obligationer, herunder kreditobligationer gav afkast på op mod 20 %. Efterfølgende er euroen styrket, og renterne steget, så afkastet nu er tættere på 10 %.

Afdelingens udvikling i 1. halvår 2015

Afdelingen opnåede et afkast på 9,14 % hvilket ligger over det forventede afkast ved indgangen til året. Afkastet ligger 1,54 % over afdelingens benchmark. Den største absolutte bidragsyder har

været aktiebeholdningen, der generelt har slået deres benchmark, der gav 11,7 % i 1. halvår.

Danske obligationer ex. kredit har givet et afkast på -2,8 % år til dato hvilket er 1 % under benchmark. Det er specielt realkreditobligationer der trækker ned. Kreditobligationer har givet +7,2 %, hvilket er under benchmark. USD er ikke afdækket, og dette bidrager betydeligt til afkastet.

Da obligationer generelt har været undervægtet til fordel for aktier, har denne allokering været positiv for afkastet relativt til benchmark og absolut. Indenfor aktier har overvægt af danske aktier og europæiske aktier ligeledes været positiv for performance. Der er skabt betydeligt merafst indendfor aktier, mens obligationsinvesteringerne generelt har negativ performance.

Forventninger til 2. halvår 2015

Afdelingen forventer endnu et positivt halvår for risikofyldte aktiver. Hovedscenariet er en fortsat lav, men positiv vækst i økonomien samt en fortsat lempelig global pengepolitik, der vil holde hånden under markedet.

Aktier forventes fortsat at give et højere afkast end obligationer. Kreditobligationer forventes at give et højere afkast end statsobligationer. Om end afkastene ventes mere beskedne end hidtil.

Afdelingen forventer, at aktiemarkedene vil stige moderat i 2. halvår 2015. Kreditobligationer forventes at levere et lavt etcifret afkast, mens afkastet på danske obligationer forventes at blive begrænset i 2. halvår 2015. I disse forventninger ligger der en forventning om en styrket USD. De største risici er, at den amerikanske vækst skuffer markant, samt at Grækenland evt. trækker Europa med ned. En meget lav likviditet i de underliggende kreditobligationer, og også i danske obligationer risikerer at forværre afkastene i tilfælde af salgspres i markedet.

Afdelingspecifikke risici

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

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

Aktierisiko

Kursudviklingen på 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 som 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 delvist – kan elimineres ved risikospredning inden for 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 renteutvikling på obligationsmarkederne og dermed på udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue.

Kursudviklingen på obligationsmarkederne er generelt mindre volatile end aktier.

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 et enkelt værdipapir, kan nettoværdien af afdelingens formue variere kraftigt som følge af specifikke forhold i de selskaber, som afdelingen har investeret i.

Særlige risici i 2015

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

Risici er omtalt under Generelle Risikofaktorer.

Balance B

Note	Resultatopgørelse (1000 kr.)	1.1.- 30.06.15	1.1.- 30.06.14
	Renteindtægter	512	583
	Renteudgifter	-16	-1
	Udbytter	19.322	4.857
	I alt renter og udbytter	19.817	5.439
	Kursgevinster og -tab, Obligationer	23	1.560
	Kursgevinster og -tab, Kapitalandele	14.040	5.613
	Kursgevinster og -tab, Valutakonti	-192	-10
	Kursgevinster og -tab, Øvrige	-1	-1
	Handelsomkostninger	192	32
	I alt kursgevinster og -tab	13.678	7.131
	I alt indtægter	33.495	12.570
	Administrationsomkostninger	556	238
	Halvårets resultat før skat	32.938	12.331
	Skat	540	21
	Halvårets nettoresultat	32.399	12.311

Note	Balance (1000 kr.)	30.06.2015	31.12.2014
	AKTIVER		
	Indestående i depotselskab	12.367	535
	I alt likvide midler	12.367	535
	Noterede obligationer fra danske udstedere	29.567	26.246
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	9.490	8.841
	I alt obligationer	39.057	35.087
	Noterede aktier fra danske selskaber	8.085	6.471
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	193.829	83.089
	Investeringsbeviser i danske investeringsforeninger	411.601	259.967
	I alt kapitalandele	613.515	349.527
	Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	286	281
	Andre tilgodehavender	56	16
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	270	6.637
	I alt andre aktiver	611	6.934
1	Aktiver i alt	665.550	392.082
	PASSIVER		
2	Medlemmernes formue	664.621	387.342
	Skyldige omkostninger	928	435
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	4.306
	I alt anden gæld	928	4.740
	Passiver i alt	665.550	392.082
3	Noter, hvortil der ikke henvises		

NOTER

1	Finansielle instrumenter (%)	30.06.2015	31.12.2014
	Børsnoterede finansielle instrumenter*	98,14	99,86
	Øvrige finansielle instrumenter**	1,86	0,14
	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.)	30.06.2015	
	Cirk. kapital	Formue værdi
Medlemmernes formue (primo)	3.016	387.342
Udlodning fra sidste år		-41.811
Emissioner i året	2.108	289.779
Indløsninger i året	0	0
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		-3.088
Overført fra resultatopgørelse		32.399
I alt medlemmernes formue	5.124	664.621

3 Noter, hvortil der ikke henvises

Hoved- og nøgletal	30.06.2015	30.06.2014	31.12.2014
Nettoreultat (1000 kr.)	32.399	12.311	28.366
Formue (1000 kr.)	664.621	168.519	387.342
Cirkulerende andele (stk.)	5.124.452	1.387.564	3.015.970
Indre værdi pr. andel	129,70	121,45	128,43
Afkast i pct.	9,14	9,11	15,38
Benchmarkafkast i pct.	7,59	6,26	16,07

Risiko

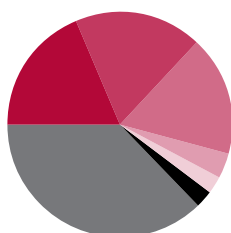
Opgøres kun for afdelinger, der har eksisteret mere end 36 måneder.

Afdelingens største beholdninger

PFA Invest Lange Obligationer	18,64 %
PFA Invest Globale Aktier	18,36 %
PFA Invest Kreditobligationer	17,23 %
PFA Invest Højt Udbytte Aktier	3,74 %
PFA Invest Dansk aktier	2,53 %
PFA Invest Europa Value Aktier	2,51 %
Øvrige	36,99 %

Formuefordeling (%)

Eksponering



■ PFA Invest Lange Obligationer 18,64 %	■ PFA Invest Dansk Aktier 2,53 %
■ PFA Invest Globale Aktier 18,36 %	■ PFA Invest Europa Value Aktier 2,51 %
■ PFA Invest Kreditobligationer 17,23 %	■ Øvrige 36,99 %
■ PFA Invest Højt Udbytte Aktier 3,74 %	

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 2015 et afkast på 12,99 %, mens benchmark gav et afkast på 12,96 %

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2014	8,17 %	6,64 %	1,53 %
2015*	12,99 %	12,96 %	0,03 %
Siden start	46,50 %	43,25 %	3,25 %

* Perioden 1. januar - 30. juni

Markedsudvikling i 1. halvår 2015

De europæiske aktiemarkeder klarede sig godt i 1. halvår af 2015. Afkastet på det brede europæiske marked var således 1,3 %-point bedre end det globale marked og 3,2 %-point bedre end det amerikanske marked målt i danske kroner.

Det europæiske aktiemarked var præget af den europæiske centralbank, ECBs opkøb af statsobligationer. Det har presset renterne ned i uhørt lave niveauer i store dele af halvåret. Formålet er at presse investorerne ud i mere risikofyldte investeringer - eksempelvis aktier - samt at svække valutakursen, og dermed gøre europæiske varer billigere uden for Eurozonen. Desuden har Grækenland kontinuerligt været kilde til støj.

Den svækkede valutakurs og den generelt større optimisme - om end stadig på et lavt niveau - har hjulpet de europæiske selskaber, og vi ser nu at indtjeningsforventningerne stiger for første gang i flere år.

Markedsmæssigt har de fleste sektorer klaret sig godt. Der er kun to sektorer, der for alvor adskiller sig fra de øvrige med stigninger på mindre end 10 %. Det er henholdsvis forsyningsselskaber (+1,7 %) og selskaber i energisektoren (+6,6 %). Forsyningsselskaberne halter bagefter primært grundet faldende råvarepriser, der fører til pres på elpriserne, og olielselskaberne har været under pres grundet den faldende oliepris.

Afdelingens udvikling i 1. halvår 2015

Afdelingens afkast var med 12,99 %, over det forventede afkastniveau på 5-10 % ved årets start. Afkastet ligger 0,03 % over afdelingens benchmark.

På sektorniveau kom de største positive bidrag til afkastet fra Råvarer- og Sundhedssektorerne, hvorimod eksponeringen til Cyklisk Forbrug og Finans trak ned i det samlede merafkast.

Blandt de største positive bidragsydere var investeringer i Randstad, Cap Gemini og Syngenta. Randstad er et hollandsk vikarbureau, der er steget i takt med forventningerne til europæisk vækst er forbedret. Syngenta har haft en meget positiv kursudvikling efter at selskabets største konkurrent Monsanto har budt CHF 449 pr. aktie, svarende til en præmie på mere end 25 %. Et tilbud som Syngenta dog har afvist, og markedet afventer nu et nyt bud fra Monsanto.

Sundhedssektoren bidrager positivt til merafkastet via afdelingens eksponering til Novartis og Novo Nordisk.

I Cyklisk Forbrug og Finans har afdelingen været investeret i de mere defensive selskaber indenfor sektorerne og har derfor ikke helt været i stand til at følge udviklingen i afkastet på disse sektorer.

Selskabsvalget i disse har derfor bidraget negativt til det samlede merafkast.

Forventninger til 2. halvår 2015

Afdelingen forventer, at de europæiske markeder vil stige moderat resten af året. Hovedscenariet er en lav men positiv vækst i den globale økonomi og fortsat lav inflation.

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 ka-

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

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

Landerisiko

Afdelingens investeringer er fokuseret på Europa. Kursudviklingen på de europæiske aktiemarkeder er derfor afgørende for afdelingens værdiudvikling, såvel specifikke politiske og regulatoriske foranstaltninger som landenes finansielle og økonomiske udvikling, herunder rente- og valutaudviklingen, samt andre aktiekurspåvirkende faktorer er derfor væsentlige risikoelementer for udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue, som ikke – eller kun delvist – kan elimineres ved risikospredning inden for 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 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 2015

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

Risici er også omtalt under Generelle Risikofaktorer.

Højt udbytte aktier

Note	Resultatopgørelse (1000 kr.)	1.1.- 30.06.15	1.1.- 30.06.14
	Renteindtægter	1	0
	Renteudgifter	-3	-3
	Udbytter	9.297	4.951
	I alt udbytter	9.295	4.948
	Kursgevinster og - tab, Kapitalandele	31.293	5.966
	Kursgevinter og tab, Valutakonti	452	-29
	Kursgevinster og -tab, Øvrige	17	-3
	Handelsomkostninger	449	216
	I alt kursgevinster og -tab	31.313	5.718
	I alt indtægter	40.607	10.666
	Administrationsomkostninger	1.558	750
	Halvårets resultat før skat	39.049	9.917
	Skat	724	401
	Halvårets nettoresultat	38.325	9.515

Note	Balance (1000 kr.)	30.06.2015	31.12.2014
	AKTIVER		
	Indestående i depotselskab	494	4.465
	I alt likvide midler	494	4.465
	Noterede aktier fra danske selskaber	32.227	31.755
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	359.032	298.428
	I alt kapitalandele	391.259	330.183
	Tilgodehavende renter, udbytte mm.	0	239
	Andre tilgodehavender	743	15
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	916	397
	I alt andre aktiver	1.659	651
1	Aktiver i alt	393.412	335.299
	PASSIVER		
2	Medlemmernes formue	392.229	335.042
	Skyldige omkostninger	479	257
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	704	-
	I alt anden gæld	1.183	257
	Passiver i alt	393.412	335.299
3	Noter, hvortil der ikke henvises		
	NOTER		

1	Finansielle instrumenter (%)	30.06.2015	31.12.2014
	Børsnoterede finansielle instrumenter*	99,87	98,67
	Øvrige finansielle instrumenter**	0,13	1,33
	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.)	30.06.2015	
		Cirk. kapital	Formue værdi
	Medlemmernes formue (primo)	2.636	335.042
	Udlodning fra sidste år		-24.908
	Emissioner i året	1.014	152.960
	Indløsninger i året	-767	-107.544
	Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		-1.646
	Overført fra resultatopgørelse		38.325
	I alt medlemmernes formue	2.884	392.229

Højt udbytte aktier

NOTER (Fortsat)

3 Noter, hvortil der ikke henvises

Hoved- og nøgletal	30.06.2015	30.06.2014	31.12.2014
Nettoreultat (1000 kr.)	38.325	9.515	15.385
Formue (1000 kr.)	392.229	241.754	335.042
Cirkulerende andele (stk.)	2.883.586	1.939.490	2.635.701
Indre værdi pr. andel	136,02	124,65	127,12
Afkast i pct.	12,99	6,07	8,17
Benchmarkafkast i pct.	12,96	6,08	6,64

Risiko

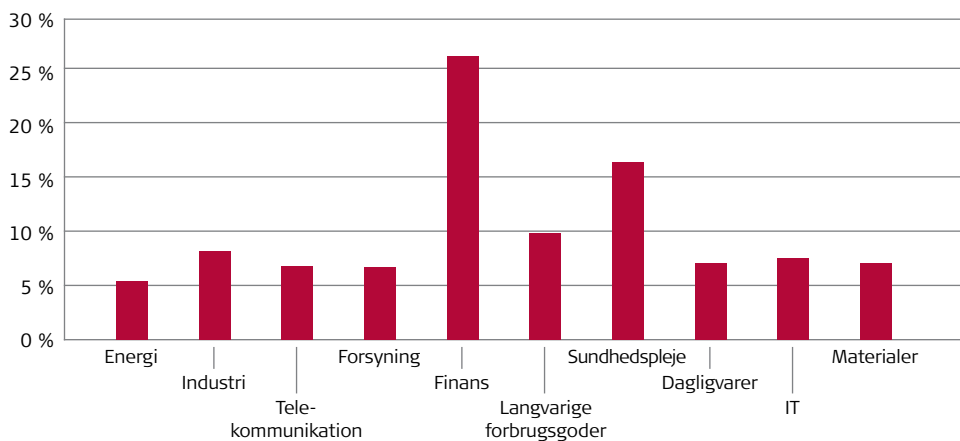
Opføres kun for afdelinger, der har eksisteret mere end 36 måneder.

Afdelingens ti største beholdninger

Nestle Sa-Reg	3,37 %
Novartis Ag-Reg	3,26 %
Roche Holding Ag-Genusschein	3,03 %
Bp Plc	2,84 %
Hsbc Holdings Plc	2,78 %
Glaxosmithkline Plc	2,38 %
Unilever Nv-Cva	2,33 %
Danske Bank A/S	2,13 %
Zurich Insurance Group Ag	2,11 %
Iberdrola Sa	2,10 %

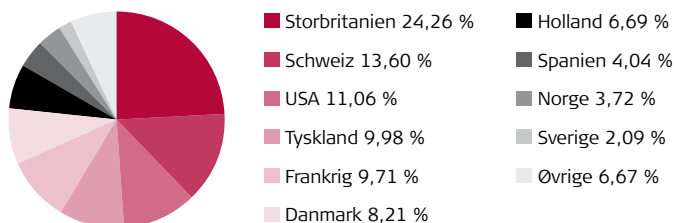
Formuefordeling (%)

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 noterede 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						Høj risiko
Lavt afkast						Højt afkast

Halvårets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 1. halvår 2015 et afkast på 5,06 %, mens benchmark gav et afkast på 4,68 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2014	12,43 %	13,38 %	-0,95 %
2015*	5,06 %	4,68 %	0,38 %
Siden start	18,12 %	18,69 %	-0,56 %

* Perioden 1. januar – 30. juni 2015

Markedsudvikling i 1. halvår 2015

Året startede positivt for risikofyldte aktiver. Renterne faldt, lave oliepriser stimulerede forbruget og euroen faldt mod USD/YEN mm, hvilket tog presset af eurozonen. ECB lancerede et QE program, hvorunder der købes obligationer for at stimulere væksten. Periferi landene, Spanien og Portugal, realiserede højere vækst end den øvrige euro zone, og den merrente de skulle betale for at låne svandt ind. I USA var der spekulationer om, hvornår de ville begynde at hæve renterne, men en række dårlige nøgletal, herunder BNP vækst – delvist pga. styrket USD – begyndte at så tvivl om opsvingets styrke.

Den globale pengepolitik var i starten af 2015 meget lempelig, hvilket traditionelt er positivt for risikofyldte aktiver, og aktiekurserne reagerede ved at stige markant. Inflationen fortsatte med at falde, og renteniveauet fulgte med ned.

I maj måned kom en kraftig stigning i renteniveauerne fra de meget lave niveauer QE havde resulteret i, der betød, at obligationer faldt markant tilbage. I Danmark havde specielt realkreditobligationer udfordringer og har tabt mere end forventet. Rentestigningerne, og en accelererende uro omkring Grækenland har taget toppen af afkastet på obligationer såvel som risikofyldte aktiver. Eksempelvis toppede europæiske aktier med et afkast på 26 %, hvorefter det er faldet til +13 % år til dato.

Det kraftige rentefald året startede med, trak tyske renter i negativt helt ud til de 9-årige løbetider. Euroen faldt som konsekvens heraf markant, og da renterne bundede ud var euroen 15 % svagere end ved årets start. Det betød, at amerikanske obligationer, herunder kreditobligationer gav afkast på op mod 20 %. Efterfølgende er euroen styrket, og renterne steget, så afkastet nu er tættere på 10 %.

Afdelingens udvikling i 1. halvår 2015

Afdelingen opnåede et afkast på 5,06 %, hvilket ligger over det forventede afkast ved indgangen til året. Afkastet ligger 0,38 % over afdelingens benchmark. Den største absolutte bidragsyder har

været aktiebeholdningen, der generelt har slået benchmark, der gav 11,7 % i 1. halvår.

Danske obligationer ex. kredit har givet et afkast på -2,8 % år til dato hvilket er 1,1 % under benchmark. Det er specielt realkreditobligationer der trækker ned. Kreditobligationer har givet 7 %, hvilket er under benchmark. USD er ikke afdækket, og dette bidrager betydeligt til afkastet.

Da obligationer generelt har været undervægtet til fordel for aktier, har denne allokering været positiv for afkastet relativt til benchmark. Indenfor aktier har overvægt af danske aktier og europæiske aktier ligeledes været positiv for performance. Der er skabt betydeligt merafkast indenfor aktier, mens obligationsinvesteringerne generelt har negativ performance.

Forventninger til 2. halvår 2015

Afdelingen forventer endnu et positivt halvår for risikofyldte aktiver. Hovedscenariet er en fortsat lav, men positiv vækst i økonomien samt en fortsat lempelig global pengepolitik, der vil holde hånden under markedet.

Aktier forventes fortsat at give et højere afkast end obligationer. Kreditobligationer forventes at give et højere afkast end statsobligationer. Om end afkastene ventes mere beskedne end hidtil.

Afdelingen forventer, at aktiemarkedene vil stige i 2. halvår 2015. Kreditobligationer forventes at levere et lavt etcifret afkast, mens afkastet på danske obligationer forventes at blive begrænset i 2. halvår 2015. I disse forventninger ligger der en forventning om en styrket USD. De største risici er, at den amerikanske vækst skuffer markant samt at Grækenland evt. trækker Europa med ned. En meget lav likviditet i de underliggende kreditobligationer, og også i danske obligationer risikerer at forværre afkastene i forbindelse med eventuelle sell off's.

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, som 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 delvist – kan elimineres ved risikospredning inden for afdelingens investeringsunivers.

Renterisiko

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

Kursudviklingen på obligationsmarkederne er generelt mindre volatile end aktier.

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 i afdelingens portefølje vil ofte være mere ujævn end markedets

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

Særlige risici i 2015

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.)	1.1 - 30.06.15	28.1.- 30.06.14
	Renteindtægter	3.043	678
	Renteudgifter	-17	-1
	Udbytter	19.723	3.872
	I alt renter og udbytter	22.750	4.548
	Kursgevinster og - tab, Obligationer	-2.990	1.436
	Kursgevinster og -tab, Kapitalandele	-2.019	2.462
	Kursgevinster og -tab, Valutakonti	402	30
	Handelsomkostninger	20	11
	I alt kursgevinster og -tab	-4.627	3.919
	I alt indtægter	18.122	8.468
	Administrationsomkostninger	566	228
	Halvåret resultat før skat	17.556	8.240
	Skat	382	0
	Halvårets nettoresultat	17.174	8.240

Note	Balance (1000 kr.)	30.06.2015	31.12.2014
	AKTIVER		
	Indestående i depotselskab	6.351	10.535
	I alt likvide midler	6.351	10.535
	Noterede obligationer fra danske udstedere	118.919	100.741
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	78.800	54.935
	I alt obligationer	197.719	155.676
	Noterede aktier fra danske selskaber	0	5.245
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	16.999	38.305
	Investeringsbeviser i danske investeringsforeninger	332.157	216.695
	I alt kapitalandele	349.156	260.245
	Tilgodehavende renter, udbytte mm.	1.698	1.567
	Andre tilgodehavender	21	53
	I alt andre aktiver	1.719	1.620
1	Aktiver i alt	554.945	428.075
	PASSIVER		
2	Medlemmernes formue	554.516	420.867
	Skyldige omkostninger	429	212
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	6.997
	I alt anden gæld	429	7.208
	Passiver i alt	554.945	428.075
3	Noter, hvortil der ikke henvises		

NOTER

Finansielle instrumenter (%)	30.06.2015	31.12.2014
Børsnoterede finansielle instrumenter*	98,86	97,54
Øvrige finansielle instrumenter**	1,14	2,46
I alt finansielle instrumenter	100,00	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.)	30.06.2015	
	Cirk. kapital	Formue værdi
Medlemmernes formue (primo)	3.744	420.867
Udlodning fra sidste år		-17.347
Emissioner i året	2.253	268.530
Indløsninger i året	-1.158	-132.772
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		-1.935
Overført fra resultatopgørelse		17.174
I alt medlemmernes formue	4.839	554.516

3 Noter, hvortil der ikke henvises

Hoved- og nøgletal	30.06.2015	30.06.2014*	31.12.2014*
Nettoresultat (1000 kr.)	17.174	8.240	25.870
Formue (1000 kr.)	554.516	166.996	420.867
Cirkulerende andele (stk.)	4.838.764	1.575.396	3.743.511
Indre værdi pr. andel	114,60	106,00	112,43
Afkast i pct.	5,06	6,00	12,43
Benchmarkafkast i pct.	4,68	5,16	13,38

* Perioden 28. januar – 30. juni

** Perioden 28. januar - 31. december

Risiko

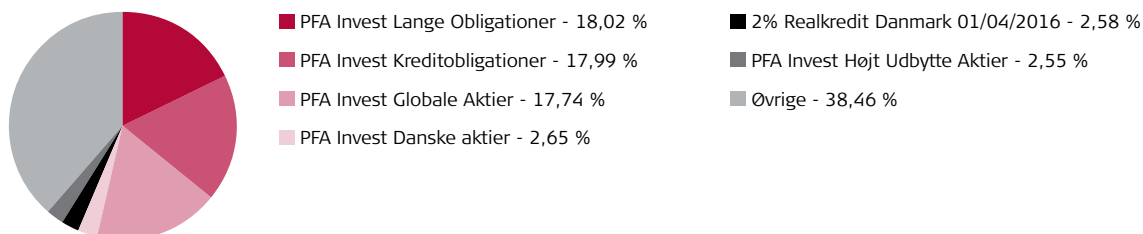
Opgøres kun for afdelinger, der har eksisteret mere end 36 måneder.

Afdelingens største beholdninger

PFA Invest Lange Obligationer	18,02 %
PFA Invest Kreditobligationer	17,99 %
PFA Invest Globale Aktier	17,74 %
PFA Invest Danske aktier	2,65 %
2% Realkredit Danmark 01/04/2016	2,58 %
PFA Invest Højt Udbytte Aktier	2,55 %
Øvrige	38,46 %

Formuefordeling (%)

Eksponering



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider.

Europa Value Aktier

Afdelingsprofil

Afdelingens primære investeringsområde er europæiske aktier, men op til 20 % af midlerne kan investeres i ikke-europæiske aktier. Afdelingen investerer minimum 60 % af formuen i aktier, der indgår i Afdelingens benchmark. Det tilstræbes, at Afdelingen har en veldiversificeret portefølje på 35-100 aktier. Afdelingen vil som helhed have eksponering til selskaber, der er billigere end markedet målt på en række nøgletal, herunder indtjeningsnøgletal. Målsætningen for Afdelingen er på længere sigt at levere et stabilt merafkast i forhold til benchmarkudviklingen.

Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

Startdato

Afdelingen havde opstart den 07.10.2014

Benchmark

Afdelingens benchmark er MSCI Europe inklusiv udbytte.

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 2015 et afkast på 15,87 %, mens benchmark gav et afkast på 12,96 %

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2014*	-0,87 %	2,03 %	-2,90 %
2015**	15,87 %	12,96 %	2,91 %
Siden start	14,86 %	15,24 %	-0,38 %

* Perioden 7. oktober - 31. december

** Perioden 1. januar - 30. juni

Markedsudvikling i 1. halvår 2015

De europæiske aktiemarkeder klarede sig godt i 1. halvår af 2015. Afkastet på det brede europæiske

marked var således over 10 % bedre end f.eks. det amerikanske marked målt i lokal valuta.

Det europæiske aktiemarked var præget af den europæiske centralbank ECBs opkøb af statsobligationer. Det har presset renterne ned i uhørt lave niveauer i store dele af halvåret. Formålet er at presse investorerne ud i mere risikofyldte investeringer – eksempelvis aktier – samt at svække valutakursen, og dermed gøre europæiske varer billigere uden for Eurozonen. Desuden har Grækenland kontinuerligt været kilde til støj.

Den svækkede valutakurs og den generelt større optimisme – om end stadig på et lavt niveau – har hjulpet de europæiske selskaber, og vi ser nu at indtjeningsforventningerne stiger for første gang i flere år.

Markedsmæssigt har de fleste sektorer klaret sig godt. Normalt vil man se at det er de cykliske aktier der trækker læsset ved større markedsstigninger, men denne gang er det bredere funderet. F.eks. er mange defensive selskaber også steget. Det skyldes formentligt at nogle investorer er gået efter "obligationslignende" selskaber, og disse selskaber begynder at se dyre ud.

Afdelingens udvikling i 1. halvår 2015

Afdelingens afkast i 1. halvår 2015 var på 15,87 %, hvilket er over forventningen ved starten af 2015. Afkastet i afdelingen har været 2,91 %-point over benchmark.

Afdelingens merafkast er opstået som følge af aktieudvælgelsen. Generelt sigtes der mod at afdelingen er forholdsvis sektorneutral med mindre der er specielle forhold. Det vil sige at formålet er at merafkastet skal komme fra aktieudvælgelsen.

Blandt de positive bidragsydere var Persimmon, Pandora og K+S. Persimmon er et engelsk selskab inden for husbyggeri. Det engelske marked for nye

huse er i vækst, hvilket har gavn timer Persimmon. Selskabet er formentlig det mest veldrevne engelske byggeselskab og har en solid kontantbeholdning samt en fornuftig dividendepolitik. Smykkeselskabet Pandora er steget som følge af fortsat geografisk ekspansion og introduktioner af nye produkter. Kina bliver formentlig det næste store marked, hvor selskabet accelererer åbningen af butikker. Samlet set forventer selskabet at åbne 325 nye butikker i 2015. K+S er et tysk selskab der bl.a. producerer gødning. I juni måned kom der et bud på selskabet fra en konkurrent og aktierne i K+S steg ca. 30 % på dagen og 70 % i halvåret.

Samlet set har 36 selskaber hver især bidraget med over 0,1 % til merafkastet ved at være eller ikke at være i afdelingen, mens 25 selskaber har bidraget negativt med over 0,1 %, hvilket understreger en god hit ratio fra aktieudvælgelsen.

Forventninger til 2. halvår 2015

Afdelingen forventer, at de europæiske aktiemarkeder vil stige moderat i resten af 2015. Hovedscenariet er en lav, men positiv vækst i økonomierne med fortsat understøttelse fra specielt den europæiske centralbank ECB.

Afdelingsspecifikke risici

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

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

Kursudviklingen på aktiemarkederne

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

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

Afdelingen har en beta på omkring 1, og afkastet på porteføljen forventes derfor at svinge i takt med det generelle marked.

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 delvist – kan elimineres ved risikospredning inden for 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 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 2015

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

Risici er også omtalt under Generelle Risikofaktorer.

Europa Value Aktier

Note	Resultatopgørelse (1000 kr.)	1.1.- 30.06.15
	Renteindtægter	0
	Renteudgifter	-2
	Udbytter	2.741
	I alt udbytter	2.740
	Kursgevinster og - tab, Kapitalandele	16.064
	Kursgevinster og tab, Valutakonti	-135
	Kursgevinster og -tab, Øvrige	0
	Handelsomkostninger	370
	I alt kursgevinster og -tab	15.558
	I alt indtægter	18.298
	Administrationsomkostninger	535
	Halvårets resultat før skat	17.763
	Skat	167
	Halvårets nettoresultat	17.596

Note	Balance (1000 kr.)	30.06.2015	31.12.2014
	AKTIVER		
	Indestående i depotselskab	785	613
	I alt likvide midler	785	613
	Noterede aktier fra danske selskaber	6.659	8.130
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	107.382	99.843
	I alt kapitalandele	114.041	107.974
	Tilgodehavende renter, udbytte mm.	0	9
	Andre tilgodehavender	97	71
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	17.967	13
	I alt andre aktiver	18.064	93
1	Aktiver i alt	132.890	108.680
	PASSIVER		
2	Medlemmernes formue	116.806	108.506
	Skyldige omkostninger	152	174
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	15.932	-
	I alt anden gæld	16.084	174
	Passiver i alt	132.890	108.680
3	Noter, hvortil der ikke henvises		
	NOTER		

1	Finansielle instrumenter (%)	30.06.2015	31.12.2014
	Børsnoterede finansielle instrumenter*	99,41	99,44
	Øvrige finansielle instrumenter**	0,59	0,56
	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.)	30.06.2015	
		Cirk. kapital	Formue værdi
	Medlemmernes formue (primo)	1.095	108.506
	Udlodning fra sidste år		0
	Emissioner i året	117	13.768
	Indløsninger i året	-195	-22.941
	Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		-123
	Overført fra resultatopgørelse		17.596
	I alt medlemmernes formue	1.017	116.806

Europa Value Aktier

NOTER (Fortsat)

3 Noter, hvortil der ikke henvises

Hoved- og nøgletal	30.06.2015	31.12.2014
Nettoreultat (1000 kr.)	17.596	-705
Formue (1000 kr.)	116.806	108.506
Cirkulerende andele (stk.)	1.016.980	1.094.591
Indre værdi pr. andel	114,86	99,13
Afkast i pct.	15,87	-0,87
Benchmarkafkast i pct.	12,96	2,03

Risiko

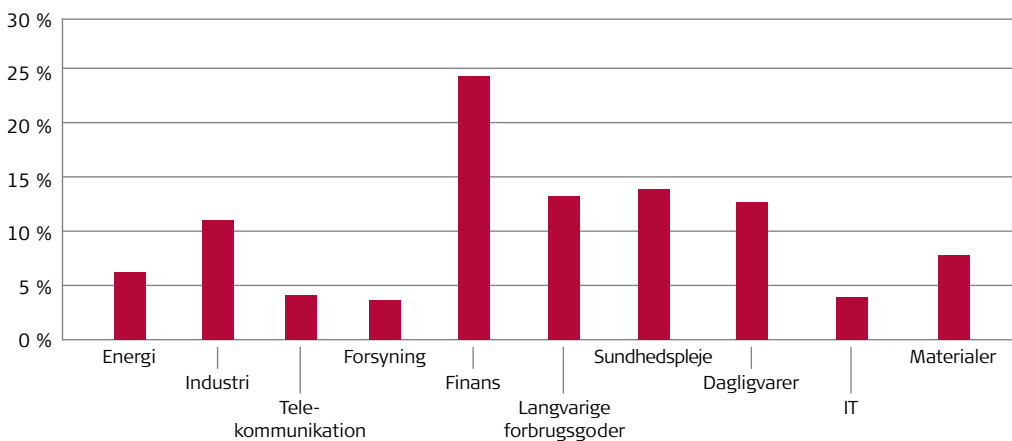
Opføres kun for afdelinger, der har eksisteret mere end 36 måneder.

Afdelingens ti største beholdninger

Bp Plc	2,62 %
Royal Dutch Shell Plc-A Shs	2,54 %
Roche Holding Ag-Genusschein	2,48 %
Persimmon Plc	2,31 %
Randstad Holding Nv	2,08 %
Itv Plc	2,04 %
Lloyds Banking Group Plc	2,01 %
Telenor Asa	2,01 %
Ing Groep Nv-Cva	2,00 %
Julius Baer Group Ltd	2,00 %

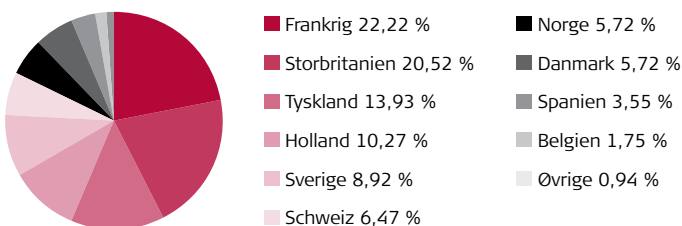
Formuefordeling (%)

Branche



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider.

Lande



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider.

Balance C

Afdelingsprofil

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

Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

Startdato

Afdelingen havde opstart den 05.05.2015.

Benchmark

Afdelingens benchmark er bestående af 75 % MSCI World, 5 % Barclays Global Agg. Corp. USD, EUR ex AAA, 2,5 % JPM EMBI Global Diversified, 2,5 % Barclays US HY Corp 2% Issuer Capped, 11,25 % Nordea Markets Mortgage Bond Index og 3,75 % 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 2015 et afkast på -2,08 %, mens benchmark gav et afkast på -2,5 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2015*	-2,08 %	-2,50 %	0,42 %
Siden start	-2,08 %	-2,50 %	0,42 %

* Perioden 5. maj – 30. juni 2015

Markedsudvikling i 1. halvår 2015

Afdelingen blev lanceret 5. maj 2015. Perioden siden start har været karakteriseret ved faldende aktiemarkeder og stigende renter. Specielt de europæiske aktier har været ramt af usikkerhed som følge af grækenlandskrisen.

I USA var spekulationer om, hvornår de ville begynde at hæve renterne, men en række dårlige nøgletal, herunder BNP vækst – delvist pga. styrket USD – begyndte at så tvivl om opsvingets styrke.

I maj måned kom en kraftig stigning i renteniveauerne fra de meget lave niveauer QE havde resulteret i, der betød, at obligationer faldt markant tilbage. I Danmark havde specielt realkreditobligationer udfordringer og har tabt mere end forventet. Rentestigningerne, og en accelererende uro omkring Grækenland har taget toppen af afkastet på obligationer såvel som risikofyldte aktiver.

Afdelingens udvikling i 1. halvår 2015

Afdelingen, der blev etableret 5. maj 2015, opnåede i perioden et afkast på -2,08 %. Afdelingens afkast er bedre end benchmarkafkastet på -2,50 %. Merafkastet kan primært tilskrives positiv performance på de enkelte aktiefonde samt de direkte aktieinvesteringer i forhold til benchmark. Obligationer, herunder kreditobligationer har en negativ performance.

Danske obligationer ex. kredit har givet et afkast på -3,1 % år til dato hvilket er 0,5 % under benchmark. Det er specielt realkreditobligationer der trækker ned. Kreditobligationer har givet -2,1 %, hvilket er under benchmark. USD er ikke afdækket, men er uændret over perioden. Aktierne har i perioden givet et afkast på -2,2 %, hvilket er bedre end benchmark.

Da obligationer generelt har været undervægtet til fordel for aktier, har denne allokering været positiv for afkastet relativt til benchmark. Der er skabt merafkast i de enkelte aktiefonde, mens obligationsinvesteringerne generelt har negativ performance.

Forventninger til 2. halvår 2015

Afdelingen forventer endnu et positivt halvår for risikofyldte aktiver. Hovedscenariet er en fortsat lav, men positiv vækst i økonomien samt en fortsat lempelig global pengepolitik, der vil holde hånden under markedet.

Aktier forventes fortsat at give et højere afkast end obligationer. Kreditobligationer forventes at give et højere afkast end statsobligationer. Om end afkastene ventes mere beskedne end hidtil.

Afdelingen forventer, at aktiemarkedene vil stige i 2. halvår 2015. Kreditobligationer forventes at levere et lavt etcifret afkast, mens afkastet på danske obligationer forventes at blive begrænset i 2. H 2015. I disse forventninger ligger der en forventning om en styrket USD. De største risici er, at den amerikanske vækst skuffer markant samt at Grækenland evt. trækker Europa med ned. En meget lav likviditet i de underliggende kreditobligationer, og også i danske obligationer risikerer at forværre afkastene i forbindelse med eventuelle sell off's.

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. Kursudviklingen på det internationale aktie- og obligationsmarked har dermed en betydning for afdelingens værdiudvikling. Såvel specifikke amerikanske samt europæiske politiske og regulatoriske foranstaltninger, som 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 delvist – kan elimineres ved risikospredning inden for 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 volatile end aktier.

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

Særlige risici i 2015

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

Risici er også omtalt under Generelle Risikofaktorer.

Balance C

Note	Resultatopgørelse (1000 kr.)	04.05.15 - 30.06.15
	Renteindtægter	0
	Renteudgifter	-1
	Udbytter	247
	I alt renter og udbytter	247
	Kursgevinster og - tab, Obligationer	0
	Kursgevinster og -tab, Kapitalandele	-2.682
	Kursgevinster og -tab, Valutakonti	-220
	Handelsomkostninger	52
	I alt kursgevinster og -tab	-2.954
	I alt indtægter	-2.707
	Administrationsomkostninger	86
	Halvårets resultat før skat	-2.793
	Skat	25
	Halvårets nettoresultat	-2.818

Note	Balance (1000 kr.)	30.06.2015
	AKTIVER	
	Indestående i depotselskab	3.069
	I alt likvide midler	3.069
	Noterede obligationer fra danske udstedere	0
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0
	I alt obligationer	0
	Noterede aktier fra danske selskaber	1.979
	Unoterede kapitalandele fra danske selskaber	58.880
	Investeringsbeviser i danske investeringsforeninger	61.482
	I alt kapitalandele	122.340
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	83
	Andre tilgodehavender	7
	I alt andre aktiver	90
1	Aktiver i alt	125.500
	PASSIVER	
2	Medlemmernes formue	125.264
	Skyldige omkostninger	236
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0
	I alt anden gæld	236
	Passiver i alt	125.500
3	Noter, hvortil der ikke henvises	

NOTER

Finansielle instrumenter (%)	30.06.2015
Børsnoterede finansielle instrumenter*	97,55
Øvrige finansielle instrumenter**	2,45
I alt finansielle instrumenter	100,00

Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside www.pfainvest.dk

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

** Indeholder Likvide midler i alt.

Balance C

NOTER (Fortsat)

2 Medlemmernes formue (1000 kr.)	30.06.2015	
	Cirk. kapital	Formue værdi
Medlemmernes formue (primo)	0	-0
Emissioner i året	1.279	129.550
Indløsninger i året	0	0
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		-1.469
Overført fra resultatopgørelse		-2.818
I alt medlemmernes formue	1.279	125.264

3 Noter, hvortil der ikke henvises

Hoved- og nøgletal	30.06.2015*
Nettoresultat (1000 kr.)	-2.818
Formue (1000 kr.)	125.264
Cirkulerende andele (stk.)	1.279.281
Indre værdi pr. andel	97,92
Afkast i pct.	-2,08
Benchmarkafkast i pct.	-2,50

* Perioden 4. maj – 30. juni

Risiko

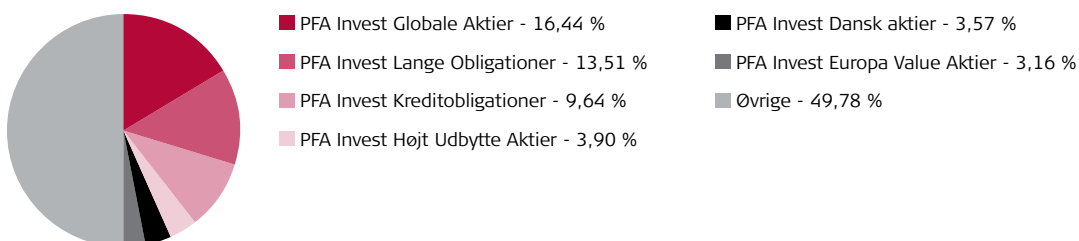
Opgøres kun for afdelinger, der har eksisteret mere end 36 måneder.

Afdelingens største beholdninger

PFA Invest Globale Aktier	16,44 %
PFA Invest Lange Obligationer	13,51 %
PFA Invest Kreditobligationer	9,64 %
PFA Invest Højt Udbytte Aktier	3,90 %
PFA Invest Dansk aktier	3,57 %
PFA Invest Europa Value Aktier	3,16 %
Øvrige	49,78 %

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 2014.

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:

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

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 den 31. august 2012 og omfatter følgende afdelinger:

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

Udstedelse og indløsning af andele i foreningens afdelinger:

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

Investeringsforeningens bestyrelse

Professionelt bestyrelsesmedlem

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

Partner

Rina Asmussen
Ansættelsesadresse
Strandgade 4
1401 København K.

Professionelt bestyrelsesmedlem

Jørgen Madsen
Askhøj 15
2850 Nærum

Investeringsforvaltningsselskab for foreningen

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

Direktion, konstitueret: Rasmus Bessing, Christian Lindstrøm Lage og Henrik Henriksen

Markedsføring af foreningen

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

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

Aftalen om markedsføring er ligeledes godkendt af Investeringsforeningens bestyrelse.

Depotbank

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

Investeringsforeningens revisor

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

Anders Gjelstrup, statsautoriseret revisor

Kasper Bruhn Udam, statsautoriseret revisor