



# Halvårsrapport 2014

Kapitalforeningen KAB / Lejerbo Invest

CVR nr. 24 20 41 54



# Indhold

Foreningsoplysninger .....	2
Ledelsesberetning .....	3
Ledelsespåtegning .....	8
<b>Afdelingsregnskaber</b>	
Obligationer 1 KAB .....	9
Obligationer 2 KAB .....	11
Obligationer 3 KAB .....	13
Obligationer 1 Lejerbo .....	15
Obligationer 2 Lejerbo .....	17
Obligationer 3 Lejerbo .....	19
Obligationer 4 Lejerbo .....	21
<b>Fælles noter</b>	
Anvendt regnskabspraksis .....	23

# Foreningsoplysninger

## Navn og hjemsted

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

## Bestyrelse

Carsten Wiggers, formand  
Britta Fladeland Iversen  
Preben Keil  
Morten Amtrup

## Forvaltningsselskab

Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S  
(Herefter forkortet 'IFS SEBinvest A/S')  
Bernstorffsgade 50  
1577 København V  
Telefon: 33 28 14 00  
CVR nr. 20 86 22 38  
Reg. nr. FT 17.107

Direktion:  
Jens Lohfert Jørgensen, adm. direktør  
Niels Jørgen Larsen, direktør

## Depotselskab

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

## Revision

Statsautoriseret revisor Erik Stener Jørgensen  
PriceWaterhouseCoopers  
Statsautoriseret Revisionspartnerselskab  
Strandvejen 44  
2900 Hellerup

De enkelte afdelingers beholdningslister pr. 30. juni 2014 kan downloades fra  
Foreningens hjemmeside:

[www.seb.dk/sebinvest](http://www.seb.dk/sebinvest)

# Ledelsesberetning

## Kapitalforeningen KAB / Lejerbo Invest – kort fortalt

Foreningen består ultimo 1. halvår 2014 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 henvender sig til KAB og de af KAB administrerede boligafdelinger og -organisationer hhv. Lejerbo og de af Lejerbo administrerede boligafdelinger og -organisationer eller andre af KAB, Lejerbo og foreningens bestyrelse accepterede boligafdelinger og -organisationer.

Foreningen blev stiftet den 1. oktober 1999. IFS SEBinvest A/S overtog pr. 1. maj 2012 administrationen af Foreningen.

Foreningen ejes af medlemmerne. Foreningens afdelinger ejer tilsammen 0,01 pct. af aktierne i IFS SEBinvest A/S, som står for den daglige administration af Foreningens aktiviteter.

Foreningen ledes af bestyrelsen og direktionen for IFS SEBinvest A/S.

## Markedsforhold 1. halvår 2014

### Økonomisk og politisk baggrund

Ved indgangen til 2014 var der en udbredt forventning om, at væksten i verdensøkonomien var på vej frem, og at det var USA, der også i 2014 ville trække den økonomiske vækst frem i den øvrige verden. Imidlertid blev USA i 1. kvartal ramt af usædvanligt hårdt vintervej, og aktivitetsniveauet i den amerikanske økonomi faldt med 0,7 pct. i 1. kvartal i forhold til 4. kvartal 2013. Det var første gang siden 2011, at USA oplevede et kvartal med negativ vækst. I Kina måtte man i årets første kvartal neddroge aktiviteten i den tunge stålindustri af miljøhensyn. Begge faktorer var medvirkende til, at den samlede økonomiske vækst i G20 landene var lidt lavere i årets første kvartal end i sidste halvår af 2013. Opgjort på årsbasis lå den samlede økonomiske vækst i G20 landene på 3,4 pct. målt som 1. kvartal 2014 mod 1. kvartal 2013.

Vintervejret i USA og neddroslingen af industriproduktionen i Kina i 1. kvartal var et midlertidigt tilbageslag. Allerede i 2. kvartal var væksten i USA tilbage på sporet, idet denne nåede op på 2,4 pct. i forhold til samme kvartal året før. Den positive udvikling underbygges af internationale ledende indikatorer som f.eks. det globale PMI ("Purchasing Managers Index"), og lokale konjunkturindeks i Kina og Tyskland, der er steget i 2. kvartal.

Den amerikanske centralbank har i 1. halvår fortsat sin proces med at normalisere pengepolitikken. Omfanget af bankens opkøbsprogram af stats- og realkreditobligationer er således blevet halveret i

løbet af årets første seks måneder, og det samlede program ventes helt udfaset med udgangen af 2014. Janet Yellen, der er ny chef for den amerikanske centralbank, FED, bekræftede i en såkaldt "forward guidance" tale den 18. juni, at centralbanken ville holde de ledende rentesatser på det aktuelt lave niveau mellem 0 og 0,25 pct. også efter at centralbankens opkøbsprogram af obligationer var afsluttet. Janet Yellen understregede, at centralbanken ikke så nogen grund til at ændre renteniveauet så længe den amerikanske inflation ligger under 2,0 pct. og så længe der endnu er tilstrækkelig ledig kapacitet i arbejdsmarkedet.

I modsætning til USA og Kina oplevede Japan et meget stærkt første kvartal, fordi en annonceret momsforhøjelse fra 5 pct. til 8 pct. pr. 1. april afstedkom et fremrykket privatforbrug. Af samme årsag ventes 2. kvartal at vise negativ vækst i Japan. Ser man bort fra disse tekniske forskydninger så er den japanske økonomi i moderat fremgang, hvilket bl.a. underbygges af den seneste kvartårlige Tankan-rapport, der måler forventningerne blandt de 1.200 største japanske virksomheder. For året 2014 ventes en økonomisk vækst på 1,2 pct. i Japan.

Blandt emerging markets landene har især Indien klaret sig godt igennem årets første halvdel. Den indiske regering har i 2013 indført politiske tiltag, der har styrket konkurrenceevnen, og dette har givet resultat i 1. halvår 2014, hvor den indiske eksport til de udviklede lande har trukket væksten. Indien havde i 1. kvartal en vækst på 2,0 pct. i forhold til 4. kvartal 2013, og dette er højere end selv rivalerne i Kina. Også på det lidt længere sigt forventes væksten i Indien at ligge i den øvre ende af hvad der ses i emerging markets området.

Den europæisk økonomi har gradvist lagt den sydeuropæiske gælds-krise bag sig, og økonomien i flere af de hårdt plagede lande viser bedre takter. Det er dog fortsat Tyskland, der fungerer som vækstlokomotiv i Europa. I 1. kvartal voksede den tyske økonomi med 0,8 pct. i forhold til 4. kvartal 2013, og med 2,5 pct. i forhold til 1. kvartal 2013. Den tyske vækst lå i 2013 på 0,5 pct., og for hele året 2014 ventes den at nå 1,9 pct.

Spanien udgør det bedste eksempel på et kriseramte land, der er ved at finde takterne igen. Efter at have oplevet negativ vækst i 10 kvartaler i træk nåede Spanien i 1. kvartal 2014 endelig en positiv vækst på 0,5 pct. Arbejdsløsheden i Spanien udgør dog et problem, idet der fortsat er registreret over 25 pct. arbejdsløse.

Den europæiske centralbank (ECB) valgte i juni måned at sænke de styrende renter og gennemføre tiltag, der skal øge gennemslagskraften af den lempelige pengepolitik i realøkonomien. Timingen skyldes dels, at ECB vil benytte det aktuelle positive momentum og dels, at der fortsat ikke er prispres at spore i økonomien. De europæiske lande vil i de kommende kvartaler endvidere nyde godt af, at den finanspolitiske konsolidering aftager. Med udsigt til robust vækst i USA og Tyskland vil det samlede euro-område efter den danske nationalbanks vurdering nå en vækst på 1,2 pct. i 2014.

Den europæiske økonomi måtte i 1. halvår tackle en pludseligt opstået krise i Ukraine – en krise, som de færreste havde set komme ved årets start. Mod halvårets slutning blev verdenssamfundet igen overrasket af en krise, der opstod ud ad ingenting – denne

gang i Irak, hvor den sunnimuslimske bevægelse ISIS indenfor få dage havde taget kontrollen med de nordlige halvdele af Irak og Syrien – og med ambitioner om mere magt i området. Foreløbig har de to kriser haft begrænset negativ effekt på den regionale økonomiske udvikling og på finansmarkederne. Men deres pludselige opståen understreger, at geopolitiske kriser er meget svære at forudsige og endnu sværere at løse.

Dansk økonomi sluttede 2013 overraskende svagt, men allerede i 1. kvartal i år var der igen positiv taktet at spore. Økonomien ekspanderede med 0,9 pct. i forhold til 4. kvartal, mens stigningstakten i forhold til 1. kvartal 2013 udgjorde 1,5 pct. Dette er også den forventede vækst for hele året 2014.

De økonomiske nøgletal er aktuelt gode i Danmark i disse måneder: Overskuddet på betalingsbalancen udgør 7,3 pct. af BNP, hvilket er meget højt også i en international sammenhæng. Beskæftigelsen er stigende og arbejdsløshedsprocenten dykkede i april måned ned under 4,0 pct. Alligevel formåede de internationale medier at skabe lidt usikkerhed om sundheden i dansk økonomi i 1. halvår. I en artikel i april måned i det ansete tidsskrift *The Economist*, der fokuserede på den danske private gældsætning, blev danske boligejere sågar kaldt "sydeuropæere i forklædning", og dette skulle angiveligt ikke forstås positivt...

Baggrunden for artiklen er, at danskerne har en meget høj privat gæld målt i forhold til indkomsten. Men den anden side af regnestykket – som ikke fremgik af artiklen – er, at danskerne også har meget store private pensionsformuer, der i stor stil er placeret i de selvsamme realkreditobligationer, som ligger bag gælden. Danskernes nettogæld er således ikke større end i andre lande, men vores private økonomiske balancer er større. Bl.a. Nationalbanken var hurtigt ude med forklaringer af dette særlige danske forhold, og efterfølgende forstummede den internationale kritik.

Den danske krone blev fra februar til april måned svækket mod euro'en fra niveau 746,20 til niveau 746,60, primært fordi pengemarkedsrenterne i euro-området steg relativt til de korte danske renter i denne periode. I en sådan situation er det forventeligt, at den danske krone vil blive svækket. Nationalbanken valgte derfor i april måned 2014 at intervenere i valutamarkedet ved at sælge valuta mod kroner for modværdien af ca. kr. 20 mia. Dette var den første intervention siden januar 2013. Som opfølgning herpå forhøjede Nationalbanken den 25. april renten på indskudsbeviser md 0,15 pct. point fra -0,10 pct. til 0,05 pct. Da den europæiske central-

bank i juni måned nedsatte renten valgte den danske nationalbank at fastholde renten, og dette var med til at styrke kronen. Igennem halvåret er den danske valutareserve som følge af intervention og tilbagebetaling af lån i valuta faldet med kr. 35,8 mia. fra kr. 474,0 mia. ved årets start til kr. 438,2 mia. pr. ultimo juni.

#### Udviklingen på de finansielle markeder

Året startede nervøst på de finansielle markeder, og afkastene på aktier lå på flere markeder under afkastet på obligationer. Særligt de amerikanske aktier havde svært ved at levere et afkast, der levede op til de høje forventninger, der var ved årets start til netop amerikanske aktier. 2. kvartal var mere positivt for de investorer, der havde overvægt af risikoaktiver, og set over halvåret blev aktieinvestorerne belønnet med et merafkast i forhold til de fleste obligationstyper.

Obligationsmarkederne i USA og Europa var igennem halvåret præget af uændrede til svagt faldende korte renter. I USA var den 2 årige statsobligationsrente uændret på niveau 0,45 pct., mens den 2 årige rente i Tyskland faldt fra 0,20 pct. til 0,0 pct.. Derimod faldt de lange 10 årige statsobligationsrenter med hhv. 0,50 pct. og 0,70 pct. i USA og Tyskland. Det betyder med andre ord, at rentekurverne blev mere flade.

De europæiske statsobligationsmarkeder nød godt af ECB's mere positive signaler, og afkastet af denne aktivklasse nåede op på hele 7,34 pct. (EFFAS Europe Govt. All).

Danske stats- og realkreditobligationer gav mere beskedne afkast på hhv. 4,90 pct. og 3,75 pct. Under alle omstændigheder må afkast på niveau 4 pct. må siges at være attraktivt, når det effektive renteniveau ligger så lavt som mellem på mellem 0,5 pct. og 2,5 pct.

#### Afdelingsprofil og -beretning

Afdelingernes investeringsprofil og ledelsens kommentarer til afdelingernes afkast findes under afsnittet "Afdelingsregnskaber" på siderne 9 til 21.

#### Markedsforventninger til 2. halvår 2014

Med den lempelige pengepolitik cementeret i de kommende kvartaler og med et gradvist stigende økonomisk opsving – nu også med emerging markets med på vognen – så ligger det lige til at

**Tabel 1 - Afkast i de enkelte afdelinger og deres respektive referenceindeks siden 01.01.2014**

Afdelinger	Referenceindeks	Afdelingens afkast (pct.)			Benchmark afkast (pct.)		
		12.08.2014	H1 2014	H1 2013	12.08.2014	H1 2014	H1 2013
Obligationer 1 KAB	Sammensat <sup>1)</sup>	3,38	2,90	-0,43	3,50	3,02	-0,94
Obligationer 2 KAB	Sammensat <sup>1)</sup>	3,43	3,29	-0,80	3,50	3,02	-0,94
Obligationer 3 KAB	Sammensat <sup>1)</sup>	3,65	3,32	-0,46	3,50	3,02	-0,94
Obligationer 1 Lejerbo	Danske Capital Benchmark Bruttoskattet 2,0 år	2,13	1,85	0,76	1,86	1,57	-0,42
Obligationer 2 Lejerbo	Sammensat <sup>1)</sup>	1,33	1,21	0,22	0,75	0,70	-0,58
Obligationer 3 Lejerbo	EFFAS Danmark 1-3 år	2,11	2,01	0,25	0,29	0,26	-0,56
Obligationer 4 Lejerbo	Indskudsbevisrenten	2,52	2,26	-0,08	0,75	0,61	0,63

<sup>1)</sup> Referenceindekset er sammensat af flere indeks.

fastholde en positiv forventning til finansmarkederne i det kommende halvår. Eller som man siger i finansjargonen: Det er et "risk on" markedsmiljø, det betyder, at investorer med fordel kan overvægte af aktier og kreditobligationer i forhold til sikre obligationer med høj kreditværdighed.

I det nuværende marked kan man frygte, at selv et mindre negativt bump eller geopolitisk uro skaber trængsel mod udgangen. Et muligt bump i 2. halvår kunne det være et uventet resultat af den skotske afstemning om uafhængighed af Storbritannien, der finder sted den 18. september. Men andre bump kan dukke op ud af ingenting, således som vi så det i 1. og 2. kvartal.

I de omtalen af de enkelte afdelinger har vi opdateret vore forventninger for afkastet for hele året.

## Værdiansættelse

Foreningens finansielle instrumenter værdiansættes til officielt noterede børss- og valutakurser. Foreningen investerer kun i meget begrænset omfang i unoterede finansielle instrumenter og andre finansielle instrumenter, der ikke er genstand for offentlig kursnotering. 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 den forgangne del af 2014 haft større problemer med fastsættelse af indre værdi, ligesom det har været muligt straks at efterkomme alle ønsker om indløsninger.

## Socialt ansvarlig investeringspolitik (SRI)

Foreningen har siden 2012 gennem IFS SEBinvest A/S samarbejdet med SEB-koncernen med henblik på at sikre, at de virksomheder, som Foreningen investerer i, har en ansvarlig politik omkring de etiske aspekter i samfundet. Hensigten med samarbejdet er at kunne følge FN's generelle principper for ansvarlige investeringer (PRI = Principles of Responsible Investments).

Foreningens bestyrelse drøfter løbende, hvorledes Foreningen kan udøve samfundsansvar med hensyn til bl.a. menneskerettigheder, sociale forhold, miljø- og klimamæssige forhold samt bekæmpelse af korruption i forbindelse med investering af Foreningens midler. Bestyrelsen har endvidere formuleret en politik på området.

Foreningens bestyrelse har jf. denne politik besluttet at følge SEB mht. at indarbejde PRI i investeringsprocessen. SEB samarbejder med firmaet Ethix SRI Advisors som konsulent på området. For-

eningen modtager fra SEB/Ethix lister over selskaber, som ikke opfylder de internationale konventioner for så vidt angår miljøforhold, menneskerettigheder og korruption m.v. med udgangspunkt i følgende konventioner:

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

På baggrund af disse lister fra SEB/Ethix er det besluttet ikke at investere i en række selskaber, som producerer klyngebomber og landminer. Denne udelukkelsesliste opdateres som minimum to gange årligt og udleveres ved henvendelse til Foreningen.

De øvrige selskaber, som ifølge SEB/Ethix ikke opfylder en eller flere af konventionerne ovenfor, optages på en intern observationsliste. SEB/Ethix søger dialog med nogle af disse virksomheder med henblik på at bringe de konkrete problematiske forhold til ophør.

For så vidt angår investeringer i gældsinstrumenter udstedt af nationalstater eller offentlige enheder har Foreningen valgt at følge retningslinjerne fra det danske udenrigsministerium. Retningslinjerne, der bl.a. omfatter sanktioner mod investeringer, udarbejdes i samarbejde med de øvrige EU-lande. De aktuelle sanktioner kan findes på Udenrigsministeriets hjemmeside.

Det skal bemærkes, at Foreningernes investeringsstrategi og univers betyder at SRI-problematikken ikke er særlig væsentlig for Foreningen, fordi der investeres i danske stats- og realkreditobligationer.

Foreningen deltager sammen med InvesteringsFondsBranchen i udarbejdelsen af en ny vejledning om ansvarlige investeringer i statsobligationer, som Rådet for samfundsansvar ventes at udsende senere på året.

## Væsentlige risici og usikkerhedsfaktorer

De væsentligste risici ved at investere stammer fra udviklingen på de finansielle markeder. Denne risiko benævnes markedsrisiko. De faktorer, der har betydning for markedsrisikoen, er beskrevet via de foregående afsnit om markedsforhold. Der vil normalt være en præmie i form af et højere afkast for at påtage sig markedsrisiko.

Udover markedsrisiko knytter der sig andre typer af risiko til investering. Det drejer sig om operationel risiko, kreditrisiko, likviditetsrisiko samt forretningsrisiko. Disse typer af risiko vurderes løbende og søges minimeret, fordi investor ikke kan opnå en præmie for at påtage sig disse typer af risici.

## Risikoindikator

Investering på de finansielle markeder vil som udgangspunkt påføre investor en vis risiko for at tabe penge. Risikoen for tab afhænger primært af, hvilken aktivtype der investeres i. Derfor er der større risiko tilknyttet investering i nogle typer af afdelinger end til andre

typer af afdelinger.

For at øge muligheden for at sammenligne risiko ved investering i afdelinger fra forskellige investeringsforeninger har EU indført en fælles metode for opgørelse af risiko ved investeringer. Metoden baserer sig på udsvingene i de historiske afkast. Jo større udsving i en afdelings afkast jo større risiko er der ved at investere i afdelingen.

Udsvingene i de ugentlige afkast bliver målt over en periode på fem år og er udtrykt ved nøgletallet standardafvigelse. Derefter grupperes afdelingerne på en skala fra 1 til 7 efter størrelsen af deres standardafvigelse jævnfør følgende tabel:

Risikoklasse	Årlige afkastudsving i pct. (standardafvigelse)	
	Lig med eller større end	Mindre end
1	0,0%	0,5%
2	0,5%	2,0%
3	2,0%	5,0%
4	5,0%	10,0%
5	10,0%	15,0%
6	15,0%	25,0%
7	25,0%	

Risikokategori 1 udtrykker således den laveste risiko, som man f.eks. ser ved afdelinger med helt korte obligationer. Bemærk dog, at kategori 1 ikke er en risikofri investering. Afdelinger der investerer i aktier, vil normalt have en risikoindikator på 5 eller derover.

Placeringen på risikoskalaen er ikke fast over tid, fordi den baserer sig på de historiske udsving i afkastet. Afdelingens placering på risikoskalaen kan altså flytte sig i fremtiden.

På de følgende sider er de enkelte afdelingers risikoindikator angivet blandt afdelingernes stamdata under betegnelsen "Central investorinformation risikoklasse".

### Øvrige begivenheder i 1. halvår 2014

I 2013 blev en ny lov for Forvaltere af Alternative Investeringsfonde vedtaget. Loven trådte i kraft fra 22. juli 2014, og har medført, at foreninger som hedgeforeninger, specialforeninger og professionelle foreninger senest pr. 31. marts 2014 skulle være omdannet til kapitalforeninger.

Foreningen er derfor i marts måned 2014 omdannet til kapitalforening og bærer nu navnet Kapitalforeningen KAB / Lejerbo Invest.

Omdannelsen har ingen praktisk betydning for Foreningens investorer.

### Efterfølgende begivenheder

Der er efter balancedagen ikke indtruffet hændelser, som vurderes at have væsentlig indflydelse på bedømmelsen af halvårsrapport-

ten for 1. halvår 2014.

# Ledespåtegning

Bestyrelsen og direktionen har dags dato behandlet og godkendt halvårsrapporten for 1. halvår 2014 for Kapitalforeningen KAB / Lejerbo Invest og erklærer hermed:

- At halvårsrapporten er aflagt efter reglerne angivet i lov om investeringsforeninger m.v. samt bekendtgørelse om finansielle rapporter for investeringsforeninger m.v.
- At halvårsregnskabet 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.

København, den 27. august 2014

Bestyrelsen

---

**Carsten Wiggers**  
Bestyrelsesformand

---

**Britta Fladland Iversen**  
Bestyrelsesmedlem

---

**Preben Keil**  
Bestyrelsesmedlem

---

**Morten Amtrup**  
Bestyrelsesmedlem

Forvalteren  
Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S

---

**Jens Lohfert Jørgensen**  
Adm. direktør

---

**Niels Jørgen Larsen**  
Direktør

# 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 <sup>1)</sup>	27. december 2005	ÅOP ultimo 2013	0,10 pct.
Nominal kurs	DKK 100,00	Administrationsomk. (pct.)	0,04 pct.
Skattestatus	Akkumulerende	Halvårets afkast	2,90 pct.
Benchmark	Sammensat	Halvårets benchmark afkast	3,02 pct.

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

Afdeling har leveret et afkast på 2,90 pct. i 1 halvår 2014, hvilket er på niveau med benchmark, og anses som værende acceptabelt. Nettoresultatet for halvåret blev et overskud på 18,2 mio.kr. for afdelingen. Medlemmernes formue er steget fra 630,3 mio. til 647,9 mio. kr., grundet det positive resultat.

Realkreditmarkedet har i 1. halvår været præget af stor interesse fra investorerne, hvilket har bevirket, at realkreditobligationer generelt har klaret sig bedre end tilsvarende statsobligationer. Dette har været porteføljen til gavn, da denne har haft en overvægt i realkreditobligationer halvåret igennem. Porteføljen er varighedsmæssigt forsigtigt investeret.

De faldende renter og spændingsnævninger betyder, at renten på 1- og 5-årige rentetilpasningsobligationer er henholdsvis 0,23 pct. og 0,83 pct., mens en 30-årig 3%-obligation handler over kurs 100. Generelt har obligationer med høj varighed bidraget mest til afkastet i 1. halvår. Et eksempel på denne type obligationer er 4,5 Stat St. 2039, der har givet et afkast på over 10 pct.

Investeringer i variabelt forrentede obligationer har trukket ned i afdelingens afkast. Denne type obligation har kun givet omkring 0,5 pct. i afkast.

Ved indgangen til året var forventningen, at afdelingens afkast for hele året ville ligge i niveauet 1-4 pct. På baggrund af afkastet medio august er forventningen nu et afkast på niveau 3-6 pct.

## Resultatopgørelse

	1.1-30.06.2014 1.000 DKK	1.1-30.06.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter	7.216	6.939
Kursgevinster og -tab	11.345	-9.068
Administrationsomkostninger	-280	-250
Resultat før skat	18.281	-2.379
Rente- og udbytteskat	0	0
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>18.281</b>	<b>-2.379</b>

## Balance

Note	30.06.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
<b>Aktiver</b>		
1,3 Likvide midler	624	11.908
Obligationer	645.571	613.842
Andre aktiver	19.240	4.551
<b>Aktiver i alt</b>	<b>665.435</b>	<b>630.301</b>
<b>Passiver</b>		
2 Medlemmernes formue	647.905	630.291
Anden gæld	17.530	10
<b>Passiver i alt</b>	<b>665.435</b>	<b>630.301</b>



# Obligationer 1 KAB

<b>Note 1: Finansielle instrumenter i pct.</b>	30.06.2014	30.06.2013
Børsnoterede	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	30.06.2014
	1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	630.291
Emissioner i perioden	1.000
Indløsninger i perioden	-1.668
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	1
Periodens resultat	18.281
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>647.905</b>

<b>Nøgletal for halvåret</b>	30.06.2014	30.06.2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	647.905	574.340
Antal andele	5.919.479	5.451.980
Styk størrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	109,45	105,35
Afkast (pct.) *)	2,90	-0,43
Sammenligningsindeks (pct.) *)	3,02	-0,94
Administrationsomk. (pct.) *)	0,04	0,04

\*) Disse nøgletal er opgjort for 1.1. - 30.06. og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten.

<b>Note 3: Finansielle instrumenters fordeling på sektorer pr. 30. juni 2014 (pct.)</b>	Børsnoterede	Noteret på andet regule- ret marked	Nyemit- terede fin. instrumenter	Øvrige	I alt
Realkreditobligationer	73,2	0,0	0,0	0,0	73,2
Skibskreditobligationer	7,2	0,0	0,0	0,0	7,2
Statsobligationer	19,6	0,0	0,0	0,0	19,6
I alt, alle sektorer	100,0	0,0	0,0	0,0	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 Wealth Management
Startdato <sup>1)</sup>	27. december 2005	ÅOP ultimo 2013	0,10 pct.
Nominal kurs	DKK 100,00	Administrationsomk. (pct.)	0,04 pct.
Skattestatus	Akkumulerende	Halvårets afkast	3,29 pct.
Benchmark	Sammensat	Halvårets benchmark afkast	3,02 pct.

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

Afdelingen har leveret et afkast på 3,29 pct. og har dermed outperformat benchmark med 0,27 pct.-point, hvilket betragtes som værende tilfredsstillende. Nettoresultatet for halvåret blevet et overskud på 18,6 mio. kr. Medlemmernes formue er steget fra 566,8 til 590,7 mio. kr., primært grundet det positive resultat.

Porteføljen har halvåret igennem haft en overvægt i realkreditobligationer, hvilket bidrag positivt til såvel det absolutte som relative afkast. Rådgiver fastholder vurderingen af, at realkreditobligationer på lang sigt vil give et bedre afkast end tilsvarende statsobligationer. Af denne årsag består porteføljen fortsat af en høj andel realkreditobligationer.

De finansielle markeder har i 1. halvår været meget styret af den rigelige kapital, der kommer fra centralbankerne i alle dele af verden, og af en forventning om, at denne rigelige kapital vil fortsætte i lang tid fremover. Det har ført til pæne positive afkast på stort set alle aktivtyper. Typisk med de højeste afkast i de mere risikofyldte aktivtyper, men også pæne positive afkast i mindre risikofyldte aktiver som statsobligationer.

På obligationsmarkederne bød 1. halvår på kraftige rentefald og en væsentlig udfladning af rentekurverne. Udviklingen i de lange renter var nogenlunde identisk på tværs af regionerne, dog med det største rentefald i Europa.

Ved indgangen til året var forventningen, at afdelingens afkast for 2014 ville blive mellem -1,4 og 4,1 pct. i scenarier hvor renten generelt steg hhv. faldt med 1 pct. point. På baggrund af afkastet medio august er forventningen nu et afkast på niveau 3-6 pct.

## Resultatopgørelse

	1.1-30.06.2014 1.000 DKK	1.1-30.06.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter	8.549	7.064
Kursgevinster og -tab	10.356	-10.821
Administrationsomkostninger	-258	-229
Resultat før skat	18.647	-3.986
Rente- og udbytteskat	0	0
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>18.647</b>	<b>-3.986</b>

## Balance

Note	30.06.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
<b>Aktiver</b>		
Likvide midler	478	1.860
1,3 Obligationer	584.426	555.731
1,3 Kapitalandele	2	2
Andre aktiver	5.862	9.181
<b>Aktiver i alt</b>	<b>590.768</b>	<b>566.774</b>
<b>Passiver</b>		
2 Medlemmernes formue	590.744	566.763
Anden gæld	24	11
<b>Passiver i alt</b>	<b>590.768</b>	<b>566.774</b>

# Obligationer 2 KAB

<b>Note 1: Finansielle instrumenter i pct.</b>	30.06.2014	30.06.2013
Børsnoterede	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	30.06.2014	
	1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	566.763	
Emissioner i perioden	6.997	
Indløsninger i perioden	-1.667	
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	4	
Periodens resultat	18.647	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>590.744</b>	

<b>Nøgletal for halvåret</b>	30.06.2014	30.06.2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	590.744	510.709
Antal andele	5.346.615	4.826.270
Styk størrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	110,49	105,82
Afkast (pct.) *)	3,29	-0,80
Sammenligningsindeks (pct.) *)	3,02	-0,94
Administrationsomk. (pct.) *)	0,04	0,04

\*) Disse nøgletal er opgjort for 1.1. - 30.06. og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten.

<b>Note 3: Finansielle instrumenters fordeling på sektorer pr. 30. juni 2014 (pct.)</b>					
	Børsnoterede	Noteret på andet regule- ret marked	Nyemit- terede fin. instrumenter	Øvrige	I alt
Realkreditobligationer	93,0	0,0	0,0	0,0	93,0
Statsobligationer	7,0	0,0	0,0	0,0	7,0
I alt, alle sektorer	100,0	0,0	0,0	0,0	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 <sup>1)</sup>	1. november 2007	ÅOP ultimo 2013	0,11 pct.
Nominal kurs	DKK 100,00	Administrationsomk. (pct.)	0,05 pct.
Skattestatus	Akkumulerende	Halvårets afkast	3,32 pct.
Benchmark	Sammensat	Halvårets benchmark afkast	3,02 pct.

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

Afdelingen har outperformat benchmark med 0,30 pct.-point, hvilket betragtes som værende tilfredsstillende. Nettoresultatet for halvåret blev et overskud på 16,7 mio. kr. Medlemmernes formue er steget fra 504,7 til 520,8 mio. kr. grundet det positive resultat.

Med nedsættelsen af de ledende renter i Euro-land fulgte en markant fladning af kurven, da ECB samtidige indikerede, at renterne forventes at ligge på et lavt niveau i en længere periode. Kurven fladede derfor endnu en gang og samlet set er de korte statsrenter igennem året faldet med ca. 4-5 bp, mens de længere (10-årige) er faldet med ca. 60 bp.

Da renterne, specielt de korte, endnu en gang er blevet fastholdt i en skruetvinge fra centralbankernes side, er jagten efter afkast også intensiveret. Rådgiver har derfor løbende set en indsnævring af kreditspænd igennem det første ½ år, som for de danske konverterbare obligationer tildels har kunne godtgøres af en faldende volatilitet og kurvefladning. Der har derfor været en markant performance i de danske realkreditobligationer relativt til stater, hvilket dog også bringer prisniveauet på selv samme op på et relativt dyrt niveau i historisk perspektiv, men i forhold til andre aktivklasser er der tale om et fair niveau.

Med et absolut renteniveau i de korte renter tæt på 0 og udsigten til, at det vil forblive sådan en rum tid endnu, ser rådgiver dog fortsat et passende "rentecarry" potentiale i den danske realkreditobligationer, om end de ekstraordinære udtrækninger kan rumme en form for overraskelser, da vi står over for årgangsskift med lukning af 2044-serierne og åbning af de tilsvarende 2047-serier.

Ved indgangen til året var forventningen, at afdelingens afkast for hele året ville ligge i niveauet 0-2 pct. På baggrund af afkastet medio august er forventningen nu et afkast på niveau 3-6 pct.

## Resultatopgørelse

	1.1-30.06.2014 1.000 DKK	1.1-30.06.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter	6.376	7.066
Kursgevinster og -tab	10.601	-9.034
Administrationsomkostninger	-235	-221
Resultat før skat	16.742	-2.189
Rente- og udbytteskat	0	0
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>16.742</b>	<b>-2.189</b>

## Balance

Note	30.06.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
<b>Aktiver</b>		
1,3 Likvide midler	282	0
Obligationer	516.438	500.452
Andre aktiver	4.067	4.385
<b>Aktiver i alt</b>	<b>520.787</b>	<b>504.837</b>
<b>Passiver</b>		
2 Medlemmernes formue	520.763	504.688
Anden gæld	24	149
<b>Passiver i alt</b>	<b>520.787</b>	<b>504.837</b>

# Obligationer 3 KAB

<b>Note 1: Finansielle instrumenter i pct.</b>	30.06.2014	30.06.2013
Børsnoterede	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	30.06.2014	
	1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	504.688	
Emissioner i perioden	999	
Indløsninger i perioden	-1.667	
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	1	
Periodens resultat	16.742	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>520.763</b>	

<b>Nøgletal for halvåret</b>	30.06.2014	30.06.2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	520.763	499.315
Antal andele	4.646.646	4.650.091
Styk størrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	112,07	107,38
Afkast (pct.) *)	3,32	-0,45
Sammenligningsindeks (pct.) *)	3,02	-0,94
Administrationsomk. (pct.) *)	0,05	0,04

\*) Disse nøgletal er opgjort for 1.1. - 30.06. og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten.

<b>Note 3: Finansielle instrumenters fordeling på sektorer pr. 30. juni 2014 (pct.)</b>	Børsnoterede	Noteret på andet regule- ret marked	Nyemit- terede fin. instrumenter	Øvrige	I alt
Indeksobligationer	9,1	0,0	0,0	0,0	9,1
Realkreditobligationer	76,2	0,0	0,0	0,0	76,2
Skibskreditobligationer	2,4	0,0	0,0	0,0	2,4
Statsobligationer	12,3	0,0	0,0	0,0	12,3
I alt, alle sektorer	100,0	0,0	0,0	0,0	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 <sup>1)</sup>	1. november 2007	ÅOP ultimo 2013	0,10 pct.
Nominel kurs	DKK 100,00	Administrationsomk. (pct.)	0,04 pct.
Skattestatus	Akkumulerende	Halvårets afkast	1,85 pct.
Benchmark	Danske Capital Benchmark Bruttoskattet 2,0 år	Halvårets benchmark afkast	1,57 pct.

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

Afdelingen har i 1. halvår 2014 leveret et afkast på 1,85 pct., og dermed outperformat benchmark-afkastet med 0,28 pct.-point, hvilket betragtes som tilfredsstillende. Nettoresultatet for halvåret blevet et overskud på 9,7 mio. kr. Medlemmernes formue steg i halvåret fra 522,8 mio. kr. til 532,5 mio. kr. grundet det positive resultat.

Realkreditmarkedet har i 1. halvår været præget af høj efterspørgsel, hvilket har bevirket, at realkreditobligationer generelt har klaret sig bedre end tilsvarende statsobligationer. Dette har været porteføljen til gavn, da denne har haft en overvægt i realkreditobligationer halvåret igennem. Porteføljen er varighedsmæssigt forsigtigt investeret.

De faldende renter og spændingsnævninger betyder, at renten på 1- og 5-årige rentetilpasningsobligationer er henholdsvis 0,23 pct. og 0,83 pct., mens en 30-årig 3 pct.-obligation handler over kurs 100. Generelt har obligationer med høj varighed bidraget mest til afkastet i 1. halvår.

Investeringer i variabelt forrentede obligationer har trukket ned i afdelingens afkast. Denne type obligation har kun givet omkring 0,5 pct. i afkast.

Ved indgangen til året var forventningen, at afdelingens afkast for hele året ville ligge i niveauet 1-4 pct. På baggrund af afkastet medio august er forventningen nu et afkast på niveau 2-5 pct.

## Resultatopgørelse

	1.1-30.06.2014 1.000 DKK	1.1-30.06.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter	5.042	5.256
Kursgevinster og -tab	4.887	-1.087
Administrationsomkostninger	-237	-226
Resultat før skat	9.692	3.943
Rente- og udbytteskat	0	0
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>9.692</b>	<b>3.943</b>

## Balance

Note	30.06.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
<b>Aktiver</b>		
1,3 Likvide midler	760	570
Obligationer	535.994	518.631
Andre aktiver	4.228	3.607
<b>Aktiver i alt</b>	<b>540.982</b>	<b>522.808</b>
<b>Passiver</b>		
2 Medlemmernes formue	532.490	522.798
Anden gæld	8.492	10
<b>Passiver i alt</b>	<b>540.982</b>	<b>522.808</b>

# Obligationer 1 Lejerbo

<b>Note 1: Finansielle instrumenter i pct.</b>	30.06.2014	30.06.2013
Børsnoterede	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	30.06.2014	
	1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	522.798	
Periodens resultat	9.692	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>532.490</b>	

<b>Nøgletal for halvåret</b>	30.06.2014	30.06.2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	532.490	519.537
Antal andele	4.410.954	4.410.954
Styk størrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	120,72	117,78
Afkast (pct.) *)	1,85	0,76
Sammenligningsindeks (pct.) *)	1,57	-0,42
Administrationsomk. (pct.) *)	0,04	0,04

\*) Disse nøgletal er opgjort for 1.1. - 30.06. og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten.

### **Note 3: Finansielle instrumenters fordeling på sektorer pr. 30. juni 2014 (pct.)**

	Børsnoterede	Noteret på andet regule- ret marked	Nyemit- terede fin. instrumenter	Øvrige	I alt
Realkreditobligationer	76,9	0,0	0,0	0,0	76,9
Skibskreditobligationer	11,4	0,0	0,0	0,0	11,4
Statsobligationer	11,7	0,0	0,0	0,0	11,7
I alt, alle sektorer	100,0	0,0	0,0	0,0	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 Investment Management AB, Denmark
Startdato <sup>1)</sup>	4. februar 2010	ÅOP ultimo 2013	0,12 pct.
Nominal kurs	DKK 100,00	Administrationsomk. (pct.)	0,05 pct.
Skattestatus	Akkumulerende	Halvårets afkast	1,21 pct.
Benchmark	Sammensat	Halvårets benchmark afkast	0,70 pct.

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

Afdelingen har i 1. halvår 2014 leveret et afkast på 1,21 pct., og dermed outperformat benchmark-afkastet med 0,51 pct.-point, hvilket betragtes som tilfredsstillende. Nettoresultatet for halvåret blevet et overskud på 3,1 mio. kr. Medlemmernes formue steg i halvåret fra 259,9 mio. kr. til 263 mio. kr. grundet det positive resultat. Der har hverken været emissioner eller indløsninger i afdelingen i perioden.

Strategien for afdelingen har været en maksimal eksponering mod realkreditobligationer og med langt hovedvægten på inkonverterbare obligationer. Afdelingens afkast skal hermed ses i dette lys.

Ved periodens afslutning er porteføljen eksponeret mod en fladere rentekurve og et uændret renteniveau. Forventningen til det kommende halvår er et svagt positivt afkast på niveau med eller over benchmark.

Ved indgangen til året var forventningen, at afdelingens afkast for hele året ville ligge i niveauet 1-4 pct. På baggrund af afkastet medio august er forventningen nu et afkast på niveau 2-5 pct.

## Resultatopgørelse

	1.1-30.06.2014 1.000 DKK	1.1-30.06.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter	3.317	3.235
Kursgevinster og -tab	-48	-2.529
Administrationsomkostninger	-134	-134
Resultat før skat	3.135	572
Rente- og udbytteskat	0	0
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>3.135</b>	<b>572</b>

## Balance

Note	30.06.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
<b>Aktiver</b>		
1,3 Likvide midler	351	1.071
Obligationer	258.666	254.284
Andre aktiver	27.833	4.564
<b>Aktiver i alt</b>	<b>286.850</b>	<b>259.919</b>
<b>Passiver</b>		
2 Medlemmernes formue	263.043	259.908
Anden gæld	23.807	11
<b>Passiver i alt</b>	<b>286.850</b>	<b>259.919</b>



# Obligationer 2 Lejerbo

<b>Note 1: Finansielle instrumenter i pct.</b>	30.06.2014	30.06.2013
Børsnoterede	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	30.06.2014	
	1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	259.908	
Periodens resultat	3.135	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>263.043</b>	

<b>Nøgletal for halvåret</b>	30.06.2014	30.06.2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	263.043	257.715
Antal andele	2.341.527	2.341.527
Styk størrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	112,34	110,06
Afkast (pct. *)	1,21	0,22
Sammenligningsindeks (pct. *)	0,70	-0,58
Administrationsomk. (pct. *)	0,05	0,05

\*) Disse nøgletal er opgjort for 1.1. - 30.06. og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten.

<b>Note 3: Finansielle instrumenters fordeling på sektorer pr. 30. juni 2014 (pct.)</b>					
	Børsnoterede	Noteret på andet regule- ret marked	Nyemit- terede fin. instrumenter	Øvrige	I alt
Finans	2,3	0,0	0,0	0,0	2,3
Realkreditobligationer	97,7	0,0	0,0	0,0	97,7
I alt, alle sektorer	100,0	0,0	0,0	0,0	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 <sup>1)</sup>	4. februar 2010	ÅOP ultimo 2013	0,13 pct.
Nominal kurs	DKK 100,00	Administrationsomk. (pct.)	0,06 pct.
Skattestatus	Akkumulerende	Halvårets afkast	2,01 pct.
Benchmark	EFFAS Danmark 1-3 år	Halvårets benchmark afkast	0,26 pct.

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

Afdelingen har leveret et afkast på 2,01 pct., og dermed outperformat benchmark-afkastet med hele 1,75 pct.-point, hvilket betragtes som værende meget tilfredsstillende. Nettoresultatet for halvåret blevet et overskudskud på 5,33 mio. kr. Medlemmernes formue steg i halvåret fra 264,9 mio. kr. til 270,2 mio. kr.

Med nedsættelsen af de ledende renter i Euro-land fulgte en markant fladning af kurven, da ECB samtidig indikerede, at renterne forventes at ligge på et lavt niveau i en længere periode. Kurven fladede derfor endnu en gang og samlet set er de korte statsrenter igennem året faldet med ca. 4-5 bp, mens de længere (10-årige) er faldet med ca. 60 bp.

Da renterne, specielt de korte, endnu en gang er blevet fastholdt i en skruetvinge fra centralbankernes side, er jagten efter afkast også intensiveret. Vi har derfor løbende set en indsnævring af kreditspænd igennem det første ½ år, som for de danske konverterbare tildeles har kunne godtgøres af en faldende volatilitet og kurvefladning. Vi har derfor set en markant performance i de danske realkreditobligationer relativt til stater, hvilket dog også bringer prisniveauet på selv samme op på et relativt dyrt niveau i historisk perspektiv, men i forhold til andre aktivklasser er der nok tale om et fair niveau.

Med et absolut renteniveau i de korte renter tæt på 0 og udsigten til, at det vil forblive sådan en rum tid endnu, ser vi dog fortsat et passende carry potentiale i den danske realkreditobligationer, om end de ekstraordinære udtrækninger, kan rumme en form for overraskelser, da vi står over for årgangsskift med lukning af 2044-serierne og åbning af de tilsvarende 2047-serier.

Ved indgangen til året var forventningen, at afdelingens afkast for hele året ville ligge i niveauet 1-4 pct. På baggrund af afkastet medio august er forventningen nu et afkast på niveau 2-5 pct.

## Resultatopgørelse

	1.1-30.06.2014 1.000 DKK	1.1-30.06.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter	3.278	3.204
Kursgevinster og -tab	2.210	-2.408
Administrationsomkostninger	-155	-152
Resultat før skat	5.333	644
Rente- og udbytteskat	0	0
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>5.333</b>	<b>644</b>

## Balance

Note	30.06.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
<b>Aktiver</b>		
1,3 Likvide midler	116	0
Obligationer	268.996	262.495
Andre aktiver	7.227	2.437
<b>Aktiver i alt</b>	<b>276.339</b>	<b>264.932</b>
<b>Passiver</b>		
2 Medlemmernes formue	270.202	264.869
Anden gæld	6.137	63
<b>Passiver i alt</b>	<b>276.339</b>	<b>264.932</b>

# Obligationer 3 Lejerbo

<b>Note 1: Finansielle instrumenter i pct.</b>	30.06.2014	30.06.2013
Børsnoterede	90,4	100,0
Øvrige	9,6	0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	30.06.2014	
	1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	264.869	
Periodens resultat	5.333	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>270.202</b>	

<b>Nøgletal for halvåret</b>	30.06.2014	30.06.2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	270.202	261.972
Antal andele	2.357.933	2.357.933
Styk størrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	114,59	111,10
Afkast (pct.) *)	2,01	0,25
Sammenligningsindeks (pct.) *)	0,26	-0,56
Administrationsomk. (pct.) *)	0,06	0,06

\*) Disse nøgletal er opgjort for 1.1. - 30.06. og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten.

<b>Note 3: Finansielle instrumenters fordeling på sektorer pr. 30. juni 2014 (pct.)</b>					
	Børsnoterede	Noteret på andet regule- ret marked	Nyemit- terede fin. instrumenter	Øvrige	I alt
Indeksobligationer	6,0	0,0	0,0	0,0	6,0
Realkreditobligationer	69,3	0,0	0,0	9,6	78,9
Skibskreditobligationer	2,8	0,0	0,0	0,0	2,8
Statsobligationer	12,3	0,0	0,0	0,0	12,3
I alt, alle sektorer	90,4	0,0	0,0	9,6	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 5 år.

Afdeling	Obligationer 4 Lejerbo	Primær rådgiver	Alm. Brand Asset Management
Startdato <sup>1)</sup>	4. februar 2010	ÅOP ultimo 2013	0,25 pct.
Nominel kurs	DKK 100,00	Administrationsomk. (pct.)	0,06 pct.
Skattestatus	Akkumulerende	Halvårets afkast	2,26 pct.
Benchmark	Indskudsbevisrenten	Halvårets benchmark afkast	0,61 pct.

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

Afdelingen har leveret et afkast på 2,26 pct., og dermed outperformet benchmark-afkastet med hele 1,65 pct.-point, hvilket betragtes som værende meget tilfredsstillende. Nettoresultatet for halvåret blev et overskudskud på 6,29 mio. kr. Medlemmernes formue steg i halvåret fra 277,6 mio. kr. til 283,9 mio. kr.

Rentefaldet fra 1. kvartal fortsatte i 2. kvartal, hvilket betød stigende obligationskurser. Afkastet for 1. halvår blev således over 2 pct.. Det gode afkast skyldes de stigende kurser, faldende OAS og volatilitet, en høj andel af konverterbare obligationer samt et godt papirvalg.

Renterne på de danske statsobligationer med en løbetid på 2, 5 og 10 år faldt i første halvår med henholdsvis 0,2, 0,6 og 0,6 pct.-point. Porteføljen indledte året med at være i nedtrend jf. den kvantmodel, der benyttes. Derfor blev renterisikoen (varigheden) holdt i den øvre del af intervallet mellem 0 og 2 jf. modellen. 3 uger inde i året fik rådgiver signal om optrend, og varigheden blev øget yderligere. Porteføljens varighed fastholdtes i den øvre del af trendstrategiens rammer i resten af foråret.

Strategien for 2. halvår er nu at beskytte det gode afkast, der er opnået i 1. halvår. Renterisikoen holdes derfor lav inden for trendstrategiens rammer. Det skyldes, at vi finder obligationer dyrt prisfastsatte.

Ved indgangen til året var forventningen, at afdelingens afkast for hele året ville ligge i niveauet 1-4 pct. På baggrund af afkastet medio august er forventningen nu et afkast på niveau 2-5 pct.

## Resultatopgørelse

	1.1-30.06.2014 1.000 DKK	1.1-30.06.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter	3.731	3.548
Kursgevinster og -tab	2.728	-3.500
Administrationsomkostninger	-174	-170
Resultat før skat	6.285	-122
Rente- og udbytteskat	0	0
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>6.285</b>	<b>-122</b>

## Balance

Note	30.06.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
<b>Aktiver</b>		
1,3 Likvide midler	227	3.535
Obligationer	289.882	290.292
Andre aktiver	2.440	3.166
<b>Aktiver i alt</b>	<b>292.549</b>	<b>296.993</b>
<b>Passiver</b>		
2 Medlemmernes formue	283.889	277.604
Anden gæld	8.660	19.389
<b>Passiver i alt</b>	<b>292.549</b>	<b>296.993</b>

# Obligationer 4 Lejerbo

<b>Note 1: Finansielle instrumenter i pct.</b>	30.06.2014	30.06.2013
Børsnoterede	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	30.06.2014 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	277.604
Periodens resultat	6.285
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>283.889</b>

<b>Nøgletal for halvåret</b>	30.06.2014	30.06.2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	283.889	275.162
Antal andele	2.589.190	2.589.190
Styk størrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	109,64	106,27
Afkast (pct.) *)	2,26	-0,04
Sammenligningsindeks (pct.) *)	0,61	0,63
Administrationsomk. (pct.) *)	0,06	0,06

\*) Disse nøgletal er opgjort for 1.1. - 30.06. og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten.

<b>Note 3: Finansielle instrumenters fordeling på sektorer pr. 30. juni 2014 (pct.)</b>	Børsnoterede	Noteret på andet regule- ret marked	Nyemit- terede fin. instrumenter	Øvrige	I alt
Realkreditobligationer	91,1	0,0	0,0	0,0	91,1
Statsobligationer	8,9	0,0	0,0	0,0	8,9
I alt, alle sektorer	100,0	0,0	0,0	0,0	100,0

# Fælles noter

## Anvendt regnskabspraksis

Regnskaberne er udarbejdet efter de regler, der gælder ifølge lov om investeringsforeninger m.v. samt Finanstilsynets bekendtgørelse om finansielle rapporter for investeringsforeninger m.v. (regnskabsbekendtgørelsen).

Regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten for 2013.



## Rapporter kan rekvireres ved henvendelse

Tidligere års- og halvårsrapporter kan rekvireres ved henvendelse til Foreningen på tlf.: 33 28 14 00 eller på e-mail: [ifssebinvest@seb.dk](mailto:ifssebinvest@seb.dk)