

INVESTERINGSFORENINGEN MAJ INVEST

KVARTALSNYT

FJERDE KVARTAL 2017

INVESTERINGSFORENINGEN

MAJ
INVEST

SÅDAN ARBEJDER MAJ INVEST

I Maj Invest udbyder vi kun produkter, som vi selv ønsker at investere i. Foreningen blev lanceret i 2005 med seks afdelinger, der tilsammen udgør de centrale elementer i en almindelig portefølje, uanset om man sparer op til pension, i frie midler, eller man er professionel investor.

Siden har vi udvidet paletten, så vi i dag tilbyder 12 forskellige afdelinger. Fokus er stadig brede afdelinger, hvor vi inden for den enkelte afdeling kan tilpasse investeringerne til den aktuelle markedssituation. På de kommende sider er afdelingerne fyldigt beskrevet.

Alle afdelinger er børsnoterede og kan købes gennem alle danske banker. Syv af foreningens afdelinger udbydes desuden i en noteret andelsklasse, der er målrettet medlemmer, som har en porteføljeplejeaftale med deres pengeinstitut. De noterede og noterede andelsklasser investerer på præcis samme måde. Afkast for de noterede andelsklasser kan ses på majinvest.dk/unoterede.

Udvælgelse og sammensætning af investeringer i Maj Invests afdelinger sker efter råd fra Fondsmæglerselskabet Maj Invest, som kan trække på mere end 25 års erfaring med investeringer for en lang række institutionelle kunder.

Vores produkter er kendetegnet ved brede investeringsområder, men koncentrerede porteføljer. Det afspejler, at vi alene investerer i de værdipapirer, hvor vi ser et attraktivt forhold mellem risiko og afkast. Føler vi os ikke overbeviste, så investerer vi ikke.

Vi er langsigtede og forsøger at se gennem støj og uforudsigelige udsving. Vores fokus er rettet mod strukturelle skift og fundamentale forhold. Nogle gange opfører markedet sig irrationelt og gør det muligt at lave solide investeringer ved at gå mod markedet. Derfor er vi både langsigtede og aktive investorer. Oftest holder vi dog vores investeringer længe, og handelsomkostningerne er generelt lave.

Vores porteføljer er ikke isolerede øer og påvirkes af de fundamentale og makroøkonomiske vilkår på finansmarkederne. Derfor tager vores arbejde udgangspunkt i analyser af de globale, regionale og lokale forhold. Vi kalder det 'the big picture'.

Porteføljemanagerne er hver især erfarne efter mange års arbejde inden for deres områder. Alle investeringsbeslutninger bliver truffet af den ansvarlige porteføljemand. Et nøgleord er risikostyring. Man kan ikke undgå risici, men man kan styre niveauet. Den vigtige beslutning er, hvornår man skal øge porteføljens risiko, og hvornår man skal nedbringe den.

Har du spørgsmål, eller ønsker du mere information, er du altid velkommen til at ringe til os på telefon 33 38 73 33 eller læse mere på www.majinvest.dk.

INVESTERINGSFORENINGEN

MAJ INVEST

Bernstorffsgade 50
1577 København V
Tlf. 33 38 73 33
www.majinvest.dk
info@majinvest.dk
CVR-nr. 28 70 59 21

Medlemmer

Alle, der har investeret penge i Investeringsforeningen Maj Invest (Maj Invest), er automatisk medlem af foreningen. Bestyrelsen for Maj Invest vælges på generalforsamlingen.

Porteføljerådgiver: Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S

Fondsmæglerselskabet
Maj Invest A/S (Fondsmæglerselskabet Maj Invest)

er porteføljerrådgiver for Maj Invest og står for den daglige porteføljerrådgivning af alle Maj Invests afdelinger.

Investeringsforvaltnings- selskab: SEBinvest A/S

Investeringsforvaltnings-
selskabet udfører en række
administrative og investe-
ringsmæssige opgaver i
forbindelse med den dag-
lige drift af foreningen.

Depotbank: Skandinaviska Enskilda Banken AB

Depotbanken har til opgave at udføre en lang række kontrolopgaver for at sikre medlemmernes opsparing.

Tilsyn: Finanstilsynet
Investeringsforeningen Maj
Invest er under tilsyn af
Finanstilsynet.

INDHOLDSFORTEGNELSE

MAKROØKONOMI

Langsigtet holdbarhed	4
Obligationsmarkederne	6
Aktiemarkederne	7

AKTIEAFDELINGER

Maj Invest Danske Aktier	8
Maj Invest Vækstaktier	10
Maj Invest Value Aktier og Value Aktier Akkumulerende.	12
Maj Invest Emerging Markets	14
Maj Invest Global Sundhed	16

OBLIGATIONSAFDELINGER

Maj Invest Danske Obligationer	18
Maj Invest Globale Obligationer	20
Maj Invest High Income Obligationer	22

BLANDEDE AFDELINGER

Maj Invest Pension	24
Maj Invest Kontra	26
Maj Invest Makro	28

FAKTA

Omkostninger.	30
Historiske afkast og udbytter	32
Stamdata	33
Samarbejdsbanker	34

	MORNING- STAR RATING™	AFKAST						SIDEN START		PERFORMANCE I FORHOLD TIL MORNINGSTAR KATEGORI™		
		2012	2013	2014	2015	2016	2017	Afkast	Perfor- mance	3 år	5 år	10 år
Danske Aktier	★★★★	26,0	35,7	15,3	31,3	1,2	18,8	258,5	+31,0	0,5	-9,5	+4,0
Vækstaktier	★★★★	8,2	20,3	8,6	10,1	7,5	13,3	130,8	+18,8	+8,9	+6,7	+48,1
Value Aktier	★★★★★	12,0	19,0	26,3	14,9	14,3	5,5	188,9	+76,8	+13,3	+39,7	+108,7
Value Aktier Akk.	★★★★★	-	-	-	-4,6	14,2	5,3	187,9	+75,8	+12,8	+38,9	+107,6
Emerging Markets	★	-	1,2	9,7	-11,3	8,2	18,6	27,1	-19,9	-13,3	-	-
Global Sundhed	Ikke rated	-	-	23,9	11,3	-0,1	11,3	86,5	+7,3	-	-	-
Danske Obl.	★★★★★	5,9	3,0	4,8	1,4	3,6	2,7	63,7	+13,8	+3,1	+5,8	+11,4
Globale Obl.	★★★★★	10,5	0,2	6,9	3,0	4,1	0,4	66,5	+16,5	+5,1	+7,5	+30,4
High Income Obl.	Ikke rated	-	-	-	-0,3	7,0	0,3	7,1	-4,3	-	-	-
Pension	★★★★★	10,5	8,5	7,4	5,9	9,3	2,8	93,2	-	+9,1	+15,1	+63,8
Kontra	Ikke rated	-0,4	-6,8	9,0	1,9	5,2	-4,8	70,0	-	-	-	-
Makro	★★★★★	-	2,2	13,6	5,8	10,4	9,0	48,0	-	+18,8	-	-

Noter: Afdelingerne Pension, Kontra og Makro har ikke et sammenligningsindeks. Performance (merafkast i forhold til sammenligningsindeks) siden start er i forhold til den enkelte afdelings sammenligningsindeks. Performance i forhold til Morningstar Kategori™ er beregnet ud fra den sammenlignelige kategori hos (og data fra) Morningstar, der omfatter sammenlignelige afdelinger i Europa. Global Sundhed og Kontra har ikke Morningstar Kategorier™. Afkastet i afdeling Makro er siden lancering d. 22.03.2013. Emerging Markets blev lanceret den 16.12.2013. Afdeling Value Aktier Akkumulerende blev lanceret den 29.06.2015. Afdeling High Income Obligationer blev lanceret den 4.11.2015. Afdeling Globale Aktier har ændret navn til Vækstaktier den 13.06.2017.



Arvid Stentoft Jakobsen
 Cheføkonom i
 Fondsmæglerselskabet Maj Invest

Arvid har mere end 25 års erfaring inden for global konjunktur- og finansmarkedsanalyse.

LANGSIGTET HOLDBARHED

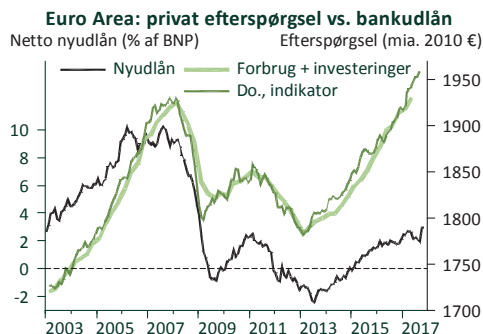
Der er blandt investorerne en voksende tro på, dels at det økonomiske opsving i euroområdet er holdbart og gradvist vinder yderligere styrke, dels at det langvarige opsving i USA kan fortsætte en rum tid endnu. Begge dele er efter Maj Investes opfattelse velbegrundede.

I Europa skyldes fremgangen, at bankerne langt om længe har fået gang i långivningen efter en langvarig kreditkontraktion i forbindelse med den europæiske statsgældskrise. På bunden af krisen i 2013 udgjorde bankernes netto-nyudlån til den private, ikke-finansielle sektor -2 pct. af BNP. Det svarer til, at husholdningernes og virksomhedernes tilbagebetaling af bankgæld reducerede den samlede efterspørgsel med 2 pct. Modsat betyder den efterfølgende fremgang, at bankudlån nu tegner sig for en kreditfinansieret efterspørgsel på +2 pct. af BNP. Siden 2013 er balancen mellem udbud og efterspørgsel altså forbedret med 4 pct. af BNP, hvilket har genskabt balancen i økonomien og grundlaget for selv bærende vækst. I Europa har långivningen foreløbig kun nået et omfang, hvor gælden vokser i nogenlunde samme takt som indkomsterne. Reelt er gældsætningen altså endnu ikke begyndt at stige, og kreditekspansionen i Europa er således stadig ikke særligt fremskreden.

Modsat forholder det sig i USA, hvor gældsætningen længe har været voksende, og efterhånden har nået et omfang, hvor man traditionelt begynder at holde igen. Dermed har man også nået det punkt, hvor konjunktoren normalt topes ud, og recessionen begynder at udvikle sig. Det skyldes, at den kreditfinansierede efterspørgsel falder, når man begynder at gældsætte sig langsommere, og typisk mister økonomien så meget momentum i denne fase, at opsvinget går i stå. Den aktuelle situation er imidlertid atypisk i den forstand, at pengepolitikken kun er blevet strammet ganske lidt. Derfor vil moderationen i kreditekspansionen sandsynligvis ske tilstrækkeligt langsomt til, at vi undgår en recession og blot får en midlertidigt afmatning. Samtidig betyder Trumps skattereform, at reaccelerationen fra denne afmatning bliver kraftigere. Hvor vi tidligere forventede BNP-vækst på ca. 1,5 pct. i hele perioden 2018-20, forventer vi nu et lille rebound i 2019-20 til en vækst på 2-2,5 pct.

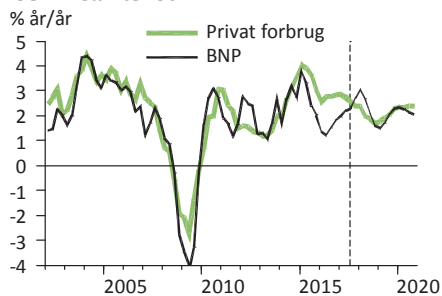
Kortsigtet usikkerhed

Selv om vi altså deler den voksende tro på en blød landing for amerikansk økono-



Kilde: IHS Global Insight.

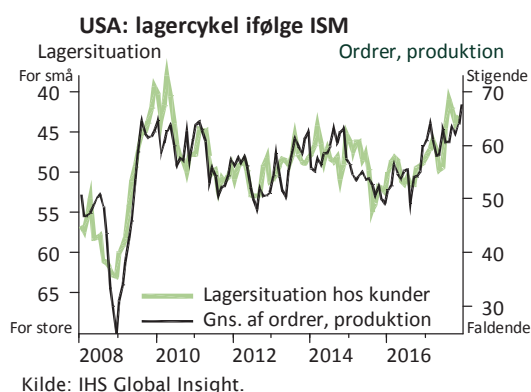
USA: realvækst



Kilde: IHS Global Insight.

mi, betyder det ikke, at der er udsigt til *smooth sailing* på de globale finansmarkeder inden for en overskuelig tidshorisont. Vi forventer, at decelerationen i forbrugs- og BNP-væksten i 2018 vil være sammenfaldende med et dyk i den globale industrikonjunktur som følge af en vending i lagercyklen. Samlet kan det meget let føre til en ny runde med recessionsfrygt og udvikle sig til en markant risk-off-reaktion på finansmarkederne.

Det markante opsving i den globale industrikonjunktur, vi har set gennem det seneste års tid, afspejler efter Maj Invest's opfattelse blot et tilsvarende markant omsving i lagercyklen (fra lagerreduktion til lageropbygning). Det fremgår også tydeligt af ISM-indekset, hvis man sam-

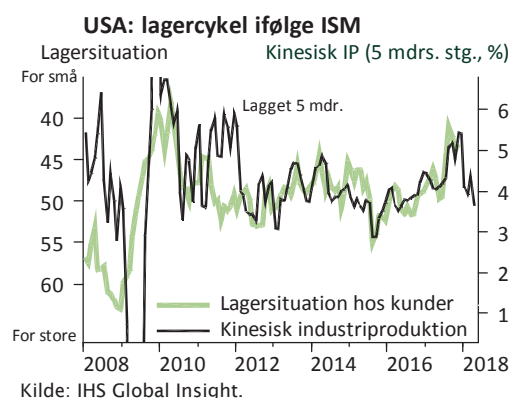


menligner produktion og ordreindgang med vurderingen af lagersituationen hos kunderne.

Varerne skal produceres og transporteres frem til modtageren, før de kan lægges på lager, og derfor ser man normalt stigningen i produktion og verdenshandel flere måneder, inden man ser en stigning i lagerinvesteringerne. I dette tilfælde så man faktisk i USA en begyndende lageropbygning henover sommeren, men den gik i stå i september-oktober, da orkanernes ødelæggelser medførte både tabt produktion og øget efterspørgsel til erstatning for det ødelagte (ikke mindst biler). Orkanerne har således bidraget til at forcere fremgangen i industrikonjunktoren mod slutningen af 2017.

Som følge af Kinas centrale placering i den globale forsyningskæde er det ofte der, man først spotter en vending i den globale industrikonjunktur, også selv om ven-

dingen grundlæggende skyldes en lagercykel i USA. De seneste måneders afmatning i Kinas industriproduktion tyder her på, at lageropbygningen i USA, og dermed det



kraftige opsving i den globale industrikonjunktur, nærmer sig sin afslutning. Det lægger i givet fald op til en periode med skuffende økonomiske nøgletal.

Dette tilbageslag risikerer samtidigt at blive yderligere forstærket af den forestående afsvækkelse i forbrugskonjunktoren, dels på grund af dens direkte effekt på væksten i efterspørgslen, dels fordi det kan få virkninger til at fortryde den lageropbygning, de lige nu har så travlt med at få på plads.

Sammenfaldet af en vending i lagercyklen og en afmatning i forbrugskonjunktoren giver efter vores vurdering øget risiko for en korrektion på aktiemarkederne i løbet af første halvår 2018.

OBLIGATIONSMARKEDERNE

Aktuel prissætning

Den lange rente afspejler primært markedets forventninger til den korte rente i fremtiden, og vores fair værdi viser, hvad den lange rente normalt vil ligge på, givet markedets forventninger til pengepolitikken. *Risk off*-perioderne, hvor renten ligger markant under fair værdi, kan opfattes som et nyt mønster for forventningsdannelsen, hvor markedet begynder at inddiskontere et japansk scenarie med permanent lavvækst og permanent nulrentepolitik. Tilsvarende kan *risk on* ses som udtryk for, at markedet opgiver troen på nulrente-scenariet igen. Mange opfatter disse "ro/ro"-episoder som drevet af centralbankernes QE-programmer, men efter vores vurdering spiller de en ret begrænset rolle. Det er i højere grad markedets fokus på opkøbsprogrammerne og på at *front runne* centralbankerne, der tvinger renterne ned. Problemet er, at dette fokus kan være flygtigt, som rentestigningen i foråret 2013, det såkaldte *taper tantrum*, viste.

I Europa køber ECB aktuelt dog en så stor del af markedet, at QE kan have en væsentlig effekt i sig selv.

De mange *risk off*-episoder afspejler en grundlæggende, og i perioder udpræget, mistro til holdbarheden af det økonomiske opsving i USA og (især) Europa. Denne mistro er dog nu på tilbagetog, om end den i slutningen af 2015 og starten af 2016 fik ny næring af opbremsningen i Kinas økonomi, som man frygtede ville bremse opsvinget i USA og Europa.

Forventninger til prissætningen

Beskæftigelsen i USA har nået et niveau, hvor arbejdsgiverne begynder at få problemer med at finde egnede medarbejdere, og Fed har efter alt at dømme et ønske om gradvist at hæve styringsrenten. Konkurrencen fra internethandelen betyder imidlertid, at detailhandelsavancerne er under voksende pres, og det holder inflationen nede. Fed vil derfor formodentlig kun hæve renten i et særdeles afdæmpet tempo,

og det vil i givet fald kun medføre en begrænset stigning i de lange renter.

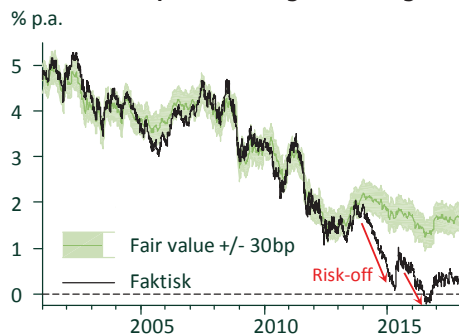
I Europa anerkender både investorerne og ECB nu holdbarheden af opsvinget, og ECB har taget fat på at afvikle sit QE-program. Alligevel ligger de lange renter i Europa fortsat på et meget lavt niveau. Det illustrerer meget godt, hvordan ECB aktuelt beslaglægger en så stor del af *free flow* i markedet, at prisdannelsen langt fra afspejler markedets forventninger. Det illustrerer dermed også potentialet for rentestigninger i Europa, med afledt effekt på amerikanske/globale renter, når ECB på et tidspunkt har trukket sig fra markedet. Denne rentestigning slår dog næppe fuldt igennem, før der igen er skabt et tilstrækkeligt obligationsudbud til, at markeds kræfterne kan få frit spil. Det kan meget vel blive 2019, før denne situation opstår.

USA: renten på en 10-årig statsobligation



Kilder: IHS Global Insight og Maj Invest-beregninger.

Tyskland: renten på en 10-årig statsobligation



Kilder: IHS Global Insight og Maj Invest-beregninger.

AKTIEMARKEDERNE

Aktuel prissætning

Aktier handler normalt forholdsvis tæt på deres underliggende fair værdi (Maj Invest-beregning). Under dotcom-boblen steg aktier dog til næsten det dobbelte af fair værdi, ligesom de på bunden af finanskrisen faldt til halvdelen.

Perioden siden finanskrisen har været præget af en underliggende, langsigtet bevægelse tilbage mod den historiske norm for prissætningen, fair værdi, afbrudt af midlertidige tilbageslag. Basalt set handler det om, at der i kølvandet på finanskrisen bredte sig en opfattelse om en "Ny Normal", og en i perioder udbredt mistro til, at økonomien kunne genvinde sin tidligere styrke. En mistro, som kun langsomt er svundet ind, og som senest fik ny næring af Kinas og de råvareproducerende landes problemer, som man frygtede skulle bremse opsvinget i USA og Europa. En frygt, der i lighed med tidligere lignende episoder efterfølgende viste sig at være ubegrundet.

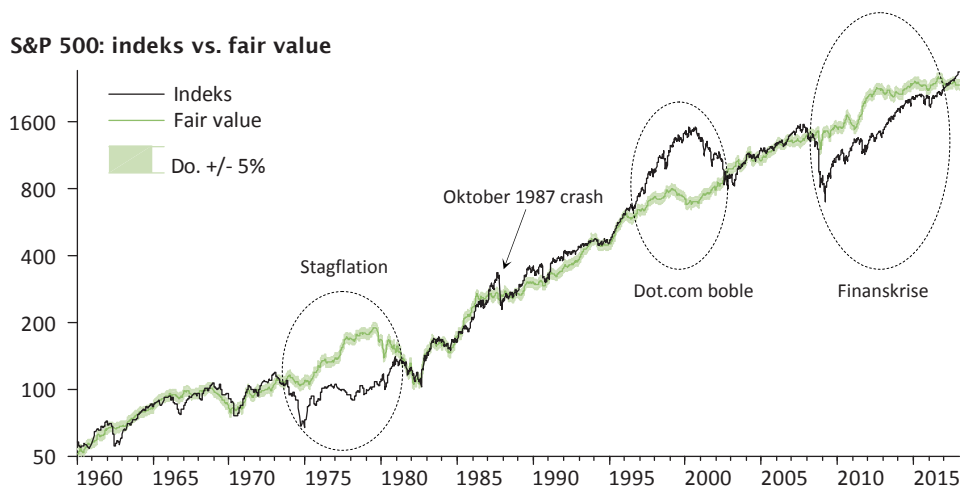
Investorerne tillid til holdbarheden af det økonomiske opsving er da også på vej frem igen, og S&P 500-indekset for amerikanske aktier handler således nu for første gang siden finanskrisen over fair værdi. Prissætningen af amerikanske aktier er normalt retningsgivende for prissætningen af globale aktier, og tilsvarende forhold vil således også typisk gælde for europæiske, herunder danske, aktier. Dog er det vores vurdering, at prissætningen af europæiske aktier fortsat er præget af betydelig risikoaversion.

Forventninger til prissætningen

Den lave inflation presser indtjeningen i virksomhederne, og trods udsigt til fortsat økonomisk vækst forventer vi i udgangspunktet kun begrænset fremgang i fair værdi for S&P 500. Trumps sænkning af selskabsskatten øger umiddelbart fair værdi med 5-10 pct., men det er mindre, end hvad markedet allerede har priset ind gennem de seneste måneder. Der er i markedet en markant optimisme omkring indtjeningsudviklingen i USA, som harmonerer dårligt med vores opfattel-

se af, at den aktuelt meget robuste fremgang i den globale industrikonjunktur ikke er langtidsholdbar, men primært skyldes lageropbygning. Under alle omstændigheder begunstiges aktieinvesteringer dog af det forhold, at alternativafkastet på statsobligationer er utilfredsstillende set fra et investorsynspunkt.

Sammenlignet med amerikanske aktier er både indtjeningsforventning og prissætning for europæiske aktier efter Maj Invests vurdering umiddelbart mere attraktiv. Det er dog ikke entydigt, hvorledes denne skævhed i prissætningen i givet fald vil blive udlignet. Den lave prissætning af europæiske aktier er delvist et spejlbillede af den meget høje prissætning af alternativet (europæiske statsobligationer). En markant rentestigning i Europa vil således udligne en del af skævheden i prissætningen af europæiske aktier relativt til amerikanske ditto. Samtidig kan en eventuel europæisk rentestigning blive ledsaget af en styrket euro, hvilket yderligere vil begrænse kurspotentialer på europæiske aktier i lokal valuta.



Kilder: IHS Global Insight og Maj Invest-beregninger.



Keld Henriksen
Aktiechef



Peter Stenholt
Seniorportefølje manager

Keld og Peter er ansvarlige for Maj Invest Danske Aktier.

Keld har mere end 25 års erfaring fra den finansielle branche, hvor han har arbejdet med styring af specielt danske aktieporteføljer. Peter, CFA og cand.polit., har de seneste 13 år arbejdet med analyse og udvælgelse af danske aktier.

MAJ INVEST DANSKE AKTIER

KÆRE INVESTOR

Afkast bør altid vurderes på mindst tre års sigt, men isoleret set er et negativt kvartalsafkast for afdelingen på 3,9 pct. ikke tilfredsstillende. Sammenligningsindekset gav i samme periode et afkast på -2,2 pct. Samlet set har afdelingen i 2017 givet et afkast på 18,8 pct. mod 16,8 pct. for det danske aktiemarked som helhed. Dette er meget tilfredsstillende såvel absolut som relativt.

Efter næsten et år med støt stigende kurser faldt det danske aktiemarked en smule tilbage i årets sidste kvartal. Den væsentligste forklaring på tilbagefaldet skal findes i skuffende regnskaber for årets første ni måneder. På overfladen udlignede op- og nedjusteringerne godt nok stort set hinanden, men faktum er, at mens opjusteringerne i det store hele var inddiskonteret i markedet, medførte en del af de øvrige regnskabsaflæggelser betydelige negative estimatændringer. Ikke blot for 2017, men for de flestes tilfælde også for de efterfølgende år. Blandt de større "syndere" på den front kan nævnes A.P. Møller - Mærsk, Coloplast, ISS, Vestas Wind Systems samt FLSmidth – hvert selskab med sin egen specifikke historie bag nedrevideringerne.

På trods af den lidt sivende investorinteresse så to nye aktier alligevel dagens lys på Københavns Fondsbørs, nemlig biotekvirksomheden Orphazymes og køkkenproducenten TCM. Modsat gik det med Nykredit, hvor markedet helt klart havde forventet en børsintroduktion i løbet af foråret 2018. På trods af at konsortiet så ud til at være på plads, valgte man efter modstand i baglandet at aflyse en kommende børsnotering. I stedet købte fem større danske pensionskasser med PFA i spidsen knap 17 pct. af kapitalen med lovning om tilførsel af kapital i tilfælde af fremtidigt behov.

Aktivist-hegdefonden Primestone Capital ejer nu mere end 5 pct. i både Nilfisk og Tennant, der er de to største spillere i markedet for industrielle rengøringsmaskiner. Primestone mener, at en fusion mellem de to virksomheder vil skabe stor værdi for aktionærerne og anbefaler bestyrelserne at arbejde videre ad det spor. Foreløbigt er både Nilfisk og Tennant steget omkring 15 pct. på Primestones udspil. Det bliver spændende at følge fortsættelsen.

■ Afkast

Morningstar Rating™
Aktier – Danmark

★★★

Startdato: 16-12-2005

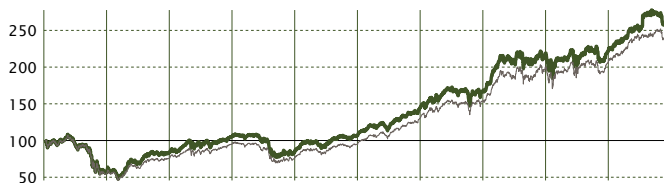
Fondskode: DK0060005171

Udbyttetype: Udbyttebetalende

Indeks: NASDAQ OMX Copenhagen Cap GR
DKK

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)

Indeks = 100
Fond
Indeks



Afkast	Fond	Indeks	Diff.
Seneste kvartal	-3,9 %	-2,2 %	-1,7 %
3 år ann.	16,5 %	16,4 %	0,1 %
5 år ann.	19,9 %	20,7 %	-0,8 %
10 år ann.	9,3 %	8,4 %	0,9 %

Årlige afkast % (DKK)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Fond	-47,7	47,4	26,1	-19,8	26,1	35,7	15,3	31,4	1,3	18,8
Indeks	-49,3	38,5	25,3	-19,9	23,8	38,3	17,2	30,8	3,2	16,8
Morningstar Kategori™	-49,0	45,0	30,0	-20,2	23,0	38,6	18,5	36,9	1,9	13,1

■ Investeringsområde

1 2 3 4 **5** 6 7

Indikatoren viser sammenhængen mellem risiko og afkast ved forskellige investeringer. Bemærk, at kategori 1 ikke er en risikofri investering.

Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

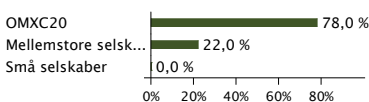
Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

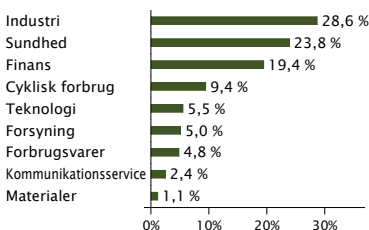
■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 30-11-2017

Selskabsfordeling



Sektorfordeling for aktier



Nøgletal

Info ratio	0,0
Kurs/Indtjening	15,6
Kurs/Indreværdi	2,2
ROE	27,4

■ 10 største investeringer

Pr. 30-11-2017

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Novo Nordisk A/S	Sundhed	DNK	9,6 %	Ørsted	Forsyning	DNK	4,9 %
Danske Bank	Finans	DNK	6,7 %	Carlsberg B	Forbrugsvarer	DNK	4,7 %
Pandora A/S	Cyklisk forbrug	DNK	6,6 %	DSV A/S	Industri	DNK	4,7 %
Vestjysk Bank	Finans	DNK	6,1 %	Coloplast A/S	Sundhed	DNK	4,6 %
A. P. Møller Maersk A/S A	Industri	DNK	5,2 %	ISS A/S	Industri	DNK	4,4 %

■ Juridisk information

Investeringsforeningen Maj Invest
Bernstorffsgade 50
1577 København V
www.majinvest.dk
info@majinvest.dk

Investeringsforeningen Maj Invest og Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S har udarbejdet dette materiale udelukkende til generel orientering. Indholdet er ikke en opfordring til køb eller salg af værdipapirer, herunder investeringsbeviser, og udgør ikke investeringsrådgivning eller investeringsanalyse. Investeringsforeningen Maj Invest og Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S påtager sig ikke ansvar for rigtigheden af informationer fra eksterne datakilder og der tages forbehold for eventuelle trykfejl i materialet. Oplysninger om afkast i materialet er historiske og tidligere afkast kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast. Investering er forbundet med risiko for tab og kursudviklingen kan afvige væsentligt fra det i materialet forventede. Materialet er til modtagerens personlige brug og må ikke udleveres, kopieres eller offentliggøres til andre uden Investeringsforeningen Maj Invest's skriftlige tilladelse. Tabeller og grafer er leveret af Morningstar Danmark A/S, der ikke påtager sig ansvar for, om disse er fuldstændige, korrekte og ajourførte.

Afdelingen investerer i danske aktier og øvrige aktier, som er noteret på Nasdaq OMX Copenhagen.

Strategien for afdelingen er den langsigtede investering, hvor der lægges stor vægt på et godt kendskab til de selskaber, der investeres i. Dette opnås gennem information til markedet og ved jævnlige møder med virksomhedernes ledelser, da deres track record og troværdighed er afgørende. Tilgangen er pragmatisk og købsmandsmæssig.

Største positive performancebidrag kom fra investering i Pandora. På trods af et regnskab for de første ni måneder uden de store overraskelser, steg aktien 10 pct. i fjerde kvartal. Stigningen må ses som en modreaktion på et ellers yderst trist år som aktionær i Pandora, hvor aktien samlet set er faldet mere end 20 pct. Pandora har i årets løb været et yndet mål for hedgefonde, der har shortet aktien i stor stil, men i årets sidste måneder er disse begyndt at dække deres shorts ind. Undervægt i H. Lundbeck bidrog ligeledes positivt på linje med overvægte i Nilfisk og Per Aarsleff.

Største negative bidrag kom fra investering i Vestjysk Bank, som afdelingen købte ind i porteføljen tidligere på året i forbindelse med statens salg af deres ejerandel samt rekapitalisering af banken. Kursen faldt ikke overraskende tilbage, efter at den i en periode omkring emissionen havde ligget kunstigt højt. Set på årsbasis har Vestjysk Bank dog bidraget markant positivt til afdelingens performance. Undervægte i Novozymes, Chr. Hansen og Tryg bidrog ligeledes negativt til performance.

Absolut set har afdelingen sine største investeringer i Novo Nordisk, A.P. Møller - Mærsk, Pandora, Danske Bank samt Vestjysk Bank, der alle udgør 5-10 pct. af den samlede beholdning. I forhold til sammenligningsindekset har afdelingen sine største overvægte i Vestjysk Bank, Pandora, ISS, Solar og Per Aarsleff, mens de største undervægte findes i Novozymes, Danske Bank, Chr. Hansen, Ørsted og Tryg.



Mads Peter Søndergaard
Porteføljemanager
Ansvarlig for Maj Invest Vækstaktier

Mads har fem års erfaring fra finanssektoren med analyse af danske og internationale aktier.

MAJ INVEST VÆKSTAKTIER

KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i fjerde kvartal 2017 et afkast på 5,9 pct. Afkastet er tilfredsstillende og bedre end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI World der omregnet til danske kroner steg 3,9 pct. Afdelingens afkast bør dog som altid ses over minimum tre år.

På det globale aktiemarked var årets fjerde kvartal en fortsættelse af udviklingen i de foregående ni måneder. Markedet steg måned for måned, og udsvingene undervejs var ganske begrænsede. For danske investorer blev afkastet negativt påvirket af udviklingen i valutakurserne, idet kronen steg i værdi over for de større oversøiske valutaer, men samlet set var kvartalet det næstbedste i 2017.

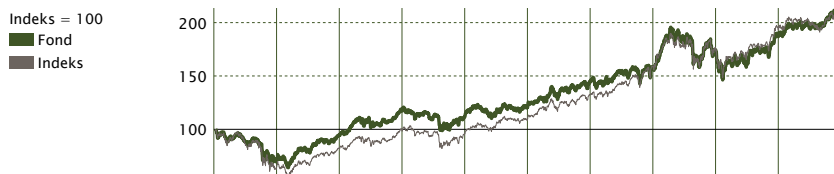
Markedets optimisme var fortsat understøttet af de økonomiske nøgletal, der tegnede et billede af stærk økonomisk vækst, men uden tegn på en accelererende inflation, hvorfor renterne forblev ganske lave. Som i det foregående kvartal leverede de børsnoterede selskaber også i denne gang fine regnskaber, hvor der kunne aflæses vækst i både omsætning og indtjening. Det bidrog til at løfte markedets forventninger til indtjeningen i de kommende kvartaler, og ændringerne i indtjeningsestimaterne var de mest positive i syv år.

Blandt de store regioner skete de største stigninger i Japan, hvilket afspejlede, at de japanske selskaber rapporterede højere indtjeningsvækst end selskaberne i Europa og USA. Også i emerging markets og USA var der pæne stigninger, mens det europæiske marked gav et relativt lavt afkast. På sektorniveau klarede de traditionelt konjunkturfølsomme sektorer som IT, varigt forbrug og finans sig bedre end mere defensive sektorer som forsyning og telekom. Samtidig fortsatte stigningerne i de råvare-drevne sektorer, hvor en stigende oliepris blandt andet bidrog til kursstigninger i selskaber inden for udvinding.

■ Afkast

Morningstar Rating™ **★★★★**
Aktier – Globale Large Cap Blend
Startdato: 16-12-2005
Fondskode: DK0060005254
Udbyttetype: Udbyttebetalende
Indeks: MSCI World Index inkl. nettoudbytter

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)



Afkast	Fond	Indeks	Diff.
Seneste kvartal	5,9 %	3,9 %	2,0 %
3 år ann.	10,3 %	9,5 %	0,8 %
5 år ann.	11,9 %	13,7 %	-1,8 %
10 år ann.	7,5 %	7,1 %	0,4 %

Årlige afkast % (DKK)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Fond	-29,3	30,1	24,3	-4,7	8,3	20,1	8,6	10,1	7,6	13,3
Indeks	-37,8	25,9	19,7	-2,6	14,5	21,2	19,3	10,7	10,3	7,7
Morningstar Kategori™	-40,0	28,6	16,9	-8,1	12,7	17,5	15,0	9,1	6,2	8,4

■ Investeringsområde

1 2 3 4 **5** 6 7

Indikatoren viser sammenhængen mellem risiko og afkast ved forskellige investeringer. Bemærk, at kategori 1 ikke er en risikofri investering.

Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

Investeringshorisont:

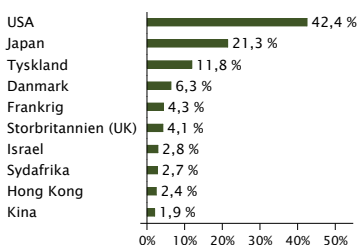
Anbefalet minimum 3 år.

Maj Invest Vækstaktier investerer i selskaber, der vokser hurtigere end markedet generelt. Afdelingen investerer globalt i en fokuseret portefølje på 30-40 aktier på tværs af geografi og sektorer. Der investeres ikke i selskaber med hovedforretningsområder inden for udvinding eller forbrænding af fossile brændsler, tobak eller gambling. Porteføljen vil typisk have en højere andel af selskaber inden for teknologi, varigt forbrug, sundhedspleje og industri end sammenligningsindekset. Porteføljens aktier forventes i gennemsnit at handle på højere indtjeningsmultipler end det generelle marked. Der må forventes større udsving end i traditionelle globale aktieafdelinger.

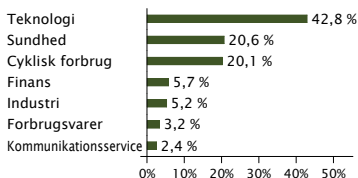
■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 30-11-2017

Top 10 Lande



Sektorfordeling for aktier



Nøgletal

Info ratio	0,2
Kurs/Indtjening	25,0
Kurs/Indreværdi	5,5
ROE	25,1

Det største bidrag til afdelingens afkast i kvartalet kom fra det amerikanske softwaresekskab Nutanix, der steg godt 45 pct. Efterspørgslen efter selskabets løsninger til virksomheder, der ønsker at fordele deres data mellem egne servere og eksterne datacentre i skyen, overraskede positivt. En række af afdelingens investeringer i Japan bidrog ligeledes betydeligt positivt. Sysmex, der leverer udstyr til medicinske laboratorier, steg tæt på 20 pct. som følge af højere forventninger til selskabets vækst, mens også restaurantkæden Kura samt Kakaku, der driver en række online-services, gav pæne bidrag som følge af gode regnskaber.

Blandt de negative bidragsydere til afdelingens afkast var det især franske Criteo, der hjælper onlineannoncører med at placere deres annoncer mest effektivt, der kostede. Selskabet er udfordret af, at Apple har valgt at blokere for indsamling af data af brugernes trafik på internettet, hvilket påvirker Criteos muligheder for at placere annoncer negativt. Aktien faldt i kvartalet med godt 40 pct. Derudover var der negative bidrag fra især Merlin Entertainments, der driver forlystelsesparker i flere lande, samt Japan Lifeline, der leverer medicinaludstyr.

Der blev i kvartalet foretaget en ny investering i form af det franske selskab Eurofins, der er et ledende selskab inden for laboratorietests, hvilket er et område, vi anser for at være i strukturel vækst. Til gengæld blev aktierne i den tyske onlineforhandler af tøj og sko Zalando solgt fra.

■ 10 største investeringer

Pr. 30-11-2017

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Pandora A/S	Cyklisk forbrug	DNK	4,1 %	Cognizant Tech Solutions CRP	Teknologi	USA	3,4 %
Fresenius Medical Care	Sundhed	DEU	3,7 %	Sysmex Corp	Sundhed	JPN	3,4 %
Applied Material	Teknologi	USA	3,7 %	SogP Global Inc	Finans	USA	3,3 %
United Health Group	Sundhed	USA	3,5 %	Osram Licht AG	Teknologi	DEU	3,2 %
TJX Cos.	Cyklisk forbrug	USA	3,4 %	Sundrug Co Ltd	Forbrugsvarer	JPN	3,2 %

■ Juridisk information

Investeringsforeningen Maj Invest
Bernstorffsgade 50
1577 København V
www.majinvest.dk
info@majinvest.dk

Investeringsforeningen Maj Invest og Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S har udarbejdet dette materiale udelukkende til generel orientering. Indholdet er ikke en opfordring til køb eller salg af værdipapirer, herunder investeringsbeviser, og udgør ikke investeringsrådgivning eller investeringsanalyse. Investeringsforeningen Maj Invest og Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S påtager sig ikke ansvar for rigtigheden af informationer fra eksterne datakilder og der tages forbehold for eventuelle trykfejl i materialet. Oplysninger om afkast i materialet er historiske og tidligere afkast kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast. Investering er forbundet med risiko for tab og kursudviklingen kan afvige væsentligt fra det i materialet forventede. Materialet er til modtagerens personlige brug og må ikke udleveres, kopieres eller offentliggøres til andre uden Investeringsforeningen Maj Invest's skriftlige tilladelse. Tabeller og grafer er leveret af Morningstar Danmark A/S, der ikke påtager sig ansvar for, om disse er fuldstændige, korrekte og ajourførte.



Kurt Kara
Aktiechef



Ulrik Jensen
Seniorporteføljemanager

Kurt og Ulrik er ansvarlige for Maj Invest Value Aktier og Maj Invest Value Aktier Akkumulerende.

Kurt er uddannet cand.polit. Han har 18 års erfaring med investering og har gennem alle årene haft fokus på valueinvesteringer. Ulrik er uddannet cand.merc. og har 15 års erfaring med aktieanalyse og valueinvestering.



MAJ INVEST VALUE AKTIER OG VALUE AKTIER AKKUMULERENDE

KÆRE INVESTOR

Afdelingerne gav i fjerde kvartal 2017 afkast på 5,5 pct. Afkastet er meget tilfredsstillende og højere end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI World, der omregnet til danske kroner havde et afkast på 3,9 pct.

Aktiemarkedene fortsatte den meget positive udvikling i kvartalet som følge af de fortsatte positive regnskaber og nøgletal fra især USA samt den høje kvalitet af de aflagte regnskaber over en bred kam. Dertil bidrog forventningen om vedtagelsen af Trumps skattereform også mærkbart til den positive stemning på de globale aktiemarkeder.

Kvartalets bedste aktiemarked var atter det japanske, der steg med over 6 pct. målt i danske kroner. Derudover nød investorer også godt af stigningerne i USA, hvor aktierne var oppe med godt 5 pct. målt i kroner. Europa haltede atter efter med et fladt marked, idet afkastet endte med blot 0,5 pct. for kvartalet. Også emerging markets-aktierne nød godt af den positive stemning, og det samlede afkast for en dansk investor på over 5 pct. må siges at være tilfredsstillende.

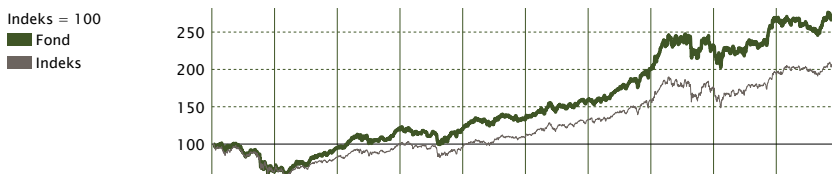
Udover de stigende aktiemarkeder, skattereformen i USA og det globale opsving var også udviklingen i råvaremarkerne bemærkelsesværdig, idet prisen på en tønde råolie steg med over 15 pct. i årets sidste kvartal. Stigningen i olieprisen skal ses som en konsekvens af den øgede økonomiske aktivitet, men også som følge af den anspændte situation i Mellemøsten.

Afdelingen har en betydelig andel af investeringer i USA, en eksponering som dog forretningsmæssigt er lavere eftersom dele af omsætningen og indtjeningen ligger uden for Nordamerika. På den korte bane vil afkastet fortsat være påvirket af udsving i dollar over for andre landes valutaer, selvom denne effekt på den lidt længere bane er tæt på neutral.

■ Afkast - Maj Invest Value Aktier

Morningstar Rating™ ★★★★★
Aktier – Globale Large Cap Blend
Startdato: 16-12-2005
Fondskode: DK0060005338
Udbyttetype: Udbyttebetalende
Indeks: MSCI World Index inkl. nettoudbytter

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)



Afkast	Fond	Indeks	Diff.
Seneste kvartal	5,5 %	3,9 %	1,6 %
3 år ann.	11,5 %	9,5 %	2,0 %
5 år ann.	15,8 %	13,7 %	2,1 %
10 år ann.	10,3 %	7,1 %	3,2 %

Årlige afkast % (DKK)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Fond	-36,2	42,3	25,5	0,7	12,0	19,0	26,3	14,9	14,3	5,5
Indeks	-37,8	25,9	19,7	-2,6	14,5	21,2	19,3	10,7	10,3	7,7
Morningstar Kategori™	-40,0	28,6	16,9	-8,1	12,7	17,5	15,0	9,1	6,2	8,4

■ Investeringsområde

1	2	3	4	5	6	7
---	---	---	---	---	---	---

Indikatoren viser sammenhængen mellem risiko og afkast ved forskellige investeringer. Bemærk, at kategori 1 ikke er en risikofri investering.

Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

Investeringshorisont:

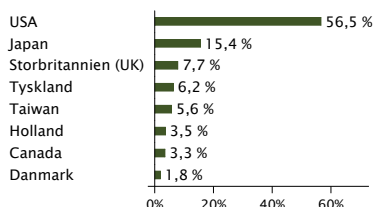
Anbefalet minimum 3 år.

Afdelingerne kan investere i danske og udenlandske børsnoterede aktier valgt ud fra en værdibaseret tilgang og en vurdering af selskabets markedsposition. Afdelingerne investerer ud fra den grundlæggende filosofi, at det på længere sigt især kan betale sig at investere i selskaber, der vurderes at være prismæssigt undervurderet. Afdelingerne har ikke et branche- eller landemæssigt fokus, og det betyder, at de kan investere i alle lande, i alle sektorer og i små såvel som store selskaber.

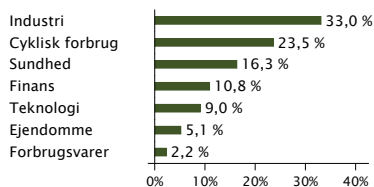
■ Investeringsvalg - Maj Invest Value Aktier

Figurer opdateret pr. 30-11-2017

Top 10 Lande



Sektorfordeling for aktier



Nøgletal

Info ratio	0,4
Kurs/Indtjening	16,8
Kurs/Indreværdi	2,5
ROE	26,2

Afdelingens bedste aktier i kvartalet var den amerikanske dialyse-serviceudbyder Davita, der steg med 20 pct. målt i danske kroner. Derudover nød afdelingen godt af stigninger i det amerikanske jernbaneselskab Union Pacific Corp., samt den britiske kioskkæde WHSmith, der begge steg 14-15 pct..

Blandt de investeringer, der bidrog negativt, kan man entydigt pege på afdelingens position i den britiske tøj-kæde Next Plc., som faldt med 13 pct.

Derudover var der negativt bidrag fra det britiske industriselskab Meggitt Plc., der faldt med 8 pct. oven på et mindre godt regnskab.

Desuden skuffede den amerikanske forsikringsgigant AIG markedet med regnskabstal, der var dårligere end ventet, hvilket fik aktien til at sætte sig med 4 pct. i årets sidste tre måneder.

Udover mindre tilpasninger af porteføljen etablerede vi også en ny position i det japanske bryggeri Asahi Group. Positionen blev initieret med midlerne fra salget af den italienske olieproducent ENI.

Markedet virker stadig attraktivt, især set i relation til alternative aktivklasser.

■ 10 største investeringer - Maj Invest Value Aktier

Pr. 30-11-2017

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
MTU Aero Engines Holding AG	Industri	DEU	6,1 %	Union Pacific Corp	Industri	USA	5,0 %
Taiwan Semiconductor	Teknologi	TWN	5,6 %	Cigna Corp	Sundhed	USA	4,9 %
United Tech. Corp	Industri	USA	5,1 %	Aetna Inc.	Sundhed	USA	4,8 %
Daito Trust Construct Co. Ltd	Ejendomme	JPN	5,1 %	Central Japan Railway CO.	Industri	JPN	4,1 %
General Motors Co	Cyklisk forbrug	USA	5,1 %	United Health Group	Sundhed	USA	4,1 %

■ Juridisk information

Investeringsforeningen Maj Invest
Bernstorffsgade 50
1577 København V
www.majinvest.dk
info@majinvest.dk

Investeringsforeningen Maj Invest og Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S har udarbejdet dette materiale udelukkende til generel orientering. Indholdet er ikke en opfordring til køb eller salg af værdipapirer, herunder investeringsbeviser, og udgør ikke investeringsrådgivning eller investeringsanalyse. Investeringsforeningen Maj Invest og Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S påtager sig ikke ansvar for rigtigheden af informationer fra eksterne datakilder og der tages forbehold for eventuelle trykfejl i materialet. Oplysninger om afkast i materialet er historiske og tidligere afkast kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast. Investering er forbundet med risiko for tab og kursudviklingen kan afvige væsentligt fra det i materialet forventede. Materialet er til modtagerens personlige brug og må ikke udleveres, kopieres eller offentliggøres til andre uden Investeringsforeningen Maj Invest's skriftlige tilladelse. Tabeller og grafer er leveret af Morningstar Danmark A/S, der ikke påtager sig ansvar for, om disse er fuldstændige, korrekte og ajourførte.



Pascal Pierre Lasnier
Aktiechef, ansvarlig for Maj Invest Emerging Markets

Pascal har 24 års erfaring med investeringer og aktieudvælgelse inden for globale aktier.

MAJ INVEST EMERGING MARKETS

KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i fjerde kvartal 2017 et afkast på 3,3 pct. Afkastet er isoleret set meget tilfredsstillende, men lavere end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI Global Emerging Market, der omregnet til danske kroner steg 5,8 pct. Som altid bør afkastet ses over en periode på minimum tre år, der er den korteste anbefalede investeringshorisont.

Det kinesiske kommunistpartis 19. kongres, der blev holdt i oktober måned, havde en formel overskrift fra partiet om, at den kinesiske økonomi nu mangler "kvalitet" og ikke "kvantitet". Det betyder, at den "økonomiske genbalancering" vil fortsætte. Man vil fortsat arbejde for at reducere overskydende kapacitet, sænke gælden og skabe en højere tolerance for langsommere BNP-vækst under "New Normal"-programmet, der nu har den stærkeste ideologiske støtte fra partitoppen. Det er rimeligt at antage, at dette vil stå på forsiden af alle partidokumenter de næste 20 år.

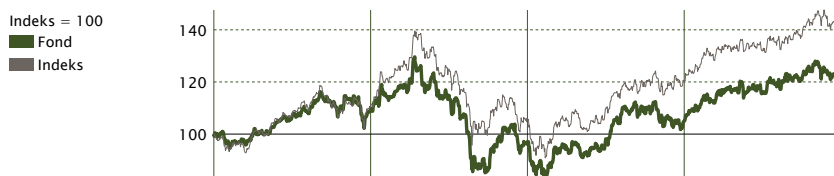
En Supply Side Reform (SSR) og nedbringelse af gæld vil sammen med et mål om højere kvalitet i forbrug og industriel opgradering blive brugt som de vigtigste værktøjer. Af de seks strategier, der bliver betragtet som afgørende for at etablere et "moderne økonomisk system" rangerede præsident Xi Jinping SSR øverst. De seks strategier er SSR, innovation, landdistriktsudvikling, koordineret regional udvikling, et retfærdigt marked og mere åbning af økonomien. Vi mener, at dette viser, at man vil fortsætte arbejdet med at tackle overkapacitet, reducere lagre, nedbringe gæld, sænke virksomhedsmkostninger og styrke svage områder. Det betyder, at der ikke vil være en politisk løsning i overudnyttede industrier som stål og kul, selv om fokus gradvist kan skifte fra kapacitetsnedskæringer til gældsnedbringelse og industrikonsolidering.

Porteføljen nød også godt af denne udvikling med investeringer i LG Household, Remgro, Hanssem og relativt ved ikke at være investeret i Alibaba og Steinhoff. Disse aktier var blandt de største bidragsydere til performance i fjerde kvartal. Med dette in mente foretog vi en række omlægninger af porteføljen i kvartalet. 10 selskaber er solgt fra, mens der er investeret i 15 nye selskaber. Tre selskaber er solgt fra på grund af en for høj værdiansættelse, fem på grund af en negativ selskabsudvikling og to på grund af en skuffende udvikling af forretningen.

■ Afkast

Morningstar Rating™
Aktier – Globale Nye Markeder
Startdato: 16-12-2013
Fondskode: DK0060522316
Udbyttetype: Udbyttebetalende
Indeks: MSCI EM NR USD

★ Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)



Afkast	Fond	Indeks	Diff.	Årlige afkast % (DKK)	2014	2015	2016	2017
Seneste kvartal	3,3 %	5,8 %	-2,7 %	Fond	9,5	-11,3	8,3	18,6
3 år ann.	4,4 %	9,4 %	-5,0 %	Indeks	11,2	-5,0	14,1	20,7
5 år ann.	-	-	-	Morningstar Kategori™	10,5	-4,4	12,0	18,9
10 år ann.	-	-	-					

■ Investeringsområde

1	2	3	4	5	6	7
---	---	---	---	---	---	---

Indikatoren viser sammenhængen mellem risiko og afkast ved forskellige investeringer. Bemærk, at kategori 1 ikke er en risikofri investering.

Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

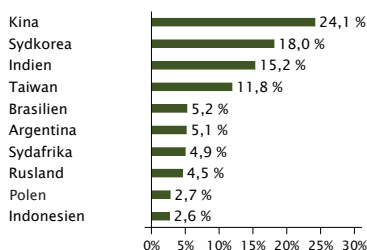
Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

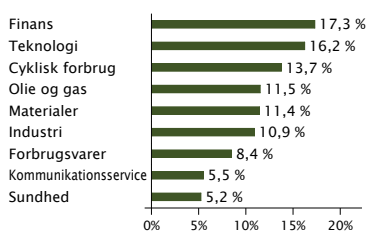
■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 30-11-2017

Top 10 Lande



Sektorfordeling for aktier



Nøgletal

Info ratio	-0,7
Kurs/Indtjening	15,5
Kurs/Indreværdi	1,6
ROE	14,0

■ 10 største investeringer

Pr. 30-11-2017

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
LG Chem Ltd	Materialer	KOR	5,9 %	Posco	Materialer	KOR	4,1 %
Taiwan Semiconductor Manufac	Teknologi	TWN	5,3 %	China Mobile (Hong Kong) - HKD	Kommunikationsservice	CHN	4,0 %
YPF SA	Olie og gas	ARG	4,9 %	Atacadao Distribuicao Comercio	Forbrugsvarer	BRA	3,8 %
Mediatek Inc.	Teknologi	TWN	4,5 %	PetroChina Co. Ltd.	Olie og gas	CHN	3,7 %
Magnit PJSC	Forbrugsvarer	RUS	4,4 %	China Construction Bank - H	Finans	CHN	3,5 %

■ Juridisk information

Investeringsforeningen Maj Invest
Bernstorffsgade 50
1577 København V
www.majinvest.dk
info@majinvest.dk

Investeringsforeningen Maj Invest og Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S har udarbejdet dette materiale udelukkende til generel orientering. Indholdet er ikke en opfordring til køb eller salg af værdipapirer, herunder investeringsbeviser, og udgør ikke investeringsrådgivning eller investeringsanalyse. Investeringsforeningen Maj Invest og Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S påtager sig ikke ansvar for rigtigheden af informationer fra eksterne datakilder og der tages forbehold for eventuelle trykfejl i materialet. Oplysninger om afkast i materialet er historiske og tidligere afkast kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast. Investering er forbundet med risiko for tab og kursudviklingen kan afvige væsentligt fra det i materialet forventede. Materialet er til modtagerens personlige brug og må ikke udleveres, kopieres eller offentliggøres til andre uden Investeringsforeningen Maj Invest's skriftlige tilladelse. Tabeller og grafer er leveret af Morningstar Danmark A/S, der ikke påtager sig ansvar for, om disse er fuldstændige, korrekte og ajourførte.

Afdelingen investerer i aktier, der handles på markedspladser i emerging markets-lande og/eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende eller har hovedaktivitet i emerging markets-lande. Afdelingen investerer i mellem 30-40 selskaber. Strategien er at investere i kvalitetsselskaber og følge en disciplineret investeringsproces. I udvælgelsen af aktier lægges der lige så meget vægt på at fravælge de dårlige investeringer som på at finde de gode.

Vi har foretaget følgende salg i fjerde kvartal: Largan, Ping An, LG & H, Turkcell, Axis Bank, Nampak, Sinopharm, AIA, Bancolombia, Mr. Price.

I stedet har vi investeret i 15 nye selskaber: PVR Ltd og Inox Leisure, som er Indiens største biograf-selskaber. Vi forventer, at virksomhederne i særlig grad vil drage fordel af et forventet opsving i byforbruget. Hero MotoCorp er Indiens største producent af motorcykler med en stabil markedsandel på omkring 55-60 pct. Virksomheden er særlig stærk i entry level-segmentet og executive-segmentet med markedsandele på 60-70 pct. Kajaria er den største spiller inden for fliser og klinker til brug i private hjem. Century-Ply er den største krydsfinerproducent og tredjestørste laminatproducent i Indien. Alle disse indiske virksomheder er dominerende aktører inden for højvækstsektorer med lave indtrængningstal og dermed meget attraktive langsigtede udsigter.

I Korea har Hanssem en dominerende stilling i markedet for byggematerialer, særligt inden for køkkener. Fosun Int. er en af Kinas største privat-ejede forsikringsorienterede investeringsgrupper, der kan sammenlignes med Berkshire Hathaway i sine tidlige dage. Li & Fung er verdens største uafhængige forsyningskædevirksomhed for arbejdskraftintensive forbrugsvarer. Selskabet har en kundebase på 2.000 førende detailhandlere, kontorer i 40 lande og 15.000 leverandører på tværs af emerging markets. Virksomheden driver også et omfattende globalt logistiknetværk. Andre investeringer er Yes Bank, JD.com, KB Financial Group, Shinhan Financial Group, China Construction Bank, Agricultural Bank of China og Catcher.



Erik Bak
Seniorporteføljemanager
Ansvarlig for Maj Invest Global Sundhed

Erik har mere end ti års erfaring med aktieanalyse og porteføljevaltning.

MAJ INVEST GLOBAL SUNDHED

KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i fjerde kvartal 2017 et positivt afkast på 1,6 pct. Afkastet er dårligere end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI World, der omregnet til danske kroner havde et afkast på 3,9 pct. Afdelingens afkast bør dog ses over minimum tre år. For hele 2017 har afdelingen givet et afkast på 11,3 pct., hvilket er 3,7 procentpoint højere end sammenligningsindekset.

Fjerde kvartal var præget af en positiv stemning på de fleste aktiemarkeder verden over, hvilket smittede positivt af på afdelingens afkast. Relativt til MSCI World klarede afdelingens investeringsområder sundhedspleje samt miljø og klima sig i perioden negativt med en samlet negativ porteføljeeffekt på 2,6 procentpoint, som kun delvist blev udlignet af gode aktievalg. Den negative porteføljeeffekt fra afdelingens investeringsområder i fjerde kvartal skal dog ses i lyset af en stor positiv effekt i de foregående kvartaler.

Sundhedsplejesektoren (ca. 45 pct. af porteføljen) udviklede sig i perioden 4,5 procentpoint dårligere end sammenligningsindekset. Faldet skyldes primært svage regnskaber fra flere selskaber samt nedjusterede vækstforventninger for enkelte selskaber. Sektorens højere afkast end markedet gennem årets første kvartaler blev dermed neutraliseret i årets sidste kvartal. Herudover blev flere selskaber negativt påvirket af en frygt for, at Amazon er på vej ind på markedet for salg og distribution af medicin.

Miljø- og klimasektoren (ca. 55 pct. af porteføljen) påvirkede også negativt med omtrent 1,0 procentpoint i perioden. Faldet her kan bl.a. tilskrives en stor tilbagegang inden for vindmøllesektoren, hvor dagsordenen lød på et tiltagende prispres pga. en overgang til auktioner uden mindstepris på flere markeder. Herudover blev sektoren ramt af bekymringer omkring skattereformen i USA, hvor der blev talt om at sænke/fjerne tilskuddet til vindmøller samt elektriske biler.

■ Afkast

Morningstar Rating™
Sektor – Øvrige, Aktier

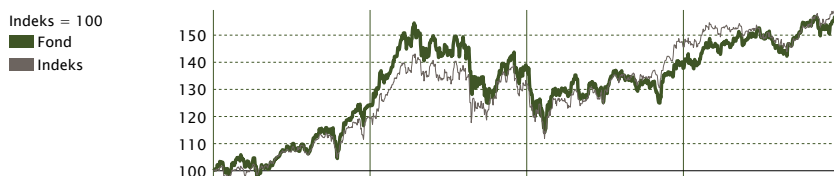
Startdato: 10-11-2008

Fondskode: DK0060157196

Udbyttetype: Udbyttebetalende

Indeks: MSCI World Index inkl. nettoudbytter

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)



Afkast	Fond	Indeks	Diff.
Seneste kvartal	1,6 %	3,9 %	-2,4 %
3 år ann.	7,4 %	9,5 %	-2,1 %
5 år ann.	-	-	-
10 år ann.	-	-	-

Årlige afkast % (DKK)	2014	2015	2016	2017
Fond	23,9	11,3	0,0	11,3
Indeks	19,3	10,7	10,3	7,7
Morningstar Kategori™	-	-	-	-

■ Investeringsområde

1	2	3	4	5	6	7
---	---	---	---	---	---	---

Indikatoren viser sammenhængen mellem risiko og afkast ved forskellige investeringer. Bemærk, at kategori 1 ikke er en risikofri investering.

Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

Investeringshorisont:

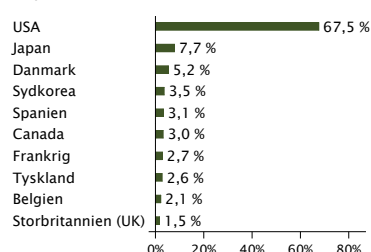
Anbefalet minimum 3 år.

Afdelingen kan investere i danske og udenlandske aktier inden for miljø- og klimaområdet og inden for blandt andet medicinal-, medikoteknik- og bioteknologisektoren og sektoren for sundhedsydelser. Miljø- og klimaområdet forstås som selskaber, der har betydelig aktivitet inden for eller gør en betydelig indsats for at forbedre produkter og produktionsmetoder i forhold til miljø og klima. Der kan alene investeres i børsnoterede selskaber, og porteføljen skal som udgangspunkt bestå af mindst 25 forskellige selskaber.

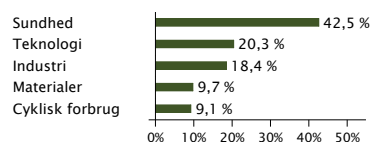
■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 30-11-2017

Top 10 Lande



Sektorfordeling for aktier



Nøgletal

Info ratio	-0,4
Kurs/Indtjening	21,9
Kurs/Indreværdi	2,8
ROE	19,6

I kvartalet var afkastet især positivt påvirket af investeringerne i First Solar (USA, solceller), Mylan (USA, medicinalsekskab), Owens Corning (USA, isoleringsmaterialer) og Denso (Japan, transporteffektivitet). Afkastet var negativt påvirket af Vestas (Danmark, vindmøller), Celgene (USA, medicinalsekskab) og CVS Health (USA, apoteker).

Der blev i kvartalet lavet to nye investeringer i hhv. biotekselskabet Genmab og råvareselskabet AMG Advanced, mens der blev solgt ud af fem investeringer: Roche Holdings, Umicore, Regal-Beloit, Wabtec og Andritz. Herudover er der justeret i vægtene for flere af selskaberne i porteføljen.

I december måned investerede vi i Genmab efter et stort kursfald i aktien siden midten af oktober. Vi vurderer, at faldet, som er afledt af lavere end ventede Darzalex-salgstal og uklare udmeldinger om 2018, er overdrevet. Underliggende set er selskabet inde i en positiv udvikling og har opjusteret forventningerne ad flere omgange i løbet af det seneste år. AMG Advanced har vi investeret i ud fra en forventning om, at indtjeningen vil stige væsentligt, når selskabet i midten af 2018 indleder produktion af litium. Fordelingen mellem miljø- og klimaeksponerede selskaber og sundhedspleje var ved udgangen af kvartalet på 55 pct. og 45 pct. fordelt på hhv. 20 og 19 selskaber. Afdelingen fastholder strategien om en eksponering mod flere stærke globale tendenser med fokus på elektrificeringen af biler, energi- og ressourceoptimering samt bedre og billigere sundhedspleje.

■ 10 største investeringer

Pr. 30-11-2017

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Samsung SDI Co Ltd	Teknologi	KOR	3,4 %	CVS/Caremark Corporation	Sundhed	USA	3,2 %
Agilent Technologies	Sundhed	USA	3,3 %	Vestas Wind Systems	Industri	DNK	3,1 %
Owens Corning	Materialer	USA	3,3 %	Biogen Inc.	Sundhed	USA	3,1 %
Delphi Automotive PLC	Cyklisk forbrug	USA	3,3 %	Gamesa Corporacion Tecnologica S.A.	Industri	ESP	3,1 %
First Solar Inc	Teknologi	USA	3,3 %	Applied Material	Teknologi	USA	3,1 %

■ Juridisk information

Investeringsforeningen Maj Invest
Bernstorffsgade 50
1577 København V
www.majinvest.dk
info@majinvest.dk

Investeringsforeningen Maj Invest og Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S har udarbejdet dette materiale udelukkende til generel orientering. Indholdet er ikke en opfordring til køb eller salg af værdipapirer, herunder investeringsbeviser, og udgør ikke investeringsrådgivning eller investeringsanalyse. Investeringsforeningen Maj Invest og Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S påtager sig ikke ansvar for rigtigheden af informationer fra eksterne datakilder og der tages forbehold for eventuelle trykfejl i materialet. Oplysninger om afkast i materialet er historiske og tidligere afkast kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast. Investering er forbundet med risiko for tab og kursudviklingen kan afvige væsentligt fra det i materialet forventede. Materialet er til modtagerens personlige brug og må ikke udleveres, kopieres eller offentliggøres til andre uden Investeringsforeningen Maj Invest's skriftlige tilladelse. Tabeller og grafer er leveret af Morningstar Danmark A/S, der ikke påtager sig ansvar for, om disse er fuldstændige, korrekte og ajourførte.



Gustav Bundgaard Smidth
Seniorporteføljemanager
Ansvarlig for Maj Invest Danske
Obligationer

Gustav har 13 års erfaring inden for obligationsområdet, herunder forvaltning, rådgivning og analyse.

AWARDS

Afdeling Danske Obligationer er i 2017 blevet tildelt en pris af Dansk Aktionærforening i kategorien "Obligationer/Lav risiko".



MAJ INVEST DANSKE OBLIGATIONER

KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i fjerde kvartal 2017 et afkast på 0,4 pct., mens sammenligningsindekset Bloomberg DK Gov 1-10 faldt 0,1 pct. Isoleret set er kvartalets resultat meget tilfredsstillende i forhold til sammenligningsindekset. Afdelingens afkast bør dog altid ses over en periode på minimum tre år.

Ved udgangen af fjerde kvartal var de danske statsobligationsrenter mere eller mindre på samme niveau som ved indgangen til kvartalet. Renten på de korte obligationer steg marginalt, mens renten omvendt faldt en smule på de længere obligationer. I realkreditmarkedet faldt obligationsrenterne på de konverterbare obligationer over en bred kam en anelse, mens renterne på flexlånsobligationerne mere eller mindre forblev uændrede. Dermed gav realkreditobligationerne, især de konverterbare, igen et bedre afkast end statsobligationerne.

De danske realkreditobligationer var ved indgangen til fjerde kvartal relativt dyrt prisfastsat, og denne dyre prisfastsættelse blev stort set fastholdt gennem kvartalet. Vi var ved indgangen til fjerde kvartal nervøse for, om prisfastsættelsen af de konverterbare realkreditobligationer kunne fastholdes, efter de havde klaret sig rigtigt godt i september. Desværre var der ved udgangen af fjerde kvartal ikke noget, der tydede på, at prisfastsættelsen vil ændre sig på den korte bane, da prisfastsættelsen umiddelbart har stabiliseret sig på et dyrt niveau.

Tidligere på året reducerede vi porteføljens eksponering mod de konverterbare realkreditobligationer, hvilket i lyset af den nuværende prisfastsættelse desværre var lidt for tidligt. Det ændrer dog ikke vores langsigtede syn på prisfastsættelsen, hvor betalingen for at købe de mest risikable realkreditobligationer ikke længere stod mål med afkastpotentialet. Vi fastholdte derfor ved kvartalets udgang en relativt begrænset eksponering mod de mest kursfølsomme konverterbare realkreditobligationer og en relativt lav varighed i porteføljen.

■ Afkast

Morningstar Rating™ **★★★★**
Obligationer – DKK Indenlandske

Startdato: 16-12-2005

Fondskode: DK0060005098

Udbyttetype: Udbyttebetalende

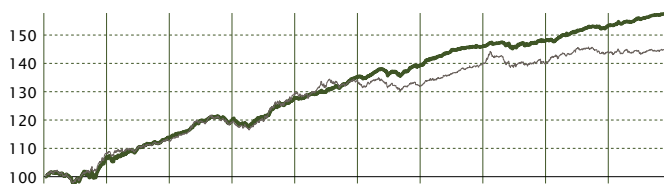
Indeks: Bloomberg Denmark Sovereign Bond

Index 1 to 10 Year

Afkast	Fond	Indeks	Diff.
Seneste kvartal	0,4 %	-0,1 %	0,5 %
3 år ann.	2,6 %	1,0 %	1,5 %
5 år ann.	3,1 %	1,5 %	1,6 %
10 år ann.	4,7 %	3,9 %	0,9 %

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)

Indeks = 100
■ Fond
■ Indeks



Årlige afkast % (DKK)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Fond	7,9	6,3	5,6	6,6	5,9	2,9	4,8	1,4	3,6	2,7
Indeks	9,6	3,8	6,1	8,7	3,4	-1,5	5,9	0,0	3,0	0,1
Morningstar Kategori™	6,5	5,7	5,4	7,9	4,3	-0,4	5,9	-0,6	3,5	2,0

■ Investeringsområde

1	2	3	4	5	6	7
---	---	---	---	---	---	---

Indikatoren viser sammenhængen mellem risiko og afkast ved forskellige investeringer. Bemærk, at kategori 1 ikke er en risikofri investering.

Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

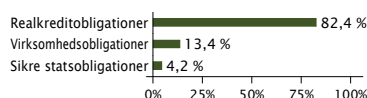
Afdelingen investerer i obligationer, der er udstedt i danske kroner. Dog kan obligationer udstedt i euro udgøre op til 20 pct. af afdelingen. Der er således meget begrænset valutarisiko ved at investere i afdelingen.

Afdelingen investerer hovedsageligt i stats- og realkreditobligationer, men kreditobligationer kan udgøre op til 25 pct. af formuen. Den samlede porteføljes korrigerede varighed vil være mellem 0 og 7 år.

■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 30-11-2017

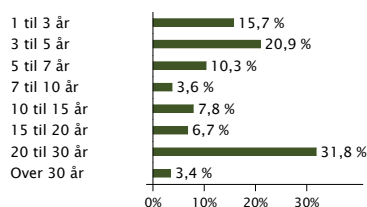
Fordeling på obligationstyper



Obligationstil

Effektiv varighed

Løbetid - eksponering



Afdelingen investerer i tre obligationstyper: statsobligationer, realkreditobligationer og kreditobligationer. I fjerde kvartal var det primært porteføljen af kreditobligationer og realkreditobligationer, der bidrog positivt til afdelingens afkast, mens statsobligationerne gav et afkast omkring 0 pct.

I porteføljen af realkreditobligationer var det primært de konverterbare realkreditobligationer, som (igen) gav det højeste afkast i kvartalet. Vi fastholdt porteføljens eksponering i kvartalet omkring de 32 pct. Med prisfastsættelsen i segmentet er det mest sandsynlige, at vi på et tidspunkt vil reducere yderligere i eksponeringen mod de konverterbare obligationer og købe statsobligationer i stedet. Det kræver dog formentlig, at vi enten ser tegn på, at udlandets opkøb i segmentet stopper eller reverseres, eller alternativt at de længere statsobligationsrenter stiger lidt. Ved udgangen af kvartalet virkede det sidstnævnte som det mest sandsynlige.

Statsobligationer udgjorde ved indgangen til det nye år 5 pct. af porteføljen. Eksponeringen er primært i en inflationsindekseret statsobligation. Vi reducerede i fjerde kvartal en smule på porteføljens eksponering mod konverterbare obligationer og nedbragte samtidigt porteføljevareigheden. Overordnet set fastholdte vi eksponeringen i porteføljen ved indgangen til det nye år samt en porteføljevareighed på knap 1,8 år.

■ 10 største investeringer

Pr. 30-11-2017

Navn	Type	Vægt	Navn	Type	Vægt
NYK CF 5'38	Realkreditobligationer	6,0 %	Nordea 1'22 apr	Realkreditobligationer	3,0 %
BRF 1'19 apr	Realkreditobligationer	4,2 %	RD 1'23jan	Realkreditobligationer	2,9 %
DGBi 0.1 2023 Linker	Sikre statsobligationer	4,1 %	RD 1'22 apr	Realkreditobligationer	2,8 %
RD 1'18 jan	Realkreditobligationer	3,4 %	BRF 1'32	Realkreditobligationer	2,8 %
Nordea 2'47	Realkreditobligationer	3,0 %	RD CF 5'38	Realkreditobligationer	2,8 %

■ Juridisk information

Investeringsforeningen Maj Invest
Bernstorffsgade 50
1577 København V
www.majinvest.dk
info@majinvest.dk

Investeringsforeningen Maj Invest og Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S har udarbejdet dette materiale udelukkende til generel orientering. Indholdet er ikke en opfordring til køb eller salg af værdipapirer, herunder investeringsbeviser, og udgør ikke investeringsrådgivning eller investeringsanalyse. Investeringsforeningen Maj Invest og Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S påtager sig ikke ansvar for rigtigheden af informationer fra eksterne datakilder og der tages forbehold for eventuelle trykfejl i materialet. Oplysninger om afkast i materialet er historiske og tidligere afkast kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast. Investering er forbundet med risiko for tab og kursudviklingen kan afvige væsentligt fra det i materialet forventede. Materialet er til modtagerens personlige brug og må ikke udleveres, kopieres eller offentliggøres til andre uden Investeringsforeningen Maj Invest's skriftlige tilladelse. Tabeller og grafer er leveret af Morningstar Danmark A/S, der ikke påtager sig ansvar for, om disse er fuldstændige, korrekte og ajourførte.



Peter Mosbæk
CIO, obligationschef
Ansvarlig for Maj Invest Globale Obligationer

Peter har en bred erfaring inden for obligationsområdet gennem 20 års arbejde med handel og rådgivning.

MAJ INVEST GLOBALE OBLIGATIONER

KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i fjerde kvartal 2017 et afkast på -0,5 pct. Afkastet er mindre tilfredsstillende og lavere end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset Bloomberg DK Gov 1-10, der faldt 0,1 pct. Afdelingens afkast bør altid ses over en periode på minimum tre år.

Der er ikke sket noget epokegørende på obligationsmarkederne i fjerde kvartal. På trods af at renterne er steget en anelse, er de stadig meget lave, og i et længere perspektiv kan ændringerne i fjerde kvartal ikke betegnes som andet end små krusninger. Det mest interessante er, at de korte amerikanske renter er steget med næsten 0,5 procentpoint, således at renten på en 2-årig nu er knap 2 pct. Til sammenligning handler den 10-årige til knap 2,5 pct. i rente. Dermed er forskellen mellem korte og lange renter på det laveste niveau i mange år.

En del bruger forskellen mellem de lange og korte renter som en indikator for sandsynligheden for en recession. I dette tilfælde er det nok nærmere et udtryk for en kontinuerlig stor global efterspørgsel efter obligationer og en forventning om, at den amerikanske centralbank ikke for alvor vil hæve renterne. Tankevækkende er det dog, at inflationen langt de fleste steder i verden har været stigende igennem 2017, uden at det har haft en markant betydning for de globale renteniveauer. Centralbankerne er stadig i stand til at fastholde jerngrebet om obligationsmarkederne, og man kan ikke undgå at være en smule bekymret for, hvad der vil ske, såfremt de mister kontrollen.

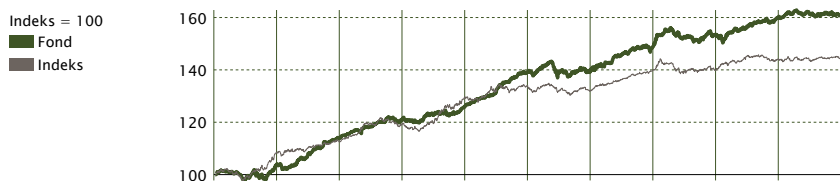
I Europa er de korte renter stadig negative, og udsigterne til, at det ændrer sig snart, er desværre forholdsvis begrænsede. Styringsrenterne vil forblive lave længe endnu. Dog skal man være opmærksom på, at vi i 2018 kommer i en situation, hvor der vil blive udstedt flere statsobligationer, end der bliver opkøbt af Fed, BOJ og ECB. De seneste tre år har centralbankerne opkøbt mere, end der er blevet udstedt. Det kan måske kombineret med en fortsat stigende inflation være det, som kan sende renterne i vejret i 2018. Vi har i hvert fald lov til at håbe.

■ Afkast

Morningstar Rating™ ★★★★★
Obligationer – Globale EUR Fokus
Startdato: 16-12-2005
Fondskode: DK0060004950
Udbyttetype: Udbyttebetalende
Indeks: Bloomberg Denmark Sovereign Bond Index 1 to 10 Year

Afkast	Fond	Indeks	Diff.
Seneste kvartal	-0,5 %	-0,1 %	-0,5 %
3 år ann.	2,5 %	1,0 %	1,5 %
5 år ann.	2,9 %	1,5 %	1,4 %
10 år ann.	4,9 %	3,9 %	1,1 %

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)



Årlige afkast % (DKK)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Fond	4,5	9,8	6,4	3,9	10,5	0,2	6,9	3,0	4,2	0,4
Indeks	9,6	3,8	6,1	8,7	3,4	-1,5	5,9	0,0	3,0	0,1
Morningstar Kategori™	0,2	6,4	4,6	0,8	7,7	-0,1	5,8	0,8	2,3	-0,3

■ Investeringsområde

1	2	3	4	5	6	7
---	---	---	---	---	---	---

Indikatoren viser sammenhængen mellem risiko og afkast ved forskellige investeringer. Bemærk, at kategori 1 ikke er en risikofri investering.

Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

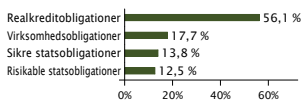
Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

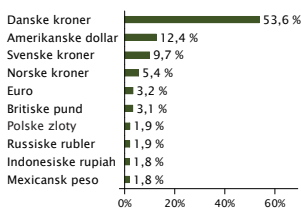
■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 30-11-2017

Fordeling på obligationstyper



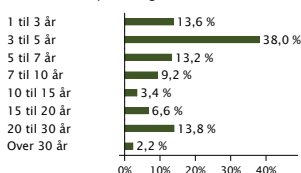
Fordeling på valuta



Obligationstilt

Effektiv varighed

Løbetid - eksponering



■ 10 største investeringer

Pr. 30-11-2017

Navn	Type	Vægt	Navn	Type	Vægt
SHYP 1.5 dec'21 #1585	Realkreditobligationer	4,2 %	UKT 1.5 Jan'21	Sikre statsobligationer	2,9 %
2% US GOVT 15/1-26	Sikre statsobligationer	3,4 %	RD 1'21 apr	Realkreditobligationer	2,8 %
RD 1'22 apr	Realkreditobligationer	3,3 %	SGBi 1.0 Juni'25 Linker	Sikre statsobligationer	2,5 %
BRF 1'21 apr	Realkreditobligationer	3,3 %	EIB 4.875% 05/25/21 NOK	Sikre statsobligationer	2,3 %
DLR 6m Cibor-15bp juli'18 IO	Realkreditobligationer	3,2 %	NYK 2'18apr G RO2	Realkreditobligationer	2,2 %

■ Juridisk information

Investeringsforeningen Maj Invest
Bernstorffsgade 50
1577 København V
www.majinvest.dk
info@majinvest.dk

Investeringsforeningen Maj Invest og Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S har udarbejdet dette materiale udelukkende til generel orientering. Indholdet er ikke en opfordring til køb eller salg af værdipapirer, herunder investeringsbeviser, og udgør ikke investeringsrådgivning eller investeringsanalyse. Investeringsforeningen Maj Invest og Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S påtager sig ikke ansvar for rigtigheden af informationer fra eksterne datakilder, og der tages forbehold for eventuelle trykfejl i materialet. Oplysninger om afkast i materialet er historiske og tidligere afkast kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast. Investering er forbundet med risiko for tab, og kursudviklingen kan afvige væsentligt fra det i materialet forventede. Materialet er til modtagerens personlige brug og må ikke udleveres, kopieres eller offentliggøres til andre uden Investeringsforeningen Maj Invest's skriftlige tilladelse. Tabeller og grafer er leveret af Morningstar Danmark A/S, der ikke påtager sig ansvar for, om disse er fuldstændige, korrekte og ajourførte.

Afdelingen kan investere i alle obligationstyper uanset kreditvurdering og valuta. Det betyder, at afdelingen kan investere i emerging markets-obligationer og op til 35 procent af formuen i high yield-obligationer. Da disse investeringer er forbundet med en større risiko end danske obligationer, må afdelingen betegnes som mere risikofyldt end afdeling Danske Obligationer. Det gennemsnitlige årlige afkast må til gengæld forventes at blive højere over en længere periode.

Den samlede portefølje vil have en korrigeret varighed mellem 0 og 9 år.

Afkastet på -0,5 pct. i fjerde kvartal var lige som de foregående to kvartaler negativt påvirket af valutakursudviklingen. Renset for valutakursudvikling var afkastet +0,5 pct. Valutakursafdækningen bidrog positivt med 0,1 pct.

Det er primært investeringerne i sikre og risikable statsobligationer, der er udstedt i fremmed valuta. Størstedelen af realkreditobligationerne er udstedt i danske kroner. Derfor er det også normalt statsobligationerne, som varierer mest i afkast, både når det går godt, og når det går skidt. Fjerde kvartal var ikke fantastisk og med et afkast på -1,8 pct., var det statsobligationerne, der trak ned. Disse udgjorde ved udgangen af kvartalet samlet set 25 pct. af porteføljen fordelt på nogenlunde lige mange sikre og risikable statsobligationer. Afkastet var omtrent det samme for begge kategorier.

Realkreditobligationerne gav et mindre positivt afkast drevet af en fortsat indsnævring af kreditspændet på danske realkreditobligationer, men delvist modvirket af svagt stigende renter gennem fjerde kvartal.

Virksomhedsobligationerne, som udgjorde ca. 18 pct. af porteføljen ved udgangen af kvartalet, gav et afkast på -0,3 pct. Generelt steg kreditpræmierne en anelse i fjerde kvartal, men igen var det primært valutakurserne, som var den afgørende faktor.



Peter Mosbæk
CIO, obligationschef
Ansvarlig for Maj Invest High
Income Obligations

Peter har en bred erfaring inden for obligationsområdet gennem 20 års arbejde med handel og rådgivning.

MAJ INVEST HIGH INCOME OBLIGATIONER

KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i fjerde kvartal 2017 et afkast på -1,0 pct., hvilket er mindre tilfredsstillende og lavere end sammenligningsindekset Merrill Lynch Global High Yield, der omregnet til danske kroner faldt med 0,7 pct.

Årets fjerde kvartal var et stille kvartal, og ser man overordnet på obligationsmarkederne, er der ikke meget nyt at berette om. Det var stort set de samme emner, der dominerede markederne med fokus på politik, især præsident Trumps skattereform, og pengepolitik fra de to store centralbanker Fed og ECB. Ser man på udviklingen af de sikre obligationsrenter endte de europæiske renter kvartalet mere eller mindre uændret, hvorimod de amerikanske renter steg lidt (mest i den korte ende). Den samme tendens dominerede også risikoobligationer, hvor det primært var renterne på de amerikanske kreditobligationer, der steg. På trods af de stigende renter blev de fleste kreditpræmier, med undtagelse af de europæiske high yield-obligationer, indsnævret i løbet af kvartalet, og den overordnede risikoappetit, der dominerede finansmarkederne i løbet af tredje kvartal, prægede også årets sidste kvartal.

Som det har været tilfældet i årets tre foregående kvartaler, blev dollar også svækket i fjerde kvartal, og endte kvartalet med at tabe 1,5 pct. mod kroner. For hele 2017 blev dollar svækket med 12,2 pct. Det påvirkede især det afkast, man som dansk investor fik fra amerikanske virksomhedsobligationer og emerging markets-obligationer i både dollar og lokal valuta. Herudover havde norske og svenske kroner det lidt svært i løbet af fjerde kvartal og påvirkede dermed også afkastet negativt på virksomhedsobligationer udstedt i de to valutaer.

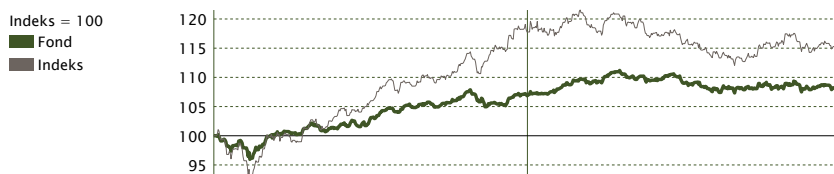
De fortsat lave absolutte renteniveauer og de lave kreditpræmier betyder, at det fremtidige afkastpotentiale ved udgangen af kvartalet er forholdsvis begrænset. Derfor er fokus i porteføljen stadig mere på at begrænse risikoen frem for at købe mere risiko, hvilket vi ikke mener, man bliver betalt godt nok for. Ved udgangen af kvartalet så vi stadig mest værdi i emerging markets-obligationer i lokal valuta. Ved udgangen af fjerde kvartal fyldte aktivklassen ca. 41 pct. af den samlede portefølje.

■ Afkast

Morningstar Rating™
Obligations – Globale Højrente
Startdato: 30-10-2015
Fondskode: DK0060642809
Udbyttetype: Udbyttebetalende
Indeks: Merrill Lynch Global High Yield

Afkast	Fond	Indeks	Diff.
Seneste kvartal	-1,0 %	-0,7 %	-0,2 %
3 år ann.	-	-	-
5 år ann.	-	-	-
10 år ann.	-	-	-

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)



Årlige afkast % (DKK)	2016	2017
Fond	7,0	0,3
Indeks	17,8	-3,1
Morningstar Kategori™	13,9	-5,7

■ Investeringsområde

1	2	3	4	5	6	7
---	---	---	---	---	---	---

Indikatoren viser sammenhængen mellem risiko og afkast ved forskellige investeringer. Bemærk, at kategori 1 ikke er en risikofri investering.

Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

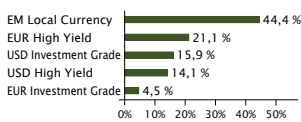
Afdelingen investerer fortrinsvis i højtforrentede globale stats- og virksomhedsobligationer med høj risiko, også kaldet risikobligationer. Det gør afdelingen til et oplagt supplement til de øvrige obligationsafdelinger for investorer, der ønsker højere risiko og større afkastmuligheder.

Ideen med afdelingen er, at den skal give bred eksponering mod forskellige typer af risikobligationer, og at der løbende sker en allokering af formuen mod den type af risikobligationer, som Maj Invest forventer vil give det højeste afkast.

■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 30-11-2017

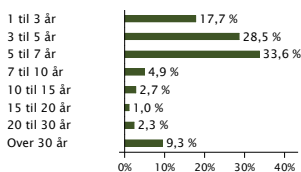
Fordeling på obligationstyper



Obligationstil

Effektiv varighed

Løbetid – eksponering



Afkastet i fjerde kvartal var på -1,0 pct. Afkastet blev igen trukket ned af svækkelsen i dollar. Virksomhedsobligationerne gav samlet -0,4 pct. i afkast i fjerde kvartal. Det var de europæiske investment grade-obligationer og high yield-virksomhedsobligationer, der klarede sig bedst og gav et afkast på hhv. -0,2 pct. og 0,4 pct. De amerikanske investment grade-obligationer og high yield-virksomhedsobligationer klarede sig mindre godt, hvilket primært skyldes svækkelsen i dollar. De to aktivklasser gav et afkast på hhv. -1,0 pct. og -1,2 pct. Emerging markets-obligationerne i lokal valuta gav et afkast på -1,7 pct. i fjerde kvartal. De obligationer, der klarede sig bedst i kvartalet, var de dominikanske, russiske og indiske obligationer, der gav et afkast på hhv. 6,2 pct., 2,2 pct. og 1,4 pct. Det samlede afkast blev dog trukket ned af de argentinske og mexicanske statsobligationer, der gav et afkast på hhv. -9,6 pct. og -10,0 pct. De to lande har været i kraftig modvind på det seneste og kæmper med hver deres udfordringer. Argentina har bl.a. været i modvind som følge af den store efterspørgsel på dollar, der har været lokalt i landet hen mod årsafslutningen, og det har gjort den argentinske peso svagere. Mexico var på den anden side presset af de udfordrende forhandlinger, der ved kvartalets udgang stadig var i gang vedr. en evt. fortsættelse af NAFTA-aftalen. Pga. den svækkede dollar bidrog afdækningen af dollar positivt med 0,2 pct. til det samlede afkast i kvartalet. Der var ved udgangen af kvartalet afdækket ca. 15 pct. dollar i porteføljen ud af en samlet eksponering på 28 pct.

■ 10 største investeringer

Pr. 30-11-2017

Navn	Type	Vægt	Navn	Type	Vægt
Dominikanske Rep. 11.5% 2024	EM Local Currency	4,1 %	URUGUAY 9.875% jun'22 (UYU)	EM Local Currency	3,2 %
Rusland Statsobl. 7% 2023	EM Local Currency	4,0 %	CZECK 3.75 Sep'20 CZK	EM Local Currency	3,1 %
Mexico Statsobl. 6.5% 2022	EM Local Currency	3,9 %	EIB 7.2 2019 (IDR)	EM Local Currency	2,9 %
COLOM 7.75% April'21 (COP)	EM Local Currency	3,9 %	IADB 7.875 2023 (IDR)	EM Local Currency	2,7 %
ARGTES 16 Okt'23 (ARS)	EM Local Currency	3,7 %	IFC 6.3 2024 (INR)	EM Local Currency	2,6 %

■ Juridisk information

Investeringsforeningen Maj Invest
Bernstorffsgade 50
1577 København V
www.majinvest.dk
info@majinvest.dk

Investeringsforeningen Maj Invest og Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S har udarbejdet dette materiale udelukkende til generel orientering. Indholdet er ikke en opfordring til køb eller salg af værdipapirer, herunder investeringsbeviser, og udgør ikke investeringsrådgivning eller investeringsanalyse. Investeringsforeningen Maj Invest og Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S påtager sig ikke ansvar for rigtigheden af informationer fra eksterne datakilder, og der tages forbehold for eventuelle trykfejl i materialet. Oplysninger om afkast i materialet er historiske og tidligere afkast kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast. Investering er forbundet med risiko for tab, og kursudviklingen kan afvige væsentligt fra det i materialet forventede. Materialet er til modtagerens personlige brug og må ikke udleveres, kopieres eller offentliggøres til andre uden Investeringsforeningen Maj Invest's skriftlige tilladelse. Tabeller og grafer er leveret af Morningstar Danmark A/S, der ikke påtager sig ansvar for, om disse er fuldstændige, korrekte og ajourførte.



Peter Mosbæk
CIO, obligationschef
Ansvarlig for Maj Invest Pension

Peter har en bred erfaring inden for obligationsområdet gennem 20 års arbejde med handel og rådgivning.

MAJ INVEST PENSION

KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i fjerde kvartal 2017 et afkast på 1,9 pct. Afkastet er tilfredsstillende. Afdelingen har ikke et sammenligningsindeks, men afdelingerne i den sammenlignelige Morningstar Kategori™ gav et gennemsnitligt afkast på 1,3 pct. i kvartalet. Afdelingens afkast bør som altid ses over minimum tre år.

Vi har også gennem fjerde kvartal fastholdt en aktieandel på ca. 37 pct. Det er nogenlunde midt i intervallet på 25-49 pct. aktier, som er afdelingens rammer, og svarer til en neutral eksponering mod aktier. Det var i første kvartal 2017, at afdelingen for første gang i mange år gik fra en overvægt af aktier til en neutral vægtning. Indtil videre er det generelle aktiemarked fortsat med at stige. Man kan derfor konkludere, at det var for tidligt at nedbringe aktieandelen. De fleste finansielle aktiver er dog ret dyrt prissat. Derfor er det stadig vores vurdering, at det er relevant at have en neutral eksponering mod aktier.

Aktiemarkederne fortsatte i fjerde kvartal den positive udvikling som følge af gode regnskaber og nøgletal fra især USA. Dertil bidrog forventningen om vedtagelsen af Trumps skattereform også mærkbart til den positive stemning på de globale aktiemarkeder. Kvartalets bedste aktiemarked var atter det japanske, der steg med over 6 pct. målt i danske kroner. Derudover nød investorer godt af stigningerne i USA, hvor aktierne var oppe med godt 5 pct. målt i kroner. Europa haltede atter efter med et fladt marked, idet afkastet endte med blot 0,5 pct. for kvartalet. Også emerging markets-aktierne nød godt af den positive stemning, og med et samlet afkast på over 5 pct. i danske kroner.

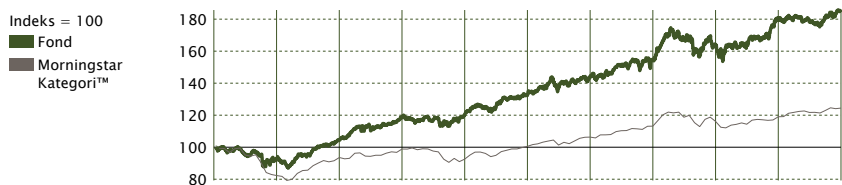
Samlet set skete der ikke voldsomt meget på obligationsmarkederne i fjerde kvartal. De korte amerikanske renter steg noget, hvilket afspejler forventninger om yderligere renteforhøjelser fra den amerikanske centralbank. Bortset herfra er mange renter meget tæt på niveauet primo kvartalet. Udvalgte kreditspænd er kørt noget ud, men det ændrer ikke på billedet af et obligationsmarked, hvor der er langt mellem de attraktive investeringer og det løbende afkast ikke er højt nok til, at man har lyst til at tage for meget risiko.

■ Afkast

Morningstar Rating™ ★★★★★
Balanceret – EUR Moderat Risiko Global
Startdato: 16-12-2005
Fondskode: DK0060004877
Udbyttetype: Udbyttebetalende
Indeks: –

Afkast	Fond	Indeks	Diff.
Seneste kvartal	1,9 %	–	–
3 år ann.	6,0 %	–	–
5 år ann.	6,8 %	–	–
10 år ann.	6,2 %	–	–

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)



Årlige afkast % (DKK)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Fond	-7,9	12,6	13,3	1,4	10,5	8,4	7,5	5,9	9,3	2,8
Morningstar Kategori™	-20,8	14,3	6,0	-6,3	9,0	6,5	6,6	2,7	2,7	4,6

■ Investeringsområde

1	2	3	4	5	6	7
---	---	---	---	---	---	---

Indikatoren viser sammenhængen mellem risiko og afkast ved forskellige investeringer. Bemærk, at kategori 1 ikke er en risikofri investering.

Målgruppe:
Pensionsmidler.

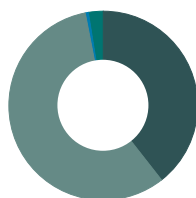
Investeringshorisont:
Anbefalet minimum 3 år.

Afdelingens investeringsområde er danske og udenlandske aktier og obligationer, herunder statsobligationer og kreditobligationer med lav rating. Fordelingen mellem aktier og obligationer tilpasses løbende for at opnå det bedst mulige afkast under hensyntagen til risiko og markedsmuligheder. Obligationer vil udgøre mellem 30 og 90 pct., heraf kan virksomhedsobligationer højst udgøre 25 pct.

Aktier vil udgøre mellem 25 og 49 pct. af den samlede formue.

■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 30-11-2017



■ Aktier	39,8 %
■ Obligationer	58,1 %
■ Kontant o. lign.	-0,5 %
■ Andet	2,6 %

Fordeling på obligationstyper

Realkreditobligationer	56,5 %
Sikre statsobligationer	15,2 %
Virksomhedsobligationer	15,0 %
Risikable statsobligationer	13,4 %

Obligationstil

Effektiv varighed	-
Løbetid over 10 år	38,0
Nøgletal	
Info ratio	-
Kurs/Indtjening	16,8
Kurs/Indreværdi	2,5
ROE	26,2

I obligationsporteføljen gav de risikable statsobligationer et afkast på -0,6 pct. Realkreditobligationerne gav et afkast på 0,2 pct., mens kreditobligationerne og de sikre statsobligationer gav et afkast på henholdsvis 0,2 og -1,6 pct.

Blandt de risikable statsobligationer var det især Mexico, der trak ned som følge af et betydeligt fald i den mexicanske peso. Derudover var faldet i særligt svenske og norske kroner den primære årsag til det negative afkast i porteføljen af sikre statsobligationer.

Afdelingens bedste aktier i kvartalet var den amerikanske dialyseserviceudbyder Davita, der steg med 20 pct. målt i danske kroner. Derudover nød afdelingen godt af stigninger i det amerikanske jernbaneselskab Union Pacific Corp., samt den britiske kioskkæde WHSmith, der begge steg 14-15 pct. målt i lokal valuta.

Blandt de investeringer, der bidrog negativt, kan man entydigt pege på afdelingens position i den britiske tøj-kæde Next Plc., som faldt med 13 pct. Derudover var der negativt bidrag fra det britiske industriselskab Meggitt Plc., der faldt med 8 pct. oven på et mindre godt regnskab.

■ 5 største obligationer 5 største aktier

Pr. 30-11-2017

Navn	Type	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
NYK 2'47	Realkreditobligationer	6,9 %	MTU Aero Engines Holding AG	Industri	DEU	2,5 %
SHYP 1.5 dec'21 #1585	Realkreditobligationer	3,3 %	Taiwan Semiconductor	Teknologi	TWN	2,2 %
2% US GOVT 15/1-26	Sikre statsobligationer	2,5 %	United Tech. Corp	Industri	USA	2,1 %
Nordea 2.5 '37	Realkreditobligationer	2,4 %	Daito Trust Construct Co. Ltd	Ejendomme	JPN	2,0 %
RD 1'22 apr	Realkreditobligationer	2,0 %	General Motors Co	Cykklisk forbrug	USA	2,0 %

■ Juridisk information

Investeringsforeningen Maj Invest
Bernstorffsgade 50
1577 København V
www.majinvest.dk
info@majinvest.dk

Investeringsforeningen Maj Invest og Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S har udarbejdet dette materiale udelukkende til generel orientering. Indholdet er ikke en opfordring til køb eller salg af værdipapirer, herunder investeringsbeviser, og udgør ikke investeringsrådgivning eller investeringsanalyse. Investeringsforeningen Maj Invest og Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S påtager sig ikke ansvar for rigtigheden af informationer fra eksterne datakilder, og der tages forbehold for eventuelle trykfejl i materialet. Oplysninger om afkast i materialet er historiske og tidligere afkast kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast. Investering er forbundet med risiko for tab, og kursudviklingen kan afvige væsentligt fra det i materialet forventede. Materialet er til modtagerens personlige brug og må ikke udleveres, kopieres eller offentliggøres til andre uden Investeringsforeningen Maj Invest's skriftlige tilladelse. Tabeller og grafer er leveret af Morningstar Danmark A/S, der ikke påtager sig ansvar for, om disse er fuldstændige, korrekte og ajourførte.



Peter Mosbæk
CIO, obligationschef
Ansvarlig for Maj Invest Kontra

Peter har en bred erfaring inden for obligationsområdet gennem 20 års arbejde med handel og rådgivning.

MAJ INVEST KONTRA

KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i fjerde kvartal 2017 et afkast på -2,2 pct. Afkastet er isoleret set utilfredsstillende, men bør som altid ses over minimum tre år.

Fjerde kvartal var en fortsættelse af tredje kvartal, som igen var en fortsættelse af første halvår. Med andre ord har hele 2017 stort set været præget af de samme temaer: kraftigt stigende aktier, en styrket euro og en svækket dollar. Den økonomiske udvikling ser rimelig fornuftig ud. Desværre er den baseret på en absurd pengepolitik med negative renter, som tvinger investorer til at bruge penge og giver voldsomt usunde incitamenter til høj gældsætning for andre. Det er der mange virksomheder, lande og private, der allerede har benyttet sig af.

Umiddelbart er det svært at se, hvad der skal ændre den gode stemning i de kommende seks måneder. Omvendt er stort set alle optimister omkring den fremtidige udvikling for aktier og andre risikoaktiver. Derfor må man formode, at der kun skal marginale skuffelser til af den ene eller den anden slags, før den gode stemning vender. Særligt i betragtning af hvor dyrt prissat en række finansielle aktiver efterhånden er blevet. Den stemning og udvikling, vi ser på de finansielle markeder i øjeblikket, kan sammenlignes med en konkurrence om, hvem der tør gå tættest på afgrunden. I dette tilfælde er det ikke usandsynligt, at et kæmpe stykke af klippen brækker af og trækker investorerne med ned i dybet. Det er bare meget svært at vurdere, hvor langt der er til afgrunden, og hvor meget klippen kan holde til.

Fremadrettet er det indtil videre planen at fastholde den strategi og positionering, som vi har haft gennem 2017. Det vil sige en forholdsvis stor allokering til ædelmetaller og en forholdsvis pæn aktieafdækning. Vi kan sagtens finde flere former for beskyttelse at investere i, men så længe stemningen er så positiv, som det er tilfældet i øjeblikket, forholder vi os afventende.

■ Afkast

Morningstar Rating™
Alternative – Øvrige

Startdato: 16-06-2006
Fondskode: DK0060037455
Udbyttetype: Akkumulerende
Indeks: –

Afkast	Fond	Indeks	Diff.
Seneste kvartal	-2,2 %	–	–
3 år ann.	0,7 %	–	–
5 år ann.	0,7 %	–	–
10 år ann.	5,1 %	–	–

– Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)



Investeringsområde

1	2	3	4	5	6	7
---	---	---	---	---	---	---

Indikatoren viser sammenhængen mellem risiko og afkast ved forskellige investeringer. Bemærk, at kategori 1 ikke er en risikofri investering.

Målgruppe:

Frie midler, pensionsmidler og midler under virksomhedsskatteordningen.

Investeringshorizont:

Anbefalet minimum 3 år.

Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 30-11-2017

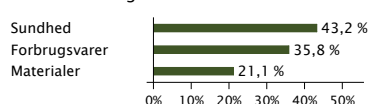


Kategori	Procent
Aktier	10,9 %
Obligationer	58,6 %
Kontant o. lign.	3,6 %
Andet	26,8 %

Hovedelementer i Kontra

Aktier	9,3
Guldaktier	2,5
Guld-ETF	21,0
Obligationer	57,9
Kontant	8,2
Andet	1,1

Sektorfordeling for aktier



Nøgletal

Info ratio	-
Kurs/Indtjening	21,1
Kurs/Indreværdi	3,1

5 største obligationer 5 største aktier

Pr. 30-11-2017

Navn	Type	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Source Physical Gold P-ETC	Guld-ETF'er	7,6 %	United Health Group	Sundhed	USA	1,1 %
Gold Bullion Securities LTD	Guld-ETF'er	7,6 %	Cia De Minas Buenaventura SA	Materialer	PER	1,0 %
ISHARES Physical Gold ETC	Guld-ETF'er	6,2 %	Becton Dickinson	Sundhed	USA	1,0 %
ETFS Physical Silver	Andre aktier	5,4 %	Newmont Mining Corp.	Materialer	USA	0,9 %
SHYP 1.5 dec'21 #1585	Obligationer	5,3 %	Johnson and Johnson	Sundhed	USA	0,9 %

Juridisk information

Investeringsforeningen Maj Invest
Bernstorffsgade 50
1577 København V
www.majinvest.dk
info@majinvest.dk

Investeringsforeningen Maj Invest og Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S har udarbejdet dette materiale udelukkende til generel orientering. Indholdet er ikke en opfordring til køb eller salg af værdipapirer, herunder investeringsbeviser, og udgør ikke investeringsrådgivning eller investeringsanalyse. Investeringsforeningen Maj Invest og Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S påtager sig ikke ansvar for rigtigheden af informationer fra eksterne datakilder og der tages forbehold for eventuelle trykfejl i materialet. Oplysninger om afkast i materialet er historiske og tidligere afkast kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast. Investering er forbundet med risiko for tab og kursudviklingen kan afvige væsentligt fra det i materialet forventede. Materialet er til modtagerens personlige brug og må ikke udleveres, kopieres eller offentliggøres til andre uden Investeringsforeningen Maj Invest's skriftlige tilladelse. Tabeller og grafer er leveret af Morningstar Danmark A/S, der ikke påtager sig ansvar for, om disse er fuldstændige, korrekte og ajourførte.

Investeringsstrategien fokuserer på fire områder: Korte obligationer i udvalgte valutaer, obligationer med lang løbetid, guldaktier samt globale aktier, hvor aktiemarkedsrisikoen kan være afdækket ved brug af optioner eller futures. Vægtningen mellem de fire områder vil variere afhængig af de aktuelle scenarier på de finansielle markeder. Obligationer vil udgøre mellem 30 og 80 pct., danske og udenlandske obligationer op til 80 pct. hver. Guldaktier og guld kan tilsammen højst udgøre 40 pct. Aktier vil udgøre mellem 10 og 60 pct., og afdelingen kan investere i afledte finansielle instrumenter på udækket basis.

Kontra gav i fjerde kvartal et afkast på -2,2 pct. Hovedparten af det negative afkast skyldes aktie- og volatilitetsafdækningen, som samlet set påvirkede afkastet negativt med 1,4 procentpoint. Dermed var det de stigende aktiekurser og de meget begrænsede udsving i aktiekurserne, som er den primære årsag til det svage fjerde kvartal. Aktieafdækningen var ved udgangen af kvartalet en kombination af tyske aktier (DAX), amerikanske aktier (S&P) og australske aktier. Da de amerikanske aktier steg mest, havde de også det største negative bidrag.

Råvarerne (guld og sølv) gav et mindre negativt afkast målt i kroner, mens afkastet målt i dollar var positivt. Det negative afkast i kroner blev dog stort set opvejet af valutaafdækningen. Vi har afdækket en del, men ikke hele dollar-eksponeringen i afdelingen.

Euro, og dermed kroner, var den valuta, som klarede sig bedst i fjerde kvartal. Det betyder, at selvom størstedelen af eksponeringen er mod kroner, så bidrog investeringerne i de øvrige stærke valutaer negativt til afkastet. Norske kroner og schweizerfranc var de to valutaer, som faldt mest i forhold til kroner.

I forhold til hvordan markederne har udviklet sig, må vi konkludere, at vi i afdeling Kontra både i fjerde kvartal og hele 2017 har haft for meget afdækning i porteføljen.



Peter Mosbæk
CIO, obligationschef



Ulrik Jensen
Seniorporteføljemanager

Peter og Ulrik er ansvarlige for Maj Invest Makro.

Peter har en bred erfaring inden for obligationsområdet gennem 20 års arbejde med handel og rådgivning. Ulrik er uddannet cand. merc. og har 14 års erfaring med aktieanalyse og valueinvestering.

MAJ INVEST MAKRO

KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i fjerde kvartal 2017 et afkast på 0,0 pct. Afdelingen har intet sammenligningsindeks, men er hos Morningstar blevet inkluderet i kategorien fleksibel aktivallokering, der i gennemsnit steg 1,3 pct. Som altid bør afkast bedømmes over en periode på mindst tre år.

Maj Invest Makro er en balanceret afdeling, hvor der investeres i både aktier og obligationer. Fordelingen mellem disse kan svinge meget afhængig af vores vurdering af den globale økonomi og de finansielle markeder. I fjerde kvartal fastholdte vi en neutral allokering mod aktier. Det vil sige, at aktieandelen lå på ca. 50 pct. gennem hele kvartalet. Da aktier klarede sig en del bedre end obligationer både i fjerde kvartal og ikke mindst gennem hele 2017, kan man konkludere, at vi skulle have fastholdt overvægten fra de foregående 3½ år. Det ærgrer man sig selvfølgelig lidt over efterfølgende, men omvendt er det stadig vores vurdering, at prisfastsættelsen af risikoaktiver tilsiger en neutral allokering.

Bevægelserne på rentemarkederne var de fleste steder forholdsvis begrænsede gennem fjerde kvartal. Således lå de europæiske renter ved udgangen af kvartalet utroligt tæt på det niveau, de havde ved indgangen til kvartalet. De 2-årige renter lå helt nede omkring -0,65 pct., mens de 10-årige stadig lå tæt på 0,45 pct. I USA steg de korte renter. De 2-årige gik fra 1,5 pct. til 1,9 pct. De 10-årige steg dog kun med godt 0,1 procentpoint til 2,5 pct. Selvom visser renter og kreditpræmier steg en anelse, ændrer det ikke ved billedet af et globalt obligationsmarked, som ved indgangen til 2018 var meget dyrt prissat, og hvor der var langt mellem de attraktive investeringer.

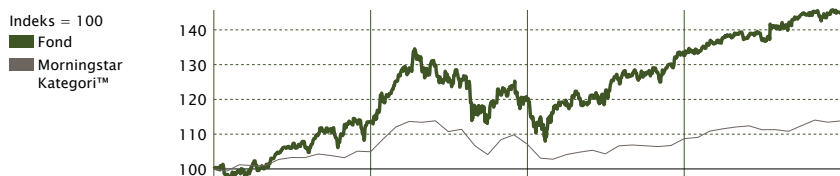
Aktiemarkederne fortsatte den meget positive udvikling i kvartalet som følge af de fortsatte positive regnskaber og nøgletal fra især USA samt den høje kvalitet af de aflagte regnskaber over en bred kam. Dertil bidrog forventningen om vedtagelsen af Trumps skattereform også mærkbart til den positive stemning på de globale aktiemarkeder.

■ Afkast

Morningstar Rating™ ★★★★★
Balanceret – EUR Fleksibel Allokering Global
Startdato: 22-03-2013
Fondskode: DK0060442713
Udbyttetype: Akkumulerende
Indeks: –

Afkast	Fond	Indeks	Diff.
Seneste kvartal	0,0 %	–	–
3 år ann.	8,4 %	–	–
5 år ann.	–	–	–
10 år ann.	–	–	–

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)



Årlige afkast % (DKK)	2014	2015	2016	2017
Fond	13,6	5,8	10,4	9,0
Morningstar Kategori™	5,1	2,3	1,8	5,2

■ **Investeringsområde**

1 2 3 4 5 6 7

Indikatoren viser sammenhængen mellem risiko og afkast ved forskellige investeringer. Bemærk, at kategori 1 ikke er en risikofri investering.

Målgruppe:

Frie midler, pensionsmidler og midler under virksomhedsskatteordningen.

Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

Maj Invest Makro har til formål at skabe et bedre afkast end en traditionel portefølje i såvel gode som dårlige markeder ved aktivt at allokere afdelingens midler mellem forskellige investeringsområder og mellem aktier og obligationer. Afdelingen kan investere i alle obligationstyper uanset kreditvurdering og valuta. Såvel aktier som obligationer kan udgøre mellem 0 og 100 procent af formuen. Op til 20 procent af formuen kan placeres kontant. Afdelingen kan investere i afledte finansielle instrumenter på udækket basis.

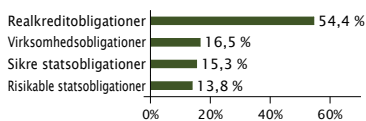
■ **Investeringsvalg**

Figurer opdateret pr. 30-11-2017



■ Aktier	55,4 %
■ Obligationer	31,6 %
■ Kontant o. lign.	3,9 %
■ Andet	9,1 %

Fordeling på obligationstyper



Obligationstil

Effektiv varighed	-
Løbetid over 10 år	29,2

Nøgletal

Info ratio	-
Kurs/Indtjening	18,4
Kurs/Indreværdi	2,0
ROE	20,9

Overordnet set var afkastet for aktieporteføljen stort set neutral på kvartalet, men det dækker over en ikke ubetydelig variation. De bedste aktier i perioden var sundhedsselskabet DaVita Healthcare, som steg med næsten 20 pct. Derudover var det betydeligt positive bidrag fra jernbaneselskabet Union Pacific og den engelske kioskkæde WHSmith, der begge steg med godt 15 pct. Derudover trak makrotemaet effektiv transport ligeledes op med en samlet stigning på godt og vel 6 pct. Kvartalets værste aktie var det franske medieselskab Criteo SA, som faldt med over 35 pct. I årets sidste tre måneder Desuden bidrog specialcasen i Vestjysk Bank negativt med et fald på over 18 pct. Der blev foretaget et par enkelte omlægninger i kvartalet, hvilket er sket ved at sælge delvist ud af eksisterende positioner og etablere to nye positioner i hhv. det japanske handelsselskab ITOCHU Corp. og det amerikanske sundhedsforsikringselskab Aetna.

Afkastet i obligationsporteføljen blev igen i fjerde kvartal påvirket negativt af valutakursudviklingen. Renset for valutaeffekter var afkastet på 0,6 pct. En meget stor del kan henføres til obligationer udstedt i svenske kroner, norske kroner og mexicanske pesos. De tre valutaer havde det ret svært i fjerde kvartal. Pga. de meget lave renter og deraf følgende lave løbende afkast betød valutakursbevægelser relativt mere i forhold til det samlede afkast. I 2017 gik de fleste valutakursbevægelser imod os og påvirkede afkastet negativt. Det får os dog ikke til at ændre strategi, og vi vil fremadrettet opretholde en afmålt valutaeksposering, såfremt vi vurderer, at det er attraktivt.

■ **5 største obligationer 5 største aktier**

Pr. 30-11-2017

Navn	Type	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Nordea 2.5 '37	Realkreditobligationer	3,9 %	Vestjysk Bank	Finans	DNK	4,1 %
NYK CF 5'38	Realkreditobligationer	3,4 %	General Motors Co	Cyklisk forbrug	USA	3,7 %
RD 1'22 apr	Realkreditobligationer	3,0 %	Cigna Corp	Sundhed	USA	2,8 %
RD 1'19apr	Realkreditobligationer	2,0 %	MTU Aero Engines Holding AG	Industri	DEU	2,1 %
SHYP 1.5 dec'21 #1585	Realkreditobligationer	2,0 %	United Tech. Corp	Industri	USA	2,1 %

■ **Juridisk information**

Investeringsforeningen Maj Invest
 Bernstorffsgade 50
 1577 København V
 www.majinvest.dk
 info@majinvest.dk

Investeringsforeningen Maj Invest og Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S har udarbejdet dette materiale udelukkende til generel orientering. Indholdet er ikke en opfordring til køb eller salg af værdipapirer, herunder investeringsbeviser, og udgør ikke investeringsrådgivning eller investeringsanalyse. Investeringsforeningen Maj Invest og Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S påtager sig ikke ansvar for rigtigheden af informationer fra eksterne datakilder og der tages forbehold for eventuelle trykfejl i materialet. Oplysninger om afkast i materialet er historiske og tidligere afkast kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast. Investering er forbundet med risiko for tab og kursudviklingen kan afvige væsentligt fra det i materialet forventede. Materialet er til modtagerens personlige brug og må ikke udleveres, kopieres eller offentliggøres til andre uden Investeringsforeningen Maj Invest's skriftlige tilladelse. Tabeller og grafer er leveret af Morningstar Danmark A/S, der ikke påtager sig ansvar for, om disse er fuldstændige, korrekte og ajourførte.

MAJ INVEST OG OMKOSTNINGERNE

Afdelingerne i Maj Invest er delt i to grupper med forskellig omkostningsprofil.

Basisafdelingerne er kendetegnet ved, at investor typisk vil have mindre behov for rådgivning end i specialafdelingerne. Bemærk, at afdelingerne ikke er uden risiko, og særligt i afdelinger High Income Obligationer og Makro må investor forvente betydelige kursudsving.

Specialafdelingerne har højere risiko eller mere specialiserede investeringsstrategier end basisafdelingerne, og investor vil derfor oftere have behov for individuel rådgivning. Specialafdelingerne betaler formidlingsprovision til samarbejdsbankerne (se listen på side 34). Specialafdelingerne udbydes desuden i en unoteret andelsklasse, der er målrettet medlemmer, som har en porteføljeplejeaftale med deres pengeinstitut. De noterede og unoterede andelsklasser investerer på præcis samme måde. Omkostninger for de unoterede andelsklasser kan ses på majinvest.dk/unoterede.

Tabellen viser, at omkostningerne ved at vælge Maj Invest er lavere end det typiske niveau i branchen generelt målt ved medianen for den tilsvarende kategori i IFB's statistikker.

Afdelingerne i Maj Invest tilhører dermed den billigste halvdel af sammenlignelige investeringsforeningsafdelinger i Danmark.

Afdeling Kontra er et særligt produkt, der arbejder på en anden måde end mere traditionelle, blandede afdelinger som afdeling Pension. Derfor er omkostningerne vanskelige at sammenligne med medianen for blandede afdelinger, som fremgår af tabellen.

Formidlingsprovisionen udgør årligt 0,75 procent og er bankernes betaling for at rådgive kunderne om risiko, skat og andre individuelle forhold i forbindelse med investering i specialafdelingerne.

ÅOP VISER DE SAMLEDE ÅRLIGE OMKOSTNINGER I PROCENT VED AT INVESTERE I AFDELINGEN

Nøgletallet ÅOP, Årlige Omkostninger i Procent, viser investors samlede forventede årlige omkostninger for en investering, der holdes i syv år. Det kan sammenlignes på tværs af investeringsforeninger og er udarbejdet af Investeringsfondsbranchen, IFB, i samarbejde med myndigheder og centrale interessenter.

ÅOP består af:

- Afdelingens årlige administrationsomkostninger
- Afdelingens interne omkostninger ved handel med værdipapirer
- Investors omkostninger ved at købe og sælge beviser

Omkostningerne til køb og salg af investeringsbeviser er beregnet som det maksimale emissionstillæg og indløsningsfradrag. Dog omfattes de omkostninger, som betales i kurtage til pengeinstituttet, ikke. ÅOP opgøres, som om investor kommer til at betale de maksimale omkostninger ved at købe og sælge én gang i løbet af syv år. I de fleste tilfælde vil de reelle købs- og salgsomkostninger være lavere.

Hvis investor handler oftere end hvert syvende år, vil den realiserede ÅOP være højere end nøgletallet for afdelingen viser.

OMKOSTNINGER I BØRSNOTEREDE PRODUKTER	ÅOP		Løbende adm.omk.	Højeste emissions- tillæg	Højeste indløsnings- fradrag
	Maj Invest Estimeret 2017	Andre foreninger			
Specialafdelinger					
Danske Aktier	1,35	1,64	1,15	0,25	0,25
Vækstaktier	1,39	1,71	1,22	0,25	0,25
Value Aktier	1,62	1,71	1,46	0,25	0,25
Value Aktier Akk.	1,65	1,71	1,48	0,25	0,25
Emerging Markets	1,88	2,05	1,45	0,75	0,75
Global Sundhed	1,50	1,71	1,36	0,25	0,25
Kontra	1,47	1,39	1,39	0,20	0,20
Basisafdelinger					
Danske Obligationer	0,28	0,54	0,26	0,05	0,10
Globale Obligationer	0,42	0,93	0,38	0,10	0,15
High Income Obligationer	0,75	0,86	0,69	0,20	0,25
Pension	0,64	1,39	0,54	0,15	0,20
Makro	0,89	1,39	0,75	0,20	0,20

Noter: ÅOP for andre foreninger er medianen af ÅOP for sammenlignelige afdelinger opgjort af Investeringsfondsbranchen, IFB, den 3. juli 2017. ÅOP for øvrige investeringsforeninger i Danmark kan findes på www.investering.dk. Løbende administrationsomkostninger som defineret i dokumentet Central Investorinformation, der findes på www.majinvest.dk/ci. Omkostninger for unoterede andelsklasser i Maj Invest kan ses på www.majinvest.dk/unoterede.

OVERSIGT - BØRSNOTEREDE PRODUKTER

AFKAST I PROCENT												Siden start	
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
Danske Aktier	41,8	4,0	-47,7	47,4	26,1	-19,8	26,1	35,7	15,3	31,3	1,3	18,8	258,5
Vækstaktier ¹⁾	7,5	4,0	-29,3	30,1	24,4	-4,7	8,3	20,1	8,6	10,1	7,6	13,3	130,8
Value Aktier	8,7	-0,4	-36,2	42,3	25,5	0,6	12,0	19,0	26,3	14,9	14,3	5,5	188,9
Value Aktier Akk. ²⁾	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-4,6	14,2	5,3	187,9
Emerging Markets ³⁾	-	-	-	-	-	-	-	1,2	9,5	-11,3	8,3	18,6	27,1
Global Sundhed ⁴⁾	-	-	-11,4	41,4	5,5	-16,1	13,9	26,4	23,9	11,3	0,0	11,3	86,5
Danske Obl.	1,1	1,9	7,9	6,3	5,6	6,6	5,9	2,9	4,8	1,4	3,6	2,7	63,7
Globale Obl.	1,3	1,6	4,5	9,8	6,4	3,9	10,5	0,2	6,9	3,0	4,2	0,4	66,5
High Income Obl. ⁵⁾	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,3	7,0	0,3	7,1
Pension	3,3	2,2	-7,9	12,6	13,3	1,4	10,5	8,5	7,5	5,9	9,3	2,8	93,2
Kontra ⁶⁾	2,2	1,1	21,7	8,6	12,3	7,3	-0,3	-6,9	9,0	1,9	5,2	-4,8	70,0
Makro ⁷⁾	-	-	-	-	-	-	-	1,9	13,6	5,8	10,4	9,0	48,0

Noter: Regnskabsåret 2006 omfatter perioden 18.12.2005 til 31.12.2006. 1) Navn ændret fra Globale Aktier til Vækstaktier 13.06.2017. 2) Siden 29.06.2015. 3) Siden 16.12.2013. 4) Afkast i 2008 vedrører perioden 7.11.2008 til 31.12.2008. Afdelingen skiftede i februar 2013 navn og investeringsområde. Afkast siden start er for perioden 1. marts 2013 og frem. 5) Siden 04.11.2015. 6) Afkast i 2006 vedrører perioden 16.6.2006 til 31.12.2006. 7) Siden 22.3.2013. For unoterede produkter se www.majinvest.dk/unoterede

UDBYTTE I KR. PR. INVESTERINGSBEVIS AF NOMINEL VÆRDI PÅ 100 KR.											Forventet
Udbytte for året	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Danske Aktier	15,00	1,75	0,00	0,00	0,00	1,50	7,80	18,30	39,10	26,80	25,20
Vækstaktier	7,25	2,25	1,50	1,00	2,00	9,00	8,90	11,10	7,90	6,10	25,80
Value Aktier	1,50	1,75	0,00	1,25	1,00	11,25	7,20	11,20	32,80	9,90	11,70
Value Aktier Akk.	Afdelingen er akkumulerende og udbetaler ikke udbytte.										-
Emerging Markets	-	-	-	-	-	-	-	0,70	0,00	0,00	20,70
Global Sundhed	-	0,00	0,00	2,50	2,25	1,50	7,90	1,90	27,90	1,50	22,30
Danske Obl.	3,50	5,75	4,50	7,00	4,00	6,25	4,40	4,30	1,80	1,60	2,00
Globale Obl.	3,25	3,25	6,50	5,75	4,75	6,00	4,80	3,90	3,90	2,00	3,10
High Income Obl.	-	-	-	-	-	-	-	-	0,50	3,20	7,80
Pension	3,25	3,75	3,75	3,75	4,00	5,75	6,60	5,40	9,50	4,10	5,60
Kontra	Afdelingen er akkumulerende og udbetaler ikke udbytte										-
Makro	Afdelingen er akkumulerende og udbetaler ikke udbytte										-

Udbytteerne er angivet i kroner pr. bevis. Hvert enkelt bevis svarer til en nominal værdi på 100 kr. Et udbytte på 2,00 kr. betyder, at du får 2 kr. pr. bevis. Udbytte udbetales fire bankdage efter, at de er vedtaget på foreningens generalforsamling. Den skattemæssige fordeling er for personer, der har investeret frie midler. For unoterede produkter se www.majinvest.dk/unoterede

STAMDATA

	Fondskode	Børsnoteret	Valuta	Stykstørrelse	Type	Startdato
Danske Aktier	DK0060005171	Ja	Danske kroner	100	Udloddende	16. dec. 2005
Vækstaktier	DK0060005254	Ja	Danske kroner	100	Udloddende	16. dec. 2005
Value Aktier	DK0060005338	Ja	Danske kroner	100	Udloddende	16. dec. 2005
Value Aktier Akk.	DK0060642726	Ja	Danske kroner	100	Akkumulerende	29. jun. 2015
Emerging Markets	DK0060522316	Ja	Danske kroner	100	Udloddende	16. dec. 2013
Global Sundhed	DK0060157196	Ja	Danske kroner	100	Udloddende	10. nov. 2008
Danske Obl.	DK0060005098	Ja	Danske kroner	100	Udloddende	16. dec. 2005
Globale Obl.	DK0060004950	Ja	Danske kroner	100	Udloddende	16. dec. 2005
High Income Obl.	DK0060642809	Ja	Danske kroner	100	Udloddende	4. nov. 2015
Pension	DK0060004877	Ja	Danske kroner	100	Udloddende	16. dec. 2005
Kontra	DK0060037455	Ja	Danske kroner	100	Akkumulerende	11. jun. 2006
Makro	DK0060442713	Ja	Danske kroner	100	Akkumulerende	22. mar. 2013

For unoterede produkter se www.majinvest.dk/unoterede

INDEN DU INVESTERER

På Maj Invests hjemmeside www.majinvest.dk kan du få hjælp til at investere.

- Læs om **risikoprofil, tidshorisont** og se **opsparingsmodellerne** for frie midler og pensionsmidler. Her kan du få inspiration til, hvordan du kan sammensætte din opsparing af afdelinger i Maj Invest, så det passer med din tidshorisont og risikoprofil.
- Læs mere om de enkelte afdelinger og se aktuelle nøgletal og afkast.

- Sammenlign resultaterne i Maj Invest med andre afdelinger og investeringsforeninger. Historiske afkast er naturligvis ingen garanti for fremtidige afkast.
- Få overblik over skat og de forskellige satser.

Du kan også bestille en papirversion af materialet. Så sender vi det med posten. Ring 33 38 73 33.



NÅR DU ER KLAR TIL AT INVESTERE

Du kan investere i Maj Invest gennem **alle danske banker**, og du kan investere både almindelig opsparing og pensionsmidler.

Du skal have et værdipapirdepot i din bank for at kunne købe investeringsbeviser. Har du ikke et depot, kan du bede banken oprette et.

- **Brug netbank** og søg på fondskoderne.
- **Henvend dig i din bank.** Medbring eventuelt denne folder og/eller fondskoderne.

SAMARBEJDSBANKER

Vores samarbejdsbanker kan rådgive dig om risiko, skat og andre individuelle forhold i forbindelse med investering.

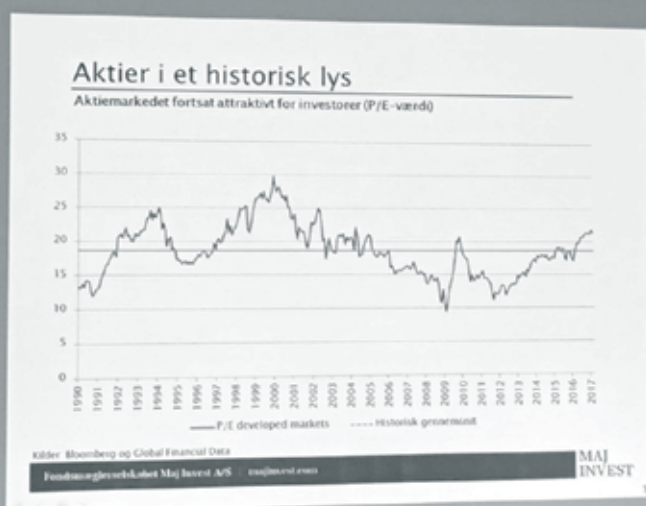
- Arbejdernes Landsbank
- BankNordik
- BIL Bank Danmark
- Carnegie Bank
- Danske Bank
- Den Jyske Sparekasse
- Djurslands Bank
- Forvaltningsinstituttet for Lokale Pengeinstitutter
- Frøslev-Møllerup Sparekasse
- Fynske Bank
- Hvidbjerg Bank
- Jutlander Bank
- Lollands Bank
- Lægernes Bank
- Lån & Spar Bank
- Maj Bank
- Merkur Andelskasse
- Middelfart Sparekasse
- Møns Bank
- Nordnet Bank
- Nordfyns Bank
- Nordjyske Bank
- Nykredit Bank
- Ringkjøbing Landbobank
- Saxo Privatbank
- Skjern Bank
- Sparekassen Fyn
- Sparekassen Kronjylland
- Sparekassen for Nr. Nebel og Omegn
- Sparekassen Sjælland
- Sparekassen Thy
- Sparekassen Vendsyssel
- Spar Nord Bank
- Sydbank
- Vestjysk Bank

HOTLINE 33 38 73 33

Du er altid velkommen til at ringe eller skrive til vores hotline. Vi yder ikke rådgivning, men svarer gerne på spørgsmål og giver dig information om produkterne.

Tilmeld dig nyhedsbrevet og bliv inviteret til arrangementer i Maj Invest.

Nyhedsbrevet er gratis og udsendes 12-20 gange om året. Tilmeld dig på majinvest.dk/nb



INVESTERINGSFORENINGEN
**MAJ
INVEST**



BRUG MAJINVEST.DK

FØLG MED I DINE INVESTERINGER

Følg udviklingen i dine investeringer på majinvest.dk

Under de enkelte afdelinger finder du månedsrapporter og Kvartalsnyt, hvor du kan læse om markederne og de valg, porteføljemanagerne træffer.

Under punktet grafer kan du se udviklingen for netop den periode, der har din interesse. Du kan også sammenligne udviklingen med andre afdelinger i Maj Invest eller i andre danske investeringsforeninger.

Ring på vores hotline 33 38 73 33 og få svar på spørgsmål eller hjælp til at få mere ud af majinvest.dk



*Historiske afkast er naturligvis ingen garanti for fremtidige afkast.