



Årsrapport 2018

Kapitalforeningen KAB / Lejerbo Invest

CVR nr. 24 20 41 54

Indhold

Foreningsoplysninger	3
Ledelsesberetning	4
Bestyrelsens tillidshverv	11
Ledelsespåtegning	12
Den uafhængige revisors revisionspåtegning	13
Obligationer 1 KAB	16
Obligationer 2 KAB	20
Obligationer 3 KAB	24
Obligationer 1 Lejerbo	28
Obligationer 2 Lejerbo	32
Obligationer 3 Lejerbo	36
Obligationer 4 Lejerbo	40
Fælles noter	44
Anvendt regnskabspraksis	45
Væsentlige aftaler	47
Omkostningssatser	47

Ordinær generalforsamling afholdes i SEB Huset:

den 4. april 2019 kl. 17.00

For yderligere information kontakt venligst:

Peter Kock
Direktør
peter.kock@seb.dk

Carsten Lerche Villadsen
Regnskabsansvarlig
Carsten.lerche.villadsen@seb.dk

Kapitalforeningens årsrapport er tillige tilgængelig på seb.dk/sebinvest

Yderligere eksemplarer af årsrapporten samt afdelingernes beholdningsoversigter kan rekvireres ved henvendelse til Foreningen på tlf. 33 28 28 28 eller på e-mail: ifssebinvest@seb.dk.

Foreningsoplysninger

Navn og hjemsted

Kapitalforeningen KAB / Lejerbo Invest
(Herefter forkortet 'Foreningen')
Bernstorffsgade 50
1577 København V
CVR nr. 24 20 41 54
Reg. nr. FT 16.024
Hjemstedskommune: København

Depotselskab

Skandinaviska Enskilda Banken, Danmark, filial af Skandinaviska
Enskilda Banken AB (publ.), Sverige (herefter forkortet 'SEB DK')
Bernstorffsgade 50
1577 København V
CVR nr. 65 15 91 17

Bestyrelse

Carsten Wiggers
Morten Amtrup
Britta Fladeland Iversen
Annette Larsen

Revision

PricewaterhouseCoopers
Statsautoriseret Revisionspartnerselskab
Strandvejen 44
2900 Hellerup

Forvaltningsselskab

Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S
(herefter forkortet 'IFS SEBinvest A/S')
Bernstorffsgade 50
1577 København V
Telefon: 33 28 14 28
CVR nr. 20 86 22 38
Reg. nr. FT 17.107

Direktion:
Peter Kock

Tabel 1 - Afdelingerne i Kapitalforeningen KAB / Lejerbo

Afdelingsnavn	SE nr.	Stiftelsesdato
Obligationer 1 KAB	29 12 39 42	27. december 2005
Obligationer 2 KAB	29 12 39 77	27. december 2005
Obligationer 3 KAB	30 11 89 87	1. november 2007
Obligationer 1 Lejerbo	30 11 89 95	1. november 2007
Obligationer 2 Lejerbo	31 03 22 96	4. februar 2010
Obligationer 3 Lejerbo	31 03 23 18	4. februar 2010
Obligationer 4 Lejerbo	31 03 22 61	4. februar 2010

Ledelsesberetning

Kapitalforeningen KAB Lejerbo – kort fortalt

Foreningen er en kapitalforening jf. Lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. Foreningen blev stiftet den 1. oktober 1999.

Foreningen består ultimo 2018 af følgende syv afdelinger:

- Obligationer 1 KAB
- Obligationer 2 KAB
- Obligationer 3 KAB
- Obligationer 1 Lejerbo
- Obligationer 2 Lejerbo
- Obligationer 3 Lejerbo
- Obligationer 4 Lejerbo

Afdelingerne, der alle er kontoførende og akkumulerende, henvender sig til KAB og de af KAB administrerede boligafdelinger/organisationer, samt Lejerbo og de af Lejerbo administrerede boligafdelinger/organisationer eller andre af KAB, Lejerbo og foreningens bestyrelse accepterede boligafdelinger/organisationer.

Foreningen ejes af medlemmerne. Foreningen har ingen ansatte, men har i stedet indgået en administrationsaftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S, som står for den daglige drift af Foreningen. Foreningens afdelinger ejer 0,01 % af aktierne i Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Foreningen ledes af bestyrelsen samt direktionen for IFS SEBinvest A/S, der forestår den daglige administration af Foreningen.

Markedsudvikling

Indledningsvist skal nævnes, at følgende beretning om markedsudviklingen ikke relaterer sig direkte til afdelingerne under Foreningen, der alle er obligationsbaseret, men det er alligevel væsentligt at have den generelle betragtning af markederne for øje, da disse markeders bevægelse indirekte vil have indflydelse på afdelingerne.

Selvom 2018 har været et år, hvor de økonomiske vækstforventninger stort set blev indfriet, vil det være den høje volatilitet og markante aktienedtur i årets sidste kvartal, som 2018 primært vil blive husket for. Globale aktier i MSCI World AC faldt 11,2 pct. i fjerde kvartal, og alene i december var faldet på 7,9 pct.

Økonomisk vækst samt virksomhedernes indtjeningsvækst har været høj gennem 2018. Men flere forhold har udfordret globale investorerisikovillighed: Stigende amerikanske renter, handelskonflikt mellem USA og Kina, usikkerhed omkring Storbritanniens udtrædelsesvilkår fra EU, italienske gældsproblemer samt social uro i Frankrig. Desuden blev 2018 året, hvor man for første gang så nogle af verdens ledende teknologiselskaber, som eksempelvis Facebook, vakle.

Derimod faldt der lidt mere ro på den geopolitiske front. På et møde i Singapore i juni begravede Donald Trump og Nordkorea's Kim Jung-un stridsøksen. I december erklærede Trump desuden, at kampen mod ISIS er vundet, og at USA derfor trækker sine tropper ud af Syrien.

På valutasiden har man set en moderat styrkelse af den handelsvægtede amerikanske dollar. Dette har formentlig været en kon-

sekvens af de fortsatte renteforhøjelser fra den amerikanske centralbank, politiske udfordringer i Europa samt en svag international handel, som har presset udviklingslandene.

USA

Amerikansk økonomi fik i starten af året hjælp fra såvel en lempelig pengepolitik samt Trump's selskabsskattelempler. Sidstnævnte betød, at man så to cifrede vækstrater i virksomhedernes indtjening.

Den stærke økonomiske vækst var underbygget af rekordhøj tillid hos husholdninger og virksomheder. De stærke forventninger til fremtiden har blandt andet været reflekteret i en stærk ordresituation, stor investeringslyst i fremstillingssektoren samt høje forventninger til indtjeningsvæksten. En del af denne optimisme kan formentlig tilskrives det forhold, at revolutionen inden for skifferenergi synes at fortsætte. Desuden har det været et tegn på optimisme, at bankerne fortsatte med at lempe kreditvilkårene for små og mellemstore virksomheder. Mens protektionistiske tiltag fra Trump har haft betydelig effekt på vækstindikatorer i andre dele af verden, synes de negative effekter uden for landbrugssektoren i USA at være begrænsede. Året har dog budt på en noget svagere udvikling inden for de mere rentefølsomme sektorer som biler og boligmarkedet.

Den amerikanske centralbank fortsatte de rentestramninger, som blev indledt i december 2015. Det blev til fire renteforhøjelser, således at renten ved udgangen af 2018 lå tæt på det, man betragter som et "neutralt niveau". Den sidste renteforhøjelse blev en realitet på trods af hidtil usete angreb på den uafhængige institution fra den siddende præsident. I starten af fjerde kvartal havde den amerikanske centralbankchef selv bidraget til uroen på rente- og aktiemarkeder, da han overraskende erklærede, at renten fortsat var langt fra et neutralt niveau – en fejl, han var to måneder om at rette.

Europa

Op til årsskiftet 2017-2018 kunne man i Europa konstatere den højeste forbrugertillid i 17 år samt en rekordhøj erhvervstillid. Siden da er det kun gået tilbage, og den politisk-økonomiske usikkerhed har været betydelig. I Storbritannien er det fortsat uvist, hvordan den planlagte skilsmisse fra EU vil udfolde sig. Ender det med, at Storbritannien forlader EU uden nogen aftale, kan det udløse en noget uoverskuelig situation for britisk økonomi og for europæiske virksomheder. Der har været betydelig uro i forhold til EU's godkendelse af den italienske finanslov i slutningen af året. Uro og tilhørende pres på renter og bankaktier kan igen blusse op, såfremt en ikke-ventet økonomisk nedtur måtte kræve nye finanspolitiske stramninger.

I Frankrig lignede Emmanuel Macron for et år siden en superstjerne med potentiale til at overtage EU-lederskabet fra Angela Merkel. Siden da har vi set "gilets jaune" give udtryk for betydelig utilfredshed, og opbakningen til Macron er styrtet i meningsmålingerne. På den anden side står den euroskeptiske italienske vice-PM, Matteo Salvini, som har stærk medvind i meningsmålingerne. Angela Merkel selv har meddelt, at hun ikke genopstiller til næste valg og efterlader dermed også et vakuum i EU.

Pengepolitikken er fortsat lempelig i Eurozonen. Godt nok meddelte ECB medio året, at man ville nedtrappe obligationsopkøbsprogrammet. Det er ved årsskiftet bragt helt til ophør. Til gengæld har man meddelt, at en renteforhøjelse tidligst kan komme på tale i andet halvår af 2019. Væksten er fortsat svag, og kerneinflationen ligger

Ledelsesberetning

markant under centralbankens prisstabilitets-målsætning. Derfor er der ikke umiddelbart udsigt til, at renten bliver hævet i det kommende år.

Kina

Foreløbige estimater peger på, at den økonomiske vækst i Kina faldt fra 6,9 pct. i 2017 til 6,6 pct. i 2018. Vækstafmatningen skyldes dels en fortsættelse af den strukturelle afmatning relateret til stadig svagere produktivitet og en demografisk modvind. Hertil kommer de amerikanske handelssanktioner samt regulering og strukturelle reformer. Derfor har tillidsindikatorerne for virksomhederne været på den svage side gennem det forløbne år, ligesom man har set en vis svaghed på boligmarkedet samt i produktion og bilsalg. Det er også på denne baggrund, at Beijing har lovet "betydelige" økonomiske stimuli i det kommende år – ikke mindst i form af personskattelempelser. Men trods økonomiske stimuli og en forbedring af forholdet til Washington, må man forvente en yderligere afmatning i den økonomiske vækst i 2019 til et niveau omkring 6,0-6,5 pct.

Japan

Landet har været inde i en positiv udvikling siden Shinzo Abe's økonomiske chokkur ("Abenomics") blev søsat i 2012, om end væksten i andet halvår af 2018 har været særdeles svag. De demografiske modvinde i Japan er stærkere end de fleste andre steder i verden. Faldet i arbejdsstyrken skyldes først og fremmest aldring af befolkningen. Derfor har regeringen også taget initiativer til at få flere kvinder på arbejdsmarkedet, ligesom reglerne for brug af udenlandsk arbejdskraft er lempet. Der er dog fortsat ikke tegn på, at Bank of Japan's inflationsmålsætning bliver opfyldt i den nærmeste fremtid. Derfor forventer vi også, at Bank of Japan's lempelige pengepolitik fortsætter i 2019.

Emerging Markets

To faktorer har kastet grus i maskineriet for mange udviklingsøkonomier i 2018: Svag international handel og en stærk dollar. Hertil kommer nogle mere landespecifikke udfordringer. Det gælder eksempelvis Tyrkiet, hvor udlandets mistillid til præsident Erdogan, og i forvejen betydelige budget- og betalingsbalanceunderskud, har tvunget centralbanken til at hæve renten markant. De råvareeksporterende lande har desuden lidt under et kraftigt dyk i råvarepriserne i sidste kvartal af 2018. Her fik et dyk i priserne på industrielle

metaller ledsagelse af et markant olieprisfald. Udviklingslandenes valutaer blev generelt svækket i specielt andet og tredje kvartal, men har stabiliseret sig hen mod slutningen af året.

Man kan ikke give Trump's protektionistiske linje skylden for alle de problemer, der eksisterer for international handel. Men der er ikke nogen tvivl om, at en eventuel aftale mellem Washington og Beijing i starten af året vil være positivt nyt for alle – og især for udviklingslandene.

Danmark

Også det danske marked er blevet ramt af politisk og økonomisk usikkerhed i andet halvår 2018 og slutter året med et negativt afkast på knap 7,5% (målt ved OMXKAX Capped). Kursfaldene har været bredt funderet, men navnlig Danske Bank har trukket ned som følge af hvidvaskskandalen. Kursen er faldet med mere end 40 % gennem året. Andre indekstunge selskaber som AP Møller Mærsk, Pandora og Novo Nordisk har ligeledes skuffet og bidraget til det negative afkast.

På obligationssiden er der fortsat stor udenlandsk interesse, og hver femte danske realkreditobligation er ejet af en udlænding. De danske realkreditobligationer har dog ikke helt undgået afsmittende effekter af det globale salg af kreditobligationer i årets sidste kvartal.

Forventninger til 2019

Specielt to forhold vil have betydelig indflydelse på afkastet i det kommende år, nemlig den amerikanske pengepolitik samt handelskonflikten mellem USA og Kina. Vi forventer, at de positive udmeldinger, vi har været vidne til i slutningen i 2018 også udmønter sig i en egentlig handelsaftale i det kommende år. Desuden er det vores vurdering, at moderat inflation vil bane vejen for, at den amerikanske centralbank holder en pause i rentestramningerne. Global vækst, og dermed også virksomhedernes indtjeningsvækst, vil formentlig være aftagende i forhold til 2018. Men lavere politisk risiko vil sikre positive afkast på aktier i det kommende år. Afkastene på obligationer, og ikke mindst dansk realkredit, vil fortsat være moderate, men forholdsvis stabile. I tilfælde af et forventet løft i aktierne vil man formentlig se en indsnævring af kreditspændene på virksomhedsobligationer. Men disse har, på grund af den ekstraordinære pengepolitik, været specielt dyre.

Den økonomiske ekspansion har mange år på bagen, og man må også anerkende, at der fortsat eksisterer betydelige økonomisk-po-

Tabel 2 - Afkast i de enkelte afdelinger og deres respektive referenceindeks

Afdelinger	Referenceindeks	Afdelingens afkast (%)		Benchmarkets afkast (%)	
		2018	2017	2018	2017
Obligationer 1 KAB	Sammensat	0,65	1,79	0,82	1,72
Obligationer 2 KAB	Sammensat	1,46	3,05	0,82	1,72
Obligationer 3 KAB	Sammensat	0,96	2,63	0,82	1,72
Obligationer 1 Lejerbo	Sammensat	0,42	1,48	0,24	0,99
Obligationer 2 Lejerbo	Sammensat	0,57	1,82	0,24	0,99
Obligationer 3 Lejerbo	Sammensat	0,72	2,15	0,24	0,99
Obligationer 4 Lejerbo	Sammensat	0,97	0,93	0,24	0,99

Ledelsesberetning

litiske risici. Derfor vil det heller ikke være overraskende, hvis 2019 byder på væsentlig volatilitet på de finansielle markeder.

Afkast og performance i afdelingerne

Alle afdelinger under Foreningen har for året givet positive afkast. Det danske obligationsmarked har fortsat været præget af stor udenlandske interesse, der har bidraget til en spændingsnævring, og markedet har yderligere været positivt drevet af faldende renter på grund af global usikkerhed fra eksempelvis handelskrig og Brexit.

Afdelingernes afkast kan ses i tabel 2. For en detaljeret gennemgang af afdelingernes afkast henvises til de enkelte afdelingsberetninger.

Formueudviklingen

Foreningens samlede formue er i 2018 steget med 46 mio. kr. fra 5.590 mio. kr. til 5.636 mio. kr. ultimo 2018.

Omkostningsudviklingen

Bestyrelsen er meget opmærksom på omkostningsniveauet i de enkelte afdelinger, fordi omkostninger alt andet lige fragår i det afkast, som investorerne opnår. Generelt ligger omkostningsniveauet i denne forening på et lavt niveau set i forhold til sammenlignelige afdelinger i andre foreninger.

Under tabel 4 i Fælles noter sidst i årsrapporten er vist en oversigt over Foreningens samlede administrationsomkostninger til bestyrelse, forvaltningsselskab, revision og tilsyn.

De pr. 31. december 2018 gældende omkostningssatser pr. afdeling fremgår af tabel 5 med væsentlige aftaler. Omkostningssatserne har været gældende for hele året 2018.

Bestyrelses- og ledelsesforhold

Foreningens bestyrelse bestod pr. 31. december 2018 af fire personer, som alle er valgt af Foreningens medlemmer (investorerne) på den årlige generalforsamling. To af disse personer sidder ligeledes i bestyrelsen for Foreningens forvaltningsselskab, Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S, der varetager den daglige administration, idet Foreningen ikke selv har en direktion eller andre ansatte.

Der har over året været en udskiftning i bestyrelsen. Således valgte Jens Nødskov Pedersen at udtræde af bestyrelsen grundet arbejdsrelaterede forhold med virkning pr. den 23. februar 2018. På Foreningens generalforsamling i april blev Annette Larsen valgt ind i bestyrelsen. Bestyrelsens sammensætning og tillidserhverv er beskrevet i et særskilt afsnit.

Bestyrelsen er for 2018 med generalforsamlingens godkendelse samlet honoreret for arbejdet i Foreningen med 75.000 kr. Honoraret for de enkelte medlemmer fremgår af Fælles Noter under tabel 5. Bestyrelsen modtager ikke andre former for vederlag i forbindelse med bestyrelsesarbejdet.

Nævneværdige begivenheder og tilpasninger i 2018

Det er naturligt, at der over et regnskabsår sker forskellige nye tiltag for at sikre, at Foreningen har det bedst mulige udbud af afdelinger, samt at de enkelte afdelinger løbende bliver tilpasset, således at de altid er optimeret efter tidens forhold. Der har for regnskabsåret ikke været nævneværdige begivenheder eller tilpasninger.

Samfundsansvar

De følgende afsnit om samfundsansvar kan virke uvedkommende for læser, da Foreningens afdelinger udelukkende har beholdninger i danske obligationer, der for nuværende ikke vil blive påvirket af den nedenfor skrevne politik, men da Foreningen indirekte er underlagt en politik for samfundsansvar, vælges det er beskrevet forholdene heromkring.

Foreningens politik for samfundsansvar besluttet af Foreningens forvalter, Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S ("Forvalter"), der samarbejder med SEB-koncernen ("SEB") på området for ansvarlige investeringer (SRI). Hensigten med samarbejdet og de udarbejdede politikker er bl.a. at følge FN's generelle principper for ansvarlige investeringer (PRI=Principles for Responsible Investments). Derved sikres, så vidt muligt, at de virksomheder, som Foreningen investerer i, følger internationale retningslinjer og principper.

SEB samarbejder blandt andet med ISS-Ethix på området for ansvarlige investeringer. Med udgangspunkt i internationale konventioner screenes Foreningens porteføljer af ISS-Ethix, som er en ledende international specialist på området for ansvarlige investeringer eller såkaldt ESG (Environmental, Social and Governance").

Foreningens forvalter modtager via samarbejdet med SEB lister over selskaber, som ikke opfylder nedennævnte internationale konventioner for så vidt angår arbejdsmarkedsrettigheder, miljø- og klimaforhold, menneskerettigheder og korruption m.v.:

- UN Global Compact
- OECD Guidelines for Multinational Enterprises
- Human rights conventions
- Environmental conventions
- Weapon-related conventions

Ledelsesberetning

Klyngebomber, landminer og atomvåben

På baggrund af listerne fra ISS-Ethix er det besluttet ikke at investere i en række selskaber, som producerer klyngebomber og landminer samt nyudvikling af atomvåben. Disse selskaber opføres på en eksklusionsliste.

Normbrydere

De øvrige selskaber, som ifølge ISS-Ethix/SEB ikke opfylder én eller flere af konventionerne ovenfor, optages på en intern observationsliste. Disse selskaber kaldes normbrydere. ISS-Ethix/SEB søger dialog med disse selskaber med henblik på at afdække forholdene, herunder viljen til at bringe de konkrete problematiske forhold til ophør. Hvis der ikke opnås tilfredsstillende resultater af dialogen kan selskaberne i yderste konsekvens ekskluderes. Ved årets afslutning er der ekskluderet 32 selskaber på grund af normbrud og en manglende vilje til dialog og/eller ændring af forhold.

Rapporteringsområde	Aktier og obligationer udstedt af selskaber	Statsobligationer udstedt af lande
Menneskerettigheder	10 selskaber	7 lande
Arbejdstagerrettigheder	5 selskaber	
Klima / Miljø	16 selskaber	
Anti-korruption	1 selskab	7 lande
Udvinning af kul	15 selskaber	
Atomvåben	31 selskaber	
Kontroversielle våben	28 selskaber	

Statsobligationer

Foreningens forvalter har ligeledes en ansvarlig politik for statsobligationer. Politikken er baseret på ISS-Ethix's "Norm-Based Screening for Countries". På baggrund af denne "screening" ekskluderes udstedelser fra lande, som er underlagt multilaterale internationale sanktioner, lande som ikke kan eller vil leve op til, eller beskytte basale menneskerettigheder. Udelukkelsen vil dog først ske efter en behørig undersøgelse af og hensyntagen til eventuelle positive tiltag og udvikling i landets SRI forhold. Det vil sige, at lande hvor det vurderes at der er en begyndende eller igangværende positiv udvikling ikke vil blive ekskluderet. Denne vurdering foretages af SEB.

Handling og resultat

Som nævnt er Forvalters politik at søge dialog med selskaber, der har overtrådt en eller flere konventioner. Dialogen gennemføres ikke af Foreningens forvalter, men af SEB eller en af SEB's samarbejdspartnere. Foreningens forvalter oplyser gerne størrelsen af ejerandele i et givent selskab, hvis det bliver efterspurgt i relation til en dialog.

I de tilfælde, hvor SEB vurderer at dialogen ikke vil føre til ændret adfærd hos det pågældende selskab, vil Forvalters politik blive gennemført ved at målrette eksklusion af selskabet mod alle selskabets børsnoterede aktiviteter. Det vil sige, at Forvalters politik er målret-

Eksklusion af selskaber med aktiviteter inden for udvinning af kul

Som en integreret del af ovenstående samarbejde med SEB bliver selskaber med væsentlig aktivitet inden for udvinning af kul ekskluderet fra Foreningens porteføljer. De berørte selskaber vil fremgå af den ovenfor nævnte eksklusionsliste.

Kriteriet for eksklusion er, at mere end 20 % af et selskabs omsætning kommer fra kulproduktion/udvinning af kul (minedrift).

Baggrunden for denne beslutning er, at Foreningens forvalter/SEB anerkender vigtigheden af at skabe en kulstoffattig økonomi og ønsker de globale klimaforandringer som en af nutidens mest alvorlige udfordringer. Overordnet er beslutningen en del af SEB's globale etiske politik, og eksklusionerne bliver implementeret på alle Foreningens afdelinger.

tet både aktier og obligationer udstedt af selskaber. Dermed vil et selskab, der er anført på eksklusionslisten, blive ekskluderet for så vidt angår både selskabets udstedte aktier, uafhængigt af børsnoteringssted, samt selskabets udstedte obligationer, igen uafhængigt af børsnoteringssted. Ydermere ekskluderes også datterselskaber relateret til det ekskluderede selskab i videst mulige omfang, hvis datterselskabet beskæftiger sig inden for samme forretningsområde, som har initieret selskabets eksklusion.

Af skemaet nedenfor fremgår, hvor mange selskaber, der er ekskluderet inden for de enkelte rapporteringsområder. Ligeledes fremgår også, hvor mange lande, der er ekskluderet i forbindelse med deres udstedelse af statsobligationer.

Risici ved Forvalters politik for samfundsansvar

Foreningens forvalter tilstræber at leve op til sit samfundsansvar og samtidig have en politik, der bedst muligt kan efterleves på dette meget svære område, hvor der let kan opstå situationer og gråzoner, som udadtil kan få det til at se ud som om Foreningen ikke efterlever sin politik.

Eksempelvis kan en sammenligning af Forvalters eksekvering af sin politik med andre lignende foreninger virke mere eller mindre restriktiv. Det skyldes, at der er utallige måder at gennemføre en politik for samfundsansvar på, og derfor kan Foreningens forvalter

Ledelsesberetning

godt have ekskluderet et selskab, som ikke er ekskluderet i anden forening eller omvendt. Det er i den henseende væsentligt at bemærke, at arbejdet med samfundsansvar ikke har et facit, og derfor er der ingen metoder, som er mere rigtige eller forkerte end andre.

Ydermere er Foreningens forvalter i særlig grad afhængig af, at forvalters valgte udbyder af stamdata har fuldt opdaterede registreringer omkring selskabsforhold. Hvis registreringer om selskabsforhold i enkelte tilfælde ikke er opdateret, vil et datterselskab af et ekskluderet selskab kunne slippe gennem nåleøjet, hvis registreringerne hos forvalters valgte udbyder af stamdata ikke har fuldt opdateret registreringer omkring selskabets erhvervelse eller afhændelse af datterselskaber.

Foreningens forvalter er tillige afhængig af leveringerne fra SEB og SEB's konstante opfølgning på politikken. Eksempelvis kan der opstå en situation, hvor et selskab ekskluderet af SEB har tilrettet sin forretning for at genopfylde kravene til en gældende konvention, men at dette ikke registreres tids nok af SEB, hvorfor selskabet er ekskluderet i længere tid end hvad der egentlig var berettiget. Ligeledes er der generelt også en afhængighed af kvaliteten af de data, som Foreningens forvalter modtager fra SEB, da Foreningens eksklusioner foretages ud fra datalister modtaget fra SEB.

Afslutningsvis skal nævnes, at Forvalters screening af selskaber, kun sker for selskaber, der er en del af de store aktieindeks. Dette gøres dels for at begrænse omkostningerne, men også for at ramme de selskaber, hvor en ændring af adfærd vil have stor betydning. Omvendt betyder det også, at et selskab med en lille markeds kapital kan bryde konventioner uden at det fanges af forvalters politik.

Undtagelse - Indirekte investering

Foreningens forvalter har besluttet at undtage afdelingernes indirekte investeringer fra den overordnede SRI-politik. Indirekte investeringer dækker over en afdelingsinvestering i eksempelvis ETF'ere, hvor det enten ikke er muligt eller vil blive for omkostningstungt at identificere, om afdelingerne via deres indirekte investeringer har opnået eksponering til selskaber, som er medtaget på eksklusionslisten.

Der er i dag ingen af Foreningens afdelinger, der har indirekte investeringer.

Risici samt risikostyring

Som investor i Foreningen får man en løbende pleje af sin investering. 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 f.eks. 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 via en investeringsforening kan overord-

net knytte sig til fire elementer:

- Investors eget valg af afdelinger
- Investeringsmarkederne
- Investeringsbeslutningerne
- Driften af foreningen

Risici knyttet til investors valg af afdelinger

Inden investor beslutter sig for at investere, er det vigtigt at få fastlagt en investeringsprofil, så investeringerne kan sammensættes ud fra den enkelte investors behov og forventninger. Desuden er det afgørende, at investor er bevidst om de risici, der er forbundet med den konkrete investering. Det anbefales at fastlægge sin investeringsprofil i samråd med en rådgiver.

Investeringsprofilen skal blandt andet tage højde for, hvilken risiko investor ønsker at påtage sig med sin investering, og hvor lang tids horisonten for investeringen er. Ønsker investor f.eks. en meget stabil udvikling i sine investeringsbeviser, bør man som udgangspunkt ikke investere i afdelingerne med høj risiko (altså afdelinger, der er markeret med 5 til 7 på risikoindekset, jf. tabellen nedenfor). Hvis man investerer over en kortere tidshorisont, er aktieafdelingerne for de fleste investorer sjældent velegnede.

I beretningen for den enkelte afdeling fremgår dens risikoklassifikation målt ved risikoindekset fra dokumentet Central Investorinformation. Risikoen udtrykkes ved et tal mellem 1 og 7, hvor "1" udtrykker laveste risiko og "7" højeste risiko. Kategorien "1" udtrykker ikke en risikofri investering.

1	2	3	4	5	6	7
Lav risiko			Middel risiko		Høj risiko	

Afdelingens placering på risikoindekset er bestemt af udsvingene i afdelingens indre værdi de seneste fem år og/eller repræsentative data. Store historiske udsving er lig høj risiko og en placering til højre på indekset. Små udsving er lig med en lavere risiko og en placering til venstre på risikoskalaen. Afdelingens placering på skalaen er ikke konstant. Placeringen kan ændre sig med tiden. Risikoindekset tager ikke højde for pludseligt indtrufne begivenheder som eksempelvis devalueringer, politiske indgreb og pludselige udsving i valutaer.

Risici knyttet til investeringsmarkederne

Disse risikoelementer er f.eks. risikoen på aktiemarkederne, renterisikoen, kreditrisikoen og valutarisikoen. Det skal erindres, at graden af risiko på markederne er den helt centrale drivkraft bag de afkast, som afdelingerne skaber. Risiko er med andre ord uløseligt forbundet med afkast.

Markedsrisikoen håndterer Foreningen inden for de givne rammer på de mange forskellige investeringsområder, afdelingerne investerer på. Eksempler på risikostyringselementer er afdelingernes rådgivningsaftaler, investeringspolitikker og instrukser fra Foreningens bestyrelse om investering, interne kontroller, lovgivningens krav om risikospredning samt adgangen til at anvende afledte finansielle instrumenter.

Ledelsesberetning

Risici knyttet til investeringsbeslutningerne

Enhver investeringsbeslutning i de aktivt styrede afdelinger er baseret på forventninger til fremtiden. Porteføljerådgiveren forsøger at danne sig et realistisk fremtidsbillede af f.eks. renteutviklingen, konjunkturerne, virksomhedernes indtjening og politiske forhold. Ud fra disse forventninger køber porteføljerådgiveren de aktier og/eller obligationer, der vurderes at have det bedste afkastpotentiale, samt sælger dem hvor potentialet vurderes at være mindst. Denne type beslutninger er i sigens natur forbundet med usikkerhed.

Som det fremgår af afdelingsberetningerne senere i årsrapporten, har Foreningen for langt de fleste afdelinger udvalgt et benchmark. Det er et indeks, der måler afkastudviklingen på det eller de markeder, hvor den enkelte afdeling investerer. Det vurderes, at de respektive indeks er repræsentative for de respektive afdelingers porteføljer og dermed velegnede til at vurdere afdelingens reelle resultater. Afdelingernes afkast er målt efter fradrag af administrations- og handelsomkostninger. Bemærk, at afkastet i benchmark ikke tager højde for omkostninger. Afdelinger, for hvilke der ikke findes et velegnet indeks, har intet benchmark.

Målet med afdelinger, som følger en aktiv investeringsstrategi er at opnå et afkast, der er højere end afkastet på det respektive benchmark. Når investeringsstrategien er aktiv, forsøger porteføljerådgiveren at finde de bedste investeringer, der forventes at give det højeste mulige afkast under hensyntagen til risikoen. Strategien medfører, at investeringerne vil afvige fra benchmark, og at afkastet kan blive både højere og lavere end benchmark. Om en porteføljerådgiveren er god til at slå sit benchmark ses bedst over en længere årrække.

Når investeringsstrategien er passiv - også kaldet indeksbaseret - betyder det, at investeringerne er sammensat, så de følger det valgte indeks tæt. Derved kan investor forvente, at afkastet i store træk svarer til udviklingen i indekset. Afkastet for en passiv afdeling vil dog typisk være lavere end udviklingen i det valgte indeks, fordi omkostningerne trækkes fra i afdelingens afkast, og at det valgte indeks ikke tager hensyn til omkostninger.

Foreningens bestyrelse har fastsat risikorammer for alle afdelinger. I aktieafdelingerne kan der f.eks. være fastsat en begrænsning på tracking error. Tracking error er et matematisk nøgletal, som udtrykker, hvor tæt afdelingerne følger deres benchmark. Jo lavere tracking error er, desto tættere forventes afdelingen at følge benchmark. I obligationsafdelingerne er der typisk fastsat begrænsninger på varighed (rentefølsomhed) og særlige begrænsninger på kreditrisikoen via krav til kreditvurderingen (ratings).

For yderligere oplysninger om de enkelte afdelinger henvises til disses gældende Investorinformation, der kan downloades på sebinvest.dk ved valg af "Øvrige Foreninger".

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 fastlagt processer for ledelsesinformation, 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.

Foreningen er desuden underlagt kontrol fra Finanstilsynet og en lovpligtig revision ved den generalforsamlingsvalgte revisor. 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, overvåger bestyrelsen 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.

Generelle risikofaktorer

Investorer skal være opmærksomme på, at investering i investeringsbeviser er behæftet med risici, som kan medføre tab. Investorer skal desuden være opmærksomme på, at historiske afkast ikke kan anvendes som indikator for fremtidige afkast.

Foreningens overordnede politik for styring af de investeringsmæssige risici er primært baseret på, at alle afdelinger følger placerings- og spredningskravene i den såkaldte UCITS-lovgivning.

Risici afhænger af mange faktorer. Nedenfor gennemgås de typer af risici, som er relevante for Foreningens afdelinger.

Enkeltlande

Investering i værdipapirer i et enkelt land, f.eks. Danmark, medfører 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.

Lån

Foreningen har i henhold til vedtægterne og på vegne af afdelingerne fået Finanstilsynets tilladelse til at optage kortvarige lån i forbindelse med afvikling af handler. Samlet set må lånene ikke overstige 10 % af afdelingens formue. Der vil således ikke blive benyttet fremmedfinansiering til andre former for investering, og bestyrelsen har derfor ikke fastsat yderligere rammer for fremmedfinansiering.

Foreningen kan derudover ansøge Finanstilsynet om særskilt tilladelse til på vegne af Foreningens afdelinger at optage lån på indtil 10 % af afdelingernes formue med henblik på indløsning af medlemsandele eller udnyttelse af tegningsrettigheder. Ansøgning herom skal ske separat til Finanstilsynet. Foreningen har p.t. ikke ansøgt om eller modtaget tilladelse hertil fra Finanstilsynet.

Værdiansættelse

Foreningens finansielle instrumenter værdiansættes til officielt noterede børs- og valutakurser. Foreningen investerer kun i meget begrænset omfang i unoterede finansielle instrumenter og andre finansielle instrumenter, der ikke er genstand for offentlig kursno-

tering. Priser på unoterede finansielle instrumenter eller afledte finansielle instrumenter opgøres til skønnet dagsværdi eller til beregnet dagsværdi på baggrund af underliggende noterede instrumenter.

Den indre værdi af Foreningens beviser kan på den baggrund fastsættes med relativ stor nøjagtighed. I perioder, hvor omsætningen på fondsbørserne verden over er lav, og hvor mange finansielle instrumenter derfor ikke handles dagligt, kan der opstå usikkerhed ved indregning og måling af indre værdi. For sjældent handlede obligationer er det muligt løbende at beregne en kurs på baggrund af de mest handlede obligationer med samme karakteristika. Denne mulighed findes ikke for aktier, hvor kursen derfor altid opgøres som senest handlede, selv om handelsdagen ligger flere dage bagud.

Som følge af de meget høje andele af likvide, noterede finansielle instrumenter i Foreningen har ingen af afdelingerne i det forgangne år haft større problemer med fastsættelse af indre værdi, ligesom det har været muligt straks at efterkomme alle ønsker om indløsninger.

Særlige risici ved obligationsafdelingerne

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

Renteutviklingen varierer fra region til region, og skal ses i sammenhæng med blandt andet inflationsniveauet. Renteniveauet spiller en stor rolle i vurderingen af, hvor attraktivt det er at investere i blandt andet obligationer, samtidig med at ændringer i renteniveauet kan give anledning til kursfald/-stigninger. Når renteniveauet stiger, kan det betyde kursfald på obligationerne.

Begrebet varighed udtrykker renterisikoen på de obligationer, der investeres i. Jo lavere varighed, desto mere kursstabile er obligationerne, hvis renten ændrer sig.

Kreditrisiko

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

Kommunikationspolitik

Medlemmernes adgang til information sikres først og fremmest via hjemmesiden, seinvest.dk, under "Øvrige foreninger", hvor relevante oplysninger om Foreningens afdelinger findes.

Medlemmer og andre interesserede kan henvende sig til adm. direktør Peter Kock med spørgsmål om Foreningens forretningsområde.

Efterfølgende begivenheder

Der er efter balancedagen ikke indtruffet hændelser, som vurderes at have væsentlig indflydelse på bedømmelsen af årsrapporten for 2018.

Tabel 3 - ÅOP (Årlig Omkostning i Procent)

Afdelinger	Forventet 2019	Realiseret 2018	Realiseret 2017
Obligationer KAB 1	0,11	0,11	0,13
Obligationer KAB 2	0,11	0,10	0,13
Obligationer KAB 3	0,11	0,11	0,13
Obligationer Lejerbo 1	0,11	0,11	0,13
Obligationer Lejerbo 2	0,12	0,12	0,14
Obligationer Lejerbo 3	0,12	0,12	0,14
Obligationer Lejerbo 4	0,12	0,12	0,15

Bestyrelsens tillidshverv

Carsten Wiggers, formand

Direktør, cand. polit., født 1955

I bestyrelsen for Foreningen siden 2012.

Bestyrelsesmedlem i:

Investeringsforeningen SEInvest (F)
Investeringsforeningen Wealth Invest (F)
Kapitalforeningen SEInvest II (F)
Kapitalforeningen SEB Kontoførende (F)
Kapitalforeningen Wealth Invest (F)
Investeringsforvaltningsselskabet SEInvest A/S (F)
Core Bolig IV Investoraktieselskab Nr. 1-5
Core Bolig IV Investorkommanditaktieselskab Nr. 6
Core Bolig IV Kommanditaktieselskab
Realkreditrådet

Britta Fladeland Iversen

Direktør, født 1953

I bestyrelsen for Foreningen siden 2014.

Bestyrelsesmedlem i:

Investeringsforeningen SEInvest
Investeringsforeningen Wealth Invest
Kapitalforeningen SEInvest II
Kapitalforeningen SEB Kontoførende
Kapitalforeningen Wealth Invest
DISfonden
UBS Bolig A/S
Core Advice A/S

Morten Amtrup

Direktør, cand. oecon., født 1963

I bestyrelsen for Foreningen siden 2012.

Bestyrelsesmedlem i:

Investeringsforeningen SEInvest
Investeringsforeningen Wealth Invest
Kapitalforeningen SEInvest II
Kapitalforeningen SEB Kontoførende
Kapitalforeningen Wealth Invest
Investeringsforvaltningsselskabet SEInvest A/S
Ejendomsselskabet Hellebro A/S

Annette Larsen

Direktør, født 1968.

I bestyrelsen for Foreningen siden 2018.

Bestyrelsesmedlem i:

Investeringsforeningen SEInvest
Investeringsforeningen Wealth Invest
Kapitalforeningen SEInvest II
Kapitalforeningen SEB Kontoførende
Kapitalforeningen Wealth Invest
Fondsmæglerforeningen
Fundamental Fondsmæglerselskab A/S (F)
Kokkedal Golfklub

Ledelsespåtegning

Til investorerne i Kapitalforeningen KAB/ Lejerbo Invest

Bestyrelsen og direktionen har dags dato behandlet og godkendt årsrapporten 2018 for Kapitalforeningen KAB / Lejerbo Invest og erklærer hermed:

- At årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lov om alternative investeringsfonde m.v. samt regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger m.v. og tilhørende bekendtgørelse, jf. vedtægternes bestemmelse herom.
- At årsregnskabet for Foreningen og afdelingerne giver et retvisende billede af afdelingernes aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultatet.
- At ledelsesberetningen indeholder en retvisende redegørelse for udviklingen i Foreningen og afdelingernes aktiviteter og økonomiske forhold samt en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som Foreningen henholdsvis afdelingerne kan påvirkes af.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 5. marts 2019

Bestyrelsen

Carsten Wiggers
Bestyrelsesformand

Morten Amtrup
Bestyrelsesmedlem

Britta Fladland Iversen
Bestyrelsesmedlem

Annette Larsen
Bestyrelsesmedlem

Direktionen
Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S

Peter Kock
Direktør

Den uafhængige revisors revisionspåtegning

Til investorerne i Kapitalforeningen KAB/ Lejerbo Invest

Konklusion

Det er vores opfattelse, at årsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2018 samt af resultatet af de enkelte afdelingers aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2018 i overensstemmelse med lov om forvaltere af alternative investeringsfonde mv. med tilvalg af regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger mv.

Hvad har vi revideret

Kapitalforeningen KAB/Lejerbo Invest's årsregnskaber for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2018 omfatter resultatopgørelse, balance og noter, herunder anvendt regnskabspraksis, for de enkelte afdelinger i foreningen ("regnskabet")

Grundlag for konklusion

Vi udførte vores revision i overensstemmelse med internationale standarder om revision (ISA) og de yderligere krav, der er gældende i Danmark. Vores ansvar ifølge disse standarder og krav er nærmere beskrevet i revisionspåtegningens afsnit Revisors ansvar for revisionen af regnskabet.

Det er vores opfattelse, at det opnåede revisionsbevis er tilstrækkeligt og egnet som grundlag for vores konklusion.

Uafhængighed

Vi er uafhængige af foreningen i overensstemmelse med internationale etiske regler for revisorer (IESBA's Etiske regler) og de yderligere krav, der er gældende i Danmark, ligesom vi har opfyldt vores øvrige etiske forpligtelser i overensstemmelse med IESBA's Etiske regler.

Udtalelse om ledelsesberetningen

Ledelsen er ansvarlig for ledelsesberetningen.

Vores konklusion om regnskabet omfatter ikke ledelsesberetningen, og vi udtrykker ingen form for konklusion med sikkerhed om ledelsesberetningen.

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

Vores ansvar er derudover at overveje, om ledelsesberetningen indeholder krævede oplysninger i henhold til lov om forvaltere af alternative investeringsfonde mv. med tilvalg af regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger mv.

Baseret på det udførte arbejde er det vores opfattelse, at ledelsesberetningen er i overensstemmelse med årsregnskaberne for de enkelte afdelinger og er udarbejdet i overensstemmelse med kravene i lov om forvaltere af alternative investeringsfonde mv. med tilvalg af regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsfor-

eninger mv. Vi har ikke fundet væsentlig fejlinformation i ledelsesberetningen.

Ledelsens ansvar for regnskabet

Ledelsen har ansvaret for udarbejdelsen af et årsregnskaber for de enkelte afdelinger, der giver et retvisende billede i overensstemmelse med lov om forvaltere af alternative investeringsfonde mv. med tilvalg af regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger mv. Ledelsen har endvidere ansvaret for den interne kontrol, som ledelsen anser for nødvendig for at udarbejde årsregnskaber for de enkelte afdelinger uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl.

Ved udarbejdelsen af regnskabet er ledelsen ansvarlig for at vurdere foreningens evne til at fortsætte driften; at oplyse om forhold vedrørende fortsat drift, hvor dette er relevant; samt at udarbejde regnskabet på grundlag af regnskabsprincippet om fortsat drift, medmindre ledelsen enten har til hensigt at likvidere foreningen, indstille driften eller ikke har andet realistisk alternativ end at gøre dette.

Revisors ansvar for revisionen af regnskabet

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

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

- Identificerer og vurderer vi risikoen for væsentlig fejlinformation i regnskabet, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl, udformer og udfører revisionshandlinger som reaktion på disse risici samt opnår revisionsbevis, der er tilstrækkeligt og egnet til at danne grundlag for vores konklusion. Risikoen for ikke at opdage væsentlig fejlinformation forårsaget af besvigelser er højere end ved væsentlig fejlinformation forårsaget af fejl, idet besvigelser kan omfatte sammensværgelser, dokumentfalsk, bevidste udødelser, vildledning eller tilsidesættelse af intern kontrol.
- Opnår vi forståelse af den interne kontrol med relevans for revisionen for at kunne udforme revisionshandlinger, der er passende efter omstændighederne, men ikke for at kunne udtrykke en konklusion om effektiviteten af foreningens interne kontrol.
- Tager vi stilling til, om den regnskabspraksis, som er anvendt af ledelsen, er passende, samt om de regnskabsmæssige skøn og tilknyttede oplysninger, som ledelsen har udarbejdet, er rimelige.
- Konkluderer vi, om ledelsens udarbejdelse af regnskabet på

Den uafhængige revisors revisionspåtegning

grundlag af regnskabsprincippet om fortsat drift er passende, samt om der på grundlag af det opnåede revisionsbevis er væsentlig usikkerhed forbundet med begivenheder eller forhold, der kan skabe betydelig tvivl om foreningens evne til at fortsætte driften. Hvis vi konkluderer, at der er en væsentlig usikkerhed, skal vi i vores revisionspåtegning gøre opmærksom på oplysninger herom i regnskabet eller, hvis sådanne oplysninger ikke er tilstrækkelige, modificere vores konklusion. Vores konklusioner er baseret på det revisionsbevis, der er opnået frem til datoen for vores revisionspåtegning. Fremtidige begivenheder eller forhold kan dog medføre, at foreningen ikke længere kan fortsætte driften.

- Tager vi stilling til den samlede præsentation, struktur og indhold af regnskabet, herunder noteoplysningerne, samt om regnskabet afspejler de underliggende transaktioner og begivenheder på en sådan måde, at der gives et retvisende billede heraf.

Vi kommunikerer med den øverste ledelse om blandt andet det planlagte omfang og den tidsmæssige placering af revisionen samt betydelige revisionsmæssige observationer, herunder eventuelle betydelige mangler i intern kontrol, som vi identificerer under revisionen.

Vi afgiver også en udtalelse til den øverste ledelse om, at vi har opfyldt relevante etiske krav vedrørende uafhængighed, og oplyser den om alle relationer og andre forhold, der med rimelighed kan tænkes at påvirke vores uafhængighed og, hvor dette er relevant, tilhørende sikkerhedsforanstaltninger.

København, den 5. marts 2019

PricewaterhouseCoopers

Statsautoriseret Revisionspartnerselskab
CVR-nr. 33 77 12 31

Jesper Edelbo
statsautoriseret revisor
mne-nr 10901

Henrik Hornbæk
statsautoriseret revisor
mne-nr 32802

Obligationer 1 KAB

Afdeling Obligationer 1 KAB er en obligationsafdeling, der primært investerer i danske obligationer. Alle obligationer skal være udstedt i danske kroner. Varigheden for afdelingens portefølje af obligationer skal ligge mellem 0 og 5 år.

Afdeling	Obligationer 1 KAB	Primær rådgiver	Danske Capital, division af Danske Bank A/S
Startdato ¹⁾	27. december 2005	Skattestatus	Kontoførende
Nominal kurs	DKK 100,00	Benchmark	Sammensat
Risikokategori	2		

¹⁾ Startdatoen er den dato, afdelingen har påbegyndt investeringerne. Dette er ikke samme dato som stiftelsesdatoen.

Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om investeringsmarkeder, risikobeskrivelse og risikofaktorer for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt.

Risikoprofil m.v.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, hvor der investeres i danske stats- og realkreditobligationer.

Afdelingens beholdning af obligationer er udsat for renterisiko. Denne udtrykkes ved varigheden, der skal holdes under 5 år for beholdningen samlet set. Det betyder, at værdien af beholdningen kan falde med op til 5 pct., hvis renteniveauet stiger med 1 pct.-point. Varigheden på porteføljen lå ultimo året på 4,34 år.

Samlet set er risikoen ved investering i denne afdeling lav, og det afspejler sig i afdelingens placering på 7-trins risikoskalaen. For en beskrivelse af risikoskalaen henvises til afsnittet "Risiko knyttet til investors valg af afdelinger" i foreningens ledelsesberetning.

Afdelingen benytter et sammensat indeks som referenceindeks. Indekset er sammensat, så det afspejler det investeringsunivers, afdelingen opererer indenfor.

Særlige risici

Investering i det danske obligationsmarked er behæftet med risici, der kan knyttes til de enkelte udstedere af obligationerne. Denne type af risiko kaldes for kreditrisiko. Ved at sprede investeringerne på forskellige udstedere reduceres den samlede kreditrisiko, men der er ikke desto mindre en risiko, fordi udstederne i et vist omfang er indbyrdes afhængige af udviklingen på boligmarkedet og af tilstanden i den danske økonomi som helhed.

Der er i denne afdeling ingen særlige risici ud over de ovenfor nævnte.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen usikkerhed ved indregning og måling af aktivernes værdi eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket dette, ligesom der ikke efter regnskabsårets afslutning er indtruffet hændelser, der har betydning for målingen.

Efter ledelsens vurdering er der ingen af de øvrige risikotyper, der har særlig indflydelse på afdelingens fremtidige resultatudvikling.

Markedsudviklingen i 2018

Året startede med kraftige rentestigninger som følge af optimistiske toner fra den globale vækst. Optimismen blev dog hurtigt afløst af frygten for både Brexit, usikkerheden omkring det italienske budget samt effekterne af en eskalerende handelskrig mellem USA og Kina. Rentestigningerne i starten af året blev igen afløst af rentefald, og ved årets afslutning har der med kortvarige afbrydelser igen været tale om rentefald. Mange realkreditobligationer oplevede også rentefald, men merrenten set i forhold til statsobligationer blev forøget gennem året, blandt andet på grund af mindre risikoappetit, forøget global usikkerhed samt den europæiske centralbanks reducerede opkøb af obligationer. Renten på en 2-årig dansk statsobligation faldt hen over året med 0,16 procentpoint og endte året i -0,60 pct., mens renten på den toneangivende 10-årige danske statsobligation faldt med 0,28 procentpoint til 0,22 pct. Til sammenligning endte den toneangivende 30-årige realkreditobligation året i 2,04 pct., hvilket var uforandret set i forhold til starten af året.

Afkast i 2018

Årets afkast efter omkostninger blev opgjort til 0,65%, mens afkastet på benchmark endte året med et plus på 0,82%. Afkastet var således 0,17 %-point lavere end ændringen i benchmark. Afdelingens afkast var på niveau med det forventede afkast ved årets start, men ikke tilfredsstillende set i forhold til udviklingen i benchmark.

De faldende renter kombineret med en svækkelse af realkreditobligationer gennem året medførte, at de højeste afkast blev opnået i afdelingens længste obligationer. Afdelingen var gennem året primært investeret i realkreditobligationer, især konverterbare realkreditobligationer som ved årets udgang udgjorde omkring 60 % af beholdningen. Hertil kommer betydelige investeringer i variabelt forrentede obligationer og rentetilpasningsobligationer. Afdelingen havde gennem året en nogenlunde neutral vægt af varighed set i forhold til benchmark. De højeste afkast blev opnået i beholdningerne af lange 20 og 30 årige konverterbare realkreditobligationer. De gav et afkast på mellem 2 og 3 pct. I den modsatte retning trak beholdningen af variable obligationer og korte rentetilpasningsobligationer, som gav mellem minus 0,25 og plus 0,5 pct. i afkast.

Forventninger 2019

Rådgiver forventer lave centralbankrenter et godt stykke ind i 2019, men ser også sandsynlighed for at den europæiske centralbank ECB først hæver renten i 2020. I Europa og Danmark forventer rådgiver i slutningen af året et mindre opadgående pres på renterne set i forhold til niveauet ved udgangen af 2018. Da renteniveauet i et historisk perspektiv er meget lavt og udsigterne for 2019 peger mod

svagt stigende renter, forventes der lave afkast i 2019. Realkreditobligationerne anser rådgiver stadig som attraktive, specielt da merrenten set i forhold til statsobligationer gennem 2018 var stigende. Vi forventer derfor stadig interesse fra udenlandske investorer i segmentet. Realkreditobligationerne bliver samtidig understøttet af lavt udbud i 2019, blandt andet som følge af statens opkøb af obligationer i forbindelse med låneomlægninger til støttet boligbyggeri.

Udenlandske investorer har gennem 2018 øget deres beholdninger af primært realkreditobligationer. Realkreditobligationer er stadig ind i 2019 attraktive for udenlandske investorer, blandt andet på grund af effekterne af valutaafdækning. Ændrede forventninger og renteforskydninger mellem valutaerne kan dog ændre den udenlandske efterspørgsel, men omvendt, kan det også medføre øget interesse.

OBLIGATIONER 1 KAB

Resultatopgørelse

Note	1.1-31.12.2018 1.000 DKK	1.1-31.12.2017 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	17.280	18.721
1 Renteudgifter	-22	-16
I alt renter og udbytter	17.258	18.705
Kursgevinster og -tab:		
2 Obligationer	-9.963	2.793
3 Handelsomkostninger	-6	-2
I alt kursgevinster og -tab	-9.969	2.791
I alt indtægter	7.289	21.496
4 Administrationsomk.	-1.012	-1.044
Resultat før skat	6.277	20.452
Skat	0	0
Årets nettoresultat	6.277	20.452
Årets nettoresultat foreslås overført til investorerne formue		

Balance

Note	31.12.2018 1.000 DKK	31.12.2017 1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	773	5.235
Obligationer:		
7,5 Not. obl. fra danske udstedere	898.980	1.202.017
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	3.745	7.230
Mellemv. vedr. handelsafv.	28.502	25.077
I alt andre aktiver	32.247	32.307
Aktiver i alt	932.000	1.239.559
Passiver		
6 Investorerne formue	931.990	1.239.550
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	10	9
Passiver i alt	932.000	1.239.559

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2014	2015	2016	2017	2018
Afkast (pct.)	4,23	-0,00	3,26	1,79	0,65
Benchmark afkast (pct.)	4,98	-0,48	3,00	1,72	0,82
Indre værdi (DKK pr. andel)	110,87	110,87	114,48	116,53	117,28
Nettoresultat (t.DKK)	26.680	-1.942	29.422	20.452	6.277
Administrationsomkostninger (pct.)	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09
Omsætningshastighed (antal gange)	0,31	0,19	0,13	0,07	0,15
Investorerne formue (t.DKK)	669.073	847.829	1.088.577	1.239.550	931.990
Antal andele, stk.	603.485.974	764.724.346	950.874.446	1.063.745.646	794.667.246
Styk størrelse i DKK	1	1	1	1	1
Sharpe Ratio	1,52	1,31	1,19	1,17	1,50
Standardafvigelse	2,31	2,22	1,87	1,75	1,46
Tracking Error					0,30

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2018 1.000 DKK	31.12.2017 1.000 DKK
--	-------------------------	-------------------------

Note 1: Renteindtægter

Noterede obligationer fra danske udstedere	17.280	18.721
Renteudgifter	-22	-16
I alt renteindtægter	17.258	18.705

Note 2: Kursgevinster og -tab

Noterede obl. fra danske udstedere	-9.963	2.793
I alt fra obligationer	-9.963	2.793

Note 3: Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-12	-6
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	7	4
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-6	-2

Note 4: Administrationsomkostninger

	2018		2017	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk. omkostninger	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-11	-11	-9
Rev.honorar til revisorer	-17	0	-17	-17
Gebyrer til depotselskab	-82	0	-82	-81
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-554	0	-554	-579
Øvrige omkostninger	-2	-13	-15	-11
Fast administrationshonorar	-333	0	-333	-347
I alt adm.omkostninger	-988	-24	-1.012	-1.044

Andel af fællesomkostninger udgør afdelingens andel af de omkostninger, der ikke kan henføres direkte til en enkelt afdeling. Fordelingen sker under hensyntagen til afdelingernes formuer.

Fast administrationshonorar udgør beregnede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

	31.12.2018 1.000 DKK	31.12.2017 1.000 DKK
--	-------------------------	-------------------------

Note 5: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
I alt	100,0	100,0

En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 6: Investorenes formue

	2018 Antal andele	2018 Formue- værdi 1.000 DKK	2017 Antal andele	2017 Formue- værdi 1.000 DKK
Investorenes formue primo	1.063.745.646	1.239.550	950.874.446	1.088.577
Emissioner i året	4.276.000	4.997	181.242.815	209.118
Indløsnings i året	-273.354.400	-318.989	-68.371.615	-78.720
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		155		123
Ovf. af periodens resultat		6.277		20.452
I alt investorenes formue	794.667.246	931.990	1.063.745.646	1.239.550

Note 7: Finansielle instrumenters fordeling på sektorer (pct.)

31.12.2018	
Realkreditobligationer	90,0
Statsobligationer	10,0
I alt, alle sektorer	100,0

Obligationer 2 KAB

Afdeling Obligationer 2 KAB er en obligationsafdeling, der primært investerer i danske obligationer. Alle obligationer skal være udstedt i danske kroner. Varigheden på afdelingens portefølje af obligationer skal ligge mellem 0 og 5 år.

Afdeling	Obligationer 2 KAB	Primær rådgiver	SEB, København
Startdato ¹⁾	27. december 2005	Skattestatus	Kontoførende
Nominal kurs	DKK 100,00	Benchmark	Sammensat
Risikokategori	2		

¹⁾ Startdatoen er den dato, afdelingen har påbegyndt investeringerne. Dette er ikke samme dato som stiftelsesdatoen.

Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om investeringsmarkeder, risikobeskrivelse og risikofaktorer for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt.

Risikoprofil m.v.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, hvor der investeres i danske stats- og realkreditobligationer.

Afdelingens beholdning af obligationer er udsat for renterisiko. Denne udtrykkes ved varigheden, der skal holdes under 5 år for beholdningen samlet set. Det betyder, at værdien af beholdningen kan falde med op til 5 pct., hvis renteniveauet stiger med 1 pct.-point. Varigheden på porteføljen lå ultimo året på 3,77 år.

Samlet set er risikoen ved investering i denne afdeling lav, og det afspejler sig i afdelingens placering på 7-trins risikoskalaen. For en beskrivelse af risikoskalaen henvises til afsnittet "Risiko knyttet til investors valg af afdelinger" i foreningens ledelsesberetning.

Afdelingen benytter et sammensat indeks som referenceindeks. Indekset er sammensat, så det afspejler det investeringsunivers, afdelingen opererer indenfor.

Særlige risici

Investering i det danske obligationsmarked er behæftet med risici, der kan knyttes til de enkelte udstedere af obligationerne. Denne type af risiko kaldes for kreditrisiko. Ved at sprede investeringerne på forskellige udstedere reduceres den samlede kreditrisiko, men der er ikke desto mindre en risiko, fordi udstederne i et vist omfang er indbyrdes afhængige af udviklingen på boligmarkedet og af tilstanden i den danske økonomi som helhed.

Der er i denne afdeling ingen særlige risici ud over de ovenfor nævnte.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen usikkerhed ved indregning og måling af aktivernes værdi eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket dette, ligesom der ikke efter regnskabsårets afslutning er indtruffet hændelser, der har betydning for målingen.

Efter ledelsens vurdering er der ingen af de øvrige risikotyper, der har særlig indflydelse på afdelingens fremtidige resultatudvikling.

Markedsudvikling 2018

Året 2018 startede ud med en forventning om stigende renter i Danmark og Tyskland. Dette var også tilfældet i årets første to måneder, hvor renterne steg pænt og kurverne stejlede. Efterfølgende usikkerhed omkring de globale fænomener som handelskrig, Brexit og italienske budgetproblemer fik dog vendt stemningen, og renterne faldt stødt fra udgangen af 1. kvartal til slutningen af året, hvor de danske og tyske renter sluttede året 25-35 bp. lavere end ved årets start.

I samme periode er renterne steget pænt i USA primært som følge af FEDs fortsatte renteforhøjelser, hvor styringsrenten er hævet fire gange. I Europa er styringsrenten ikke hævet i 2018, men ECB har nedtrappet QE-programmet, således at der alene reinvesteres udlob og kuponer fra 2018.

Betragtes det danske realkreditobligationsmarked i 2018 er der over en bred kam tale om OAS-udvidelser. Især lav-kupon konverterbare obligationer har oplevet pæn OAS-udvidelser på ca. 25 bp. Spænd på høj-kupon obligationer er kørt ud i mindre omfang med ca. 5-8 bp. afhængig af den enkelte obligation. Flexlånsobligationer er heller ikke gået ram forbi, idet OAS for disse er kørt ud med 7-16 bp. afhængig af løbetid.

I 2018 har udlandet fortsat øget allokeringen til danske obligationer, hvilket alt andet lige har været positivt for prisingen. Ligeledes er refinansieringen af støttet boligbyggeri fra realkreditobligationer til statsgaranterede obligationer fortsat, og har understøttet prisingen af danske realkreditobligationer.

Afkast 2018

Afkastet i 2018 var absolut set positivt og drevet af et positivt bidrag fra samtlige komponenter med undtagelse af OAS-komponenten. Carry var positivt, og de kraftige rentefald er også slået igennem med et positivt bidrag fra kurve-komponenten. Volatilitetsændringen var marginalt positiv.

Det relative afkast var ligeledes særdeles positivt, og her er det i overvejende grad carry, og OAS der har bidraget positivt. Afdelingens afkast blev for året 1,46%, hvilket var væsentlig bedre end benchmark, der for året præsterede et afkast på 0,82%.

Forventninger til 2019

De seneste måneders uro på de finansielle markeder har fået investorerne til at tro, at hverken FED eller ECB kommer til at hæve renten i betydeligt omfang i 2019. På trods af at danske kroner ligger til den svage side ved udgangen af 2018, forventer rådgiver ikke selvstændige danske renteforhøjelser i et omfang der vil ændre prisingen markant på danske obligationer.

Udlandets fortsatte interesse samt fortsat omlægning af støttet boligbyggeri forventes at være understøttende for danske realkreditobligationer – herunder især konverterbare obligationer

Ved uændrede renter og uændret OAS er det forventede afkast for de næste 12 måneder ca. 1,58%. Ved rentefald/-stigning på 1%-point er det forventede afkast henholdsvis 2,42% og -3,42%. Der er ikke antaget ændringer i andre parametre end rentestrukturen. Realkreditspændet er på nuværende tidspunkt på et niveau over det historiske gennemsnit. Hvis den udenlandske interesse for danske realkreditobligationer forsætter ind i 2019, er der mulighed for yderligere spændindsnævninger og derved yderligere performance.

OBLIGATIONER 2 KAB

Resultatopgørelse

Note	1.1-31.12.2018 1.000 DKK	1.1-31.12.2017 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	28.232	25.172
1 Renteudgifter	-93	-100
I alt renter og udbytter	28.139	25.072
Kursgevinster og -tab:		
2 Obligationer	-6.233	12.023
3 Handelsomkostninger	-2	-6
I alt kursgevinster og -tab	-6.235	12.017
I alt indtægter		
	21.904	37.089
4 Administrationsomk.	-1.287	-1.092
Resultat før skat	20.617	35.997
Skat	0	0
Årets nettoresultat	20.617	35.997
Årets nettoresultat foreslås overført til investorernes formue		

Balance

Note	31.12.2018 1.000 DKK	31.12.2017 1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	2.333	6.921
Obligationer:		
8,5 Not. obl. fra danske udstedere	1.520.850	1.259.526
Kapitalandele:		
6 Unot. kap.and. fra DK selsk.	3	2
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	8.978	8.338
Mellemv. vedr. handelsafv.	34.211	43.331
I alt andre aktiver	43.189	51.669
Aktiver i alt	1.566.375	1.318.118
Passiver		
7 Investorenes formue	1.566.365	1.318.109
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	10	9
Passiver i alt	1.566.375	1.318.118

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2014	2015	2016	2017	2018
Afkast (pct.)	3,76	0,03	3,44	3,05	1,46
Benchmark afkast (pct.)	4,98	-0,48	3,00	1,72	0,82
Indre værdi (DKK pr. andel)	110,99	111,03	114,85	118,35	120,08
Nettoresultat (t.DKK)	21.357	-1.316	31.217	35.997	20.617
Administrationsomkostninger (pct.)	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09
Omsætningshastighed (antal gange)	0,81	0,74	0,43	0,41	0,09
Investorenes formue (t.DKK)	610.020	893.506	1.118.705	1.318.109	1.566.365
Antal andele, stk.	549.601.214	804.737.581	974.066.981	1.113.771.881	1.304.453.281
Styk størrelse i DKK	1	1	1	1	1
Sharpe Ratio	1,31	1,06	0,87	1,04	1,45
Standardafvigelse	2,81	2,78	2,31	2,12	1,75
Tracking Error					0,42

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2018 1.000 DKK	31.12.2017 1.000 DKK
--	-------------------------	-------------------------

Note 1: Renteindtægter

Noterede obligationer fra danske udstedere	28.232	25.172
Renteudgifter	-93	-100
I alt renteindtægter	28.139	25.072

Note 2: Kursgevinster og -tab

Noterede obl. fra danske udstedere	-6.233	12.023
I alt fra obligationer	-6.233	12.023

Note 3: Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-6	-8
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	4	3
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-2	-6

Note 4: Administrationsomkostninger

	2018		2017	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk. omkostninger	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-11	-11	-9
Rev.honorar til revisorer	-17	0	-17	-17
Gebyrer til depotselskab	-101	0	-101	-94
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-712	0	-712	-601
Øvrige omkostninger	-2	-16	-18	-11
Fast administrationshonorar	-428	0	-428	-360
I alt adm.omkostninger	-1.260	-27	-1.287	-1.092

Andel af fællesomkostninger udgør afdelingens andel af de omkostninger, der ikke kan henføres direkte til en enkelt afdeling. Fordelingen sker under hensyntagen til afdelingernes formuer.

Fast administrationshonorar udgør beregnede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

	31.12.2018 1.000 DKK	31.12.2017 1.000 DKK
--	-------------------------	-------------------------

Note 5: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
I alt	100,0	100,0

En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 6: Unoterede kapitalandele fra danske selskaber:

Investeringsforvaltningssels. SEBinvest A/S	3	2
Aktieandel i Investeringsforvaltningssels. SEBinvest A/S (pct.)	0,0	0,0

Note 7: Investorenes formue

	2018 Antal andele	2018 Formue- værdi 1.000 DKK	2017 Antal andele	2017 Formue- værdi 1.000 DKK
Investorenes formue primo	1.113.771.881	1.318.109	974.066.981	1.118.705
Emissioner i året	248.722.800	295.597	199.631.100	232.669
Indløsninger i året	-58.041.400	-68.136	-59.926.200	-69.394
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		178		132
Ovf. af periodens resultat		20.617		35.997
I alt investorenes formue	1.304.453.281	1.566.365	1.113.771.881	1.318.109

Note 8: Finansielle instrumenters fordeling på sektorer (pct.)

31.12.2018

Realkreditobligationer	94,8
Statsobligationer	5,2
I alt, alle sektorer	100,0

Obligationer 3 KAB

Afdeling Obligationer 3 KAB er en obligationsafdeling, der primært investerer i danske obligationer. Alle obligationer skal være udstedt i danske kroner. Varigheden på afdelingens portefølje af obligationer skal ligge mellem 0 og 5 år.

Afdeling	Obligationer 3 KAB	Primær rådgiver	Nykredit Bank A/S
Startdato ¹⁾	1. november 2007	Skattestatus	Kontoførende
Nominal kurs	DKK 100,00	Benchmark	Sammensat
Risikokategori	2		

¹⁾ Startdatoen er den dato, afdelingen har påbegyndt investeringerne. Dette er ikke samme dato som stiftelsesdatoen.

Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om investeringsmarkeder, risikobeskrivelse og risikofaktorer for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende perspektiv.

Risikoprofil m.v.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, hvor der investeres i danske stats- og realkreditobligationer.

Afdelingens beholdning af obligationer er udsat for renterisiko. Denne udtrykkes ved varigheden, der skal holdes under 5 år for beholdningen samlet set. Det betyder, at værdien af beholdningen kan falde med op til 5 pct., hvis renteniveauet stiger med 1 pct.-point. Varigheden på porteføljen lå ultimo året på 4,07 år.

Samlet set er risikoen ved investering i denne afdeling lav, og det afspejler sig i afdelingens placering på 7-trins risikoskalaen. For en beskrivelse af risikoskalaen henvises til afsnittet "Risiko knyttet til investors valg af afdelinger" i foreningens ledelsesberetning.

Afdelingen benytter et sammensat indeks som referenceindeks. Indekset er sammensat, så det afspejler det investeringsunivers, afdelingen opererer indenfor.

Særlige risici

Investering i det danske obligationsmarked er behæftet med risici, der kan knyttes til de enkelte udstedere af obligationerne. Denne type af risiko kaldes for kreditrisiko. Ved at sprede investeringerne på forskellige udstedere reduceres den samlede kreditrisiko, men der er ikke desto mindre en risiko, fordi udstederne i et vist omfang er indbyrdes afhængige af udviklingen på boligmarkedet og af tilstanden i den danske økonomi som helhed.

Der er i denne afdeling ingen særlige risici ud over de ovenfor nævnte.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen usikkerhed ved indregning og måling af aktivernes værdi eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket dette, ligesom der ikke efter regnskabsårets afslutning er indtruffet hændelser, der har betydning for målingen.

Efter ledelsens vurdering er der ingen af de øvrige risikotyper, der har særlig indflydelse på afdelingens fremtidige resultatudvikling.

Markedsudvikling i 2018

2018 har budt på en del turbulens og udfordringer på de finansielle markeder. December var ingen undtagelse, da udsigten til en handelskrig, en hård Brexit og ophøret af ECB's opkøbsprogram forplantede sig negativt i de risikofyldte aktiver. Aktier havde derfor et af de største fald siden finanskrisen, hvor de største amerikanske aktier tabte over 9% og bragte årets afkast som helhed ned negativt. Endnu værre så det ud for de tyske og danske ækvivalenter, som tabte henholdsvis ca. 18% og 11% for året.

Tendensen med en stigende risikoaversion forplantede sig endnu en gang i faldende renter, dog primært de lange, hvorfor den 10-årige danske statsrente falder med 16 bp til 0.33 %, mens at den 2-årige statsrente er nærmest uændret med 1 bp stigning til -0.57 % for året. Igennem året svingede de 10-årige danske statsrenter mellem 0.39% / 0.88% og for den 2-årige -0.63% / -0.47%.

Afkast i 2018

Porteføljen har givet et afkast på 0,96% og benchmark afkastet blev 0.82%, hvilket svare til et merafkast på 14 bp.

De positioner der har bidraget bedst relativt til afkastet, er høj-kupon konverterbare segmentet, som har en kupon på og over 3% (overvægt), derefter i de længere konverterbare i 2% og 2.5% 2047/2050 segmentet (overvægt) og i mellemsegmentet konverterbare 1.5% 2037/2040.

De positioner porteføljen taber relativt til benchmark er primært i længere variabelt forrentede skibskreditobligationer (overvægt), kortere variabelt forrentede obligationer fra realkredit udstederne (overvægt) og statsobligationen 2027 (undervægt).

Den aftagende risikoappetit kombineret med rentekurvens fladning og stigende volatilitet, satte de danske realkredit obligationer under pres og de tabte således både til varighedsækvivalente stats- og swaprenter. Samlet set for året har segmentet leveret et relativt neutralt til svagt negativt afkast, mens at det absolutte afkast er positivt grundet de faldende renter. Dette skal dog ses i lyset af, at særligt dækkede obligationer (svarer til realkredit obligationer) i Europæisk regi har ligget noget tungt, grundet ECB's neddrøpling af sit opkøbsprogram igennem året og som sluttede ved udgangen af året. Segmentet tilbyder dog for nuværende et attraktivt forventet merafkast, men timingen for positionstagning kan være svær.

Forventning til 2019

Udsigterne til 2019 for danske stats- og realkreditobligationer er positive, da der er flere understøttende elementer. Trafik-, Bygge- og Boligstyrelsens omlægning fra konverterbare realkreditobliga-

tioner igennem 2018 til nye rentetilpasningsobligationer som kun købes af Nationalbanken, har reduceret den udestående mængde i markedet med lige over 42.5mia. Den øvelse fortsætter også i 2019 hvor der forventes tilbagekøb for 25mia, primært i 1.5' 2047. Udlændets fortsat interesse for de danske realkreditobligationer ligner til at fortsætte, hvor de har en ejerandel på over 31% af det konverterbare segment, et segment der tilbyder en højere rente for dem, end andre alternative investeringsmuligheder med tilsvarende sikkerhed og likviditet. Dog er der stadig en del uafklarede geopolitiske sager som også fortsætter i 2019, bl.a Brexit, Italiens stadig tilbagevenden i søgelyset og enkeltes tweets og faktagrundlag.

OBLIGATIONER 3 KAB

Resultatopgørelse

Note	1.1-31.12.2018 1.000 DKK	1.1-31.12.2017 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1	Renteindtægter 18.932	17.705
1	Renteudgifter -45	-25
	I alt renter og udbytter 18.887	17.680
Kursgevinster og -tab:		
2	Obligationer -4.465	14.537
3	Handelsomkostninger -9	-10
	I alt kursgevinster og -tab -4.474	14.527
	I alt indtægter 14.413	32.207
4	Administrationsomk. -1.293	-1.099
	Resultat før skat 13.120	31.108
	Skat 0	0
	Årets nettoresultat 13.120	31.108
	Årets nettoresultat foreslås overført til investorernes formue	

Balance

Note	31.12.2018 1.000 DKK	31.12.2017 1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler:		
	Indestående i depotselskab 12.152	666
Obligationer:		
7,5	Not. obl. fra danske udstedere 1.533.536	1.311.376
Andre aktiver:		
	Tilg.hav. renter, udbytter m.m. 6.441	5.815
	Mellemv. vedr. handelsafv. 25.980	26.809
	I alt andre aktiver 32.421	32.624
	Aktiver i alt 1.578.109	1.344.666
Passiver		
6	Investoreernes formue 1.552.300	1.317.491
Anden gæld:		
	Skyldige omkostninger 11	9
	Mellemv. vedr. handelsafv. 25.798	27.166
	I alt anden gæld 25.809	27.175
	Passiver i alt 1.578.109	1.344.666

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2014	2015	2016	2017	2018
Afkast (pct.)	4,56	-0,13	4,14	2,63	0,96
Benchmark afkast (pct.)	4,98	-0,48	3,00	1,72	0,82
Indre værdi (DKK pr. andel)	113,42	113,28	117,97	121,08	122,23
Nettoresultat (t.DKK)	23.012	-5.396	40.690	31.108	13.120
Administrationsomkostninger (pct.)	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09
Omsætningshastighed (antal gange)	1,50	0,45	0,57	0,66	0,44
Investoreernes formue (t.DKK)	531.398	951.328	1.115.475	1.317.491	1.552.300
Antal andele, stk.	468.516.431	839.808.431	945.572.031	1.088.145.831	1.269.945.531
Styk størrelse i DKK	1	1	1	1	1
Sharpe Ratio	1,52	1,27	1,15	1,21	1,49
Standardafvigelse	2,63	2,61	2,19	2,02	1,76
Tracking Error					0,51

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2018	31.12.2017
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 1: Renteindtægter

Noterede obligationer fra danske udstedere	18.932	17.705
Renteudgifter	-45	-25
I alt renteindtægter	18.887	17.680

Note 2: Kursgevinster og -tab

Noterede obl. fra danske udstedere	-4.465	14.537
I alt fra obligationer	-4.465	14.537

Note 3: Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-12	-13
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	3	3
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-9	-10

Note 4: Administrationsomkostninger

	2018		2017	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-11	-11	-9
Rev.honorar til revisorer	-17	0	-17	-17
Gebyrer til depotselskab	-110	0	-110	-101
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-710	0	-710	-601
Øvrige omkostninger	-2	-16	-18	-11
Fast administrationshonorar	-427	0	-427	-360
I alt adm.omkostninger	-1.266	-27	-1.293	-1.099

Andel af fællesomkostninger udgør afdelingens andel af de omkostninger, der ikke kan henføres direkte til en enkelt afdeling. Fordelingen sker under hensyntagen til afdelingernes formuer.

Fast administrationshonorar udgør beregnede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

	31.12.2018	31.12.2017
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 5: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
I alt	100,0	100,0

En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 6: Investorenes formue

	2018	2018	2017	2017
	Antal andele	Formue- værdi	Antal andele	Formue- værdi
		1.000 DKK		1.000 DKK

Investorenes formue primo	1.088.145.831	1.317.491	945.572.031	1.115.475
Emissioner i året	239.052.000	290.349	201.542.785	240.802
Indløsninger i året	-57.252.300	-68.836	-58.968.985	-70.025
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		176		131
Ovf. af periodens resultat		13.120		31.108
I alt investorenes formue	1.269.945.531	1.552.300	1.088.145.831	1.317.491

Note 7: Finansielle instrumenters fordeling på sektorer (pct.)

31.12.2018

Indeksobligationer	12,0
Realkreditobligationer	88,0
I alt, alle sektorer	100,0

Obligationer 1 Lejerbo

Afdeling Obligationer 1 Lejerbo er en obligationsafdeling, der primært investerer i korte danske obligationer. Afdelingen kan alene investere i obligationer udstedt i danske kroner. Varigheden på afdelingens portefølje af obligationer skal ligge mellem 0 og 3 år.

Afdeling	Obligationer 1 Lejerbo	Primær rådgiver	Danske Capital, division af Danske Bank A/S
Startdato ¹⁾	1. november 2007	Skattestatus	Kontoførende
Nominal kurs	DKK 100,00	Benchmark	Sammensat
Risikokategori	2		

¹⁾ Startdatoen er den dato, afdelingen har påbegyndt investeringerne. Dette er ikke samme dato som stiftelsesdatoen.

Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om investeringsmarkeder, risikobeskrivelse og risikofaktorer for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt.

Risikoprofil m.v.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, hvor der investeres i danske stats- og realkreditobligationer.

Afdelingens beholdning af obligationer er udsat for renterisiko. Denne udtrykkes ved varigheden, der skal holdes under 4 år for beholdningen samlet set. Det betyder, at værdien af beholdningen kan falde med op til 4 pct., hvis renteniveauet stiger med 1 pct.-point. Varigheden på porteføljen lå ultimo året på 2,56 år.

Samlet set er risikoen ved investering i denne afdeling mellemlav, og det afspejler sig i afdelingens placering på 7-trins risikoskalaen. For en beskrivelse af risikoskalaen henvises til afsnittet "Risiko knyttet til investors valg af afdelinger" i foreningens ledelsesberetning.

Afdelingen benytter et sammensat indeks som referenceindeks. Indekset er sammensat, så det afspejler det investeringsunivers, afdelingen opererer indenfor.

Særlige risici

Investering i det danske obligationsmarked er behæftet med risici, der kan knyttes til de enkelte udstedere af obligationerne. Denne type af risiko kaldes for kreditrisiko. Ved at sprede investeringerne på forskellige udstedere reduceres den samlede kreditrisiko, men der er ikke desto mindre en risiko, fordi udstederne i et vist omfang er indbyrdes afhængige af udviklingen på boligmarkedet og af tilstanden i den danske økonomi som helhed.

Der er i denne afdeling ingen særlige risici ud over de ovenfor nævnte.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen usikkerhed ved indregning og måling af aktivernes værdi eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket dette, ligesom der ikke efter regnskabsårets afslutning er indtruffet hændelser, der har betydning for målingen.

Efter ledelsens vurdering er der ingen af de øvrige risikotyper, der har særlig indflydelse på afdelingens fremtidige resultatudvikling.

Markedsudviklingen i 2018

Året startede med kraftige rentestigninger som følge af optimistiske toner fra den globale vækst. Optimismen blev dog hurtigt afløst af frygten for både Brexit, usikkerheden omkring det italienske budget samt effekterne af en eskalerende handelskrig mellem USA og Kina. Rentestigningerne i starten af året blev igen afløst af rentefald, og ved årets afslutning har der med kortvarige afbrydelser igen været tale om rentefald. Mange realkreditobligationer oplevede også rentefald, men merrenten set i forhold til statsobligationer blev forøget gennem året. Dette skete blandt andet på grund af mindre risikoappetit, forøget med global usikkerhed samt den europæiske centralbanks reducerede opkøb af obligationer.

Renten på en 2-årig dansk statsobligation faldt hen over året med 0,16 procentpoint og endte året i -0,60 pct., mens renten på den toneangivende 10-årige danske statsobligation faldt med 0,28 procentpoint til 0,22 pct. Til sammenligning endte den toneangivende 30-årige realkreditobligation året i 2,04 pct., hvilket var uforandret set i forhold til starten af året.

Afkast i 2018

Årets afkast efter omkostninger blev opgjort til 0,42%, mens afkastet på benchmark endte året med et plus på 0,24%. Afkastet var således 0,18 %-point højere end ændringen i benchmark. Afdelingens afkast var på niveau med det forventede afkast ved årets start og tilfredsstillende set i forhold til udviklingen i benchmark.

De faldende renter kombineret med en svækkelse af realkreditobligationer gennem året medførte at de højeste afkast blev opnået i afdelingens længste obligationer. Afdelingen var gennem året primært investeret i realkreditobligationer, især konverterbare realkreditobligationer, som ved årets udgang udgjorde omkring 35 % af beholdningen. Hertil kommer betydelige investeringer i variabelt forrentede obligationer og rentetilpasningsobligationer. Afdelingen havde gennem året en stort set neutral vægt af varighed set i forhold til benchmark. De højeste afkast blev opnået i beholdningerne af lange 20 og 30 årige konverterbare realkreditobligationer. De gav et afkast mellem 2 og 3 pct. I den modsatte retning trak beholdningen af variable obligationer og korte rentetilpasningsobligationer, som gav mellem -0,25 og +0,5 pct. i afkast.

Forventninger til 2019

Rådgiver forventer lave centralbankrenter et godt stykke ind i 2019, men ser også sandsynlighed for at den europæiske centralbank ECB først hæver renten i 2020. I Europa og Danmark forventer rådgiver i slutningen af året et mindre opadgående pres på renterne set i for-

hold til niveauet ved udgangen af 2018. Da renteniveauet i et historisk perspektiv er meget lavt og udsigterne for 2019 peger mod svagt stigende renter, forventes der lave afkast i 2019. Realkreditobligationerne anser rådgiver stadig som attraktive, specielt da merrenten set i forhold til statsobligationer gennem 2018 var stigende. Vi forventer derfor stadig interesse fra udenlandske investorer i segmentet. Realkreditobligationerne bliver samtidig understøttet af lavt udbud i 2019, blandt andet som følge af statens opkøb af obligationer i forbindelse med låneomlægninger til støttet boligbyggeri.

Udenlandske investorer har gennem 2018 øget deres beholdninger af primært realkreditobligationer. Realkreditobligationer er stadig ind i 2019 attraktive for udenlandske investorer, blandt andet på grund af effekterne af valutaafdækning. Ændrede forventninger og renteforskydninger mellem valutaerne kan dog ændre den udenlandske efterspørgsel, men omvendt, kan det også medføre øget interesse.

OBLIGATIONER 1 LEJERBO

Resultatopgørelse

Note	1.1-31.12.2018 1.000 DKK	1.1-31.12.2017 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	7.793	8.912
1 Renteudgifter	-20	-12
I alt renter og udbytter	7.773	8.900
Kursgevinster og -tab:		
2 Obligationer	-4.920	-275
Handelsomkostninger	-3	-2
I alt kursgevinster og -tab	-4.923	-277
I alt indtægter	2.850	8.623
3 Administrationsomk.	-523	-514
Resultat før skat	2.327	8.109
Skat	0	0
Årets nettoresultat	2.327	8.109
Årets nettoresultat foreslås overført til investorernes formue		

Balance

Note	31.12.2018 1.000 DKK	31.12.2017 1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	1.180	3.062
Obligationer:		
6,4 Not. obl. fra danske udstedere	543.704	533.660
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	2.080	2.854
Mellemv. vedr. handelsafv.	10.392	15.451
I alt andre aktiver	12.472	18.305
Aktiver i alt	557.356	555.027
Passiver		
5 Investorerens formue	557.345	555.018
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	11	9
Passiver i alt	557.356	555.027

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2014	2015	2016	2017	2018
Afkast (pct.)	2,14	0,40	2,02	1,48	0,42
Benchmark afkast (pct.)	2,55	0,04	1,27	0,99	0,24
Indre værdi (DKK pr. andel)	121,06	121,54	123,99	125,83	126,35
Nettoresultat (t.DKK)	11.174	2.114	10.824	8.109	2.327
Administrationsomkostninger (pct.)	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09
Omsætningshastighed (antal gange)	0,45	0,15	0,48	0,28	0,37
Investorerens formue (t.DKK)	533.972	536.086	546.909	555.018	557.345
Antal andele, stk.	441.095.440	441.095.440	441.095.440	441.095.440	441.095.440
Styk størrelse i DKK	1	1	1	1	1
Sharpe Ratio	1,59	1,76	1,83	1,72	1,66
Standardafvigelse	1,15	1,05	0,94	0,92	0,91
Tracking Error					0,34

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2018	31.12.2017
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 1: Renteindtægter

Noterede obligationer fra danske udstedere	7.793	8.912
Renteudgifter	-20	-12
I alt renteindtægter	7.773	8.900

Note 2: Kursgevinster og -tab

Noterede obl. fra danske udstedere	-4.920	-275
I alt fra obligationer	-4.920	-275

Note 3: Administrationsomkostninger

	2018		2017	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk. omkostninger	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-11	-11	-9
Rev.honorar til revisorer	-17	0	-17	-17
Gebyrer til depotselskab	-42	0	-42	-40
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-277	0	-277	-275
Øvrige omkostninger	-2	-8	-10	-8
Fast administrationshonorar	-166	0	-166	-165
I alt adm.omkostninger	-504	-19	-523	-514

Andel af fællesomkostninger udgør afdelingens andel af de omkostninger, der ikke kan henføres direkte til en enkelt afdeling. Fordelingen sker under hensyntagen til afdelingernes formuer.

Fast administrationshonorar udgør beregnede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

	31.12.2018	31.12.2017
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 4: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
I alt	100,0	100,0

En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 5: Investorenes formue

	2018 Antal andele	2018 Formue- værdi 1.000 DKK	2017 Antal andele	2017 Formue- værdi 1.000 DKK
Investorenes formue primo	441.095.440	555.018	441.095.440	546.909
Ovf. af periodens resultat		2.327		8.109
I alt investorenes formue	441.095.440	557.345	441.095.440	555.018

Note 6: Finansielle instrumenters fordeling på sektorer (pct.)

31.12.2018

Realkreditobligationer	87,9
Statsobligationer	12,1
I alt, alle sektorer	100,0

Obligationer 2 Lejerbo

Afdeling Obligationer 2 Lejerbo er en obligationsafdeling, der primært investerer i korte danske obligationer. Afdelingen kan alene investere i obligationer udstedt i danske kroner. Varigheden på afdelingens portefølje af obligationer skal ligge mellem 0 og 3 år.

Afdeling	Obligationer 2 Lejerbo	Primær rådgiver	Nordea Investm. Man. AB, Danmark
Startdato ¹⁾	4. februar 2010	Skattestatus	Kontoførende
Nominal kurs	DKK 100,00	Benchmark	Sammensat
Risikokategori	2		

¹⁾ Startdatoen er den dato, afdelingen har påbegyndt investeringerne. Dette er ikke samme dato som stiftelsesdatoen.

Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om investeringsmarkeder, risikobeskrivelse og risikofaktorer for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt.

Risikoprofil m.v.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, hvor der investeres i danske stats- og realkreditobligationer.

Afdelingens beholdning af obligationer er udsat for renterisiko. Denne udtrykkes ved varigheden, der skal holdes under 4 år for beholdningen samlet set. Det betyder, at værdien af beholdningen kan falde med op til 4 pct., hvis renteniveauet stiger med 1 pct.-point. Varigheden på porteføljen lå ultimo året på 2,40 år.

Samlet set er risikoen ved investering i denne afdeling mellemlav, og det afspejler sig i afdelingens placering på 7-trins risikoskalaen. For en beskrivelse af risikoskalaen henvises til afsnittet "Risiko knyttet til investors valg af afdelinger" i foreningens ledelsesberetning.

Afdelingen benytter et sammensat indeks som referenceindeks. Indekset er sammensat, så det afspejler det investeringsunivers, afdelingen opererer indenfor.

Særlige risici

Investering i det danske obligationsmarked er behæftet med risici, der kan knyttes til de enkelte udstedere af obligationerne. Denne type af risiko kaldes for kreditrisiko. Ved at sprede investeringerne på forskellige udstedere reduceres den samlede kreditrisiko, men der er ikke desto mindre en risiko, fordi udstederne i et vist omfang er indbyrdes afhængige af udviklingen på boligmarkedet og af tilstanden i den danske økonomi som helhed.

Der er i denne afdeling ingen særlige risici ud over de ovenfor nævnte.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen usikkerhed ved indregning og måling af aktivernes værdi eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket dette, ligesom der ikke efter regnskabsårets afslutning er indtruffet hændelser, der har betydning for målingen.

Efter ledelsens vurdering er der ingen af de øvrige risikotyper, der har særlig indflydelse på afdelingens fremtidige resultatudvikling.

Markedsudviklingen i 2018

Renten på den 2-årige danske statsobligation har ligget stabilt mellem -0,5% og -0,6% i 2018. Nationalbanken holdt styringsrenterne uændret, og forventningerne til renteforhøjelser fra 2019 blev nedtonet i takt med at de globale vækstudsigter blev forværret. De lange renter har også ligget stabilt, men set over hele året faldt renten på den 10-årige danske statsobligation med 25bp til 0,22%, hvilket er det laveste niveau siden efteråret 2016. 2018 blev præget af vækstbemyrninger, politisk uro og kursfald på aktie- og kreditmarkederne, hvilket fik investorerne til at søge mod sikker havn.

Realkreditobligationer havde svært ved at følge kursstigningerne på lange statsobligationer, og rentespændet til statsobligationer blev udvidet en del på specielt de konverterbare obligationer. Set over hele året gav danske realkreditobligationer generelt et afkast på niveau med sammenlignelige danske statsobligationer. Det negative bidrag fra spændudvidelser blev modsvaret af et højere løbende afkast. De fastforrentede konverterbare obligationer blev desuden understøttet af lav rentevolatilitet og lave indfrielses. Obligationen 1,5% 2050 kom aldrig for alvor i spil som nedkonverteringsalternativ på trods af, at 2% 2050 flere gange blev handlet meget tæt på kurs 100.

Den positive afkastudvikling skyldes i høj grad overvægten af højtforrentede konverterbare obligationer samt eksponeringen mod en fladere rentekurve. Desuden har de løbende ændringer i realkreditovervægten bidraget positivt til performance.

Afkast i 2018

Afdelingen opnåede et afkast på +0,57%, hvilket er tilfredsstillende i forhold til både benchmark (+0,24%) og forventningerne ved indgangen til året.

Forventninger til 2019

Den Europæiske Centralbank, ECB, forventes tidligst at hæve renterne i 2. halvår 2019, men efter afslutningen på opkøbsprogrammerne ultimo 2018 kan der komme mere volatilitet i obligationsrenterne. Renteniveauerne er meget lave ved indgangen til 2019, så der er risiko for højere renter, hvis den økonomiske udvikling ikke går helt så galt, som markedet frygter. Det betyder, at det absolutte afkast i 2019 ikke forventes at blive meget bedre end i 2018.

På danske realkreditobligationer forventer rådgiver en fortsat købsinteresse fra udenlandske investorer, og et merafkast i forhold til statsobligationer som er blevet mere robust efter spændudvidelserne i 2018.

Horisontafkastet på 1 års sigt, ved uændret spot rentekurve, med den primo 2019 gældende porteføljesammensætning udgør 0,40% mod et benchmark afkast på 0,14%. Ved et rentefald på 0,50 %-point udgør de tilsvarende afkast henholdsvis 0,92% og 0,90%, mens en rentestigning på 0,50 %-point vil resultere i portefølje- og benchmark afkast på henholdsvis -1,06% og -1,16%.

OBLIGATIONER 2 LEJERBO

Resultatopgørelse

Note	1.1-31.12.2018 1.000 DKK	1.1-31.12.2017 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1	Renteindtægter 5.627	7.138
1	Renteudgifter -36	-36
	I alt renter og udbytter 5.591	7.102
Kursgevinster og -tab:		
2	Obligationer -3.310	16
3	Handelsomkostninger -2	-3
	I alt kursgevinster og -tab -3.312	13
	I alt indtægter 2.279	7.115
4	Administrationsomk. -335	-363
	Resultat før skat 1.944	6.752
	Skat 0	0
	Årets nettoresultat 1.944	6.752
	Årets nettoresultat foreslås overført til investorenes formue	

Balance

Note	31.12.2018 1.000 DKK	31.12.2017 1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler:		
	Indestående i depotselskab 467	155
Obligationer:		
7,5	Not. obl. fra danske udstedere 292.019	360.531
Andre aktiver:		
	Tilg.hav. renter, udbytter m.m. 2.635	2.977
	Mellemv. vedr. handelsafv. 4.846	14.359
	I alt andre aktiver 7.481	17.336
	Aktiver i alt 299.967	378.022
Passiver		
6	Investorenes formue 299.956	378.013
Anden gæld:		
	Skyldige omkostninger 11	9
	Passiver i alt 299.967	378.022

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2014	2015	2016	2017	2018
Afkast (pct.)	1,64	0,05	1,81	1,82	0,57
Benchmark afkast (pct.)	1,04	0,18	0,66	0,99	0,24
Indre værdi (DKK pr. andel)	112,82	112,88	114,92	117,01	117,67
Nettoresultat (t.DKK)	4.267	499	6.587	6.752	1.944
Administrationsomkostninger (pct.)	0,10	0,10	0,09	0,10	0,10
Omsætningshastighed (antal gange)	0,67	0,27	0,36	0,55	0,32
Investorenes formue (t.DKK)	264.175	364.674	371.261	378.013	299.956
Antal andele, stk.	234.152.734	323.067.734	323.067.734	323.067.734	254.903.634
Styk størrelse i DKK	1	1	1	1	1
Sharpe Ratio	1,43	1,34	1,25	1,30	1,53
Standardafvigelse	1,37	1,34	1,09	1,06	0,90
Tracking Error					0,37

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2018	31.12.2017
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 1: Renteindtægter

Noterede obligationer fra danske udstedere	5.627	7.125
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	13
Renteudgifter	-36	-36
I alt renteindtægter	5.591	7.102

Note 2: Kursgevinster og -tab

Noterede obl. fra danske udstedere	-3.310	40
Not. obl. fra udenlandske udstedere	0	-24
I alt fra obligationer	-3.310	16

Note 3: Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-3	-3
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	1	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-2	-3

Note 4: Administrationsomkostninger

	2018		2017	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-11	-11	-9
Rev.honorar til revisorer	-17	0	-17	-17
Gebyrer til depotselskab	-28	0	-28	-31
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-169	0	-169	-187
Øvrige omkostninger	-3	-6	-9	-7
Fast administrationshonorar	-101	0	-101	-112
I alt adm.omkostninger	-318	-17	-335	-363

Andel af fællesomkostninger udgør afdelingens andel af de omkostninger, der ikke kan henføres direkte til en enkelt afdeling. Fordelingen sker under hensyntagen til afdelingernes formuer.

Fast administrationshonorar udgør beregnede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

	31.12.2018	31.12.2017
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 5: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
I alt	100,0	100,0

En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 6: Investorenes formue

	2018 Antal andele	2018 Formue- værdi 1.000 DKK	2017 Antal andele	2017 Formue- værdi 1.000 DKK
Investorenes formue primo	323.067.734	378.013	323.067.734	371.261
Indløsninger i året	-68.164.100	-80.024	0	0
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		23		0
Ovf. af periodens resultat		1.944		6.752
I alt investorenes formue	254.903.634	299.956	323.067.734	378.013

Note 7: Finansielle instrumenters fordeling på sektorer (pct.)

31.12.2018

Realkreditobligationer	100,0
I alt, alle sektorer	100,0

Obligationer 3 Lejerbo

Afdeling Obligationer 3 Lejerbo er en obligationsafdeling, der primært investerer i korte danske obligationer. Afdelingen kan alene investere i obligationer udstedt i danske kroner. Varigheden på afdelingens portefølje af obligationer skal ligge mellem 0 og 4 år.

Afdeling	Obligationer 3 Lejerbo	Primær rådgiver	Nykredit Bank A/S
Startdato ¹⁾	4. februar 2010	Skattestatus	Kontoførende
Nominal kurs	DKK 100,00	Benchmark	Sammensat
Risikokategori	2		

¹⁾ Startdatoen er den dato, afdelingen har påbegyndt investeringerne. Dette er ikke samme dato som stiftelsesdatoen.

Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om investeringsmarkeder, risikobeskrivelse og risikofaktorer for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt.

Risikoprofil m.v.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, hvor der investeres i danske stats- og realkreditobligationer.

Afdelingens beholdning af obligationer er udsat for renterisiko. Denne udtrykkes ved varigheden, der skal holdes under 4 år for beholdningen samlet set. Det betyder, at værdien af beholdningen kan falde med op til 4 pct., hvis renteniveauet stiger med 1 pct.-point. Varigheden på porteføljen lå ultimo året på 3,41 år.

Samlet set er risikoen ved investering i denne afdeling lav, og det afspejler sig i afdelingens placering på 7-trins risikoskalaen. For en beskrivelse af risikoskalaen henvises til afsnittet "Risiko knyttet til investors valg af afdelinger" i foreningens ledelsesberetning.

Afdelingen benytter et sammensat indeks som referenceindeks. Indekset er sammensat, så det afspejler det investeringsunivers, afdelingen opererer indenfor.

Særlige risici

Investering i det danske obligationsmarked er behæftet med risici, der kan knyttes til de enkelte udstedere af obligationerne. Denne type af risiko kaldes for kreditrisiko. Ved at sprede investeringerne på forskellige udstedere reduceres den samlede kreditrisiko, men der er ikke desto mindre en risiko, fordi udstederne i et vist omfang er indbyrdes afhængige af udviklingen på boligmarkedet og af tilstanden i den danske økonomi som helhed.

Der er i denne afdeling ingen særlige risici ud over de ovenfor nævnte.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen usikkerhed ved indregning og måling af aktivernes værdi eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket dette, ligesom der ikke efter regnskabsårets afslutning er indtruffet hændelser, der har betydning for målingen.

Efter ledelsens vurdering er der ingen af de øvrige risikotyper, der har særlig indflydelse på afdelingens fremtidige resultatudvikling.

Markedsudvikling i 2018

2018 har budt på en del turbulens og udfordringer på de finansielle markeder. December var ingen undtagelse, da udsigten til en handelskrig, en hård Brexit og ophøret af ECB's opkøbsprogram forplantede sig negativt i de risikofyldte aktiver. Aktier havde derfor et af de største fald siden finanskrisen, hvor de største amerikanske aktier tabte over 9% og bragte årets afkast som helhed ned negativt. Endnu værre så det ud for de tyske og danske ækvivalenter, som tabte henholdsvis ca. 18% og 11% for året.

Tendensen med en stigende risikoaversion forplantede sig endnu en gang i faldende renter, dog primært de lange, hvorfor den 10-årige danske statsrente falder med 16 bp til 0.33 %, mens at den 2-årige statsrente er nærmest uændret med 1 bp stigning til -0.57 % for året. Igennem året svingede de 10-årige danske statsrenter mellem 0.39% / 0.88% og for den 2-årige -0.63% / -0.47%.

Afkast i 2018

Porteføljen har givet et afkast på 0.72% og benchmark afkastet blev 0.24%, hvilket svarer til et merafkast på 48 bp.

De positioner der har bidraget bedst relativt til afkastet, er høj kupon konverterbare segmentet, som har en kupon på og over 3% (overvægt), derefter de konverterbare 2%- og 2.5%'2047 (overvægt) og statsindeksobligationen 0.1%'2030 (overvægt).

De positioner porteføljen taber relativt til benchmark er primært i variabelt forrentede skibskreditobligationer (overvægt), kortere variabelt forrentede obligationer fra realkredit udstederne (overvægt).

Den aftagende risikoappetit, kombineret med rentekurvens fladning og stigende volatilitet, satte de danske realkredit obligationer under pres og de tabte således både til varighedsækvivalente stats- og swaprenter. Samlet set for året har segmentet leveret et relativt neutralt til svagt negativt afkast, mens at det absolutte afkast er positivt grundet de faldende renter. Dette skal dog ses i lyset af, at særligt dækkede obligationer (svarer til realkredit obligationer) i Europæisk regi har ligget noget tungt, grundet ECB's neddrøbling af sit opkøbsprogram igennem året og som sluttede ved udgangen af året. Segmentet tilbyder dog for nuværende et attraktivt forventet merafkast, men timingen for positionstagningen kan være svær.

Forventning til 2019

Udsigterne til 2019 for danske stats- og realkreditobligationer er positive, da der er flere understøttende elementer. Trafik-, Bygge- og Boligstyrelsens omlægning fra konverterbare realkreditobligationer igennem 2018 til nye rentetilpasningsobligationer som kun købes af Nationalbanken, har reduceret den udestående mængde i

markedet med lige over 42.5mia. Den øvelse fortsætter også i 2019 hvor der forventes tilbagekøb for 25mia, primært i 1.5'2047. Udlændets fortsat interesse for de danske realkreditobligationer ligner til at fortsætte, hvor de har en ejerandel på over 31% af det konverterbare segment, et segment der tilbyder en højere rente for dem, end andre alternative investeringsmuligheder med tilsvarende sikkerhed og likviditet. Dog er der stadig en del uafklarede geopolitiske sager, som også fortsætter i 2019, bl.a Brexit, Italiens stadig tilbagevenden i søgelyset og enkeltes tweets og faktagrundlag.

OBLIGATIONER 3 LEJERBO

Resultatopgørelse			Balance		
Note	1.1-31.12.2018 1.000 DKK	1.1-31.12.2017 1.000 DKK	Note	31.12.2018 1.000 DKK	31.12.2017 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1	Renteindtægter	4.066	4.457	Likvide midler:	
1	Renteudgifter	-19	-15	Indestående i depotselskab	
	I alt renter og udbytter	4.047	4.442	138	346
Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
2	Obligationer	-1.005	4.100	7,5	Not. obl. fra danske udstedere
3	Handelsomkostninger	-4	-8	405.611	385.337
	I alt kursgevinster og -tab	-1.009	4.092	Andre aktiver:	
	I alt indtægter	3.038	8.534	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	
4	Administrationsomk.	-349	-373	1.956	1.587
	Resultat før skat	2.689	8.161	7.422	6.415
	Skat	0	0	I alt andre aktiver	9.378
	Årets nettoresultat	2.689	8.161	Aktiver i alt	415.127
	Årets nettoresultat foreslås overført til investorerne formue			Passiver	393.685
				6 Investorerne formue	409.966
				Anden gæld:	387.279
				Skyldige omkostninger	11
				Mellemv. vedr. handelsafv.	5.150
				I alt anden gæld	5.161
				Passiver i alt	415.127
					393.685

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2014	2015	2016	2017	2018
Afkast (pct.)	1,89	0,01	2,45	2,15	0,72
Benchmark afkast (pct.)	0,48	0,28	0,20	0,99	0,24
Indre værdi (DKK pr. andel)	114,46	114,47	117,28	119,80	120,67
Nettoresultat (t.DKK)	5.018	150	9.082	8.161	2.689
Administrationsomkostninger (pct.)	0,12	0,11	0,11	0,10	0,10
Omsætningshastighed (antal gange)	1,13	1,08	1,02	0,83	0,37
Investorerne formue (t.DKK)	269.887	370.037	379.118	387.279	409.966
Antal andele, stk.	235.793.327	323.259.127	323.259.127	323.259.127	339.742.227
Styk størrelse i DKK	1	1	1	1	1
Sharpe Ratio	1,34	1,36	1,40	1,47	1,72
Standardafvigelse	1,66	1,54	1,18	1,13	0,96
Tracking Error					0,52

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2018	31.12.2017
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 1: Renteindtægter

Noterede obligationer fra danske udstedere	4.066	4.457
Renteudgifter	-19	-15
I alt renteindtægter	4.047	4.442

Note 2: Kursgevinster og -tab

Noterede obl. fra danske udstedere	-1.005	4.100
I alt fra obligationer	-1.005	4.100

Note 3: Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-6	-8
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	3	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-4	-8

Note 4: Administrationsomkostninger

	2018		2017	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-11	-11	-9
Rev.honorar til revisorer	-17	0	-17	-17
Gebyrer til depotselskab	-30	0	-30	-34
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-177	0	-177	-191
Øvrige omkostninger	-2	-6	-8	-7
Fast administrationshonorar	-106	0	-106	-115
I alt adm.omkostninger	-332	-17	-349	-373

Andel af fællesomkostninger udgør afdelingens andel af de omkostninger, der ikke kan henføres direkte til en enkelt afdeling. Fordelingen sker under hensyntagen til afdelingernes formuer.

Fast administrationshonorar udgør beregnede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

	31.12.2018	31.12.2017
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 5: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
I alt	100,0	100,0

En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 6: Investorenes formue

	2018 Antal andele	2018 Formue- værdi 1.000 DKK	2017 Antal andele	2017 Formue- værdi 1.000 DKK
Investorenes formue primo	323.259.127	387.279	323.259.127	379.118
Emissioner i året	82.917.500	99.951	0	0
Indløsninger i året	-66.434.400	-80.016	0	0
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		63		0
Ovf. af periodens resultat		2.689		8.161
I alt investorenes formue	339.742.227	409.966	323.259.127	387.279

Note 7: Finansielle instrumenters fordeling på sektorer (pct.)

31.12.2018

Indeksobligationer	4,3
Realkreditobligationer	95,7
I alt, alle sektorer	100,0

Obligationer 4 Lejerbo

Afdeling Obligationer 4 Lejerbo er en obligationsafdeling, der primært investerer i korte danske obligationer. Afdelingen kan alene investere i obligationer udstedt i danske kroner. Varigheden på afdelingens portefølje af obligationer skal ligge mellem 0 og 4 år.

Afdeling	Obligationer 4 Lejerbo	Primær rådgiver	Alm. Brand Asset Management
Startdato ¹⁾	4. februar 2010	Skattestatus	Kontoførende
Nominal kurs	DKK 100,00	Benchmark	Sammensat
Risikokategori	2		

¹⁾ Startdatoen er den dato, afdelingen har påbegyndt investeringerne. Dette er ikke samme dato som stiftelsesdatoen.

Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om investeringsmarkeder, risikobeskrivelse og risikofaktorer for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende perspektiv.

Risikoprofil m.v.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, hvor der investeres i danske stats- og realkreditobligationer.

Afdelingens beholdning af obligationer er udsat for renterisiko. Denne udtrykkes ved varigheden, der skal holdes under 5 år for beholdningen samlet set. Det betyder, at værdien af beholdningen kan falde med op til 4 pct., hvis renteniveauet stiger med 1 pct.-point. Varigheden på porteføljen lå ultimo året på 1,64 år.

Samlet set er risikoen ved investering i denne afdeling mellemlav, og det afspejler sig i afdelingens placering på 7-trins risikoskalaen. For en beskrivelse af risikoskalaen henvises til afsnittet "Risiko knyttet til investors valg af afdelinger" i foreningens ledelsesberetning.

Særlige risici

Investering i det danske obligationsmarked er behæftet med risici, der kan knyttes til de enkelte udstedere af obligationerne. Denne type af risiko kaldes for kreditrisiko. Ved at sprede investeringerne på forskellige udstedere reduceres den samlede kreditrisiko, men der er ikke desto mindre en risiko, fordi udstederne i et vist omfang er indbyrdes afhængige af udviklingen på boligmarkedet og af tilstanden i den danske økonomi som helhed.

Der er i denne afdeling ingen særlige risici ud over de ovenfor nævnte.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen usikkerhed ved indregning og måling af aktivernes værdi eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket dette, ligesom der ikke efter regnskabsårets afslutning er indtruffet hændelser, der har betydning for målingen.

Efter ledelsens vurdering er der ingen af de øvrige risikotyper, der har særlig indflydelse på afdelingens fremtidige resultatudvikling.

Markedsudvikling 2018

I USA fortsatte opsvinget i 2018 med en stærk jobskabelse, der har sendt arbejdsløsheden til det laveste niveau siden starten af 00'erne. BNP-væksten har været stærk, i omegnen af 3,5% i 2018,

især underbygget af massive skattelettelser. Inflationen slutter året på et niveau omkring 2,2%. Et niveau der ligger nær den amerikanske centralbanks mål. På trods af et år med stærk økonomisk udvikling, så markedet dog mod slutningen af 2018 en afbøjning i den amerikanske økonomi. Især handelskrigen har været med til at påvirke handel og erhvervstillid negativt. Afbøjningen i 4. kvartal bekræfter, at markedet befinder sig i den sencykliske fase. På rentefronten var der en stigning i den 10-årige amerikanske rente frem mod november, hvor renten kom over det psykologisk vigtige niveau på 3,00%. Den kunne dog ikke holde niveauet og faldt sidst på året tilbage i 2,70%. En tendens igennem året har været et mindre og mindre spænd imellem den 2-årige og 10-årige amerikanske rente. Dette kendes også som en fladning af rentekurven. Det er noget, som markedsdeltagerne har haft stort fokus på, da en invertering (2-årige større end 10-årige renter) historisk har været en stærk indikation for en nærtforestående recession.

Afkast i 2018

Porteføljen gav et lille negativt afkast i fjerde kvartal. Samlet blev det til et afkast for 2018 på 0,97%, hvilket var bedre end afdelingens benchmark, der gav et afkast på 0,24%.

De stigende renter i starten af året medførte kursfald på obligationerne, hvilket resulterede i at porteføljen havde negative afkast i januar og februar. En del af det negative afkast blev hentet hjem i marts, og kom i plus i løbet af maj og juni, hvor der var god performance i realkreditobligationerne kombineret med rentefald. I andet halvår sænkede rådgiver renterisikoen i porteføljen og oplevede mere moderate stigninger og fald i porteføljens afkast. Den lave varighed blev fastholdt i obligationsporteføljen relativt til benchmark. Særligt i kølvandet på et højt prisniveau som følge af uroen omkring Brexit, handelskrig og bekymring om den økonomiske vækst. Dette har også medført, at rådgiver i løbet af andet halvår solgte ud af de lange konverterbare obligationer, hvor afkastet vil blive negativt selv ved relativt lave udtræk.

Forventninger til afkast for 2019

I 2018 har der været en moderation i den globale vækst, og 2019 kan blive året, hvor der kommer en opbremsning efter mange år

med positiv økonomisk udvikling. I absolutte termer forventer rådgiver et afkast på mellem 0,50 og 1% efter omkostninger. Afkastene kan blive reduceret, hvis den europæiske økonomi overrasker positivt, med deraf stigende renteforventninger til følge.

OBLIGATIONER 4 LEJERBO

Resultatopgørelse

Note	1.1-31.12.2018 1.000 DKK	1.1-31.12.2017 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	5.636	5.505
1 Renteudgifter	-11	-2
I alt renter og udbytter	5.625	5.503
Kursgevinster og -tab:		
2 Obligationer	-1.863	-1.459
3 Handelsomkostninger	-3	-31
I alt kursgevinster og -tab	-1.866	-1.490
I alt indtægter	3.759	4.013
4 Administrationsomk.	-352	-379
Resultat før skat	3.407	3.634
Skat	0	0
Årets nettoresultat	3.407	3.634
Årets nettoresultat foreslås overført til investorenes formue		

Balance

Note	31.12.2018 1.000 DKK	31.12.2017 1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	1.757	624
Obligationer:		
7,5 Not. obl. fra danske udstedere	316.058	393.486
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	1.691	1.606
Mellemv. vedr. handelsafv.	11.677	12.962
I alt andre aktiver	13.368	14.568
Aktiver i alt	331.183	408.678
Passiver		
6 Investorenes formue	318.253	394.847
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	11	9
Mellemv. vedr. handelsafv.	12.919	13.822
I alt anden gæld	12.930	13.831
Passiver i alt	331.183	408.678

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2014	2015	2016	2017	2018
Afkast (pct.)	2,71	-0,06	1,62	0,93	0,97
Benchmark afkast (pct.)	1,22	1,08	1,07	0,99	0,24
Indre værdi (DKK pr. andel)	110,12	110,05	111,83	112,87	113,97
Nettoresultat (t.DKK)	7.517	-126	6.218	3.634	3.407
Administrationsomkostninger (pct.)	0,12	0,12	0,12	0,10	0,10
Omsætningshastighed (antal gange)	0,80	0,92	0,78	0,86	0,70
Investorenes formue (t.DKK)	285.120	384.994	391.212	394.847	318.253
Antal andele, stk.	258.919.009	349.837.609	349.837.609	349.837.609	279.252.909
Styk størrelse i DKK	1	1	1	1	1
Sharpe Ratio	1,29	1,15	1,17	1,12	1,58
Standardafvigelse	1,12	1,19	1,23	1,17	0,92
Tracking Error					0,50

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2018	31.12.2017
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 1: Renteindtægter

Noterede obligationer fra danske udstedere	5.636	5.505
Renteudgifter	-11	-2
I alt renteindtægter	5.625	5.503

Note 2: Kursgevinster og -tab

Noterede obl. fra danske udstedere	-1.863	-1.459
I alt fra obligationer	-1.863	-1.459

Note 3: Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-4	-31
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	1	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-3	-31

Note 4: Administrationsomkostninger

	2018		2017	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-11	-11	-9
Rev.honorar til revisorer	-17	0	-17	-17
Gebyrer til depotselskab	-32	0	-32	-34
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-177	0	-177	-194
Øvrige omkostninger	-2	-6	-8	-7
Fast administrationshonorar	-107	0	-107	-118
I alt adm.omkostninger	-335	-17	-352	-379

Andel af fællesomkostninger udgør afdelingens andel af de omkostninger, der ikke kan henføres direkte til en enkelt afdeling. Fordelingen sker under hensyntagen til afdelingernes formuer.

Fast administrationshonorar udgør beregnede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

	31.12.2018	31.12.2017
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 5: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
I alt	100,0	100,0

En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 6: Investorenes formue

	2018 Antal andele	2018 Formue- værdi 1.000 DKK	2017 Antal andele	2017 Formue- værdi 1.000 DKK
Investorenes formue primo	349.837.609	394.847	349.837.609	391.212
Indløsninger i året	-70.584.700	-80.048	0	0
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		47		0
Ovf. af periodens resultat		3.407		3.634
I alt investorenes formue	279.252.909	318.253	349.837.609	394.847

Note 7: Finansielle instrumenters fordeling på sektorer (pct.)

	31.12.2018
Realkreditobligationer	100,0
I alt, alle sektorer	100,0

Fælles noter

Table 4 - Administrationsomkostninger (DKK 1.000)

Foreningens samlede omkostninger til bestyrelse, forvaltningsselskab, revision og tilsyn

2018

2017

Vederlag til bestyrelsen:		
Carsten Wiggers, formand	30	30
Morten Amtrup	15	15
Britta Fladeland Iversen	15	15
Annette Larsen	15	-
Vederlag til bestyrelsen, ialt	75	60
Administrationsomkostninger til Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S		
1.669		
1.579		
Revisionshonorar til PricewaterhouseCoopers		
Samlet honorar	116	116
Heraf honorar af andre ydelser	0	0
Lovbestemt gebyr til Finanstilsynet	24	24

Anvendt regnskabspraksis

Årsrapporten er udarbejdet efter de regler, der gælder ifølge regnskabsbestemmelserne i lov om danske UCITS, jf. vedtægternes bestemmelse herom. Den anvendte regnskabspraksis er uændret i forhold til sidste år.

Præsentation af regnskabstal

Alle tal i regnskabet præsenteres i hele tusinde kr. med nul decimaler.

Sumtotaler i regnskabet er udregnet på baggrund af de faktiske tal, hvilket er den matematisk mest korrekte metode. En efterregning af sumtotalerne vil i visse tilfælde give en afrundingsdifference, som er udtryk for, at de bagved liggende decimaler ikke fremgår for regnskabslæseren.

Omregning af fremmed valuta

Transaktioner i fremmed valuta omregnes til danske kroner efter transaktionsdagens GMT 16.00-valutakurser.

Resultatopgørelsen

I resultatopgørelsen indregnes alle indtægter i takt med, at de indtjenes, og alle omkostninger i takt med, at de afholdes. Alle værdireguleringer, afskrivninger, nedskrivninger og tilbageførsler af beløb, der tidligere har været indregnet i resultatopgørelsen, indregnes i resultatopgørelsen.

Renter og udbytter

Renteindtægter består af indtjente renter på obligationer, indestående i depotbank m.v.

Aktieudbytter (brutto) indtægtsføres på tidspunktet for udbyttets vedtagelse på det udbyttebetalende selskabs generalforsamling

Kursgevinster og -tab

I resultatopgørelsen medtages såvel realiserede som urealiserede kursgevinster og kurstab på valutakonti og finansielle instrumenter.

De realiserede kursreguleringer opgøres som forskellen mellem salgsværdi og kursværdien primo eller anskaffelsesværdien, såfremt de finansielle instrumenter er anskaffet i regnskabsåret.

De urealiserede kursreguleringer opgøres som forskellen mellem kursværdien ultimo året og kursværdien primo eller anskaffelsesværdien, såfremt det er anskaffet i regnskabsåret.

Handelsomkostninger

Handelsomkostninger opgøres som de samlede omkostninger til kurtagte, afvikling m.v. ved handel med finansielle instrumenter.

Den del af handelsomkostningerne, som er afholdt ved køb og salg af værdipapirer i forbindelse med emission og indløsning, indregnes direkte i medlemmernes formue. Beløbet opgøres som den andel af bruttohandelsomkostningerne som forholdsmæssigt kan henføres til værdipapiromsætning forårsaget af emission og indløsning, beregnet på grundlag af den totale værdipapiromsætning.

Administrationsomkostninger

Administrationsomkostninger består af omkostninger, som afdelingerne afholder i forbindelse med blandt andet porteføljepleje, markedsføring og administration af afdelingerne.

Afdelingsdirekte administrationsomkostninger defineres som omkostninger, der kan henføres direkte til en afdeling. Fællesomkost-

ninger er afdelingernes andel af de omkostninger, der vedrører mere end en afdeling. Fællesomkostningerne fordeles mellem afdelingerne i forhold til de enkelte afdelingers formue.

Skat

Afdelingerne er ikke selvstændige skattepligtige. I regnskabsposten "Skat" indgår ikke refunderbare rente- og udbytteskatter.

Balancen

Balancen består af indregnede aktiver, indregnede forpligtelser, herunder hensatte forpligtelser, og medlemmernes formue, der udgør forskellen mellem indregnede aktiver og forpligtelser. Ved passiver forstås summen af medlemmernes formue og andre indregnede forpligtelser.

Et aktiv indregnes i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde afdelingen, og aktivets værdi kan måles pålideligt.

En forpligtelse indregnes i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil fragå afdelingen, og forpligtelsens værdi kan måles pålideligt.

Ved indregning og måling af aktiver og forpligtelser tages der hensyn til oplysninger, der fremkommer efter balancedagen, men inden regnskabet udarbejdes, hvis – og kun hvis – oplysningerne bekræfter eller afkræfter forhold, som er opstået senest på balancedagen.

Likvide midler

Indestående i fremmed valuta omregnes til GMT 16.00-valutakurser pr. balancedagen.

Finansielle instrumenter og afledte finansielle instrumenter

Finansielle instrumenter (aktier og obligationer), der er genstand for offentlig kursnotering, måles til noterede børskurser og GMT 16.00-valutakurser.

Dagsværdien af investeringsbeviser, der handles på regulerede markeder, og hvis offentliggjorte kurs må antages ikke at afspejle investeringsbevisernes dagsværdi på grund af manglende eller utilstrækkelig handel i tiden op til balancedagen, måles til seneste tilgængelige regnskabsmæssige indre værdi.

Unoterede finansielle instrumenter måles efter en værdiansættelsesteknik, der har til formål at fastlægge den transaktionspris, som ville fremkomme i en handel på målingstidspunktet mellem uafhængige parter.

Kapitalandele i IFS SEInvest A/S måles efter den indre værdi opgjort på baggrund af seneste årsregnskab.

Andre aktiver

Mellemværende vedrørende handelsafvikling består af værdien ved salg af finansielle instrumenter samt emissioner, der er foretaget før balancedagen, og hvor afregning foretages efter balancedagen.

Anden gæld

Mellemværende vedrørende handelsafvikling består af værdien ved køb af finansielle instrumenter samt indløsninger, der er foretaget før balancedagen, og hvor afregning foretages efter balancedagen.

Fem års nøgletal

I årsrapporten indgår følgende nøgletal for de seneste fem år:

- Årets nettoresultat
- Medlemmernes formue ultimo året
- Indre værdi pr. andel
- Årets afkast i procent
- Udbytte pr. andel
- Omkostningsprocent
- Cirkulerende kapital ultimo året
- Standardafvigelse
- Sharpe ratio
- Omsætningshastighed

Nøgletallene er opgjort i overensstemmelse med Finanstilsynets bekendtgørelse om finansielle rapporter for investeringsforeninger og specialforeninger m.v. og er beregnet således:

Indre værdi pr. andel

$$\frac{\text{Medlemmernes formue}^*)}{\text{Cirkulerende andele ultimo året.}}$$

*) Medlemmernes formue er opgjort inklusive afsat udbytte for regnskabsåret.

Udbytte pr. andel

Udbytte til medlemmer/cirkulerende andele ultimo året.

Afkast i procent

$$\left(\frac{\text{Indre værdi ultimo året} + \text{geninvesteret udbytte}}{\text{Indre værdi primo året}} - 1 \right) * 100$$

Geninvesteret udbytte

$$\left(\frac{\text{Udbytte i kroner pr. andel} * \text{indre værdi ultimo}}{\text{Indre værdi på udbyttedagen}} \right) * 100$$

Omkostningsprocent

$$\left(\frac{\text{Administrationsomkostninger}}{\text{Formuegennemsnit (simpelt/mdr.)}} \right) * 100$$

Standardafvigelse

Standardafvigelsen er et mål for de historiske udsving i afkastene. Jo højere tallet er, jo større udsving i afkastene fra periode til periode.

Standardafvigelsen opgøres over 60 måneder. For afdelinger, der har eksisteret kortere end 60 måneder, opgøres standardafvigelsen siden afdelingens opstart. For afdelinger, der har eksisteret kortere end 36 måneder, opgøres ingen standardafvigelse.

Sharpe Ratio

Sharpe ratio er et matematisk udtryk for afkastet af en investering i forhold til risikoen. Sharpe ratio beregnes som det historiske afkast minus den risikofrie rente divideret med standardafvigelsen. Jo højere tallet er, jo bedre har investeringen været i forhold til risikoen.

Sharpe ratio opgøres over 60 måneder. For afdelinger, der har eksisteret kortere end 60 måneder, opgøres Sharpe ratio siden afdelingens oprettelse. For afdelinger, der har eksisteret kortere end 36 måneder, opgøres ingen Sharpe ratio.

Væsentlige aftaler

Aftale om depotbankfunktion

Foreningen har en depotaftale med Skandinaviska Enskilda Banken, Danmark, filial af Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ), Sverige ("Depotbanken"). Depotbanken forvalter og opbevarer finansielle instrumenter og likvide midler for hver af Foreningens afdelinger i henhold til lov om finansiell virksomhed § 106 samt Finanstilsynets bestemmelser.

Aftaler om investeringsrådgivning og forvaltning

Foreningen har indgået aftaler om rådgivning i forbindelse med investeringer i finansielle instrumenter med en række danske kapitalforvaltere. Under de enkelte afdelingsberetninger fremgår navnet på afdelingens rådgiver.

Aftalerne indebærer, at IFS SEInvest A/S modtager forslag til handler og andre transaktioner, som rådgiveren anser for fordelagtige for de enkelte afdelinger. Rådgivningen sker i overensstemmelse med de retningslinjer, som Foreningens bestyrelse har fastlagt for de enkelte afdelinger.

Aftale om forvaltning og administration

Foreningen har indgået aftale med IFS SEInvest A/S, som er et af Finanstilsynet godkendt investeringsforvaltningsselskab, om at udføre Foreningens administrative og investeringsmæssige opgaver i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v., Foreningens vedtægter samt bestyrelsens retningslinjer og instrukser.

Alle Foreningens aftaler er indgået på markedsvilkår. Satserne fremgår af Tabel 5 nedenfor.

Omkostningssatser

Tabel 5 - Gebyrsatser i Foreningens væsentligste aftaler pr. 31. december 2018 (%)

Afdelinger	IFS administration og forvaltning	Depotfunktion ¹⁾	Investeringsrådgivning	Tillæg v. emission	Fradrag v. indløsning
Obligationer 1 KAB	0,03	0,008	0,05	0,05	0,05
Obligationer 2 KAB	0,03	0,008	0,05	0,05	0,05
Obligationer 3 KAB	0,03	0,008	0,05	0,05	0,05
Obligationer 1 Lejerbo	0,03	0,008	0,05	0,05	0,05
Obligationer 2 Lejerbo ¹⁾	0,03	0,008	0,05	0,05	0,05
Obligationer 3 Lejerbo ¹⁾	0,03	0,008	0,05	0,05	0,05
Obligationer 4 Lejerbo ¹⁾	0,03	0,008	0,05	0,05	0,05

¹⁾Inklusive kontrolopgaver kr. 18.750 pr. afdeling p.a.

