

---

INVESTERINGSFORENINGEN MAJ INVEST

# ÅRSRAPPORT 2017

---

# INDHOLD

## INDHOLDSFORTEGNELSE

Finanskalender	2
Forord	3
Ledelsesberetning	4
Global økonomi	6
Årets afkast	8
Udbytter	13
Omkostninger	16
Opdeling i andelsklasser	18
Efterfølgende begivenheder	18
Finansmarkederne	20
Afkast- og risikoprofiler	22
Ledelsens øvrige hverv	28
Beretning og årsregnskab for afdelinger og andelsklasser	
Maj Invest Danske Aktier	32
Maj Invest Vækstaktier	38
Maj Invest Value Aktier	44
Maj Invest Value Aktier Akkumulerende	50
Maj Invest Emerging Markets	56
Maj Invest Global Sundhed	62
Maj Invest Danske Obligationer	68
Maj Invest Globale Obligationer	72
Maj Invest High Income Obligationer	76
Maj Invest Pension	80
Maj Invest Kontra	84
Maj Invest Makro	90
Fælles noter:	
Anvendt regnskabspraksis	94
Oversigt over udbyttens skattemæssige fordeling	98
Revisionshonorar	98
Bestyrelseshonorar	98
Væsentlige aftaler	99
Ledelsespåtegning	101
Den uafhængige revisors revisionspåtegning	102
Samarbejdsbanker	105

## SÅDAN LÆSES ÅRSRAPPORTEN

Investeringsforeningen Maj Invest består af 12 afdelinger. Syv af afdelingerne er opdelt i to andelsklasser, sådan at foreningen i alt tilbyder 19 produkter i forskellige afdelinger og andelsklasser. Hver afdeling og andelsklasse aflægger separat regnskab og beretning. Regnskaberne viser den økonomiske udvikling i året og giver en status ultimo året. I beretningerne kommenteres resultater i året samt de specifikke forhold, som gælder for den enkelte afdeling og andelsklasse.

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

Derfor beskrives den overordnede markedsudvikling, de generelle risici og foreningens risikostyring i fælles afsnit for alle afdelinger i rapporten. Det anbefales at læse disse afsnit i sammenhæng med beretningerne for de enkelte produkter for samlet set at få et fyldestgørende billede af udviklingen og de særlige forhold og risici, der påvirker de enkelte afdelinger.

## FINANSKALENDER 2018

14. marts	Årsrapport offentliggøres
25. april	Ordinær generalforsamling
28. august	Halvårsrapport offentliggøres



## Kære investor og andre Maj Invest-interesserede

2017 har været et travlt år, hvor vi og resten af branchen har omstillet os til de nye regler, der er trådt i kraft som følge af MiFID II-direktivet. Direktivet har til formål at synliggøre omkostninger og øge gennemsigtigheden. Det er forhold, der altid har ligget Maj Invest på sinde, og vi hilser udviklingen velkommen. Direktivet betyder blandt andet, at medlemmer, der har valgt at give deres bank fuldmagt til at styre deres investeringer, fremover skal betale banken direkte for dette arbejde, mens distributionsbankerne uændret modtager en provision fra foreningens specialafdelinger for at stille rådgivning til rådighed for foreningens øvrige medlemmer. For at kunne håndtere dette har vi i 2017 delt specialafdelingerne op i to andelsklasser, så der nu er en 'engros'-andelsklasse og en børsnote-ret andelsklasse. For begge andelsklasser bestræber vi os på at holde omkostningerne under gennemsnittet for tilsvarende afdelinger i andre foreninger.

I 2017 omlagde vi også afdeling Globale Aktier til Maj Invest Vækstaktier, som er kommet rigtig godt for start. Ændringen er sket for at styrke afkastforudsætningerne og skabe en mere klar profil for afdelingen. Navneskiftet er sket for at sikre en præcis varedeklaration. Afdelingen vil fortsat investere globalt.

I 2017 blev vi 1.979 flere medlemmer, så vi nu er 37.753. Vi takker med ydmyghed for den tillid, som stadig flere viser os, når de vælger at placere en del af deres opsparede midler hos os. Vores vigtigste opgave er at honorere denne tillid. Vi er sat i verden for at tilbyde enkle, gennemskelige og relevante produkter med gode resultater og rimelige omkostninger for den langsigtede investor.

### Afkastet på kort og langt sigt

I slutningen af 2013 ringede et medlem til os, og spurgte om Kurt og Ulrik, der er ansvarlige for Maj Invest Value Aktier, havde opbrugt alt deres held, og om det var på tide at skifte til en anden forening. Medlemmet havde bemærket, at afdelingen havde ligget under sammenligningsindekset to år i træk, efter at have givet gode afkast de tidligere år.

Det er meget illustrativt for, hvordan man som investor let kommer til at tænke. For ved første øjekast kan resultaterne for Maj Invest Value Aktier i 2017 godt se lidt magre ud. Markederne favoriserede i 2017 vækstaktier, men Kurt og Ulrik har uden at blinke holdt fast i deres strategi og metode for Value Aktier, selvom det har kostet på sidste års performance. Og det er netop sådan, den professionelle og langsigtede investor arbejder. Man kan ikke forlade sig på held, kun på strategi, metode og grundighed og så det lange, seje træk. Derfor er vi i bestyrelsen også tilfredse med årets resultater i forhold til markedets udvikling.

Jeg håber, at vores medlem med spørgsmålet i 2013 har beholdt sin investering i Value Aktier. Set over de seneste fem år har afdelingen givet det næstbedste afkast i sin Morningstar Kategori™ i Danmark, og i følge Morningstar har medlemmet fået et af de bedste afkast på globale aktier i Europa over de seneste 12 år. Afkast kommer i klumper. Nogle år er meget gode, andre mindre gode. Man får det bedste gennemsnit over tid ved at evaluere sine investeringer over perioder på måske fem år eller længere.

Henrik Normann, formand

INVESTERINGSFORENINGEN  
**MAJ  
INVEST**

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

**Porteføljerådgiver:** Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S

(Fondsmæglerselskabet Maj Invest) er porteføljerådgiver for Maj Invest og står for den daglige porteføljerådgivning af alle Maj Invests afdelinger.

**Investeringsforvaltnings-selskab:** Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S udfører en række administrative og investeringsmæssige opgaver i forbindelse med den daglige drift af foreningen.

**Depotbank:** Skandinaviska Enskilda Banken AB har til opgave at udføre en lang række kontrolopgaver for at sikre medlemmernes opsparing.

**Revision:** Ernst & Young P/S har til opgave at revidere foreningens årsregnskaber.

**Tilsyn:** Investeringsforeningen Maj Invest er under tilsyn af Finanstilsynet. Det er den of-

fentlige myndighed, der også fører kontrol med bl.a. banker og forsikringselskaber.

Investeringsforeningen  
Maj Invest  
Bernstorffsgade 50  
1577 København V  
Telefon 33 28 14 28  
info@majinvest.dk  
www.majinvest.dk  
CVR-nr. 28 70 59 21

# LEDELSESBERETNING

Investeringsforeningen Maj Invest blev lanceret i december 2005 og har igennem 12 år tilbudt et uafhængigt alternativ med fokus på høj kvalitet og rimelige omkostninger. I 2017 fortsatte foreningen sin vækst med stadig flere medlemmer og en voksende formue. Det er beskrevet længere inde i årsrapporten.

## The Big Picture

Enkelthed og fokus er afgørende for at skabe overblik. At have det nødvendige overblik er et godt udgangspunkt, når man skal investere langsigtet. Det gælder både for den enkelte investor, der skal sammensætte sin opsparing af investeringsbeviser, og for den porteføljemanager, der arbejder med det enkelte produkt. I Maj Invest begynder vores arbejde altid med at sortere og analysere historiske data, herunder den løbende nyhedsstrøm. På den baggrund skaber vi et overblik over de økonomiske sammenhænge rensset for støj, flimrer og såkaldte breaking news. Vi kalder det *The Big Picture*. Det er selve grundlaget for den måde, vi investerer på.

Netop dette er omdrejningspunktet for de informationsmøder, vi holder hvert efterår. I 2017 havde foreningen fulde huse til syv møder rundt om i landet. Tilmeld dig nyhedsbrevet på [majinvest.dk/nb](http://majinvest.dk/nb) og bliv inviteret til foreningens møder i 2018.

## GLOBAL ØKONOMI

De finansielle markeder har fulgt den trend, som materialiserede sig allerede i begyndelsen af 2017: stabil vækst, lave renter og masser af likviditet. Dette er opskriften på stigende børskurser, og sådan er det også gået i 2017, I begyndelsen af 2017 så vi risiko for storpolitiske konflikter som følge af præsident Trumps 'America First', enegang i handelspolitik, tvivl om Nato-samarbejdets fremtid og negative udtalelser om EU-samarbejdet, men disse risici har ikke materialiseret sig i 2017.

Det halvårslige IMF-møde i oktober og det årlige pengepolitiske topmøde i Jackson Hole forløb som forventet. På samme måde besluttede Fed helt som forventet at begynde en reduktion af den 4.500 mia. dollar store QE-obligationsbeholdning, men i en meget langsom takt. Den europæiske centralbank ECB besluttede i oktober at nedsætte de månedlige ob-

ligationskøb fra 60 mia. euro til 30 mia. euro. Den kinesiske partikongres blev afholdt i november, og præsident Xi Jinping fik genbekræftet sit stærke mandat, ligesom det japanske valg gav præsident Abe et yderligere styrket mandat.

I juni afholdt Stanford University deres *Board Symposium*. Her var det bemærkelsesværdigt, at næsten alle amerikanske toptalere, inklusive den republikanske Condoleezza Rice, anså den økonomiske ulighed i USA som en af de problemstillinger, der skal håndteres, hvis den samfundsøkonomiske balance skal bevares på længere sigt. Den amerikanske sammenhængskraft er under pres fra stigende økonomisk polarisering.

Helt afgørende for opsvinget har været, at centralbankerne verden over har sikret lave renter og rigelig likviditet. Den globale konkurrence har holdt inflationen i ro, og konkurrencepresset har fået virksomhederne til at effektivisere og reducere omkostninger ved intelligent brug af software og effektiv e-handel. Selv i den aktuelle situation, hvor den globale vækst er 3 pct., og inflationen i gennemsnit 2 pct., vokser indtjeningen i mange globale koncerner med langt mere end 5 pct. Det er forklaringen på, at næsten alle typer af aktier er steget i 2017.

Det betyder ikke nødvendigvis, at aktiekurserne ikke kan stige mere, fordi den helt afgørende forklaring på stigningerne er, at alle verdens styringsrenter fortsat er fastsat på et historisk lavpunkt. De lave renter (høje obligationskurser) er efter vores vurdering ikke udtryk for en prisboble, men de er skabt af en bevidst politik fra centralbankerne.

Med renter tæt på 0 pct. er børsnoterede aktier, som giver årlige udbytter på 3-4 pct., attraktive. Man skal dog være opmærksom på, at det ikke er uden risici. Det er fortsat gældsætningen, forstærket af lave renter og lempelig pengepolitik, der er den største udfordring. Det er derfor stadig relevant at have risikoafdækning i sin portefølje. Se afsnittet 'Giv din opsparing et serviceeftersyn' side 7.

## USA - den globale økonomiske motor

Den nuværende amerikanske konjunktur, som startede i 2009, er fortsat intakt. Det er efterhånden

et af de længste amerikanske opsving. Opsvinget har været præget af en lavere vækst end normalt, blandt andet fordi arbejdsudbuddet ikke er vokset så hurtigt og derfor ikke har bidraget til væksten. De store efterspørgselskomponenter udviklede sig også langsommere end i et "normalt" konjunkturforløb. Til gengæld kan opsvinget måske fortsætte længere end normalt.

Det ser ud til, at statsunderskuddet vil stige under præsident Trump, som på en og samme gang ønsker skattelettelse og fortsat offentligt forbrug. Dette kolliderer med Trumps ønske om at nedbringe betalingsbalanceunderskuddet. Det stigende underskud kan let finansieres, men det er selvsagt problematisk, at der ikke spares op, således at der bliver plads til aktiv finanspolitik, næste gang den amerikanske økonomi vender rundt.

Den amerikanske økonomi var i 2017 præget af en fortsat voldsom omstilling til distribution via e-commerce. Det er ikke længere kun Amazon, der vinder markedsandele. Hele det amerikanske erhvervsliv satser tilsyneladende på digital distribution. Dette er med til at styrke koncentrationsdannelsen i erhvervs-

livet. Ikke siden 1920'erne har man på så kort tid set så kraftig en stigning i koncentrationen. Dengang var det adgangen til kapitalmarkedet, der hovedsageligt forklarede fremkomsten af de store koncerner. Dette er ikke tilfældet i dag. Kapitalmarkederne er mere likvide og mere tilgængelige end nogensinde. Det er formentlig globaliseringen, og særligt den digitale forbrugeradgang, der sammen med stordriftsfordele i produktion og distribution skaber koncentrationen omkring relativt få globale virksomheder.

### Europa - fortsat fremgang

Det europæiske økonomiske opsving er fortsat i en tidlig fase. I forhold til USA har vi en tidsforskydning på omkring 3-4 år. EU blev ramt af finanskrisen i 2008-09 og igen af den sydeuropæiske krise i 2011-12. Det gav en yderligere tilbagegang særligt i Sydeuropa. Først efter tre år med massive pengepolitiske lempelser er europæisk økonomi endelig på vej frem. Privatforbruget har i længere tid været i fremgang, og i 2017 er investeringerne endelig begyndt at stige. Næsten alle makroøkonomiske nøgletal i de europæiske lande viste fremgang i 2017.

Samtidig nyder Europa godt af, at resten af verden er

Maj Invest Value Aktier modtog den 15. marts 2017 sin anden Morningstar Fund Award som den bedste investeringsforening inden for globale aktier i Danmark.

I forbindelse med tildeling af prisen bemærkede Morningstar, at afdelingen over de seneste 10 år har givet afkast i den absolutte top blandt samtlige 1.300 europæiske fonde inden for globale aktier.

Afdelingen fik også en Morningstar Fund Award i 2015. I 2011, 2013, 2014 og 2016 modtog Maj Invest Danske Obligationer en tilsvarende award.



Morningstar Rating™	31-12-2017
Danske Aktier	★★★
Danske Aktier W	★★★
Vækstaktier	★★★★
Vækstaktier W	★★★★
Value Aktier	★★★★★
Value Aktier W	★★★★★
Value Aktier Akkumulerende	★★★★★
Value Aktier Akkumulerende W	★★★★★
Emerging Markets	★
Emerging Markets W	★
Global Sundhed	Rates ikke
Global Sundhed W	Rates ikke
Danske Obligationer	★★★★
Globale Obligationer	★★★★★
High Income Obligationer	Rates 2018
Pension	★★★★★
Kontra	Rates ikke
Kontra W	Rates ikke
Makro	★★★★★

i vækst. Lønstigningerne i EU har ligget lavt i næsten 10 år, euroen blev svækket så meget under eurokrisen, at den selv efter de seneste stigninger ikke er dyr. Dette tilsammen har skabt en forbedret konkurrenceevne, og derfor er eksporten ud af EU steget markant. I 2017 havde næsten alle europæiske lande overskud på deres handels- og betalingsbalancer.

EU vil efter vores vurdering fortsætte den økonomiske fremgang de næste par år. Når hertil lægges, at det politiske klima er blevet stabiliseret særligt efter valget af Macron, så er der grund til at tro, at den finansielle rabat, som europæiske aktier har været handlet til siden Sydeuropa-krisen, vil forsvinde.

### Kina - fortsat stabilisering

Den kinesiske økonomi overraskede positivt i 2017. Konjunktoren med vækstrater omkring 7 pct. årligt havde ved udgangen af 2017 varet i 27 år. Det er, uanset Kinas alvorlige gældsætning, imponerende, at man har kunnet skabe dette økonomiske kraftspring. Kina er lykkedes med kombinationen af en markedsøkonomi og stærk statslig styring af de store virksomheder, inklusive banksystemet og investeringerne. Dette har skabt en økonomisk vækst, som giver Kina en andel på 15 pct. af globalt BNP.

Det er de nye private kinesiske virksomheder, som har skabt hovedparten af væksten, men samtidig er det staten, der sikrer den konstante fremgang i efterspørgslen, som trækker væksten op. De statslige investeringsprojekter er enorme, og investeringerne udgør fortsat mere end 40 pct. af BNP, hvilket er det dobbelte af det niveau, andre lande arbejder med. Siden finanskrisen i 2009 har det været investeringerne i infrastruktur, som har drevet økonomien frem. De enorme projekter, som staten, regionerne og kommunerne planlægger og finansierer, skaber en stabil, høj vækst, som også er en slags sikkerhed for, at den kinesiske vækstmotor ikke på kort sigt går i stå.

Kinas nye private virksomheder med Alibaba og Tencent i spidsen har været igennem en imponerende udvikling i omsætning og ikke mindst i værdi. De to virksomheder er nu blandt verdens 10 mest værdifulde. Det er bemærkelsesværdigt, at Kina i dag har mange globale vækstvirksomheder blandt de største, bedste og hurtigst voksende. Ved årsskiftet er der 262 såkaldte globale *unicorns*, dvs. nye virksomheder med en markedsværdi på mere end 1 mia. dollar. Af disse er 34 pct. kinesiske, mens 47 pct. er amerikanske, og de sidste 19 pct. stammer fra resten

af verden inklusive Europa og Japan. Dette giver en god pejling af, hvilken retning verden bevæger sig i. USA-Kina er den centrale økonomiske akse, som det bliver vanskeligt for Europa at blive en del af. Som langsigtet investor er det derfor nødvendigt at følge den kinesiske udvikling nøje.

### FINANSIEL RISIKO

Det er fortsat kombinationen af den enorme statsgæld i Kina, Japan, Sydeuropa og USA, der bekymrer. Særligt i Asien er problemet stigende, fordi gældsætningen vokser hurtigere end BNP. Samtidig advarer Bank for International Settlements ('centralbankernes bank') om, at den private gældsætning i virksomheder og husholdninger i det meste af Asien vokser så hurtigt, at det giver stor risiko for bankkriser. Man må dog på den anden side konstatere, at disse finansielle risici sjældent bryder ud i perioder, hvor den globale konjunktur stadig er opadgående, og vækstraterne i de fleste lande ligger mellem 2 og 5 pct. Så længe USA, EU og Kina melder om fortsat pæne vækstrater, vil finansmarkederne næppe påvirkes af de nuværende gældsrisici.

Tilbage står, at det er risikoen for en konjunkturvending, som er det centrale. Hvis vi ser en markant makroøkonomisk vending i USA og EU, vil det give meget alvorlige finansielle rystelser. Alle verdens centralbanker arbejder med historisk lave styringsrenter tæt på nul procent, og de har alle udnyttet QE-opkøbsprogrammer til det yderste. Der er derfor ingen pengepolitisk ammunition til at håndtere næste krise med, ligesom den store statsgæld måske kan udgøre en bremse for en meget aktiv finanspolitik.

En reel global konjunkturvending og efterfølgende lavkonjunktur vil på en og samme gang kunne udløse aktiekursfald, kraftige stigninger i virksomhedsrenterne, råvareprisfald, boligprisfald og formentlig mistillid til en række landes betalingsevne. En række cheføkonomer er meget bekymrede for næste globale lavkonjunktur og kalder den nuværende proces for *the everything bubble*.

Vi bemærker, at risikovilligheden i markedet er steget konstant de seneste år og er kommet op på højkonjunkturniveau.

Det næststørste risikopunkt er gældsudviklingen i Kina. De er i dag i en situation, der er værre, end den situation de vestlige banker i 2007 befandt sig i. Men finanssektoren i Kina er statsstyret, og både

udlån, renter, kapitalbevægelser og valutaen er under statskontrol. Derfor er det svært at forudsige, hvornår denne massive uligevægt slår igennem i realøkonomien.

Vi ser fortsat tydelige tegn på lokale finansielle bobler i ejendomsmarkedet. Boligpriserne i visse lande og storbyer er kommet ud af trit med den historiske pristrend. Det gælder særligt i dele af Nordeuropa herunder Sverige og Norge, men det gælder også de råvarebaserede lande som Canada og Australien, ligesom det har ramt de kinesiske storbyer.

På samme måde er dele af aktiemarkedet ramt af eufori og handler alene på en næsten blind tiltro til fremtiden.

#### GIV DIN OPSPARING ET SERVICEEFTERSYN

Selvom meget taler for stigende aktiekurser, er det i takt med kursstigningerne blevet mere risikabelt at investere i aktier. Samtidig har de seneste års stigninger betydet, at aktier ofte fylder mere i den enkelte investors portefølje. Det er fortsat vores vurdering, at man som investor bør overveje at holde sine aktieinvesteringer på et neutralt niveau i forhold til ens personlige risikoprofil. På majinvest.dk kan man finde redskaber, der kan være en støtte i denne vurdering. Er man i tvivl, bør man søge rådgivning. Tag fat i din bankrådgiver eller ring på vores hotline 33 38 73 33. Vi yder ikke rådgivning, men besvarer gerne spørgsmål om vores produkter.

Risikospredning er grundloven i investeringsverde-

nen. Mange glemmer denne læresætning i de perioder, hvor der har været fremgang på aktiemarkedet. Risikospredning er det vigtigste middel til at begrænse de risici, der findes i markederne. En portefølje bør også indeholde investeringer, der kan klare finansielt uvejr. Det kan være statsobligationer i sikre lande som Danmark, Tyskland og Schweiz eller investeringer i stærke valutaer og eventuelt guld, som kan give en beskyttelse mod den type risiko, som handelskrige og storpolitiske konflikter udgør.

2017 var kendetegnet ved relativt få og små udsving på aktiemarkedene og VIX-indekset, der måler aktiemarkedets volatilitet, lå på meget lave niveauer gennem året. Begyndelsen af 2018 har vist, at dette var en midlertidig tilstand.

Set som dansk investor er de globale aktiemarkeder steget ca. 250 pct. med få og små afbrydelser siden foråret 2009. Som investor må man efter vores vurdering forvente, at afkastet de kommende 10 år i gennemsnit blive noget mindre og med større udsving undervejs.

Læs også udsigter for finansmarkederne i 2018 på side 20.

#### HÆDER FRA MORNINGSTAR

Det uafhængige analysehus Morningstar hædrede i marts 2017 Maj Invest Value Aktier med en Morningstar Fund Award som bedste afdeling inden for globale aktier i Danmark. Prisen er givet på baggrund af resultaterne i 2012-2016 med fokus på 2016. Af-

## INTERNATIONAL KLASSE

Maj Invest Value Aktier er nummer 2 blandt 628 sammenlignelige afdelinger i Europa målt på afkast siden lanceringen ultimo 2005. Tallene er for afdelingens Morningstar Kategori™ Globale Large-Cap Blend aktier. Blandt afdelinger udbudt til private i Danmark er afdelingen nummer 1. Maj Invest Value Aktier og søsterafdelingen Maj Invest Value Aktier Akkumulerende fik i 2017 vurderingen Silver i Morningstars kvalitative rating af udvalgte investeringsforeninger.

Maj Invest Pension er nummer 7 målt på afkast siden foreningens lancering ultimo 2005 blandt 365 blan-

dede afdelinger og fonde, der udbydes i hele Europa inden for Morningstar-kategorien Balanceret EUR Moderat Risiko - Global. Blandt afdelinger, der udbydes til private i Danmark, er Maj Invest Pension nummer 3.

Maj Invest Danske Obligationer og Maj Invest Globale Obligationer er henholdsvis nummer 1 og 4 i deres Morningstar-kategorier i perioden blandt alle europæiske investeringsforeninger og fonde.

Note: Afkast efter omkostninger 01.01.2006 til 31.12.2017. Kun afdelinger med historik i hele perioden indgår. Kilde: Morningstar Direct.



delingen har tidligere modtaget denne award i 2015 og er gennem en årrække ratet til fem stjerner af Morningstar. Afdeling Pension var nomineret til en tilsvarende award inden for blandede afdelinger. Det er femte år i træk, at en afdeling fra Maj Invest vinder en Morningstar Fund Award.

14 af foreningens afdelinger og andelsklasser bliver hver måned ratet af Morningstar som vist i boksen side 5. De resterende afdelinger og andelsklasser er ikke ratet, da de enten tilhører en kategori, der ikke rates, eller er lanceret inden for de seneste tre år. For alle afdelinger opdelt i andelsklasser gælder, at den børsnoterede og den unoterede andelsklasse har fået samme rating.

Afdeling Emerging Markets blev ratet første gang i december 2016 og havde ved udgangen af 2017 en stjerne. Afdelingens resultater gennem de første år har ikke været tilfredsstillende. Maj Invest Danske Aktier fik tre stjerner ved udgangen af 2017 baseret på resultaterne de seneste 10 år.

Afdeling Vækstaktier gik i 2017 frem fra tre til fire stjerner, mens afdeling Danske Obligationer mistede en stjerne og blev ratet til fire stjerner ved årsskiftet.

Value-afdelingerne og afdelingerne Globale Obligationer, Pension og Makro fik uændret alle fem stjerner.

Stjernerne tildeles, så de afdelinger, der har givet investorerne de højeste risikjusterede afkast og laveste omkostninger, får flest stjerner. Fem stjerner betyder, at en afdeling er blandt de ti pct. bedste i Europa inden for sin kategori. Tre stjerner betyder, at en afdeling ligger midt i feltet. Kun afdelinger med mindst tre års historik inden for deres aktuelle investeringsområde rates og får tildelt stjerner. Afdelinger med længere historik bedømmes også på deres

resultater over henholdsvis fem og ti år.

Udover den afkastbaserede Morningstar-rating gennemgår Morningstar udvalgte fonde. På baggrund af grundige analyser af den enkelte fond og rådgiver bag fonden tildeles en af bedømmelserne *Negative*, *Neutral*, *Bronze*, *Silver* eller *Gold*.

Som de første danske fonde har Maj Invest Value Aktier og Maj Invest Value Aktier Akkumulerende fået en Morningstar Kvalitativ Rating™. Afdelingerne har modtaget bedømmelsen *Silver*, hvilket er meget tilfredsstillende. Registrerede brugere af morningstar.dk kan læse en uddybende gennemgang af fondene på morningstar.dk

Det er særdeles tilfredsstillende for foreningen fortsat at modtage denne brede anerkendelse af de opnåede resultater i hovedparten af foreningens afdelinger. Morningstars evalueringer og rating kan ses som et bevis på, at Maj Invest tilbyder kvalitetsprodukter med stabile resultater.

For Maj Invest er det målet, at alle afdelinger har høj kvalitet og hver især opnår gode resultater. Samlet set betyder ratingen, at Maj Invest ved udgangen af 2017 var den fjerde bedste investeringsforening i Danmark målt på gennemsnitligt antal stjerner.

### ÅRETS AFKAST

Når man skal bedømme årets afkast, kan man anlægge to forskellige betragtninger, som ikke nødvendigvis giver samme resultat. Fundamentalt set kan man nøjes med at forholde sig til, om værdien af de investerede midler er vokset og vokset tilstrækkeligt i forhold til det risikofrie renteniveau. Man bør dog også forholde sig til det relative afkast, hvor man kan bedømme, om Maj Invest har leveret tilstrækkeligt gode resultater i forhold til markedet målt både

## MØD MAJ INVEST

Investeringsforeningen Maj Invest lægger stor vægt på, at medlemmerne har direkte adgang til at møde beslutningstagerne bag foreningens investeringer.

Det har derfor været meget tilfredsstillende at byde flere end 2.000 interesserede velkommen til informationsmøder rundt om i landet i 2017.

Her har der været lejlighed til at møde porteføljemanagerne bag afdelingerne og til at gå i dybden med de afgørende tendenser i global økonomi.

Tilmeld dig nyhedsbrevet på majinvest.dk/nb og vær blandt de første, der bliver inviteret til kommende møder. Du skal være meget velkommen.



ved afdelingens sammenligningsindeks og konkurrerende produkter i form af den sammenlignelige Morningstar Kategori™. Merafkastet i forhold til sammenligningsindekset kaldes også performance. Valg af de enkelte sammenligningsindeks er beskrevet nærmere i afsnittet 'Valg af sammenligningsindeks' side 12.

Afdelingernes Morningstar-kategorier udtrykker det gennemsnitlige afkast for sammenlignelige produkter i hele Europa og dermed, hvad investor kan forvente i afkast efter omkostninger. Sammenligninger af afkast for Morningstar Kategori™ og afdelinger siden start dækker hele måneder siden lanceringsdatoen.

For specialafdelingerne er nedenstående vurderinger baseret på afkastet i de børsnoterede andelsklasser. Afkast i de unoterede andelsklasser fremgår af tabellen. Ved sammenligning af afkast i noterede og uno-

terede afdelinger bemærkes, at investor kan have omkostninger til at købe de unoterede afdelinger, som investor ikke har til at købe de noterede.

Med denne tilgang er afkastet på 18,6 pct. i afdeling **Danske Aktier** særdeles tilfredsstillende i absolut forstand. Afdelingen har i 2017 givet et afkast, der er 1,8 procentpoint højere end sammenligningsindekset og 5,5 procentpoint højere end den sammenlignelige Morningstar Kategori™. Siden afdelingens lancering i december 2005 har afdelingen givet et afkast, der er højere end såvel sammenligningsindeks som Morningstar Kategori™.

Maj Invest Vækstaktier, Maj Invest Value Aktier og Value Aktier Akkumulerende investerer med forskellige strategier alle i globale aktier.

Maj Invest **Vækstaktier** gav et afkast på 13,3 pct.,

#### AFKAST I PROCENT

Afkast i børsnoterede og unoterede andelsklasser er ikke nødvendigvis sammenlignelige, da investorer i unoterede andelsklasser må forvente rådgivningsomkostninger til investors egen bank.

	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	18,6
Danske Aktier W	41,8	4,0	-47,7	47,4	26,1	-19,8	26,1	35,7	15,3	31,3	1,3	18,9
Vækstaktier <sup>1)</sup>	7,5	4,0	-29,3	30,1	24,4	-4,7	8,3	20,1	8,6	10,1	7,6	13,3
Vækstaktier W	7,5	4,0	-29,3	30,1	24,4	-4,7	8,3	20,1	8,6	10,1	7,6	13,6
Value Aktier	8,7	-0,4	-36,2	42,3	25,5	0,6	12,0	19,0	26,3	14,9	14,3	5,4
Value Aktier W	8,7	-0,4	-36,2	42,3	25,5	0,6	12,0	19,0	26,3	14,9	14,3	5,8
Value Aktier Akk. <sup>2)</sup>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-4,6	14,2	5,3
Value Aktier Akk. W	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-4,6	14,2	5,7
Emerging Markets <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	-	1,2	9,5	-11,3	8,3	18,6
Emerging Markets W	-	-	-	-	-	-	-	1,2	9,5	-11,3	8,3	19,0
Global Sundhed <sup>4)</sup>	-	-	-11,4	41,4	5,5	-16,1	13,9	26,4	23,9	11,3	0,0	11,4
Global Sundhed W	-	-	-11,4	41,4	5,5	-16,1	13,9	26,4	23,9	11,3	0,0	11,7
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
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
High Income Obl. <sup>5)</sup>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,3	7,0	0,3
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
Kontra <sup>6)</sup>	2,2	1,1	21,7	8,6	12,3	7,3	-0,3	-6,9	9,0	1,9	5,2	-4,8
Kontra W	2,2	1,1	21,7	8,6	12,3	7,3	-0,3	-6,9	9,0	1,9	5,2	-4,5
Makro <sup>7)</sup>	-	-	-	-	-	-	-	1,9	13,6	5,8	10,4	9,0

Noter: De nye, unoterede andelsklasser er etableret ved udskillelse fra den oprindelige afdelingernes afkast bagud i tid er anført til sammenligning. Regnskabsåret 2006 omfatter perioden 18.12.2005 til 31.12.2006. 1) Afdelingen ændrede navn og investeringsområde fra Globale Aktier juni 2017. 2) Afkast vedrører perioden fra 29.6.2015. 3) Afkast vedrører perioden fra 16.12.2013. 4) Afkast vedrører perioden fra 7.11.2008. 5) Afkast vedrører perioden fra 30.10.2015. 6) Afkast vedrører perioden fra 16.6.2006. 7) Afkast vedrører perioden fra 22.3.2013.

hvilket i absolut forstand er meget tilfredsstillende og 5,7 procentpoint højere end sammenligningsindekset, der steg 7,7 pct. Afkastet er 5,0 procentpoint bedre end den sammenlignelige Morningstar Kategori™. Maj Invest Vækstaktier har målt over såvel tre, fem som ti år givet et afkast, der er højere end den sammenlignelige Morningstar Kategori™. Bemærk, at afdelingen har ændret navn fra Maj Invest Globale Aktier, da afdelingens investeringsområde er blevet snævret ind og fokuseret på vækstaktier. Porteføljen blev omlagt den 13. juni 2017. Læs mere side 18.

Maj Invest **Value Aktier** og **Value Aktier Akkumulerende** gav afkast på henholdsvis 5,4 og 5,3 pct., hvilket er tilfredsstillende i absolut forstand, men mindre tilfredsstillende set i forhold til afdelingernes

sammenligningsindeks og Morningstar Kategori™, der steg henholdsvis 7,7 pct. og 8,3 pct. Maj Invest Value Aktier har siden sin lancering i december 2005 givet et merafkast på 76,8 procentpoint i forhold til sammenligningsindekset og 107 procentpoint i forhold til den sammenlignelige Morningstar Kategori™.

Maj Invest **Emerging Markets** gav i 2017 et afkast på 18,6 pct. Afkastet er i absolut forstand særdeles tilfredsstillende. Afkastet skal ses i forhold til sammenligningsindekset og afdelingens Morningstar Kategori™, der gav afkast på henholdsvis 20,7 og 19,1 pct. Siden etableringen i december 2013 har afdelingen givet et afkast på 27,1 pct., der samlet set er utilfredsstillende i forhold til afdelingens sammenligningsindeks og Morningstar Kategori™.

#### PERFORMANCE I FORHOLD TIL SAMMENLIGNINGSINDEKS OG MORNINGSTAR KATEGORI™

Afkast i børsnoterede og unoterede andelsklasser er ikke nødvendigvis sammenlignelige, da investorer i unoterede andelsklasser må forvente rådgivningsomkostninger til investors egen bank.

	Afkast 2017	Perfor- mance ift. indeks	Afkast siden start	Perfor- mance ift. indeks	Performance ift. Morningstar Kategori™				Startdato
					1 år	3 år	5 år	10 år	
Danske Aktier	18,6	+1,8	258,5	+31,0	+5,5	+0,5	-9,5	+4,0	16. dec 2005
Danske Aktier W	18,9	+2,0	259,2	+31,7	+5,7	+0,8	-9,1	+4,5	16. dec 2005
Vækstaktier <sup>1)</sup>	13,3	+5,7	130,8	+18,8	+5,0	+8,9	+6,7	+48,1	16. dec 2005
Vækstaktier W	13,6	+5,9	131,3	+19,3	+5,3	+9,2	+7,1	+48,6	16. dec 2005
Value Aktier	5,4	-2,2	188,9	+76,8	-2,8	+13,3	+39,7	+108,7	16. dec 2005
Value Aktier W	5,8	-1,9	189,8	+77,7	-2,5	+13,8	+40,4	+109,5	16. dec 2005
Value Aktier Akk.	5,3	-2,3	16,7	-1,6	-3,0	+12,8	+38,9	+107,6	29. jun 2015
Value Aktier Akk. W	5,7	-2,0	17,1	-1,2	-2,6	+13,3	+39,6	+108,5	29. jun 2015
Emerging Markets	18,6	-2,2	27,1	-19,9	-0,5	-13,3	-	-	16. dec 2013
Emerging Markets W	19,0	-1,8	27,6	-19,4	-0,1	-12,9	-	-	16. dec 2013
Global Sundhed <sup>2)</sup>	11,4	+3,7	86,5	+7,3	-	-	-	-	1. mar 2013
Global Sundhed W	11,7	+4,0	87,1	+7,9	-	-	-	-	1. mar 2013
Danske Obl.	2,7	+2,6	63,7	+13,8	+0,9	+3,1	+5,8	+11,4	16. dec 2005
Globale Obl.	0,4	+0,3	66,5	+16,5	+0,8	+5,1	+7,5	+30,4	16. dec 2005
High Income Obl.	0,3	+3,4	7,1	-4,3	+5,2	-	-	-	30. okt 2015
Pension	2,8	-	93,2	-	-1,7	+9,1	+15,1	+63,8	16. dec 2005
Kontra	-4,8	-	70,0	-	-	-	-	-	11. jun 2006
Kontra W	-4,5	-	70,5	-	-	-	-	-	11. jun 2006
Makro	9,0	-	48,0	-	+4,3	+18,8	-	-	22. mar 2013

Noter: De nye, unoterede andelsklasser er etableret ved udskillelse fra den oprindelige afdelingernes afkast bagud i tid er anført til sammenligning. Afdelingerne Pension, Kontra og Makro har ikke sammenligningsindeks. I mål for performance ift. Morningstar Kategori™ indgår extended performance for Maj Invest Value Aktier Akkumulerende, således at denne har historik tilbage til lanceringen af Maj Invest Value Aktier. 1) Afdelingen ændrede navn fra Globale Aktier og tilpassede sit investeringsområde i juni 2017. 2) Afdelingen skiftede ultimo februar 2013 navn og investeringsområde. Afdelingen har ingen Morningstar Kategori™.

Maj Invest **Global Sundhed** gav et i absolut forstand meget tilfredsstillende afkast på 11,4 pct., der var 3,7 procentpoint bedre end udviklingen i sammenligningsindekset. Afdelingen har på grund af sit sammensatte investeringsområde af sundhedsaktier plus miljø- og klimaaktier ingen sammenlignelig Morningstar Kategori™. Morningstar-kategorien for afdelinger, der alene investerer i sundhedsaktier, gav til sammenligning et afkast på 5,9 pct., mens Morningstar-kategorien for afdelinger inden for miljø- og klimaaktier gav et afkast på 11,4 pct. Afdelingen har siden omlægningen til nuværende navn og investeringsområde ultimo februar 2013 givet et afkast på 86,5 pct., mens sammenligningsindekset i samme periode er steget 79,2 pct.

Afkastet på 2,7 pct. i afdeling **Danske Obligationer** er i absolut forstand særdeles tilfredsstillende i et år, hvor den risikofrie rente er tæt på nul. Afdelingens sammenligningsindeks, der kun indeholder danske statsobligationer, gav et afkast på 0,1 pct., og afdelingens Morningstar Kategori™ gav 1,8 pct. Afdelingen har siden lanceringen ultimo 2005 givet et afkast, der er højere end såvel sammenligningsindeks som Morningstar Kategori™.

Afdeling **Globale Obligationer** gav et i absolut forstand beskedent men tilfredsstillende afkast på 0,4 pct., hvilket er højere end sammenligningsindekset, der dog kun indeholder danske statsobligationer. Dette indeks gav et afkast på 0,1 pct., mens afdelingens Morningstar Kategori™ gav -0,3 pct. Afdelingen har siden lanceringen ultimo 2005 givet et afkast, der er højere end såvel sammenligningsindeks som Morningstar Kategori™.

Afdeling **High Income Obligationer** blev lanceret ultimo oktober 2015 og gav i 2017 et afkast på 0,3 pct., hvilket i absolut forstand er tilfredsstillende og væsentligt bedre end såvel afdelingens sammenligningsindeks som afdelingens Morningstar Kategori™, der gav afkast på henholdsvis -3,1 og -4,9 pct. Afdelingens afkast siden start på 7,1 pct. er 4,2 procentpoint lavere end for sammenligningsindekset og 1,5 procentpoint bedre end for Morningstar-kategorien, der er steget henholdsvis 11,4 og 5,8 pct. i samme periode. Valg og tolkning af sammenligningsindeks er nærmere beskrevet side 12.

Den blandede afdeling **Pension** gav et i absolut forstand tilfredsstillende afkast på 2,8 pct., der var 1,7 procentpoint ringere end den sammenlignelige

Morningstar Kategori™. Afdelingen har siden lanceringen i december 2005 givet et merafkast på 62,8 procentpoint i forhold til den sammenlignelige Morningstar Kategori™. Afdelingen har ikke haft et sammenligningsindeks, men får et fra 2018.

Afdeling **Kontra** er vanskeligere at bedømme, idet afdelingen har til formål at give investorerne beskyttelse ved store aktiekursfald og uro på finansmarkederne ved at investere i aktiver, der normalt klarer sig godt, når resten klarer sig skidt. Det betyder omvendt, at man som investor må forvente et afkast på niveau med pengemarkedet, når aktiemarkedene stiger. Både i absolut forstand og i forhold til afdelingens målsætning er et afkast på -4,8 pct. i 2017 isoleret set utilfredsstillende. På grund af afdelingens særlige investeringsområde har andelsklasserne ingen Morningstar Kategori™ eller sammenligningsindeks. Maj Invest Kontra har siden lanceringen i juni 2006 givet et afkast på 70,0 pct. Danske statsobligationer udtrykt ved sammenligningsindekset for Maj Invest Danske Obligationer har i samme periode givet et afkast på 52 pct., mens det globale aktiemarked udtrykt ved MSCI World i samme periode er steget 119 pct. målt i danske kroner.

Afdeling **Makro** gav et afkast på 9,0 pct., hvilket i absolut forstand er særdeles tilfredsstillende. Afdelingen levede i 2017 op til sin målsætning om at give et højere afkast end afdeling Pension, dog med en højere risiko. Afdelingens Morningstar Kategori™ for afdelinger med dynamisk allokering gav et afkast på 4,7 pct. Siden lanceringen har afdelingen givet et merafkast på 30,7 procentpoint i forhold til afdelingens Morningstar Kategori™. Afdelingen har ikke haft et sammenligningsindeks, men får et fra 2018.

Uanset bedømmelserne af afkast for året 2017 bør afkastet i alle afdelinger og andelsklasser bedømmes over en tidshorisont på mindst tre og gerne fem år eller mere. Tre år er den korteste tidshorisont, foreningen anbefaler for alle afdelinger.

Tabellerne på side 9 og 10 viser det samlede afkast i alle afdelinger siden deres respektive startdatoer.

Tabellen side 10 viser, hvordan afdelingerne og andelsklasserne i Maj Invest har klaret sig i forhold til deres Morningstar-kategorier. Foreningens seks oprindelige afdelinger og deres andelsklasser har både siden deres lancering og over de seneste ti år alle klaret sig bedre end deres sammelige Mor-

ningstar Kategori™. Set over fem år har fem af de seks oprindelige afdelinger og deres andelsklasser klaret sig bedre end deres Morningstar Kategori™. Afdeling Emerging Markets blev lanceret i december 2013 og har klaret sig ringere end sin Morningstar Kategori™. Set over et år har fire af foreningens afdelinger og deres andelsklasser klaret sig ringere end deres Morningstar Kategori™, mens seks afdelinger har klaret sig bedre. Uagtet at foreningens afdelinger i gennemsnit har klaret sig meget tilfredsstillende over en årrække, skal den enkelte afdeling bedømmes på egne resultater.

På side 32 til 93 findes årsregnskaber og afdelingsberetninger for de enkelte afdelinger og andelsklasser.

### VALG AF SAMMENLIGNINGSINDEKS

I dette afsnit begrundes valget af sammenligningsindeks for enkelte afdelinger, ligesom det begrundes, hvorfor ikke alle afdelinger har et sammenligningsindeks. Sammenligningsindeks bruges alene til at evaluere resultaterne i de enkelte afdelinger. Maj Invest bruger derimod *ikke* sammenligningsindekset til at styre investeringerne i den enkelte portefølje. Alle afdelinger evalueres også i forhold til deres Morningstar Kategori™, som udtrykker de gennemsnitlige resultater i sammenlignelige produkter.

Afdeling Danske Aktier har sammenligningsindekset OMX Copenhagen CAP GI, der repræsenterer det danske aktiemarked. Indekset er sammensat, så det lever op til 5-10-40-reglen, der regulerer, hvor meget enkelte aktier højst må udgøre i en investeringsforeningsafdeling.

De globale aktieafdelinger Vækstaktier, Value Aktier

og Value Aktier Akkumulerende har det globale aktieindeks MSCI World NR USD (omregnet til danske kroner) som sammenligningsindeks. Afdeling Global Sundhed har samme sammenligningsindeks. Indekset repræsenterer afkastet på det globale aktiemarked og er bredere end afdelingernes investeringsstrategier. Afdelingerne følger fokuserede, aktive investeringsstrategier med henblik på at skabe afkast bedre end sammenligningsindekset for den langsigtede investor.

For afdeling Emerging Markets er det generelle emerging markets-indeks MSCI EM NR USD (omregnet til danske kroner) valgt som sammenligningsindeks. Dette afspejler, at afdelingen har til formål over tid at give et afkast på mindst samme niveau som emerging markets generelt. Afdelingen evalueres ikke i forhold til det globale aktiemarked generelt.

Der eksisterer ikke et indeks, som er en generel branchestandard som sammenligningsindeks for afdelinger med danske obligationer, ligesom der ikke eksisterer brede obligationsindeks, som afspejler både danske statsobligationer, danske realkreditobligationer og danske virksomhedsobligationer.

Afdelingerne Danske Obligationer og Globale Obligationer har Bloomberg SBI 1-10 som sammenligningsindeks. Bloomberg SBI 1-10 er en videreførelse af EFFAS 1-10, der har været afdelingernes sammenligningsindeks siden start. Indekset udtrykker afkastet for danske statsobligationer med en varighed på 4-5 år, hvilket svarer til den 'normale' varighed i de to afdelinger. Det gode sammenligningsindeks for obligationsafdelinger afspejler såvel afdelingernes varighed, valutasammensætning og investeringsuni-

## PROFFESIONEL PORTEFØLJEPLEJE

Maj Invest har indgået aftale med Fondsmæglerselskabet Maj Invest om porteføljerådgivning af alle afdelinger. Investeringsforeningen Maj Invest lægger vægt på kvalitet og kompetence i den rådgivning, der modtages angående investering og pleje af medlemmernes formue.

Professionel porteføljepleje fra et anerkendt fondsmæglerselskab, der har vist gode resultater i en lang årrække, er foreningens vej til at give medlemmerne de bedste muligheder for gode afkast. Der stilles

krav om, at der er tilstrækkelige ressourcer hos porteføljemanagerne og analytikerne til at yde en kvalificeret rådgivning. Disse krav er afspejlet i aftalen om porteføljerådgivning, hvor honoraret er fastsat på markedskonforme vilkår.

På side 100 vises en oversigt over satserne i Maj Invests væsentligste aftaler, herunder aftaler om porteføljerådgivning og formidlingsprovision. Sidstnævnte er også beskrevet i afsnittet Basis- og specialafdelinger side 17.

verset, der omfatter stats-, realkredit- og kreditobligationer. For nærværende har man ikke været i stand til at finde et ideelt sammenligningsindeks. Bestyrelsen har i 2017 vurderet en række alternative sammenligningsindeks og fundet, at det valgte indeks er det mest retvisende, og at kontinuitet vægter højt, når der ikke er kvalitative forbedringer.

Maj Invest High Income Obligationer har i 2017 haft Merrill Lynch Global High Yield som sammenligningsindeks. Indekset afspejler til dels afdelingens investeringer i kreditobligationer, mens afdelingens beholdning af emerging markets-obligationer ikke indgår. Derfor har bestyrelsen besluttet at ændre afdelingens sammenligningsindeks til et sammensat indeks, der i højere grad afspejler afdelingens investeringer. Det nye indeks har virkning fra 1. januar 2018. Indekset består af 30 pct. Barclays Global Aggregate Corporate Index, 30 pct. Barclays Global High Yield Corporate Euro Hedged Index og 40 pct. EM Local Currency Government 10% Country Capped Index.

For afdelingerne Pension og Makro har bestyrelsen besluttet at indføre sammenligningsindeks fra 1. januar 2018. Begge afdelinger får indeks, der er sammensat af de valgte indeks for henholdsvis de globale aktieafdelinger og afdeling Globale Obligationer. Vægtene i indeks udtrykker de neutrale aktieandele i de to afdelinger. For afdeling Pension består det valgte sammenligningsindeks af 35 pct. MSCI World NR USD (omregnet til DKK) og 65 pct. Bloomberg SBI 1-10. For afdeling Makro består det valgte sammenligningsindeks af 50 pct. MSCI World NR USD (omregnet til DKK) og 50 pct. Bloomberg SBI 1-10.

Alle sammensatte indeks rebalanceres månedligt. For afdeling Kontra er det på grund af afdelingens særlige investeringsområde ikke muligt at finde et relevant sammenligningsindeks.

Bortset fra ovenstående ændringer har foreningens afdelinger haft uændrede sammenligningsindeks siden den enkelte afdelings lancering.

#### UDBYTTE I KR. PR. INVESTERINGSBEVIS AF NOMINEL VÆRDI PÅ 100 KR.

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
Danske Aktier W	15,00	1,75	0,00	0,00	0,00	1,50	7,80	18,30	39,10	26,80	25,60
Vækstaktier	7,25	2,25	1,50	1,00	2,00	9,00	8,90	11,10	7,90	6,10	25,80
Vækstaktier W	7,25	2,25	1,50	1,00	2,00	9,00	8,90	11,10	7,90	6,10	26,10
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 W	1,50	1,75	0,00	1,25	1,00	11,25	7,20	11,20	32,80	9,90	12,20
Value Aktier Akk.											
Value Aktier Akk. W											
Emerging Markets	-	-	-	-	-	-	-	0,70	0,00	0,00	20,70
Emerging Markets W	-	-	-	-	-	-	-	0,70	0,00	0,00	21,20
Global Sundhed	-	-	0,00	2,50	2,25	1,50	7,90	1,90	27,90	1,50	22,30
Global Sundhed W	-	-	0,00	2,50	2,25	1,50	7,90	1,90	27,90	1,50	22,90
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											
Kontra W											
Makro											

Tabellen viser de udbytter, som Maj Invests bestyrelse indstiller til generalforsamlingens godkendelse. Udbytter for regnskabsåret 2017 udbetales efter generalforsamlingen den 25. april 2018. Dog har tolv afdelinger/andelsklasser udbetalt udbyttet aconto i januar 2018. Udbyttet angives i kroner pr. investeringsbevis af nominal værdi på 100 kr. Et udbytte på 4,00 kr. betyder, at investor modtager 4 kr. i udbytte pr. investeringsbevis i den pågældende afdeling og svarer til en udbytteprocent på 4,00.

**UDBYTTER**

Årets samlede regnskabsmæssige resultat for alle afdelinger blev på 954 mio. kr., og formuen udgjorde ved årets udgang 22.375 mio. kr. Ved udgangen af 2017 kunne udbyttebetalingen estimeres til 1.238 mio. kr. Omfanget af emissioner og indløsninger frem til udbetalingsdagen har betydning for den samlede udbyttebetaling.

Ni afdelinger med tilhørende andelsklasser i Maj Invest er udbyttebetalende, mens afdelingerne Value Aktier Akkumulerende, Makro og Kontra er akkumulerende og derfor ikke udbetaler udbytte.

Der er ikke en direkte sammenhæng mellem det regnskabsmæssige afkast i en afdeling og det udbytte, som afdelingen udlodder. Det skyldes, at det alene er de realiserede skattemæssige gevinster og tab, der skal udloddes. Den del af årets afkast, der ikke udloddes som udbytte, får investor i form af kursstigninger. På side 95 er reglerne for udlodning af udbytte beskrevet mere detaljeret.

Investor skal være opmærksom på, at man selv skal geninvestere udbyttet i afdelingen, såfremt man ønsker, at pengene fortsat skal være investeret. Foreningen tilbyder automatisk geninvestering af udbytter. Medlemmer, der ønsker at gøre brug af dette, skal kontakte eget pengeinstitut.

Udbytterne for afdelingerne Danske Obligationer og

Pension udbetales efter foreningens ordinære generalforsamling 25. april 2018. De øvrige udloddende afdelinger og andelsklasser har udbetalt udbytte aconto med valør 25. januar 2018. Acontoudbytterne er reviderede og udgør det fulde udbytte for 2017.

Bemærk, at kurserne på investeringsbeviserne falder svarende til udbyttets størrelse på udbyttedagen.

**FORMUE 22 MIA. KR.**

Investeringsforeningen Maj Invest opnåede fremgang i såvel formue som medlemstal i 2017. Foreningens samlede formue steg i 2017 efter udbetalt udbytte med 3,4 mia. kr. til 22,4 mia. kr. Stigningen er et resultat af et særdeles tilfredsstillende nettosalg af investeringsbeviser til nye og eksisterende medlemmer, kursgevinster og -fald i de enkelte afdelinger og fragåede udbytter til medlemmerne i januar og april 2017, som ikke i fuldt omfang er blevet geninvesteret i foreningens afdelinger.

Formuestigningen svarer til en vækst på 18 pct., hvilket er bedre end væksten i det samlede investeringsforeningsmarked. Markedet for investeringsforeninger rettet mod detailkunder voksede med 11 pct. i 2017.

Det er meget positivt, at foreningen fortsat har nydt eksisterende og nye medlemmers tillid igennem 2017, så foreningen har en væsentligt større formue ved udgangen af 2017. Det tages som udtryk for, at

<b>FORMUE I MIO. KR. ULTIMO ÅRET DE SENESTE 5 ÅR</b>						<b>Ændring 2017</b>
<b>For afdelinger med flere andelsklasser (KL) er vist den samlede formue.</b>						
	2013	2014	2015	2016	2017	
Danske Aktier KL	279	307	368	340	383	+43
Vækstaktier KL	922	866	885	744	767	+23
Value Aktier KL	3.860	5.320	7.270	9.243	10.373	+1.131
Value Aktier Akk. KL <sup>1)</sup>	-	-	1.564	2.251	2.796	+545
Emerging Markets KL <sup>2)</sup>	187	499	413	482	514	+33
Global Sundhed KL	200	334	584	612	447	-165
Danske Obligationer	472	552	553	698	1.141	+443
Globale Obligationer	631	868	1.131	1.454	1.855	+402
High Income Obl. <sup>3)</sup>	-	-	217	422	651	+229
Pension	546	651	781	850	895	+45
Kontra KL	763	609	662	1.630	2.178	+549
Makro <sup>4)</sup>	189	211	291	287	374	+87
<b>Maj Invest i alt</b>	<b>8.415</b>	<b>10.364</b>	<b>14.719</b>	<b>19.013</b>	<b>22.375</b>	<b>+3.362</b>

Noter: Totalen indeholder afdeling Europa Aktier, der blev fusioneret ind i afdeling Value Aktier juni 2015.

foreningen vinder stadig stærkere rod fæste på det danske marked.

Som det fremgår af tabellen, er der stor forskel på udviklingen i de enkelte afdelinger. Formuen er faldet i afdeling Global Sundhed KL, hvor en distributør valgte at omlægge til Value Aktier i stedet. I de øvrige afdelinger er formuen steget i 2017 efter udbetaling af udbytter som følge af en kombination af nettosalg og afkast.

Særligt er formuen vokset i Value-afdelingerne og afdelingerne Kontra KL, Danske Obligationer og Globale Obligationer. Tilsammen er formuen i de to Value-afdelinger vokset med 1,7 mia. kr. efter udbetaling af udbytter som følge af afkast og en meget tilfredsstillende tilgang af nye penge. Afdeling Kontra KL og obligationsafdelingerne er primært vokset som følge af nettosalg.

#### MEDLEMMERNE VÆLGER LAVERE RISIKO

Maj Invest Value Aktier KL er fortsat foreningens mest populære afdeling, hvad angår både formue og medlemstal. I 2017 tiltrak afdelingens to andelsklasser i alt 5.628 nye medlemmer, hvoraf en del modsvares af et tilsvarende fald i andelsklasserne under afdeling Global Sundhed KL. Hertil kommer, at søstersafdelingen Maj Invest Value Aktier Akkumulerende KL har fået 808 nye medlemmer i de to andelsklasser. Væksten skyldes en kombination af øget interesse hos distributørerne og medlemmerne.

Andelsklasserne under Maj Invest Kontra KL tiltrak i alt 1.003 nye medlemmer, hvilket tages som udtryk for, at stadig flere medlemmer finder det relevant at få del i den udvidede risikospredning, som Kontra tilbyder.

Trods lave renter i Europa fandt flere medlemmer det hensigtsmæssigt at investere i mere sikre aktiver end aktier. Afdelingerne Globale Obligationer og Danske Obligationer fik henholdsvis 704 og 533 nye medlemmer. Målt på medlemstal er væksten således især sket i afdelinger, der kan nedbringe risikoen i en samlet portefølje.

Aktieafdelingerne havde set kun mindre forskydninger i medlemstallet gennem 2017.

Samlet set steg medlemstallet i Maj Invest med 1.979 medlemmer i 2017, hvilket er meget tilfredsstillende og vidner om stor interesse fra såvel medlemmer som distributørkredsen. Bemærk, at medlemstallene i tabellen summer til mere end foreningens samlede medlemstal, da medlemmerne ved årets udgang var medlem af 1,4 afdelinger i gennemsnit.

#### OMKOSTNINGER OG ÅOP

Administrationsomkostningerne var i 2017 inden for bestyrelsens interne målsætninger, og niveauet anses for både konkurrencedygtigt og rimeligt i forhold til foreningens kvalitets- og serviceniveau. Afdelingernes handelsomkostninger i forbindelse med

ANTAL MEDLEMMER ULTIMO ÅRET DE SENESTE 5 ÅR						Ændring 2017
For afdelinger med flere andelsklasser (KL) er vist summen af medlemmer i andelsklasserne.						
	2013	2014	2015	2016	2017	
Danske Aktier KL	1.737	1.597	1.687	1.718	2.121	+403
Vækstaktier KL	5.799	5.881	3.977	4.044	4.362	+318
Value Aktier KL	10.130	10.954	16.629	18.320	23.948	+5.628
Value Aktier Akk. KL <sup>1)</sup>	-	-	315	1.133	1.941	+808
Emerging Markets KL <sup>2)</sup> *	111	3.683	1.849	1.775	1.837	+62
Global Sundhed KL <sup>3)</sup> *	3.982	5.298	6.862	7.194	1.646	-5.548
Danske Obligationer	1.563	1.815	1.848	2.142	2.675	+533
Globale Obligationer	2.085	2.463	3.393	3.924	4.628	+704
High Income Obl. <sup>4)</sup>	-	-	242	1.021	1.383	+362
Pension	2.338	2.505	2.788	2.883	3.067	+184
Kontra KL	3.565	1.997	2.081	3.975	4.978	+1.003
Makro <sup>5)</sup>	883	807	867	924	1.206	+282
Maj Invest i alt	24.422	28.886	31.775	35.774	37.753	+1.979

Noter: Totalen indeholder afdeling Europa Aktier, der blev fusioneret ind i afdeling Value Aktier juni 2015.

## OMKOSTNINGER

Omkostningerne for investor ved at vælge Maj Invest er på niveau med eller lavere end det typiske niveau i branchen. Det typiske niveau er målt ved medianen for den tilsvarende kategori i Finans Danmarks statistikker. Maj Invest Kontra har et særligt investeringsområde og kan derfor ikke sammenlignes med de øvrige afdelinger i statistikken.

Tabellen viser det forventede ÅOP for 2018. Foreningen er i juni 2017 opdelt i andelsklasser som beskrevet side 18 som følge af ny regulering. Opdelingen har ført til markant lavere omkostninger for foreningen som helhed, men har påvirket de enkelte afdelinger og andelsklasser forskelligt. Omkostningsprocenterne i regnskaberne for de enkelte andelsklasser bagest i rapporten viser omkostningerne for hele ka-

lenderåret 2017. Omkostningsprocenterne i regnskabet er derfor ikke repræsentative for det fremadrettede omkostningsniveau i de enkelte andelsklasser.

Administrationsomkostninger er et af flere elementer i ÅOP. I boksen på side 18 er sammenhængen mellem administrationsomkostninger og ÅOP forklaret. ÅOP er de samlede omkostninger for en investor med en investeringshorisont på syv år.

### Unoterede andelsklasser

Omkostninger i børsnoterede og unoterede andelsklasser er ikke nødvendigvis sammenlignelige, da investorer i unoterede andelsklasser må forvente rådgivningsomkostninger til investors egen bank.

	ÅOP 2018		Administrationsomkostninger 2018	
	Estimat	Branchemedian*	Estimat	Branchemedian*
<b>Børsnoterede afdelinger og andelsklasser</b>				
Danske Aktier	1,31	1,63	1,14	1,43
Vækstaktier	1,39	1,73	1,21	1,59
Value Aktier	1,65	1,73	1,45	1,59
Value Aktier Akkumulerende	1,69	1,73	1,47	1,59
Emerging Markets	2,21	2,22	1,45	1,74
Global Sundhed	1,58	1,73	1,38	1,59
Danske Obligationer	0,27	0,55	0,25	0,51
Globale Obligationer	0,42	1,05	0,38	0,90
High Income Obligationer	0,75	0,85	0,69	0,80
Pension	0,64	1,35	0,54	1,23
Kontra	1,57	1,35	1,49	1,23
Makro	0,91	1,35	0,75	1,23
<b>Unoterede andelsklasser</b>				
Danske Aktier W	0,90	1,09	0,73	0,90
Vækstaktier W	1,00	1,06	0,82	0,92
Value Aktier W	0,99	1,06	0,79	0,92
Value Aktier Akkumulerende W	1,00	1,06	0,78	0,92
Emerging Markets W	1,58	1,44	0,82	1,08
Global Sundhed W	1,08	1,06	0,88	0,92
Kontra W	0,90	1,00	0,82	0,92

Noter: \*Branchens median for sammenlignelige afdelinger er opgjort den 19. februar 2018 af Finans Danmark.



køb og salg af værdipapirer var også på et tilfredsstillende niveau. Disse handelsomkostninger fragår afkastet og betales af medlemmerne.

Foreningen er i juni 2017 opdelt i andelsklasser som beskrevet side 18 som følge af ny regulering. Opdelingen har ført til lavere omkostninger for foreningen som helhed, men har påvirket de enkelte afdelinger og andelsklasser forskelligt. Omkostningsprocenterne i regnskaberne for de enkelte andelsklasser bagest i rapporten viser omkostningerne for hele kalenderåret 2017. Omkostningsprocenterne i regnskabet er derfor ikke repræsentative for det fremadrettede omkostningsniveau i de enkelte andelsklasser. Estimerede omkostningsprocenter for 2018 fremgår af tabellen side 16. Estimererne er lavet ud fra antagelser om blandt andet udviklingen i formuen og distributørkredsen, som kan ændre sig. Seneste estimerer for omkostningsprocenter fremgår af dokumenterne Central Investorinformation, der kan findes her [majinvest.dk/ci](http://majinvest.dk/ci).

Bortset fra afdeling Kontra, der grundet sit særlige investeringsområde vanskeligt kan sammenlignes med andre afdelinger, har samtlige børsnoterede afdelinger og andelsklasser lavere estimerede administrationsomkostninger for 2018 end det typiske niveau i branchen.

For at gøre det lettere for investorerne at sammenligne omkostningerne i forskellige investeringsforeningsafdelinger har Finans Danmark, tidligere Investeringsfondsbranchen, i samarbejde med myndigheder og centrale interessenter udarbejdet nøgletallet Årlige Omkostninger i Procent, forkortet til ÅOP. ÅOP for afdelingerne i Maj Invest er tilgængelige på både [www.majinvest.dk](http://www.majinvest.dk) og på Finans Danmarks hjemmeside, [www.investering.dk](http://www.investering.dk).

Tabellen side 16 viser det forventede ÅOP for 2018 i de enkelte afdelinger og andelsklasser. Tallene viser, at omkostningerne for investor ved at vælge Maj Invest er på niveau med eller lavere end det typiske niveau i branchen generelt. Det typiske niveau er målt ved medianen for den tilsvarende kategori i IFB's statistikker. Maj Invest Kontra har et særligt investeringsområde og kan derfor ikke sammenlignes med de øvrige afdelinger i statistikken.

Ved bedømmelsen af omkostninger for unoterede andelsklasser, skal der tages højde for, at disse omkostninger skal betragtes som en 'engros-pris', da

investor også vil have rådgivningsomkostninger direkte til depotbanken ved investering i disse afdelinger. Læs mere om opdelingen i andelsklasser side 18.

Basisafdelingerne Danske Obligationer, Globale Obligationer, High Income Obligationer, Pension og Makro er alle væsentligt billigere end branchen generelt og blandt de billigste i deres kategori blandt de afdelinger, der frit tilbydes privatkunder.

### BASIS- OG SPECIALAFDELINGER

Afdelingerne i Maj Invest er delt i to grupper. Obliga-tionsafdelingerne og de blandede afdelinger Pension og Makro er basisafdelinger, mens aktieafdelingerne og afdeling Kontra er specialafdelinger.

Basisafdelingerne er kendetegnet ved, at investor typisk har mindre behov for rådgivning, mens det er bestyrelsens vurdering, at de fleste investorer i specialafdelingerne med fordel kan gøre brug af rådgivning fra tid til anden. Derfor sælges disse afdelinger med rådgivning. Det betyder, at specialafdelingerne fås i to udgaver:

- En børsnoteret andelsklasse med provision til distributører, der kan købes af private og professionelle investorer gennem alle danske banker.

- En unoteret andelsklasse uden provision, der er et 'engrosprodukt', som kan købes af distributionsbanker, til brug i bankernes fuldmagtsaftaler. Den unoterede andelsklasse kan også købes af professionelle kunder i Fondsmæglerselskabet Maj Invest. Vilkår fremgår af afdelingernes prospekter.

Formidlingsprovisionen udgør **typisk** årligt 0,75 pct. og er distributørernes betaling for blandt andet at rådgive kunderne om risiko, skat og andre individuelle forhold i forbindelse med investering. Foreningen opfordrer medlemmerne til at søge rådgivning om disse forhold og gøre brug af den rådgivning, foreningen stiller til rådighed gennem samarbejdsbankerne.

Maj Invest havde ved udgangen af 2017 34 distributionsbanker. Listen over distributionsbanker fremgår af foreningens hjemmeside og på side 105. Aftalerne er nærmere beskrevet side 99.

### OPDELING I ANDELSKLASSER: NY REGULERING ÆNDRERE FORENINGEN I 2017

Investeringsforeninger er omfattet af en række love og regler, der skal sikre investorerne. I sommeren 2017 trådte nye regler i kraft, der blandt andet har til formål at gøre den enkelte investor bevidst om, hvilke provisioner investors bank modtager.

For investorer, der selv handler investeringsbeviser, vil den nye regulering have mindre direkte betydning.

For investorer, der har overladt beslutningen om køb af Maj Invest-beviser til deres bank (fuldmagtskunder), betyder den nye regulering, at den formidlingsprovision, investeringsforeningen tidligere har betalt til banken for bl.a. at rådgive kunden, bortfalder. I stedet skal den enkelte investor betale banken direkte for de modtagne rådgivningsydelser. For at foreningen kan rumme dette, stillede bestyrelsen på den ordinære generalforsamling forslag om at indføre andelsklasser i specialafdelingerne. Forslaget blev vedtaget.

Det betyder, at specialafdelingerne siden midten af juni måned har været opdelt i andelsklasser. Strukturen er, at moderafdelingen har fået tilføjet KL til navnet (eksempel: Maj Invest Danske Aktier KL), mens den børsnoterede andelsklasse har beholdt det hidtidige navn (eksempel: Maj Invest Danske Aktier). Den unoterede andelsklasse har fået tilføjet et W til navnet (eksempel: Maj Invest Danske Aktier W). De to andelsklasser er eneste investorer i moderafdelingen. Ændringerne har ikke haft skattemæssige konsekvenser for investorerne.

Ved udgangen af 2017 trådte en række andre regler i kraft, som har mindre direkte betydning for medlemmerne. Den nye regulering omfatter alle EU-lande og kendes som MiFID II-direktivet.

### AFDELING GLOBALE AKTIER OMLAGT TIL MAJ INVEST VÆKSTAKTIER

Afdeling Maj Invest Globale Aktier blev lanceret i december 2005 som en af foreningens oprindelige afdelinger. I 2017 har afdelingen fået indsnævret sit investeringsområde og fået en mere klar profil. Afdelingen har derfor ændret navn til Maj Invest Vækstaktier og omlagt porteføljen pr. 13. juni 2017.

Ændringen er sket for at styrke afkastforudsætningerne og kunne rummes indenfor afdelingens eksisterende rammer. Navneskiftet er sket for at sikre

en præcis varedeklaration. Afdelingen vil fortsat investere globalt.

Fokus i den nye strategi vil i højere grad være på selskabernes muligheder for at skabe øget indtjening fremover og udsvingene i afkast kan blive større. Dels vil der være færre selskaber i porteføljen, dels er udsvingene i vækstselskaber generelt større, da man investerer i forventning om fremtidig vækst, som kan have svingende udsigter.

### BRUG HOTLINE

For at sikre, at alle medlemmer uanset bankforbindelse har adgang til at få svar på spørgsmål om Investeringsforeningen Maj Invest, oprettede foreningen i sommeren 2016 en hotlinefunktion.

Foreningen kan ikke tilbyde rådgivning, men hotlinefunktionen hjælper gerne med mere information og viden om de enkelte afdelinger. Hotlinefunktionen er bemandet af erfarne investeringsmedarbejdere og åbner alle hverdage klokken 9. Foreningens Hotline kan kontaktes på 33 38 73 33.

### EFTERFØLGENDE BEGIVENHEDER

Der er efter balancedagen ikke indtruffet andre hændelser, som vurderes at have væsentlig indflydelse på bedømmelsen af årsrapporten for 2017.



Ønsker du mere information?  
Bestil Kvartalsnyt på  
[www.majinvest.dk/bestil](http://www.majinvest.dk/bestil)

## MINIMÉR DINE OMKOSTNINGER

Omkostningerne i de danske investeringsforeninger har været i fokus i pressen. Det er positivt, og Maj Invest opfordrer til altid at sammenligne omkostninger, inden der foretages en investering. Omkostningerne i Maj Invest hører til den billigste halvdel af sammenlignelige afdelinger i Danmark.

Som investor kan man minimere sine omkostninger ved at vælge få brede afdelinger og undgå hyppige omlægninger. De fleste investorer kan med fordel følge køb-og-behold-strategien.

Nøgletallet ÅOP giver den langsigtede investor et godt billede af de samlede omkostninger ved at investere over en syvårig periode og kan sammenlignes med ÅOP i andre investeringsforeninger.

### ÅOP - ÅRLIGE OMKOSTNINGER I PROCENT

Nøgletallet ÅOP omfatter følgende omkostninger:

1) Investors omkostninger ved at købe og sælge investeringsbeviser i form af maksimale emissionstilæg og indløsningsfradrag. Kurtage til pengeinstituttet er individuel og indgår ikke. Det forudsættes, at investor betaler de maksimale omkostninger ved at købe og sælge én gang i løbet af syv år. De reelle købs- og salgsomkostninger kan være lavere.

2) Afdelingens årlige administrationsomkostninger.

3) Afdelingens omkostninger ved køb og salg af værdipapirer til afdelingens portefølje. Omkostningerne fragår afkastet og estimeres for det kommende år.

ÅOP-beregningen forudsætter, at investor beholder sin investering i syv år. Er perioden kortere end syv år, vil investors omkostninger være højere, end ÅOP angiver, er perioden længere, vil investors omkostninger være lavere, end ÅOP angiver. Maj Invest anbefaler, at investors investeringshorisont er mindst tre år og gerne længere.

### KØB-OG-BEHOLD

Du kan minimere dine omkostninger ved at undgå at købe og sælge ofte. Hvis du ønsker at ændre fordelingen i din portefølje, kan du overveje, om det kan gøres i takt med, at du placerer nye investeringer. Omlægninger bør aldrig ske uden at tage højde for skat og omkostninger.

Køb-og-behold er en effektiv investeringsstrategi for de fleste investorer. Filosofien bygger på, at det for investor er meget svært at ramme de optimale tidspunkter for køb og salg. Den almindelige investor vil derfor alt for ofte gå glip af en stigning eller tage et for stort tab, da han eller hun typisk køber eller sælger for sent. Høj handelsaktivitet kan derfor let føre til høje handelsomkostninger uden at give højere afkast på investeringerne.

Køb-og-behold-strategien går derfor i al sin enkelhed ud på at placere sine nye investeringer omhyggeligt efter sin risikoprofil og derefter beholde dem, til pengene en dag skal bruges.

# FINANSMARKEDERNE

## UDVIKLINGEN I 2017 OG UDSIGTER FOR 2018

**USA:** Holdbarheden af det økonomiske opsving i USA har overrasket mange iagttagere, og den fortsatte fremgang gennem 2017 fik i stigende grad investorerne til at fæste lid til forestillingen om et nyt *Goldilocks*-scenarie med stabil vækst og vedvarende lav inflation. En sådan "blød landing" for amerikansk økonomi er da også efter Maj Invests vurdering et plausibelt scenarie.

En økonomisk ekspansion er typisk et resultat af en underliggende krediteksponering, og den fortsatte fremgang gennem 2017 er således et spejlbillede af en fortsat fremgang i kreditskabelsen. Krediteksponeringen i USA nærmer sig dog efter vores vurdering efterhånden et normalt, konjunkturtopniveau, og den vil derfor formodentlig begynde at miste tempo.

Til gengæld har opstramningen af pengepolitikken været særdeles behersket sammenlignet med tidligere episoder. Det betyder, at opbremsningen i den kreditfinansierede efterspørgsel derfor også må forventes at ske gradvist og behersket, og dermed er der tilsyneladende udsigt til en blød landing for amerikansk økonomi i 2018. Samtidig er det lykkedes præsident Trump at få vedtaget ret betydelige skattelettelser, som dog i vidt omfang er rettet mod selskabsskatten. Efter vores vurdering vil den primære

effekt være højere aktiekurser, mens effekten på den økonomiske vækst vil være ret behersket.

**Europa:** Europa oplevede en fornyet kreditkontraktion i forbindelse med statsgældskrisen i 2011-12, og krediteksponeringen efter finanskrisen startede derfor først for alvor i 2014. Det økonomiske opsving i Europa er således omkring 3-4 år forsinket i forhold til USA, men har nu definitivt etableret sig (hvilket efterhånden også er anerkendt af investorerne). I Europa er gældsætningen endnu langt fra nået op på et normalt højkonjunkturniveau, og konjunkturopgangen kan derfor potentielt fortsætte flere år fremover.

**Kina:** Gældsætningen i Kina har efterhånden nået ekstreme niveauer, og myndighederne har i flere år ønsket at bringe udviklingen under kontrol. Hensynet til fortsat økonomisk fremgang har imidlertid vejet tungere, og det vil formodentlig også være tilfældet fremover.

Samlet deler vi således langt hen ad vejen markedets tro på fortsat fremgang i den globale konjunktur gennem 2018.

### GLOBAL INDUSTRIKONJUNKTUR

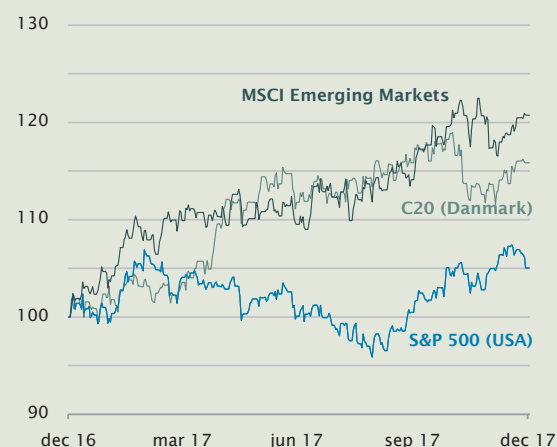
Markedet overser dog også efter vores opfattelse et vigtigt forhold i udviklingen gennem 2017. Det centrale element i globaliseringen var etableringen af en global supply chain, og den betyder, at industrikonjunktoren nu langt hen ad vejen er en fælles, global konjunktur. Den er samtidig på kort sigt domineret af udsving i lagerinvesteringerne, hvilket periodevist maskerer den underliggende udvikling i global økonomi.

Eksempelvis var det således et omsving i lagerinvesteringerne, der lå bag opbremsningen i industrikonjunktoren i slutningen af 2015 og starten af 2016, hvor mange investorer fejlagtigt troede, at global økonomi var på vej i recession.

Når vi aktuelt oplever solid fremgang i industrikonjunktoren, hænger det efter vores opfattelse også sammen med, at der nu atter foregår en betydelig opbygning af lagre. Dermed er der lagt op til en periode med markant skuffende konjunkturindikatorer,

Det amerikanske S&P 500-indeks steg i 2017 19,4 pct., hvilket dog på grund af en styrket euro kun modsvarede en stigning på 4,9 pct. i danske kroner.

Indeks målt i kroner



når lageropbygningen, formentlig i starten af 2018, er afsluttet. Med udflytningen af store dele af industriproduktionen til emerging markets er det især denne region, der lige nu nyder godt af den stærke industrikonjunktur. Det er så til gengæld også den mest udsatte region, når konjunkturindikatorerne begynder at skuffe.

Ved begyndelsen af 2017 var markederne fortsat præget af manglende tillid til holdbarheden af det økonomiske opsving i Europa, og i forhold til valuta var investorerne tilsyneladende placeret ud fra forventninger om en svagere euro. Euroen styrkedes derfor i takt med den voksende tro på opsvinget, og over for den amerikanske dollar endte den året 14,1 pct. over kursniveauet ved udgangen af 2016.

#### FINANSMARKEDERNE 2017

Med baggrund i den voksende tro på fortsat økonomisk fremgang var de globale aktiemarkeder præget af fremgang i 2017. Det amerikanske S&P 500-indeks steg forholdsvis jævnt året igennem og sluttede 19,4 pct. over niveauet fra udgangen af 2016, hvilket dog på grund af en styrket euro kun modsvarede en stigning på 4,9 pct. i danske kroner. Det tyske DAX-indeks endte med en stigning på 12,5 pct., mens de såkaldte emerging markets-aktier havde et godt år, og Morgan Stanleys EM-indeks steg med 34,3 pct. (18,0 pct. i danske kroner). Det danske C20-indeks steg 15,9 pct.

Med fortsat lav inflation var udviklingen på rentemarkederne præget af relativt små udsving, og den amerikanske 10-årige statsrente sluttede således året på 2,41 pct., 0,04 procentpoint under niveauet ved udgangen af 2016. De tilsvarende renter i Tyskland og Danmark sluttede på henholdsvis 0,43 pct. og 0,48 pct., henholdsvis 0,22 procentpoint og 0,15 procentpoint over niveauerne fra ultimo 2016. Rentespændet mellem Tyskland og Spanien faldt 0,04 procentpoint til 1,14 procentpoint, og det italienske rentespænd til Tyskland faldt 0,02 procentpoint til 1,59 procentpoint.

#### UDSIGTERNE FOR FINANSMARKEDERNE I 2018

Europæiske virksomheder har generelt oplevet kraftig indtjeningsfremgang i kølvandet på det økonomiske opsving, og baseret på konsensusforventningerne undervurderer investorerne efter vores opfattelse mulighederne for at fastholde og udbygge denne indtjeningsfremgang. Modsat opfatter investorerne tilsyneladende den aktuelt meget robuste fremgang i

industrikonjunktoren som holdbar, og dermed overvurderer de efter vores opfattelse mulighederne for at accelerere indtjeningen i USA og emerging markets.

Maj Invest opfatter generelt aktiemarkedet som sårbart over for et stemningsskift, når den igangværende lageropbygning slutter, og konjunkturindikatorerne derfor i en periode skuffer. I givet fald vil fortsat indtjeningsfremgang i USA og Europa, i USA primært som følge af lettelserne i selskabsskatten, dog efter vores vurdering på lidt længere sigt kunne bringe aktiemarkederne tilbage på sporet. Det forekommer mere usikkert, om det samme gælder for emerging markets. For 2018 ventes generelt større kursudsving end i 2017.

Centralbankerne har siden finanskrisen skabt en helt ekstraordinært stor mængde likviditet og til ekstremt lave renter. Nu frygter især Fed, at det kan skabe grundlag for bobler på finansmarkederne. De vil derfor gerne hæve renten og mindske likviditeten. De er dog også stadig bange for deflation og vil gerne se inflationen stige lidt først. Den lave inflation skyldes ikke mindst kraftigt voksende e-handel, der presser detailhandelsmarginerne ned. Feds ønske om at hæve styringsrenten vil derfor sandsynligvis fortsat blive eksekveret i et særdeles afdæmpet tempo. Efter Maj Invests vurdering svarer det aktuelle niveau for den amerikanske 10-års rente på ca. 3 pct. udemærket til disse udsigter for pengepolitikken.

Niveauet for de lange renter i Europa er presset ned af ECB's opkøbsprogrammer, omend der har været en stigende trend for tyske renter i 2017. Mod slutningen af 2018, i takt med at opkøbsprogrammerne formodentlig gradvist afvikles, stiger risikoen for et løft i europæiske renter. Det kan i givet fald også få en vis afledt effekt på renterne i USA.

#### UDSAGN OM FORVENTNINGERNE

*De udsagn om fremtiden, som er indeholdt i denne årsrapport, afspejler ledelsens forventninger til fremtidige begivenheder og økonomiske resultater samt konjunkturerne i verdensøkonomien og på finansmarkederne på tidspunktet for offentliggørelsen af årsrapporten i marts 2018. Denne type forventninger er i sagens natur forbundet med stor usikkerhed.*

# AFKAST OG RISIKOPROFILER

På foreningens hjemmeside findes information og opsparingsprofiler, der kan virke som en støtte for privatkunder, og som omfatter generelle råd om investeringshorisont og risikoprofiler.

Afkastet for de enkelte afdelinger forventes over en periode på tre til fem år at ligge som illustreret på figuren nedenfor. Det absolutte afkast skal vurderes i forhold til renteniveauet og inflationen i samfundet. "Middel afkast" svarer til et gennemsnitligt årligt afkast på 2-4 pct. over inflationen. Inflationen, målt som stigningen i det generelle forbrugerprisindeks, var i 2017 på 1,1 pct.

Ud fra historiske data vurderes "lav risiko" at svare til, at tab forekommer i et eller to år ud af en tiårig periode, men historiske data kan ikke nødvendigvis anvendes som grundlag for at vurdere risikoen i et fremtidigt marked.

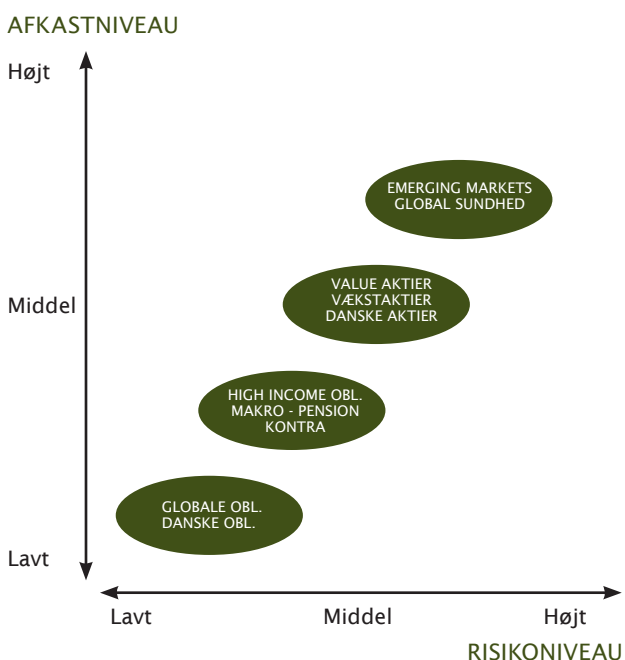
På figuren er afdelingerne grupperet i nogle risikogrupper. Dette er ikke udtryk for, at afdelingerne i samme gruppe nødvendigvis påvirkes af de samme risikofaktorer. Investeringsstrategierne i afdelingerne er forskellige, og derfor kan der i det enkelte år være betydelige forskelle på udvikling og afkast i afdelingerne. Risiko- og afkastprofil skal vurderes over en årrække.

Figuren viser foreningens egen risikovurdering. Opmærksomheden henledes på, at informationsudbydere som f.eks. Morningstar og Investeringsfundsbranchen kan anvende en anden risikoklassificering af afdelingerne. Under de enkelte afdelinger i årsrapporten anvendes den EU-standardiserede risikoindikator.

Som illustration af, hvad risiko i afdelingerne kan betyde, henvises til tabellen side 9 med historiske afkast for kalenderårene 2006 til 2017. Resultaterne i 2008 er et eksempel på, hvad en meget omfattende global økonomisk krise kan komme til at betyde for investors investering. Kommende kriser i nær eller fjern fremtid vil ikke nødvendigvis følge samme mønster.

## RISIKOFAKTORER I AFDELINGERNE OG DERES ANDELSKLASSER

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



### SKALA FOR AFKAST

Investorer du med middel risiko, kan du som tommelfingerregel forvente et gennemsnitligt årligt afkast på 2-4 pct. over prisudviklingen - dog med betydelige udsving fra år til år.

### SKALA FOR RISIKO

Historisk har lav risiko svaret til 1 eller 2 år med negativt afkast i en periode på 10 år. Historiske data er dog ingen garanti for den fremtidige udvikling.

Risikoen ved at investere via en investeringsforening kan overordnet knytte sig til fire elementer:

- investors eget valg af afdelinger
- investeringsmarkederne
- investeringsbeslutningerne
- driften af foreningen

### RISICI KNYTTET TIL INVESTORS VALG AF AFDELINGER

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

Investeringsprofilen skal blandt andet tage højde for, hvilken risiko investor ønsker at løbe med sin investering, og hvor lang tidshorizonten for investeringen er, ligesom den skal tage højde for individuelle forhold som skat og investors øvrige økonomiske forhold. Ønsker investor f.eks. en meget stabil udvikling i sine Maj Invest-beviser, bør man som udgangspunkt ikke investere i afdelingerne med høj risiko (altså afdelinger, der er markeret med 6 eller 7 på risikoindikatoren). Hvis man investerer over en kortere tidshorizont, er aktieafdelingerne for de fleste investorer sjældent velegnede i større omfang.

Af den enkelte afdelings regnskab fremgår dens risikoklassifikation målt med risikoindikatoren fra dokumentet Central Investorinformation. Risikoen udtrykkes ved et tal mellem 1 og 7, hvor "1" udtrykker laveste risiko og "7" højeste risiko. Kategorien "1" udtrykker ikke en risikofri investering.

◀ Lav risiko .....		Høj risiko ▶				
Typisk lavt afkast		Typisk højt afkast				
1	2	3	4	5	6	7

På [www.majinvest.dk/ci](http://www.majinvest.dk/ci) kan investor til enhver tid finde seneste udgave af Central Investorinformation, hvor den opdaterede placering på risikoindikatoren fremgår.

Afdelingens placering på risikoindikatoren er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste fem år og/eller repræsentative data. Store historiske udsving er lig med høj risiko og en placering til højre på indikatoren (6-7).

Små udsving er lig med en lavere risiko og en placering til venstre på risikoskalaen (1-2). Afdelingens placering på skalaen er ikke konstant. Placeringen kan ændre sig med tiden. Risikoindikatoren tager ikke højde for pludseligt indtrufne begivenheder, som eksempelvis devalueringer, politiske indgreb og pludselige udsving i valutaer.

Maj Invest har ved årets udgang indgået aftaler med 34 banker om rådgivning af investorerne i forbindelse med valg af afdelinger og risikospredning. Bankrådgivere og investorer kan i Maj Invests materiale og på hjemmesiden få viden om afdelingernes risikoprofiler.

Maj Invest stiller et gør-det-selv-værktøj til rådighed for investorerne på foreningens hjemmeside. Dette værktøj er blevet udviklet, fordi mange investorer i dag investerer via netbanker uden at mødes med en rådgiver.

Maj Invest advarer generelt investorer imod at investere for lånte midler, herunder også at øge gælden i egen bolig for at investere.

### RISICI KNYTTET TIL INVESTERINGSMARKEDERNE

Disse risikoelementer er f.eks. risici på aktiemarkederne, renterisici, kreditrisici og valutarisici. Hver af disse risikofaktorer håndterer vi inden for de givne rammer. Eksempler på risikostyringselementer er afdelingernes rådgivningsaftaler og investeringspolitikker, vores interne kontroller, lovgivningens krav om risikospredning samt adgangen til at anvende afledte finansielle instrumenter.

### RISICI KNYTTET TIL INVESTERINGSBESLUTNINGERNE

Enhver investeringsbeslutning i de aktivt styrede afdelinger er baseret på vores porteføljerådgivers, Fondsmæglerselskabet Maj Invest, forventninger til fremtiden. Fondsmæglerselskabet Maj Invest forsøger på investeringsforeningens vegne at danne sig et realistisk fremtidsbillede af f.eks. renteudviklingen, konjunkturerne, virksomhedernes indtjening og politiske forhold. Ud fra disse forventninger køber og sælger foreningen aktier og obligationer. Denne type beslutninger er i sagens natur forbundet med usikkerhed.

Som det fremgår af afsnittet Valg af sammenligningsindeks side 12, har foreningen for ni af tolv afdelinger og deres andelsklasser udvalgt et sam-

menligningsindeks. Det er et indeks, der måler afkastudviklingen på det eller de markeder, hvor den enkelte afdeling investerer. De respektive indeks er udvalgt sådan, at de repræsenterer den langsigtede afkastforventning. Afdelingernes afkast er målt efter fradrag af administrations- og handelsomkostninger. Udviklingen i sammenligningsindekset (afkastet) tager ikke højde for omkostninger. Afdelingerne Pension, Kontra og Makro har ikke sammenligningsindeks før 2018. Afdeling Pension og afdeling Makro holdes op mod kategorien af sammenlignelige afdelinger hos Morningstar. Afdeling Kontra bedømmes alene i forhold til afdelingens særlige målsætning.

Målet med afdelingerne, som alle følger en aktiv investeringsstrategi, er at opnå et afkast, der er højere end afkastet på det respektive sammenligningsindeks. En aktiv investeringsstrategi betyder, at vi forsøger at finde de bedste investeringer for at give det højest mulige afkast under hensyntagen til risikoen. Strategien medfører, at investeringerne vil afvige fra sammenligningsindekset, og at afkastet kan blive både højere og lavere end sammenligningsindekset.

Foreningens bestyrelse har fastsat risikorammer for alle afdelinger. I aktieafdelingerne er der som hovedregel fastsat restriktioner på den valutariske fordeling. I obligationsafdelingerne er der typisk fastsat begrænsninger på varighed (rentefølsomhed) og fordeling på obligationstyper.

Som porteføljerådgiver for Maj Invest arbejder Fondsmæglerselskabet Maj Invest med en investeringsstrategi, hvor indtjeningsevne, kapitalforhold og gældsætning vurderes for hvert enkelt selskab, der investeres i, ligesom risici nøje afvejes i forhold til afkastpotentialet ved obligationsinvesteringer. Samtidigt spredes investeringerne på flere værdipapirer, og Fondsmæglerselskabet Maj Invest arbejder systematisk med at skabe porteføljer, hvor der i væsentligt omfang er taget højde for særlige risikofaktorer på forskellige dele af aktie- og obligationsmarkederne. Ved at anvende en investeringsstrategi med en aktiv udvælgelse og prioritering af investeringerne ud fra fundamentale aktieanalyser kan Fondsmæglerselskabet Maj Invest som porteføljerådgiver medvirke til at afdæmpe noget af den risiko, der ellers ville være ved at investere direkte i aktier og obligationer.

#### RISICI KNYTTET TIL DRIFTEN AF FORENINGEN

For at undgå fejl i driften af foreningen er der fastlagt en lang række kontrolprocedurer og forretnings-

gange, som reducerer disse risici. Der arbejdes hele tiden på at udvikle systemerne, og der stræbes efter, at risikoen for menneskelige fejl bliver reduceret mest muligt. Der er desuden opbygget et ledelsesinformationssystem, som sikrer, at der løbende følges op på omkostninger og afkast. Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S foretager opfølgning på områder, hvor udviklingen ikke er tilfredsstillende.

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

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

Ud over at administrationen i den daglige drift har fokus på sikkerhed og præcision, når opgaverne løses, følger bestyrelsen med på området. Formålet er dels at fastlægge sikkerhedsniveauet og dels at sikre, at de nødvendige ressourcer er til stede i form af personale, kompetencer og udstyr.

For yderligere og opdaterede oplysninger om de enkelte afdelinger i Maj Invest henvises til de gældende prospekter og dokumentet Central Investorinformation for de pågældende afdelinger. Disse kan downloades fra [www.majinvest.dk/download](http://www.majinvest.dk/download) og under produktinformationen om den enkelte afdeling.

#### GENERELLE RISIKOFAKTORER

##### Enkeltlande:

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

##### Eksponering mod udlandet:

Investering i velorganiserede og højtudviklede udenlandske markeder medfører generelt en lavere risiko for den samlede portefølje end investering i emerging markets. Tilsvarende er risikoen i en bred, glo-



bal aktieportefølje generelt lavere end ved investering i en enkelt sektor eller i et enkelt land. Nogle udenlandske markeder kan være mere usikre end det danske marked på grund af en forøget risiko for en kraftig reaktion på selskabsspecifikke, politiske, reguleringsmæssige, markedsmæssige og generelle økonomiske forhold. Endelig giver investeringer i udlandet en valutaeksponering, som kan give større eller mindre udsving i forhold til danske kroner.

#### **Valuta:**

Investeringer i udenlandske værdipapirer giver eksponering mod valutaer, som kan give større eller mindre udsving i forhold til danske kroner. Derfor vil den enkelte afdelings kurs blive påvirket af udsving i valutakurserne mellem disse valutaer og danske kroner. Afdelinger, som investerer i danske aktier eller danske obligationer, har ingen direkte valutarisiko, mens afdelinger, som i stort omfang investerer i aktier eller obligationer udstedt i euro, har begrænset valutarisiko.

#### **Selskabsspecifikke forhold:**

Værdien af en enkelt aktie og obligation kan svinge mere end det samlede marked og kan derved give et afkast, som er meget forskelligt fra markedets. Forskydninger på valutamarkedet samt lovgivningsmæssige, konkurrencemæssige, markedsmæssige og likviditetsmæssige forhold vil kunne påvirke selskabernes indtjening. Da en afdeling på investerings-tidspunktet kan investere op til 10 pct. i et enkelt selskab, kan værdien af afdelingen variere kraftigt som følge af udsving i enkelte aktier og obligationer. Selskaber kan gå konkurs, hvorved investeringen i selskabets aktier vil være tabt.

#### **Modpartsrisiko:**

Ved placering i indlån, afledte finansielle instrumenter og depotbeviser, som f.eks. ADRs og GDRs (American Depositary Receipts og Global Depositary Receipts), samt ved aktieudlån m.v. kan der være risiko for, at modparten ikke overholder sine forpligtelser.

#### **SÆRLIGE RISICI VED OBLIGATIONSAFDELINGERNE**

##### **Obligationsmarkedet:**

Obligationsmarkedet kan blive udsat for specielle politiske eller reguleringsmæssige tiltag, som kan påvirke værdien af afdelingens investeringer. Desuden vil markedsmæssige eller generelle økonomiske forhold, herunder renteutviklingen globalt, påvirke investeringernes værdi. Låntagernes adgang til at konvertere gælden og dermed indløse obligatio-

nerne har også betydning for det afkast, som obligationsinvesteringer kan give, ligesom alternative placeringsmuligheder også spiller en rolle. Blandt andet har det betydning, om investorerne generelt søger bort fra risici på aktiemarkedene, eller om der tværtimod søges over i mere risikofyldte investeringer.

#### **Renterisiko:**

Renteniveauet varierer fra region til region og skal ses i sammenhæng med blandt andet inflationsniveauet. Renteniveauet spiller en stor rolle for, hvor attraktivt det er at investere i blandt andet obligationer, samtidig med at ændringer i renteniveauet kan give kursfald og/eller -stigninger. Når renteniveauet stiger, falder kurserne generelt. Begrebet varighed udtrykker blandt andet kursrisikoen på de obligationer, vi investerer i. Jo lavere varighed, desto mere kursstabile er obligationerne, hvis renten ændrer sig.

#### **Kreditrisiko:**

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

#### **SÆRLIGE RISICI VED AKTIEAFDELINGERNE**

##### **Udsving på aktiemarkedet:**

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

Manglende likviditet i markedet kan være en risiko. Likviditet er især et spørgsmål om, hvor mange investorer, der er i markedet for at købe eller sælge aktier. Investorernes risikovillighed spiller en rolle for, hvor mange penge, der investeres, og hvilke lande, sektorer og segmenter, der er størst interesse for. Her kan det også spille en rolle, hvordan investorerne vurderer alternative investeringsmuligheder som f.eks. obligationsinvesteringer.

Virksomhedernes kapitalforhold og gældsætning kan få konsekvenser, hvis f.eks. rentestigninger gør gælden mere byrdefuld og dermed fremtvinger kursfald på aktierne i de mest forgældede virksomheder. Ligeledes kan afkastet svinge meget som følge af selskabernes muligheder for at skaffe risikovillig kapital til f.eks. udvikling af nye produkter og projekter.

Virksomhedernes evne til at skabe indtjening er central for aktiernes værdi. Her kan forretningsområde og markedsposition spille en stor rolle. Også virksomhedens afhængighed af udviklingen i bestemte valutaer spiller en rolle for indtjeningen og dermed aktiekursudviklingen.

#### **Investeringsområde:**

Hvis en afdeling har mange investeringer tilknyttet et afgrænset område som f.eks. klimaområdet, kan afdelingens afkast svinge meget, f.eks. som følge af ændringer i den politiske understøttelse af klimamaet, udsving i energi- og råvarepriser samt ændringer i videnskabelige analyser vedrørende området.

#### **SÆRLIGE RISICI VED BLANDEDE AFDELINGER**

Det følger af ovenstående, at de blandede afdelinger – afdelingerne Pension, Kontra og Makro – både er følsomme over for de faktorer, der påvirker aktieinvesteringer, og de faktorer, der påvirker obligationsinvesteringer. Men spredningen på både aktie- og obligationsinvesteringer vil generelt betyde, at den samlede risiko for blandede afdelinger vil være lavere end i rene aktieafdelinger. For afdelingerne Pension, Kontra og Makro er de særlige risici beskrevet nærmere i afdelingernes beretninger side 80, 84 og 90.

#### **SAMFUNDSANSVAR OG LEDELSE**

##### **Redegørelse for samfundsansvar:**

Foreningens porteføljerådgiver, Fondsmæglerselskabet Maj Invest, foretager løbende overvågning og screening af de enkelte selskaber og obligationsudstedere i foreningens forskellige afdelinger. Det gælder både aktier og obligationer. Screeningen sker med henblik på at vurdere, hvorvidt selskabernes aktiviteter er i overensstemmelse med foreningens krav til virksomhedernes samfundsansvar.

Det sker for at efterleve de standarder og retningslinjer, der er indeholdt i internationalt anerkendte konventioner og normer. De omfatter principper inden for menneskerettigheder, arbejdstagerrettigheder, miljøbeskyttelse og antikorrupsion, også kendt som ESG-forhold (Environment, Social, Governance).

Screeningen sker i samarbejde med den nordiske konsulentvirksomhed Global Engagement Services (GES), der løbende overvåger ESG-forholdene af de selskaber og obligationsudstedere, der indgår eller kunne tænkes at indgå i foreningens afdelinger. GES foretager eksplicit screening af de aktier og obligationer, som Fondsmæglerselskabet Maj Invest har investeret i på vegne af Investeringsforeningen Maj Invest. Såfremt det viser sig, at et selskab bryder internationale konventioner og dermed Fondsmæglerselskabet Maj Invests politik for ansvarlige investeringer, vil Fondsmæglerselskabet Maj Invest via dialog søge at påvirke selskabet til at ændre adfærd sammen med andre institutionelle investorer gennem GES Engagement Forum.

GES screener på vegne af alle GES' kunder løbende over 20.000 selskaber, herunder obligationsudstedere, over hele verden for eventuelle krænkelser af bredt anerkendte internationale konventioner og normer vedrørende miljø, menneskerettigheder og forretningsetik. I 2017 advarede GES om 86 sager, hvor selskaber kunne sættes i forbindelse med klart dokumenterede brud på disse normer. Hertil kommer 419 mulige hændelser, hvor dybere research foretages af GES med henblik på at be- eller afkræfte brud på disse normer. GES Engagement Forum udførte i 2017 aktivt ejerskab eller engagement i forbindelse med 157 kontroversielle sager. Et fåtal vedrørte Maj Invests investeringer.

Hvis et selskab efter langvarig dialog ikke ændrer adfærd og opfylder de retningslinjer, de internationale konventioner foreskriver, vil selskabet komme på GES' eksklusionsliste. Det vil normalt føre til et salg af aktie-/obligationsposten.

GES screener ligeledes de statsobligationer, der indgår i foreningens afdelinger. 163 lande indgår i screeningsuniverset. Screeningen fokuserer på, hvordan de enkelte lande adresserer og imødekommer de udfordringer, det enkelte land har i relation til ESG-forhold.

Hensyntagen til ESG-forhold indgår dermed som en integreret del af det generelle analysearbejde med foreningens investeringer, sådan som det bl.a. er formuleret i de FN-støttede principper for ansvarlig investering, PRI (Principles for Responsible Investment). Fondsmæglerselskabet Maj Invest tiltrådte i 2010 PRI.

**Fund governance:**

Bestyrelsen har vedtaget en såkaldt fund governance-politik, som beskriver samspillet mellem medlemmer, bestyrelse og investeringsforvaltningsselskabet. Politikken skal bl.a. sikre, at foreningens informationspraksis giver medlemmer og andre interessenter mulighed for dels at følge udviklingen i foreningen og i afdelingerne, dels at komme med indsigelser og forslag på områder, som er væsentlige. Endvidere skal fund governance-politikken belyse, hvordan bestyrelsen og investeringsforvaltningsselskabet arbejder med driftsmæssige risici og kontroller. Denne politik kan ses på [www.majinvest.dk/download](http://www.majinvest.dk/download).

**INVESTERINGSFILOSOFI**

Fondsmæglerselskabet Maj Invest har siden foreningens etablering været valgt som porteføljerådgiver for Maj Invest. Fondsmæglerselskabet Maj Invest rådgiver både om porteføljestrategi og investeringsvalg samt om produktudvikling, ligesom Fondsmæglerselskabet Maj Invest er hoveddistributør for foreningen. Fondsmæglerselskabet Maj Invest er bemandet med medarbejdere, som i årevis har forvaltet værdipapirer for en lang række institutionelle investorer.

En lang og bred erfaring med investering og porteføljestyring samt medarbejdernes viden og integritet var væsentlige kriterier ved valget af Fondsmæglerselskabet Maj Invest som porteføljerådgiver. Endvidere kunne ledelse og centralt placerede medarbejdere dokumentere meget tilfredsstillende investeringsresultater over en lang årrække.

Arbejdsmetoden hos Fondsmæglerselskabet Maj Invest er kendetegnet ved "købmandskab", hvor fokus fastholdes på det, som skaber afkast på lang sigt for medlemmerne. Der foretages en aktiv udvælgelse og prioritering af værdipapirerne ud fra en grundig analyse af risici og afkastpotentiale. Endvidere arbejdes der i høj grad med egenskaberne ved den portefølje, som de samlede investeringer i en afdeling udgør. Ved at arbejde med porteføljens sammensætning kan der med fornuft på udvalgte områder investeres i værdipapirer med høje afkastpotentialer, men også høje risici, uden at den samlede risiko for afdelingens investeringer som helhed øges. Uanset hvilke temaer der er populære på investeringsmarkederne, fastholdes denne tilgang i investeringsstrategien. Foreningens afdelinger har generelt en høj active share og følger ikke afdelingernes sammenligningsindeks. Der arbejdes med koncentrerede porteføljer og et indgående kendskab til det enkelte værdipapir,

der investeres i, i forventning om at skabe merafkast til den langsigtede investor.

Fondsmæglerselskabet Maj Invest vurderes ligeledes at have stærke kompetencer inden for analyse af udviklingstendenser i global økonomi og kan med afsæt heri levere et kompetent grundlag for investeringsvalgene i afdelingernes porteføljer. Fondsmæglerselskabet Maj Invests kompetencer inden for analyse af global økonomi ligger også til grund for udvikling af nye afdelinger.

Foruden rådgivning af Maj Invest og andre institutionelle investorer om porteføljestyring og investeringsvalg, har Fondsmæglerselskabet Maj Invest børsrådgiverfunktionen Maj Invest Markets. Maj Invest-koncernen omfatter desuden en af de største private equity-afdelinger i Danmark og Maj Bank.

**BESTYRELSENS SAMMENSÆTNING**

Bestyrelsen har opstillet langsigtede måltal for, at højst tre af bestyrelsens maksimalt fem medlemmer er af samme køn, og arbejder for at nå dem. Bestyrelsen er forpligtet til at have en sammensætning af kompetencer og erfaring, der sikrer foreningens virke og udvikling og ikke mindst medlemmernes midler. Den rette profil vil altid blive prioriteret over kandidatens køn. Bestyrelsen består ved regnskabs påtegning af en kvinde og fire mænd.

## LEDELSENS ØVRIGE HVERV BESTYRELSE & DIREKTION

### HENRIK NORMANN, FORMAND

Valgt første gang i 2016

**Særlige kompetencer:** Henrik Normann har siden 2012 været adm. direktør og præsident i den Nordiske Investeringsbank. Forud for dette havde han en direktørpost i Danske Bank, hvor han har været i mere end 25 år. Her havde Henrik Normann ansvar for Danske Markets og privatkundeaktiviteterne i Danmark. Derudover har han været formand for Danske Capital og medlem af Executive Committee i Danske Bank.



**Formand for bestyrelsen** i Syfoglomad og Nordsø-enheden.

**Bestyrelsesmedlem** i Saxo Bank.

### MADS BRYDE ANDERSEN

#### NÆSTFORMAND

Næstformand siden 2017

Valgt første gang i 2017

**Særlige kompetencer:** Mads Bryde Andersen er dr.jur. og har siden 1991 været professor i formueret ved Københavns Universitet. Han har i en årrække beklædt et stort antal tillidsposter i ind- og udland, bl.a. som Danmarks medlem i UNCITRAL (the U.N. Commission on International Trade Law), som formand for Finanstilsynet (2014-2016), for Radio- og tv-nævnet (2011-2016) og for regeringens IT-sikkerhedsråd (1995-2002). Mads Bryde Andersen har siden 2003 været hovedredaktør for den litterære afdeling af Ugeskrift for Retsvæsen og siden 1992 været redaktionel koordinator for samme tidsskrifts domssamling. Han er formand for Juridisk Forening i København og forfatter til en lang række lærebøger og artikler.



**Formand for bestyrelsen** i Den Berlingske Fond.

**Næstformand i bestyrelsen** for Alfred Benzons Fond.

### MADS KRAGE

Valgt første gang i 2005

Formand 2005-2016

**Særlige kompetencer:** Mads Krage har gennem 24 år som administrerende direktør for Netto stor købmæssig erfaring med private kunder inden for en branche med meget hård konkurrence og store krav til styring af investeringer og omkostninger. Mads har på bestyrelsesniveau erfaring inden for forskellige brancher, herunder produktion og investering.



**Bestyrelsesmedlem** i Emmerys A/S, Harboes Bryggeri A/S, Imerco A/S og F. A. Thiele A/S.

**Øvrige:** Medlem af investeringskomitéen for LD Equity 2 K/S.

### METTE KYNNE FRANDBEN

Valgt første gang i 2012

**Særlige kompetencer:** Mette Kynne Frandsen har siden 2003 været administrerende direktør i den skandinaviske arkitektvirksomhed Henning Larsen Architects og står i spidsen for +300 medarbejdere fordelt på kontorer i København, München, Riyadh, Hongkong, Oslo og Færøerne. Hun har mere end 20 års erfaring med projekt-, innovations- og virksomhedsledelse, samt ledelseserfaring med strategi, internationalisering og virksomhedsøkonomi. Mette har desuden erfaring med investering og udvikling af ejendomme, såvel nationalt som internationalt.



**Formand for bestyrelsen** for rådgiverne i DI.

**Næstformand i bestyrelsen** for Kunstakademiets skoler for arkitektur, design og konservering (KADK).

**Bestyrelsesmedlem** i hovedbestyrelsen og forretningsudvalget i Dansk Industri og i foreningen Realdania.

**Øvrige:** Medlem af Olympisk Idrætsforum. Tidligere tillidshverv tæller næstformand i Danmarks Eksportråd og medlem af regeringens vækstforum.

**CARSTEN KOCH**

*Valgt første gang i 2011*



**Særlige kompetencer:** Carsten Koch har stor erfaring inden for investering i såvel noterede selskaber som private equity og venture samt erfaring med økonomi og regnskab, bl.a. som formand for revisionskomiteen i Sund & Bælt Holding-selskaber og som menigt medlem af revisionskomiteen i en række andre selskaber. Carsten har ledelseserfaring bl.a. som administrerende direktør for Lønmodtagernes Dyrtidsfond og Danske Invest Management A/S. Carsten er tidligere skatte- og sundhedsminister og har været formand for Skattekommissionen og ekspertudvalget om den aktive beskæftigelses indsats.

**Formand for bestyrelsen** i Udviklingsselskabet By & Havn I/S, Københavns Havns Pensionskasse, FredericiaC Arealudviklingsselskab P/S, NærHeden P/S, Forca A/S, Vækstfonden, Liva Health Care Aps samt Professionshøjskolen UCC.

**Bestyrelsesmedlem** i Femern Bælt A/S (næstformand), Sund & Bælt Holding A/S (næstformand) samt fire datterselskaber, Øresundsbrokonsortiet, AS3 samt CMP Copenhagen Malmo Port A/B.

**Øvrige:** Formand for Beskæftigelsesrådet.

**DIREKTION**

Investeringsforvaltningsselskabet SEInvest A/S

**PETER KOCK**

Adm. direktør



Der var fuldt hus og god spørgelyst, da Maj Invest holdt informationsmøder i Aalborg, Aarhus, Herning, Middelfart, Rungsted, Hellerup og København i 2017.

Foto: Jakob Mydtskov.



MAJ ENVIET  
REDUCER DEN MED... TRA

# MAJ INVEST DANSKE AKTIER

## MAJ INVEST DANSKE AKTIER W

### LÆSEVEJLEDNING

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om afkast- og risikoprofiler side 22 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.majinvest.dk/prospekt](http://www.majinvest.dk/prospekt).

### RISIKOPROFIL

Da afdelingen investerer i danske aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko på udviklingen for danske aktier. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til enkeltlande, selskabsspecifikke forhold samt udsving på aktiemarkedet. Hertil kommer modpartsrisiko.

På risikoindikatoren er andelsklasserne placeret i kategori 5. I årsrapportens afsnit om afkast- og risikoprofiler side 22 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet Finansmarkederne side 20 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

### STAMDATA

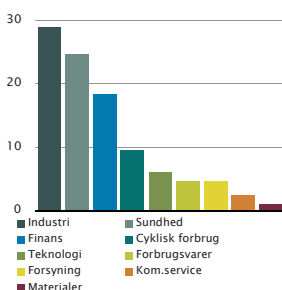
Investeringsrådgiver: Fondsmæglerselskabet Maj Invest  
Porteføljemanager: Keld Henriksen & Peter Stenholt  
Morningstar Kategori™: Aktier - Danmark  
IFB-kategori: Aktier Danmark

Startdato: 16.12.2005  
Valuta: Danske kroner  
Stykstørrelse: 100 kr.  
Udbyttebetalende: Ja

Maj Invest Danske Aktier  
Fondskode: DK0060005171  
Børsnoteret: Ja  
Morningstar Rating™: ★★★

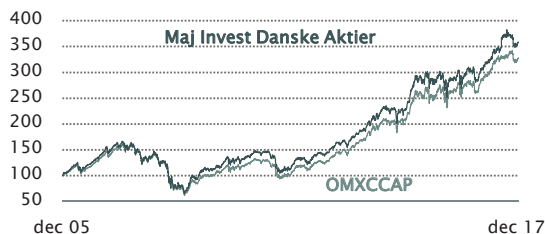
Maj Invest Danske Aktier W  
Fondskode: DK0060825487  
Børsnoteret: Nej  
Morningstar Rating™: ★★★

Fordeling på sektorer i pct.



### VÆRDIUDVIKLING

Hvad er 100 DKK blevet til i den børsnoteret andelsklasse?



### RISIKOINDIKATOR

Begge andelsklasser



Maj Invest Danske Aktier gav i 2017 et afkast på 18,6 pct., mens Maj Invest Danske Aktier W gav et afkast på 18,9 pct. Afkastet er i absolutte termer særdeles tilfredsstillende og bedre end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset OMXCCAP, der steg 16,8 pct. Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 25,20 kr. pr. andel i Maj Invest Danske Aktier og et udbytte på 25,60 kr. pr. andel i Maj Invest Danske Aktier W. Udbyttet er udbetalt aconto i januar 2017.

Afkastet er bedre end forventet i årsrapporten for 2016, hvor der med forbehold for stor usikkerhed er udtrykt forventninger om, at afkastet kunne blive i niveauet 7-8 pct.

### MARKEDET

I lighed med de fleste øvrige aktiemarkeder verden over fortsatte de danske aktier fra årets start den optur, der reelt startede med det amerikanske præsidentvalg tilbage i november 2016. I andet kvartal blev der bygget yderligere på den positive stemning, da valg i både Holland og Frankrig bekræftede, at EU ikke står over for et umiddelbart sammenbrud. Frygten var ellers til stede efter det overraskende udfald af afstemningen i Storbritannien i 2016, hvor briterne valgte at sige farvel til EU. Først i fjerde kvartal sås for alvor lidt uro på det danske aktiemarked, da regnskaberne for årets første ni måneder generelt skuffede investorerne. På overfladen udlignede op- og nedjusteringen godt nok hinanden, men faktum er, at mens opjusteringerne i det store hele var indiskonteret i markedet, medførte en del af de øvrige regnskabsafregninger betydelige negative estimatændringer ikke blot for 2017, men i flere tilfælde også for de efterfølgende år. Blandt de største nedjusteringer var A.P. Møller - Mærsk, Coloplast, ISS, Vestas Wind Systems og FLSmidth.

### PERFORMANCE

Det er strategien med aktiv aktieudvælgelse at skabe et langsigtet merafkast i forhold til markedet. I 2017 var afkastet 1,8 procentpoint højere end sammenligningsindekset i den børsnoterede andelsklasse. Siden afdelingens lancering for godt 12 år siden er merafkastet i forhold til markedet 31,0 procentpoint i den børsnoterede andelsklasse.



Årets markant største positive performancebidrag kom fra investeringen i Vestjysk Bank. Afdelingen deltog i et konsortium, der købte statens ejerandel i Vestjysk Bank på godt 80 pct. og efterfølgende rekapitaliserede banken. Vestjysk Bank har i en årrække lidt under store nedskrivninger på ejendomme og særligt på landbrug. Banken var inden transaktionen underkapitaliseret, og da Europa-Kommissionen havde en løbende undersøgelse af, hvorvidt banken efter finanskrisen havde modtaget ulovlig statsstøtte, havde staten ikke mulighed for at skyde yderligere kapital ind i banken. Staten har tidligere ad flere omgange forsøgt at afhænde sin ejerandel i Vestjysk Bank uden held. Investeringen i Vestjysk Bank udgjorde 5,4 pct. af porteføljen ved årets udgang.

Investeringerne i DSV og Nilfisk bidrog sammen med undervægt i Københavns Lufthavne og A.P. Møller - Mærsk ligeledes positivt til performance.

Største negative performancebidrag kom fra investeringen i Pandora, hvor aktiekursen faldt mere end 20 pct. i 2017. Rent regnskabsmæssigt har selskabet ikke leveret større skuffelser i løbet af året, hvilket man umiddelbart ville have troet ved et kig på aktiekursens udvikling. Udfordringen har i højere grad handlet om kommunikationen med aktiemarkedet, hvor Pandora ikke har evnet at levere tilfredsstillende. Dette har fået hedge fonde til at shorte aktien i håb om senere at kunne købe den tilbage til en lave aktiekurs.

Undervægte i Novozymes, Chr. Hansen og Ambu bidrog ligeledes negativt til den relative performance.

### SÆRLIGE RISICI 2018

De fleste større danske børsnoterede virksomheder er velkapitaliserede ved indgangen til 2018, og selvom interessen for offensive tiltag er øget gennem det sidste års tid, er risikovilligheden stadig moderat i direktions- og bestyrelseslokaler. Dividender og aktietilbagekøb er stadig højt på agendaen. Med fornuftig økonomisk vækst og et meget lavt renteniveau i stort alle regioner, har en høj aktieandel været et forholdsvis let valg for mange, og opfattelsen er, at investorerne for nærværende er relativt aggressivt positionerede. Dette er en risiko i sig selv. Som vi så ved kvartalsregnskaberne for tredje kvartal skal der

ikke mange skuffelser til, før nervøsiteten kan sætte ind. Umiddelbart vurderes de største risici dog som værende af karakter, der ligger uden for virksomhedernes egne hænder, og her tænkes i første omgang på den generelle økonomiske udvikling, hvortil kommer geopolitiske risici af forskellig art.

Renteniveauet taget i betragtning er danske aktier ikke umiddelbart dyrt prissatte, men hvis prissætningen på aktier generelt kommer under pres verden over, vil det ramme danske aktier tilsvarende. Det danske aktiemarked er i den forbindelse ikke en isoleret størrelse, og mere end halvdelen af det danske aktiemarked er i dag ejet af udenlandske investorer.

### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Strategien, der er fastholdt siden afdelingens start i 2005, fortsættes uforandret i 2018 med en købmandsmæssig tilgang, hvor der kontinuerligt søges investeringsmuligheder i det danske aktiemarked på tværs af sektorer, selskabsstørrelser og -typer. Prisfastsættelsen af den enkelte aktie er en væsentlig parameter, hvor selskaberne vurderes enkeltvis ud fra en langsigtet fundamental betragtning. Der lægges stor vægt på at vedligeholde kendskabet til det enkelte selskab. Jævnlig møder med den enkelte ledelse er vigtige, da dennes track record og troværdighed er meget afgørende.

Det danske aktiemarked var ved indgangen til 2018 prissat på et højt, men acceptabelt niveau i forhold til sammenlignelige internationale aktiemarkeder og ikke mindst det fortsat yderst lave renteniveau.

Ofte vurderes det, at aktier på lang sigt giver et afkast på 7-8 pct. p.a., og det kan også blive resultatet for 2018. Men med de ganske store udsving, man ofte oplever på aktiemarkedene, er vurderingen behæftet med stor usikkerhed. Til illustration af usikkerheden ved at investere i afdelingen henvises til tabellen over historiske afkast side 9. Heraf fremgår det, at afdelingens afkast har været mellem -48 og +47 pct. de sidste tolv år. Dertil kommer, at markedsafkastene i Danmark har været to cifrede i ti ud af de tolv år, positive eller negative. Der er således betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkastet for 2018.

## MAJ INVEST DANSKE AKTIER KL

## Resultatopgørelse

Note	1.1.-31.12.2017 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016 1.000 DKK	
<b>Renter og udbytter:</b>			
1	Renteudgifter	-49	-30
2	Udbytter	7.498	9.225
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>7.449</b>	<b>9.195</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>			
3	Kapitalandele	51.720	-1.017
4	Handelsomkostninger	-345	-448
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>51.375</b>	<b>-1.465</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>58.824</b>	<b>7.730</b>
5	Administrationsomk.	-4.070	-3.927
	<b>Resultat før skat</b>	<b>54.754</b>	<b>3.803</b>
6	Skat	-4	-205
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>54.750</b>	<b>3.598</b>
<b>Resultatdisponering:</b>			
7	Foreslået udlodning	54.476	51.730
	Heraf acontoudlodning	54.476	51.730
	Ovf. til udlodning næste år	209	5
	Ovf. til investorernes formue	65	-48.137
	<b>Disponeret</b>	<b>54.750</b>	<b>3.598</b>

## Balance

Note	31.12.2017 1.000 DKK	31.12.2016 1.000 DKK	
<b>Aktiver</b>			
<b>Likvide midler:</b>			
	Indestående i depotselskab	11.404	5.385
<b>Kapitalandele:</b>			
8	Not. aktier fra DK selskaber	368.530	327.781
8	Not. aktier, udl. selskaber	4.423	6.669
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>372.953</b>	<b>334.450</b>
<b>Andre aktiver:</b>			
	Andre tilgodehavender	4	0
	Mellemv. vedr. handelsafv.	711	177
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>715</b>	<b>177</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>385.072</b>	<b>340.012</b>
<b>Passiver</b>			
9	Investorerens formue	382.956	339.516
<b>Anden gæld:</b>			
	Skyldige omkostninger	405	429
	Mellemv. vedr. handelsafv.	1.711	67
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>2.116</b>	<b>496</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>385.072</b>	<b>340.012</b>

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2017	31.12.2016
	1.000 DKK	1.000 DKK

**Note 1: Renteindtægter**

Renteudgifter	-49	-30
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>-49</b>	<b>-30</b>

**Note 2: Udbytter**

Not. aktier fra danske selskaber	7.476	8.526
Not. aktier fra udenlandske selskaber	22	699
<b>I alt udbytter</b>	<b>7.498</b>	<b>9.225</b>

**Note 3: Kursgevinster og -tab**

Not. aktier fra danske selskaber	51.232	350
Not. aktier fra udenlandske selskaber	488	-1.367
<b>I alt fra kapitalandele</b>	<b>51.720</b>	<b>-1.017</b>

**Note 4: Handelsomkostninger**

Bruttohandelsomkostninger	-457	-550
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	112	102
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>-345</b>	<b>-448</b>

**Note 5: Administrationsomkostninger**

	2017	2016		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.omkostninger	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-16	-16	-19
Rev.honorar til revisorer	-16	0	-16	-15
Andre honorarer til revisorer	0	-2	-2	0
Markedsføringsomk.	-1.840	-108	-1.948	-2.248
Gebyrer til depotselskab	-195	0	-195	-117
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-1.517	-47	-1.564	-1.203
Øvrige omkostninger	-127	-36	-163	-166
Fast administrationshonorar	-166	0	-166	-159
<b>I alt adm.omkostninger</b>	<b>-3.861</b>	<b>-209</b>	<b>-4.070</b>	<b>-3.927</b>

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

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

**Note 6: Skat**

Afdelingen er ikke skattepligtig. Periodens skatteudgift består af betalte ikke refunderbare udbytteskatter.

	31.12.2017	31.12.2016
	1.000 DKK	1.000 DKK

**Note 7: Til rådighed for udlodning**

Renter og udbytter	7.449	9.195
Rente- og udbytteskat	-4	-206
Kursgevinst til udlodning	46.726	43.104
Administrationsomkostninger til modregning	-4.070	-3.927
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	4.580	3.461
Udlodning overført fra sidste år	5	108
<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>54.685</b>	<b>51.735</b>
Heraf foreslået udlodning	54.476	51.730
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	209	5

**Note 8: Finansielle instrumenter i pct.**

Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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

**Note 9: Investorernes formue**

	2017	2016
	Formue- værdi	Formue- værdi
	1.000 DKK	1.000 DKK
Investorerens formue primo	339.516	368.476
Udlodning fra sidste år	-51.730	-67.317
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning:	-121	-590
Emissioner i året	59.193	40.574
Indløsninger i året	-18.714	-5.225
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	62	0
Overført til udlodning næste år	209	5
Foreslået udlodning	54.476	51.730
Overførsel af periodens resultat	65	-48.137
<b>I alt Investorernes formue</b>	<b>382.956</b>	<b>339.516</b>

## MAJ INVEST DANSKE AKTIER

### Klassens resultatposter

Note	13.6.-31.12.2017
	1.000 DKK
Andel af res. af fællesportefølje	13.745
Klassepecifikke transaktioner:	
Renteudgifter	-2
Administrationsomkostninger	-884
<b>Klassens resultat</b>	<b>12.859</b>
<b>Resultatdisponering:</b>	
1 Foreslået udlodning	49.651
Heraf acontoudlodning	49.651
Ovf. til udlodning næste år	191
Ovf. til investorernes formue	-36.983
<b>Disponeret</b>	<b>12.859</b>

#### Note 1: Til rådighed for udlodning

Udlodning fra fællesportefølje	50.798
Renteudgifter	-2
Administrationsomkostninger til modregning	-884
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-69
<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>49.843</b>
Heraf foreslået udlodning	49.651
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	191

Investorerne formue	2017	2017
	Antal andele	Formue-værdi
	1.000 DKK	
Emissioner i året	1.974.292	337.225
Indløsninger i året	-4.000	-727
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		109
Overført til udlodning næste år		191
Foreslået udlodning		49.651
Overførsel af periodens resultat		-36.983
<b>I alt Investorernes formue</b>	<b>1.970.292</b>	<b>349.465</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance\*

Nøgletal	2013	2014	2015	2016	2017
Afkast (pct.)	35,69	15,34	31,30	1,30	18,64
Sammenligningsindeks (pct.)	38,30	17,21	30,83	3,22	16,82
Indre værdi (DKK pr. andel)	160,68	177,18	214,03	175,89	177,37
Nettoresultat (t.DKK)					12.859
Udbytte (DKK pr. andel)	7,80	18,30	39,10	26,80	25,20
Administrationsomkostninger (pct.)	1,25	1,10	1,12	1,18	1,18
AOP (pct.)	1,54	1,43	1,45	1,49	1,35
Omsætningshastighed (antal gange)	0,11	0,22	0,27	0,30	0,31
Investorerne formue (t.DKK)					349.465
Antal andele, stk.					1.970.292
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	1,04	1,02	1,09	1,63	1,62
Standardafvigelse	19,19	14,40	13,99	12,39	11,70
Active Share			31,47	32,12	32,59
Tracking Error			2,34	2,65	4,84

\*Andelsklassen er etableret den 13.6.2017 ved overflytning af andele fra den oprindelige afdeling. Af hensyn til de investorer, som har været investor hele året, er nøgletallene omregnet til helår, ligesom nøgletal fra den oprindelige afdeling fra tidligere år er angivet til sammenligning.

## MAJ INVEST DANSKE AKTIER W

### Klassens resultatposter

Note	13.6.-31.12.2017	
	1.000 DKK	
	Andel af res. af fællesportefølje	1.562
	Klassepecifikke transaktioner:	
	Administrationsomkostninger	-25
	<b>Klassens resultat</b>	<b>1.537</b>
	<b>Resultatdisponering:</b>	
1	Foreslået udlodning	4.825
	Heraf acontoudlodning	4.825
	Ovf. til udlodning næste år	18
	Ovf. til investorernes formue	-3.306
	<b>Disponeret</b>	<b>1.537</b>

#### Note 1: Til rådighed for udlodning

Udlodning fra fællesportefølje	4.868
Administrationsomkostninger til modregning	-25
<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>4.843</b>
Heraf foreslået udlodning	4.825
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	18

Investorerne formue	2017 Antal andele	2017 Formue- værdi 1.000 DKK
Emissioner i året	188.467	31.954
Overført til udlodning næste år		18
Foreslået udlodning		4.825
Overførsel af periodens resultat		-3.306
<b>I alt Investorernes formue</b>	<b>188.467</b>	<b>33.491</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance\*

Nøgletal	2013	2014	2015	2016	2017
Afkast (pct.)	35,69	15,34	31,30	1,30	18,86
Sammenligningsindeks (pct.)	38,30	17,21	30,83	3,22	16,82
Indre værdi (DKK pr. andel)	160,68	177,18	214,03	175,89	177,70
Nettoresultat (t.DKK)					1.537
Udbytte (DKK pr. andel)	7,80	18,30	39,10	26,80	25,60
Administrationsomkostninger (pct.)	1,25	1,10	1,12	1,18	0,99
AOP (pct.)	1,54	1,43	1,45	1,49	1,16
Omsætningshastighed (antal gange)	0,11	0,22	0,27	0,30	0,31
Investorerne formue (t.DKK)					33.491
Antal andele, stk.					188.467
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	1,04	1,02	1,09	1,63	1,63
Standardafvigelse	19,19	14,40	13,99	12,39	11,70
Active Share			31,47	32,12	32,59
Tracking Error			2,34	2,65	4,85

\*Andelsklassen er etableret den 13.6.2017 ved overflytning af andele fra den oprindelige afdeling. Af hensyn til de investorer, som har været investor hele året, er nøgletallene omregnet til helår, ligesom nøgletal fra den oprindelige afdeling fra tidligere år er angivet til sammenligning.

# MAJ INVEST VÆKSTAKTIER

## MAJ INVEST VÆKSTAKTIER W

### LÆSEVEJLEDNING

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om afkast- og risikoprofiler side 22 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.majinvest.dk/prospekt](http://www.majinvest.dk/prospekt).

### RISIKOPROFIL

Da afdelingen kan investere i danske og udenlandske aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko på udviklingen på disse markeder. Hertil kommer modpartsrisiko.

Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponeringen til udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet samt valutarisiko.

På risikoindikatoren er andelsklasserne placeret i kategori 5. I årsrapportens afsnit om afkast- og risikoprofiler side 22 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet Finansmarkederne side 20 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

### STAMDATA

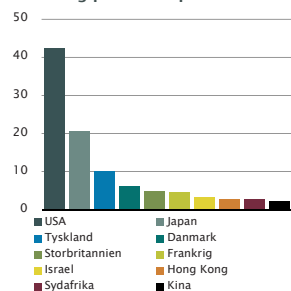
Investeringsrådgiver: Fondsmæglerselskabet Maj Invest  
Porteføljemanager: Mads Peter Søndergaard  
Morningstar Kategori™: Aktier - Globale Large Cap Blend  
IFB-kategori: Aktier Globale

Startdato: 16.12.2005  
Valuta: Danske kroner  
Stykstørrelse: 100 kr.  
Udbyttebetalende: Ja

Maj Invest Vækstaktier  
Fondskode: DK0060005254  
Børsnoteret: Ja  
Morningstar Rating™: ★★★★★

Maj Invest Vækstaktier W  
Fondskode: DK0060825560  
Børsnoteret: Nej  
Morningstar Rating™: ★★★★★

Fordeling på lande i pct.



### VÆRDIUDVIKLING

Hvad er 100 DKK blevet til i den børsnoteret andelsklasse?



### RISIKOINDIKATOR

Begge andelsklasser



Maj Invest Vækstaktier gav i 2017 et afkast på 13,3 pct., mens Maj Invest Vækstaktier W gav et afkast på 13,6 pct. Afkastet er absolut set meget tilfredsstillende og bedre end sammenligningsindekset MSCI World, der omregnet til danske kroner gav et afkast på 7,7 pct. Afkastet er henholdsvis 5,0 og 5,3 procentpoint højere end for den sammenlignelige Morningstar Kategori™. Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 25,80 kr. pr. andel i Maj Invest Vækstaktier og 26,10 kr. pr. andel i Maj Invest Vækstaktier W. Udbyttet er udbetalt aconto i januar 2017.

Afdelingen mere end indfrie forventningerne i årsrapporten for 2016 om et afkast på 7-8 pct. for året.

### MARKEDET

Globalt set var 2017 et rigtigt godt aktieår. Målt i dollar gav verdensindekset det højeste afkast siden 2013, og der var to cifrede afkast målt i lokalvaluta i alle de store regioner: USA, Europa, Japan og emerging markets. En markant styrket kurs på euro, og dermed danske kroner, betød dog, at afkastet for en dansk investor blev delvist udvandet, og målt i kroner var markedsafkastet derfor det laveste siden 2011.

På regionalt niveau klarede emerging markets sig bedst, efterfulgt af Japan, Europa og USA. På sektorniveau klarede de traditionelt konjunkturfølsomme sektorer som it, finans og råvarer sig bedst, mens sektorer som stabilt forbrug og telekom, der typisk udgør en "sikker havn" i perioder med uro på markedet, klarede sig dårligere end markedet generelt. Et bemærkelsesværdigt karakteristika ved markedets udvikling var de meget lave udsving i markedets udvikling. I løbet af året var det blot tre dage, hvor verdensindekset steg eller faldt med mere end 1 pct., hvilket skal sammenlignes med et historisk gennemsnit på 57 dage.

### PERFORMANCE

Den største del af årets merafkast blev skabt i årets anden halvdel, efter at afdelingen i juni ændrede navn fra Globale Aktier til Vækstaktier, hvilket markerede, at investeringsstrategien blev indsnævret til at fokusere på investeringer i vækstelskaber.

I første halvår bidrog især investeringerne inden for industri, mens det i andet halvår især var investeringerne inden for it-sektoren, der trak det relative afkast op.

På enkeltaktieniveau var årets bedste investeringer det amerikanske softwaresekskab Nutanix samt det amerikanske it-selskab Applied Materials. Derudover var der betydelige positive bidrag fra den svenske lastvognsproducent Volvo, danske Vestas samt israelske Orbotech, der ligesom Applied Materials leverer udstyr til produktion af halvledere samt OLED-skærme.

Blandt de investeringer, der klarede sig dårligst i året, var franske Criteo, hvis softwareløsninger sigter mod at optimere placeringen af onlineannoncer. Også den danske smykkeproducent Pandora samt den engelske operatør af forlystelsesparker Merlin Entertainments faldt tilbage.

### SÆRLIGE RISICI 2018

Udover den generelle udvikling på verdensmarkedet er risici for afdelingen primært knyttet til udviklingen i enkeltaktier, idet afdelingen forfølger en relativt koncentreret investeringsstrategi, hvor udviklingen i de enkelte selskaber kan afvige fra den på det bredere marked. Et andet risikoelement er rentestigninger, da vækstaktier traditionelt klarer sig dårligere end markedet i perioder, hvor renterne stiger.

### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

På baggrund af det positive momentum i virksomhedernes indtjening samt prisfastsættelsen relativt til obligationer vurderes det, at aktiemarkedet i 2018 vil have gode muligheder for at leve op til sit gennemsnitlige årlige afkast gennem de sidste 20 år på ca. 7 pct. Vurderingen er dog behæftet med betydelig usikkerhed, da den aktuelle prisfastsættelse på aktier samt den usædvanlige stabilitet, som har kendetegnet markedet i det forgangne år, kan øge sårbarheden over for negative ændringer i markedsstemningen. Når optimismen har domineret markedet så længe, kan nervøsiteten hurtigt vende tilbage i tilfælde af f.eks. en midlertidig afmatning i de økonomiske nøgletal eller større rentestigninger end forventet.

Det igangværende bullmarked er efterhånden et af de ældste i historien, og på mange parametre er aktier ikke længere billige, når der sammenlignes med historiske data. En anden historisk observation er imidlertid, at det sjældent er den absolutte prissætning, der fører til vendinger i aktiemarkedet, men derimod vendinger i den generelle økonomi med recession og stigende arbejdsløshed til følge. Samtidig er obligationsrenterne i dag historisk lave, hvilket alt andet lige taler for, at aktiernes fair value er højere end i mange af de perioder, man kan sammenligne med. Udviklingen i de makroøkonomiske nøgletal og i centralbankernes styringsrenter er derfor af afgørende betydning for markedet.

Ved indgangen til 2018 er den generelle forventning i markedet, at det positive konjunkturforløb vil fortsætte, og at det ikke vil medføre inflation i et omfang, der vil få verdens store centralbanker til at hæve renterne til niveauer, der kan slå opsvinget ned. Hvis denne forventning holder stik, har de børsnoterede virksomheder gode forudsætninger for at øge deres indtjening, og aktierne vil fortsat være attraktivt prissat i forhold til alternativafkastet på obligationer, hvorfor markedet vil have gode muligheder for at udvikle sig positivt igen i 2018.

Til illustration af usikkerheden ved at investere i afdelingen henvises til tabellen over historiske afkast side 9. Her fremgår det, at afdelingens afkast har været mellem -29,3 og +30,1 pct. de seneste tolv kalenderår. Der er således også i 2018 en betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkastet

## MAJ INVEST VÆKSTAKTIER KL

## Resultatopgørelse

Note	1.1.-31.12.2017 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016 1.000 DKK	
<b>Renter og udbytter:</b>			
1	Renteindtægter	6	1
1	Renteudgifter	-30	-27
2	Udbytter	13.663	21.035
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>13.639</b>	<b>21.009</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>			
3	Kapitalandele	91.752	44.922
3	Afledte finansielle instr.	0	1
	Valutakonti	745	350
	Øvrige aktiver/passiver	-147	30
4	Handelsomkostninger	-1.844	-784
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>90.506</b>	<b>44.519</b>
	Andre indtægter	0	5
	<b>I alt indtægter</b>	<b>104.145</b>	<b>65.533</b>
5	Administrationsomk.	-8.886	-10.859
	<b>Resultat før skat</b>	<b>95.259</b>	<b>54.674</b>
6	Skat	-1.345	-2.114
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>93.914</b>	<b>52.560</b>
<b>Resultatdisponering:</b>			
7	Foreslået udlodning	142.747	35.291
	Heraf acontoudlodning	142.747	0
	Ovf. til udlodning næste år	302	125
	Ovf. til investorernes formue	-49.135	17.144
	<b>Disponeret</b>	<b>93.914</b>	<b>52.560</b>

## Balance

Note	31.12.2017 1.000 DKK	31.12.2016 1.000 DKK	
<b>Aktiver</b>			
<b>Likvide midler:</b>			
	Indestående i depotselskab	1.953	14.478
<b>Kapitalandele:</b>			
8	Not. aktier fra DK selskaber	47.784	53.720
8	Not. aktier, udl. selskaber	717.034	676.114
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>764.818</b>	<b>729.834</b>
<b>Andre aktiver:</b>			
	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	120	577
	Andre tilgodehavender	9	0
	Aktuelle skatteaktiver	917	630
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>1.046</b>	<b>1.207</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>767.817</b>	<b>745.519</b>
<b>Passiver</b>			
9	Investorerens formue	767.434	744.460
<b>Anden gæld:</b>			
	Skyldige omkostninger	383	1.059
	<b>Passiver i alt</b>	<b>767.817</b>	<b>745.519</b>



## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2017	31.12.2016
	1.000 DKK	1.000 DKK

**Note 1: Renteindtægter**

Indestående i depotselskab	6	1
Renteudgifter	-30	-27
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>-24</b>	<b>-26</b>

**Note 2: Udbytter**

Not. aktier fra danske selskaber	2.079	949
Not. aktier fra udenlandske selskaber	11.584	20.086
<b>I alt udbytter</b>	<b>13.663</b>	<b>21.035</b>

**Note 3: Kursgevinster og -tab**

Not. aktier fra danske selskaber	890	-5.331
Not. aktier fra udenlandske selskaber	90.862	50.253
<b>I alt fra kapitalandele</b>	<b>91.752</b>	<b>44.922</b>
Valutaterminforretninger/futures	0	1
<b>I alt fra afledte finansielle instrumenter</b>	<b>0</b>	<b>1</b>

**Note 4: Handelsomkostninger**

Bruttohandelsomkostninger	-2.096	-1.283
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	252	499
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>-1.844</b>	<b>-784</b>

**Note 5: Administrationsomkostninger**

	2017		2016	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.omkostninger	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-35	-35	-43
Rev.honorar til revisorer	-16	0	-16	-15
Andre honorarer til revisorer	0	-5	-5	0
Markedsføringsomk.	-3.261	-230	-3.491	-5.987
Gebyrer til depotselskab	-430	0	-430	-326
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-4.415	-54	-4.469	-4.028
Øvrige omkostninger	-26	-54	-80	-79
Fast administrationshonorar	-360	0	-360	-381
<b>I alt adm.omkostninger</b>	<b>-8.508</b>	<b>-378</b>	<b>-8.886</b>	<b>-10.859</b>

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

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

**Note 6: Skat**

Afdelingen er ikke skattepligtig. Periodens skatteudgift består af betalte ikke refunderbare udbytteskatter.

	31.12.2017	31.12.2016
	1.000 DKK	1.000 DKK

**Note 7: Til rådighed for udlodning**

Renter og udbytter	13.639	21.013
Rente- og udbytteskat	-1.676	-688
Kursgevinst til udlodning	144.558	30.613
Administrationsomkostninger til modregning	-8.886	-10.859
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-4.711	-4.959
Udlodning overført fra sidste år	125	296
<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>143.049</b>	<b>35.416</b>
Heraf foreslået udlodning	142.747	35.291
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	302	125

**Note 8: Finansielle instrumenter i pct.**

Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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

**Note 9: Investorernes formue**

	2017 Formue- værdi 1.000 DKK	2016 Formue- værdi 1.000 DKK
Investorerens formue primo	744.460	884.842
Udlodning fra sidste år	-35.291	-54.690
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning:	814	-1.643
Emissioner i året	70.063	111.407
Indløsninger i året	-106.668	-248.016
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	142	0
Overført til udlodning næste år	302	125
Foreslået udlodning	142.747	35.291
Overførsel af periodens resultat	-49.135	17.144
<b>I alt Investorernes formue</b>	<b>767.434</b>	<b>744.460</b>

## MAJ INVEST VÆKSTAKTIER

### Klassens resultatposter

Note	13.6.-31.12.2017	
	1.000 DKK	
	Andel af res. af fællesportefølje	29.049
	Klassepecifikke transaktioner:	
	Renteudgifter	-2
	Administrationsomkostninger	-885
	<b>Klassens resultat</b>	<b>28.162</b>
	<b>Resultatdisponering:</b>	
1	Foreslået udlodning	75.615
	Heraf acontoudlodning	75.615
	Ovf. til udlodning næste år	100
	Ovf. til investorernes formue	-47.553
	<b>Disponeret</b>	<b>28.162</b>

#### Note 1: Til rådighed for udlodning

Udlodning fra fællesportefølje	76.584
Renteudgifter	-2
Administrationsomkostninger til modregning	-885
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	18
<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>75.715</b>
Heraf foreslået udlodning	75.615
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	100

Investorerne formue	2017	2017
	Antal andele	Formue-værdi 1.000 DKK
Emissioner i året	3.099.317	402.346
Indløsninger i året	-168.516	-22.265
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		72
Overført til udlodning næste år		100
Foreslået udlodning		75.615
Overførsel af periodens resultat		-47.553
<b>I alt Investorernes formue</b>	<b>2.930.801</b>	<b>408.315</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance\*

Nøgletal	2013	2014	2015	2016	2017
Afkast (pct.)	20,14	8,62	10,05	7,55	13,31
Sammenligningsindeks (pct.)	21,23	19,27	10,66	10,32	7,66
Indre værdi (DKK pr. andel)	124,05	125,11	127,82	128,68	139,32
Nettoresultat (t.DKK)					28.162
Udbytte (DKK pr. andel)	8,90	11,10	7,90	6,10	25,80
Administrationsomkostninger (pct.)	1,36	1,28	1,34	1,38	1,29
AOP (pct.)	1,85	1,67	1,61	1,65	1,61
Omsætningshastighed (antal gange)	0,57	0,37	0,17	0,27	0,90
Investorerne formue (t.DKK)					408.315
Antal andele, stk.					2.930.801
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	1,22	1,17	0,74	0,97	1,10
Standardafvigelse	11,44	8,67	11,00	11,23	10,84
Active Share			91,00	91,40	96,15
Tracking Error			4,05	3,69	3,81

\*Andelsklassen er etableret den 13.6.2017 ved overflytning af andele fra den oprindelige afdeling. Af hensyn til de investorer, som har været investor hele året, er nøgletallene omregnet til helår, ligesom nøgletal fra den oprindelige afdeling fra tidligere år er angivet til sammenligning.

## MAJ INVEST VÆKSTAKTIER W

### Klassens resultatposter

Note	13.6.-31.12.2017	
	1.000 DKK	
	Andel af res. af fællesportefølje	25.672
	Klassepecifikke transaktioner:	
	Administrationsomkostninger	-47
	<b>Klassens resultat</b>	<b>25.626</b>
	<b>Resultatdisponering:</b>	
1	Foreslået udlodning	67.133
	Heraf acontoudlodning	67.133
	Ovf. til udlodning næste år	202
	Ovf. til investorernes formue	-41.709
	<b>Disponeret</b>	<b>25.626</b>

#### Note 1: Til rådighed for udlodning

Udlodning fra fællesportefølje	67.380
Administrationsomkostninger til modregning	-47
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	1
<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>67.334</b>
Heraf foreslået udlodning	67.133
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	202

Investorerne formue	2017	2017
	Antal andele	Formue-værdi
	1.000 DKK	
Emissioner i året	2.802.056	364.373
Indløsninger i året	-229.925	-30.992
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		111
Overført til udlodning næste år		202
Foreslået udlodning		67.133
Overførsel af periodens resultat		-41.709
<b>I alt Investorernes formue</b>	<b>2.572.131</b>	<b>359.119</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance\*

Nøgletal	2013	2014	2015	2016	2017
Afkast (pct.)	20,14	8,62	10,05	7,55	13,55
Sammenligningsindeks (pct.)	21,23	19,27	10,66	10,32	7,66
Indre værdi (DKK pr. andel)	124,05	125,11	127,82	128,68	139,62
Nettoresultat (t.DKK)					25.626
Udbytte (DKK pr. andel)	8,90	11,10	7,90	6,10	26,10
Administrationsomkostninger (pct.)	1,36	1,28	1,34	1,38	1,08
AOP (pct.)	1,85	1,67	1,61	1,65	1,40
Omsætningshastighed (antal gange)	0,57	0,37	0,17	0,27	0,90
Investorerne formue (t.DKK)					359.119
Antal andele, stk.					2.572.131
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	1,22	1,17	0,74	0,97	1,10
Standardafvigelse	11,44	8,67	11,00	11,23	10,84
Active Share			91,00	91,40	96,15
Tracking Error			4,05	3,69	3,82

\*Andelsklassen er etableret den 13.6.2017 ved overflytning af andele fra den oprindelige afdeling. Af hensyn til de investorer, som har været investor hele året, er nøgletallene omregnet til helår, ligesom nøgletal fra den oprindelige afdeling fra tidligere år er angivet til sammenligning.



Ikke siden 1999 og 2007 har vækstaktier haft så godt et år som i 2017, og vækstaktier gav generelt et afkast, der lå 11 pct. højere end valueaktier. Afdelingen investerer i valueaktier, og oplevede derfor en del modvind på denne front.

Den investering, der klarede sig bedst i året, var den britiske kioskkæde WHSmith, der steg med over 45 pct. på året målt i danske kroner. WHSmiths luft-havnsstrategi har vist sig at bære frugt, og dette udmøntede sig i positive regnskabstal samt aktiekurstigninger.

Derudover nød afdelingen også godt af den tyske producent af jetmotorer MTU Aero Engines, der steg med mere end 35 pct. på året. Det var især udrulningen af de nye motortyper (Geared Turbo Fan), der var med til at løfte selskabets resultater og derfor også aktiekursen.

Slutteligt steg det amerikanske sundhedsforsikrings-selskab Cigna med over 33 pct., også på baggrund af fornuftige regnskabstal.

På negativlisten var det især den amerikanske forhandler af bilreservedele AutoZone, der skuffede, idet selskabet faldt med godt 40 pct. som følge af et svagt første halvår.

Derudover måtte afdelingen også tage et tab på positionerne i American International Group og Koninklijke Vopak, der begge faldt over 15 pct. i 2017 grundet dårligere end ventet regnskabstal.

### SÆRLIGE RISICI 2018

Afdelingen følger en meget koncentreret investeringsstil, og derfor er risici for afdelingen primært knyttet til udviklingen i enkeltaktier målt i danske kroner. Dog påvirkes disse enkeltaktiers afkast naturligvis også af den generelle udvikling på verdensmarkedet og det globale risikobillede, hvor bl.a. den europæiske statsgældskrise og udviklingen i de syd-europæiske lande indgår.

I takt med at disse synlige risici er aftaget i 2017, er der opstået en øget risikovillighed på de finansielle markeder, og denne øgede risikovillighed kan muligvis skabe volatilitet i løbet af 2018. Dertil kan yderli-

gere rentestigninger i løbet af de kommende 12 måneder også skabe uventede reaktioner på dele af de finansielle markeder. Slutteligt kan implementering af MiFID II-direktivet i Europa også være medvirkende til at udløse uventede markedsreaktioner.

### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Aktiemarkedet virkede ikke billigt ved indgangen til 2018, men grundet de lave renter var markedet heller ikke dyrt. Enhver snak om en generel aktieboble virker fejlplaceret, når vi ser på den generelle prisfastsættelse af globale aktier. Vi er derfor moderat positive på aktier generelt og vurderer, at afdelingens afkast vil ligge i omegnen af 5-10 pct. i 2018.

Til illustration af usikkerheden ved at investere i afdelingen henvises til tabellen over historiske afkast side 9. Her fremgår det, at afdelingens afkast har været mellem -36,2 og +42,3 pct. de seneste tolv kalenderår. Der er således også i 2018 en betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkastet.

## MAJ INVEST VALUE AKTIER KL

## Resultatopgørelse

Note	1.1.-31.12.2017 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1	Renteindtægter 48	3
1	Renteudgifter -318	-368
2	Udbytter 266.991	164.881
	<b>I alt renter og udbytter 266.721</b>	<b>164.516</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>		
3	Kapitalandele 447.351	1.109.352
3	Afledte finansielle instr. 26	-16
	Valutakonti -4.043	-1.775
	Øvrige aktiver/passiver -2.003	437
4	Handelsomkostninger -12.809	-7.018
	<b>I alt kursgevinster og -tab 428.522</b>	<b>1.100.980</b>
	Andre indtægter 0	4
	<b>I alt indtægter 695.243</b>	<b>1.265.509</b>
5	Administrationsomk. -123.366	-105.530
	<b>Resultat før skat 571.877</b>	<b>1.159.970</b>
6	Skat -22.925	-22.194
	<b>Årets nettoresultat 548.952</b>	<b>1.137.776</b>
<b>Resultatdisponering:</b>		
7	Foreslået udlodning 733.528	538.994
	Heraf acontoudlodning 733.528	538.994
	Ovf. til udlodning næste år 3.283	2.050
	Ovf. til investorernes formue -187.859	596.732
	<b>Disponeret 548.952</b>	<b>1.137.776</b>

## Balance

Note	31.12.2017 1.000 DKK	31.12.2016 1.000 DKK
<b>Aktiver</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
	Indestående i depotselskab 37.275	75.337
<b>Kapitalandele:</b>		
8	Not. aktier fra DK selskaber 193.175	0
8	Not. aktier, udl. selskaber 10.135.226	9.149.188
9	Unot. kap.and. fra DK selsk. 2.356	2.361
	<b>I alt kapitalandele 10.330.757</b>	<b>9.151.549</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
	Tilg.hav. renter, udbytter m.m. 5.262	6.660
	Andre tilgodehavender 127	0
	Mellemv. vedr. handelsafv. 679	27.432
	Aktuelle skatteaktiver 7.428	6.750
	<b>I alt andre aktiver 13.496</b>	<b>40.842</b>
	<b>Aktiver i alt 10.381.528</b>	<b>9.267.728</b>
<b>Passiver</b>		
10	<b>Investorerne formue 10.372.312</b>	<b>9.242.759</b>
<b>Afledte finansielle instr.:</b>		
	Unot. afledte finansielle instr. 0	56
<b>Anden gæld:</b>		
	Skyldige omkostninger 8.876	14.031
	Mellemv. vedr. handelsafv. 340	10.882
	<b>I alt anden gæld 9.216</b>	<b>24.913</b>
	<b>Passiver i alt 10.381.528</b>	<b>9.267.728</b>

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2017	31.12.2016
	1.000 DKK	1.000 DKK

**Note 1: Renteindtægter**

Indestående i depotselskab	48	3
Renteudgifter	-318	-368
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>-270</b>	<b>-365</b>

**Note 2: Udbytter**

Not. aktier fra danske selskaber	4.253	0
Not. aktier fra udenlandske selskaber	262.738	164.881
<b>I alt udbytter</b>	<b>266.991</b>	<b>164.881</b>

**Note 3: Kursgevinster og -tab**

Not. aktier fra danske selskaber	-5.240	0
Not. aktier fra udenlandske selskaber	452.596	1.108.922
Unot. kapitalandele fra DK selskaber	-5	430
<b>I alt fra kapitalandele</b>	<b>447.351</b>	<b>1.109.352</b>
Valutaterminsforretninger/futures	26	-16
<b>I alt fra afledte finansielle instrumenter</b>	<b>26</b>	<b>-16</b>

**Note 4: Handelsomkostninger**

Bruttohandelsomkostninger	-16.633	-11.009
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	3.825	3.991
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>-12.809</b>	<b>-7.018</b>

**Note 5: Administrationsomkostninger**

	2017	2016		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.omkostninger	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-446	-446	-441
Rev.honorar til revisorer	-16	0	-16	-15
Andre honorarer til revisorer	0	-60	-60	0
Markedsføringsomk.	-55.301	-3.263	-58.564	-61.647
Gebyrer til depotselskab	-2.730	0	-2.730	-1.795
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-56.203	-347	-56.550	-37.628
Øvrige omkostninger	-28	-394	-422	-400
Fast administrationshonorar	-4.578	0	-4.578	-3.604
<b>I alt adm.omkostninger</b>	<b>-118.856</b>	<b>-4.510</b>	<b>-123.366</b>	<b>-105.530</b>

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

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

**Note 6: Skat**

Afdelingen er ikke skattepligtig. Periodens skatteudgift består af betalte ikke refunderbare udbytteskatter.

	31.12.2017	31.12.2016
	1.000 DKK	1.000 DKK

**Note 7: Til rådighed for udlodning**

Renter og udbytter	266.721	167.664
Rente- og udbytteskat	-23.807	-22.321
Kursgevinst til udlodning	578.710	419.438
Administrationsomkostninger til modregning	-123.366	-105.650
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	36.503	78.768
Udlodning overført fra sidste år	2.050	3.144
<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>736.811</b>	<b>541.043</b>
Heraf foreslået udlodning	733.528	538.994
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	3.283	2.050

**Note 8: Finansielle instrumenter i pct.**

Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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

**Note 9: Unoterede kapitalandele fra danske selskaber:**

Investeringsforvaltningssels. SEBinvest A/S	2.356	2.361
Aktieandel i Investeringsforvaltningssels. SEBinvest A/S (pct.)12,5		12,5

**Note 10: Investorerens formue**

	2017	2016
	Formue- værdi	Formue- værdi
	1.000 DKK	1.000 DKK
Investorerens formue primo	9.242.759	7.270.150
Korrektion ved fusion	0	48.805
Overført resultat fra ophørende afdeling		-2.222
Udlodning fra sidste år	-538.994	-1.313.101
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning:		
-12.811		306.786
Emissioner i året	1.823.027	3.563.748
Indløsninger i året	-691.221	-1.769.183
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	600	0
Overført til udlodning næste år	3.283	2.050
Foreslået udlodning	733.528	538.994
Overførsel af periodens resultat	-187.859	596.732
<b>I alt Investorerens formue</b>	<b>10.372.312</b>	<b>9.242.759</b>

## MAJ INVEST VALUE AKTIER

### Klassens resultatposter

Note	13.6.-31.12.2017
	1.000 DKK
Andel af res. af fællesportefølje	384.068
Klassepecifikke transaktioner:	
Renteudgifter	-24
Administrationsomkostninger	-17.601
<b>Klassens resultat</b>	<b>366.442</b>
<b>Resultatdisponering:</b>	
1 Foreslået udlodning	376.121
Heraf acontoudlodning	376.121
Ovf. til udlodning næste år	982
Ovf. til investorernes formue	-10.661
<b>Disponeret</b>	<b>366.442</b>

#### Note 1: Til rådighed for udlodning

Udlodning fra fællesportefølje	394.263
Renteudgifter	-24
Administrationsomkostninger til modregning	-17.601
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	465
<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>377.102</b>
Heraf foreslået udlodning	376.121
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	982

Investorerne formue	2017	
	Antal andele	Formueværdi 1.000 DKK
Emissioner i året	35.015.972	5.507.602
Indløsninger i året	-2.868.919	-456.066
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		519
Overført til udlodning næste år		982
Foreslået udlodning		376.121
Overførsel af periodens resultat		-10.661
<b>I alt Investorernes formue</b>	<b>32.147.053</b>	<b>5.418.498</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance\*

Nøgletal	2013	2014	2015	2016	2017
Afkast (pct.)	18,95	26,27	14,86	14,32	5,44
Sammenligningsindeks (pct.)	21,23	19,27	10,66	10,32	7,66
Indre værdi (DKK pr. andel)	139,59	167,31	181,60	169,77	168,55
Nettoresultat (t.DKK)					366.442
Udbytte (DKK pr. andel)	7,20	11,20	32,80	9,90	11,70
Administrationsomkostninger (pct.)	1,41	1,35	1,35	1,39	1,44
AOP (pct.)	1,82	1,74	1,70	1,66	1,64
Omsætningshastighed (antal gange)	0,42	0,29	0,43	0,27	0,46
Investorerne formue (t.DKK)					5.418.498
Antal andele, stk.					32.147.053
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	1,35	1,51	1,25	1,60	1,48
Standardafvigelse	13,20	9,97	10,84	10,24	10,40
Active Share			95,40	95,82	97,18
Tracking Error			4,12	4,79	5,05

\*Andelsklassen er etableret den 13.6.2017 ved overflytning af andele fra den oprindelige afdeling. Af hensyn til de investorer, som har været investor hele året, er nøgletallene omregnet til helår, ligesom nøgletal fra den oprindelige afdeling fra tidligere år er angivet til sammenligning.



## MAJ INVEST VALUE AKTIER W

### Klassens resultatposter

Note	13.6.-31.12.2017
	1.000 DKK
Andel af res. af fællesportefølje	338.661
Klassepecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	-462
<b>Klassens resultat</b>	<b>338.199</b>
<b>Resultatdisponering:</b>	
1 Foreslået udlodning	357.407
Heraf acontoudlodning	357.407
Ovf. til udlodning næste år	2.302
Ovf. til investorernes formue	-21.510
<b>Disponeret</b>	<b>338.199</b>

#### Note 1: Til rådighed for udlodning

Udlodning fra fællesportefølje	360.194
Administrationsomkostninger til modregning	-462
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-22
<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>359.709</b>
Heraf foreslået udlodning	357.407
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	2.302

Investorerne formue	2017	2017
	Antal andele	Formue-værdi
	1.000 DKK	
Emissioner i året	29.823.139	4.701.016
Indløsninger i året	-527.482	-86.727
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.326
Overført til udlodning næste år		2.302
Foreslået udlodning		357.407
Overførsel af periodens resultat		-21.510
<b>I alt Investorernes formue</b>	<b>29.295.657</b>	<b>4.953.814</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance\*

Nøgletal	2013	2014	2015	2016	2017
Afkast (pct.)	18,95	26,27	14,86	14,32	5,78
Sammenligningsindeks (pct.)	21,23	19,27	10,66	10,32	7,66
Indre værdi (DKK pr. andel)	139,59	167,31	181,60	169,77	169,10
Nettoresultat (t.DKK)					338.199
Udbytte (DKK pr. andel)	7,20	11,20	32,80	9,90	12,20
Administrationsomkostninger (pct.)	1,41	1,35	1,35	1,39	1,11
AOP (pct.)	1,82	1,74	1,70	1,66	1,32
Omsætningshastighed (antal gange)	0,42	0,29	0,43	0,27	0,46
Investorerne formue (t.DKK)					4.953.814
Antal andele, stk.					29.295.657
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	1,35	1,51	1,25	1,60	1,48
Standardafvigelse	13,20	9,97	10,84	10,24	10,40
Active Share			95,40	95,82	97,18
Tracking Error			4,12	4,79	5,06

\*Andelsklassen er etableret den 13.6.2017 ved overflytning af andele fra den oprindelige afdeling. Af hensyn til de investorer, som har været investor hele året, er nøgletallene omregnet til helår, ligesom nøgletal fra den oprindelige afdeling fra tidligere år er angivet til sammenligning.

# MAJ INVEST VALUE AKTIER AKKUMULERENDE

## MAJ INVEST VALUE AKTIER AKKUMULERENDE W

### LÆSEVEJLEDNING

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om afkast- og risikoprofiler side 22 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.majinvest.dk/prospekt](http://www.majinvest.dk/prospekt).

### RISIKOPROFIL

Afdelingen kan investere i danske og udenlandske aktier udvalgt ud fra en værdibaseret tilgang og en vurdering af selskabets markedsposition. Afdelingen har ikke et branche- eller landemæssigt fokus, og det betyder, at den kan investere i alle lande, i alle sektorer og i små såvel som store selskaber. Afdelingen har en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer.

Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet samt valutarisiko. Hertil kommer modpartsrisiko.

På risikoindikatoren er andelsklasserne placeret i kategori 5. I årsrapportens afsnit om afkast- og risikoprofiler side 22 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet Finansmarkederne side 20 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

### STAMDATA

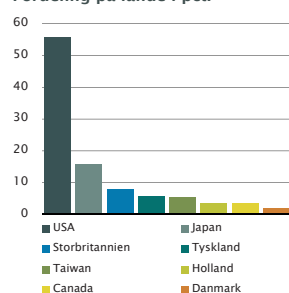
Investeringsrådgiver: Fondsmæglerselskabet Maj Invest  
Porteføljemanager: Kurt Kara & Ulrik Jensen  
Morningstar Kategori™: Aktier - Globale Large Cap Blend  
IFB-kategori: Aktier Globale

Startdato: 29.06.2015  
Valuta: Danske kroner  
Stykstørrelse: 100 kr.  
Udbyttebetalende: Nej

Maj Invest Value Aktier Akk.  
Fondskode: DK0060642726  
Børsnoteret: Ja  
Morningstar Rating™: ★★★★★

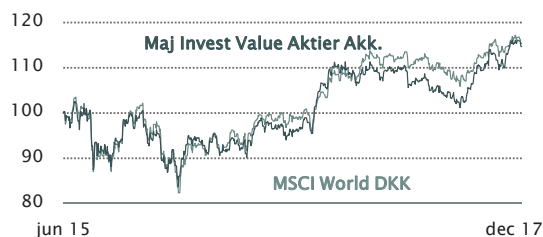
Maj Invest Value Aktier Akk. W  
Fondskode: DK0060825727  
Børsnoteret: Nej  
Morningstar Rating™: ★★★★★

Fordeling på lande i pct.



### VÆRDIUDVIKLING

Hvad er 100 DKK blevet til i den børsnoteret andelsklasse?



### RISIKOINDIKATOR

Begge andelsklasser



Maj Invest Value Aktier Akkumulerende gav i 2017 et afkast på 5,3 pct., mens Maj Invest Value Aktier Akkumulerende W gav et afkast på 5,7 pct. Afkastet er absolut set tilfredsstillende, men lavere end sammenligningsindekset MSCI World, der omregnet til danske kroner gav et afkast på 7,7 pct. Afkastet er henholdsvis 3,0 og 2,6 procentpoint lavere end for den sammenlignelige Morningstar Kategori™. Afdelingen er en akkumulerende søsterafdeling til Maj Invest Value Aktier og udbetaler ikke udbytte.

Afdelingen indfrie knap forventningerne i årsrapporten for 2016 om et afkast i nærheden af det historiske gennemsnit for aktiemarkederne på 7-8 pct. p.a.

### MARKEDET

Aktiemarkederne var særdeles gunstige i 2017, i og med valget af Donald Trump som præsident for USA skabte synlige positive forventninger for den globale vækst. Amerikanske aktier steg således over 20 pct. målt ved S&P 500-indekset i dollar for perioden, og afsluttede året i en særdeles positiv tone grundet de store skattelettelser, som Donald Trumps administration havde varslet. På grund af store stigninger i euro over for dollar, steg amerikanske aktier 7 pct. målt i kroner.

2017 blev også året, hvor Europa for alvor kom tilbage på vækstsporet, hvilket ligeledes blev modtaget meget positivt på de globale aktiemarkeder. Europæiske aktier steg med over 10 pct. målt ved Bloomberg Euro 500-indekset i danske kroner.

Slutteligt kom også Japan tilbage på en bedre makroøkonomisk trend i 2017, og japansk deflation er muligvis vendt til en mindre, men velkommen, inflation. Japanske aktier steg derfor også betydeligt i 2017, og Nikkei 225-indekset steg med 19 pct. i lokal valuta. Målt i kroner var stigningen 8 pct.

### PERFORMANCE

Afdelingens afkast var lavere end markedets for hele året, hvilket primært var drevet af individuelle aktievalg i porteføljen, men også drevet af såkaldte vækstaktiers massive fremmarch i 2017.

Ikke siden 1999 og 2007 har vækstaktier haft så

godt et år som i 2017, og vækstaktier gav generelt et afkast, der lå 11 pct. højere end valueaktier. Afdelingen investerer i valueaktier, og oplevede derfor en del modvind på denne front.

Den investering, der klarede sig bedst i året, var den britiske kioskkæde WHSmith, der steg med over 45 pct. på året målt i danske kroner. WHSmiths luft-havnsstrategi har vist sig at bære frugt, og dette udmøntede sig i positive regnskabstal samt aktiekursstigninger.

Derudover nød afdelingen også godt af den tyske producent af jetmotorer MTU Aero Engines, der steg med mere end 35 pct. på året. Det var især udrulningen af de nye motortyper (Geared Turbo Fan), der var med til at løfte selskabets resultater og derfor også aktiekursen.

Slutteligt steg det amerikanske sundhedsforsikrings-selskab Cigna med over 33 pct., også på baggrund af fornuftige regnskabstal.

På negativlisten var det især den amerikanske forhandler af bilreservedele AutoZone, der skuffede, idet selskabet faldt med godt 40 pct. som følge af et svagt første halvår.

Derudover måtte afdelingen også tage et tab på positionerne i American International Group og Koninklijke Vopak, der begge faldt over 15 pct. i 2017 grundet dårligere end ventet regnskabstal.

### SÆRLIGE RISICI 2018

Afdelingen følger en meget koncentreret investeringsstil, og derfor er risici for afdelingen primært knyttet til udviklingen i enkeltaktier målt i danske kroner. Dog påvirkes disse enkeltaktiers afkast naturligvis også af den generelle udvikling på verdensmarkedet og det globale risikobillede, hvor bl.a. den europæiske statsgældskrise og udviklingen i de syd-europæiske lande indgår.

I takt med at disse synlige risici er aftaget i 2017, er der opstået en øget risikovillighed på de finansielle markeder, og denne øgede risikovillighed kan muligvis skabe volatilitet i løbet af 2018. Dertil kan yderligere rentestigninger i løbet af de kommende 12 må-

neder også skabe uventede reaktioner på dele af de finansielle markeder. Slutteligt kan implementering af MiFID II-direktivet i Europa også være medvirkende til at udløse uventede markedsreaktioner.

### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Aktiemarkedet virkede ikke billigt ved indgangen til 2018, men grundet de lave renter var markedet heller ikke dyrt. Enhver snak om en generel aktieboble virker fejlplaceret, når vi ser på den generelle prisfastsættelse af globale aktier. Vi er derfor moderat positive på aktier generelt og vurderer, at afdelingens afkast vil ligge i omegnen af 5-10 pct. i 2018.

Til illustration af usikkerheden ved at investere i afdelingen henvises til tabellen over historiske afkast side 9. Her fremgår det, at afdelingens afkast har været mellem -36,2 og +42,3 pct. de seneste tolv kalenderår. Der er således også i 2018 en betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkastet.

## MAJ INVEST VALUE AKTIER AKKUMULERENDE KL

## Resultatopgørelse

Note	1.1.-31.12.2017 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1	Renteindtægter 16	1
1	Renteudgifter -104	-107
2	Udbytter 71.159	38.485
	<b>I alt renter og udbytter 71.071</b>	<b>38.379</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>		
3	Kapitalandele 115.440	262.406
3	Afledte finansielle instr. 20	-8
	Valutakonti -675	929
	Øvrige aktiver/passiver -505	95
4	Handelsomkostninger -3.755	-1.730
	<b>I alt kursgevinster og -tab 110.525</b>	<b>261.692</b>
	<b>I alt indtægter 181.596</b>	<b>300.071</b>
5	Administrationsomk. -31.750	-26.126
	<b>Resultat før skat 149.846</b>	<b>273.945</b>
6	Skat -6.457	-5.812
	<b>Årets nettoresultat 143.389</b>	<b>268.133</b>
	<b>Overført til formuen 143.389</b>	<b>268.133</b>

## Balance

Note	31.12.2017 1.000 DKK	31.12.2016 1.000 DKK
<b>Aktiver</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
	Indestående i depotselskab 11.834	19.955
<b>Kapitalandele:</b>		
7	Not. aktier fra DK selskaber 52.032	0
7	Not. aktier, udl. selskaber 2.730.092	2.228.454
	<b>I alt kapitalandele 2.782.124</b>	<b>2.228.454</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
	Tilg.hav. renter, udbytter m.m. 1.411	1.598
	Andre tilgodehavender 34	0
	Mellemv. vedr. handelsafv. 1.158	7.282
	Aktuelle skatteaktiver 946	730
	<b>I alt andre aktiver 3.549</b>	<b>9.610</b>
	<b>Aktiver i alt 2.797.507</b>	<b>2.258.019</b>
<b>Passiver</b>		
8	<b>Investorerne formue 2.795.369</b>	<b>2.250.744</b>
<b>Afledte finansielle instr.:</b>		
	Unot. afledte finansielle instr. 0	18
<b>Anden gæld:</b>		
	Skyldige omkostninger 1.559	3.738
	Mellemv. vedr. handelsafv. 579	3.519
	<b>I alt anden gæld 2.138</b>	<b>7.257</b>
	<b>Passiver i alt 2.797.507</b>	<b>2.258.019</b>

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2017	31.12.2016
	1.000 DKK	1.000 DKK

**Note 1: Renteindtægter**

Indestående i depotselskab	16	1
Renteudgifter	-104	-107
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>-88</b>	<b>-106</b>

**Note 2: Udbytter**

Not. aktier fra danske selskaber	1.129	0
Not. aktier fra udenlandske selskaber	70.030	38.485
<b>I alt udbytter</b>	<b>71.159</b>	<b>38.485</b>

**Note 3: Kursgevinster og -tab**

Not. aktier fra danske selskaber	-1.462	0
Not. aktier fra udenlandske selskaber	116.902	262.406
<b>I alt fra kapitalandele</b>	<b>115.440</b>	<b>262.406</b>
Valutaterminsforretninger/futures	20	-8
<b>I alt fra afledte finansielle instrumenter</b>	<b>20</b>	<b>-8</b>

**Note 4: Handelsomkostninger**

Bruttohandelsomkostninger	-4.587	-2.470
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	832	739
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>-3.755</b>	<b>-1.730</b>

**Note 5: Administrationsomkostninger**

	2017	2016		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.omkostninger	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-119	-119	-104
Rev.honorar til revisorer	-16	0	-16	-15
Andre honorarer til revisorer	0	-16	-16	0
Markedsføringsomk.	-13.526	-864	-14.390	-15.878
Gebyrer til depotselskab	-816	0	-816	-303
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-14.941	-94	-15.035	-8.857
Øvrige omkostninger	-23	-118	-141	-120
Fast administrationshonorar	-1.217	0	-1.217	-849
<b>I alt adm.omkostninger</b>	<b>-30.539</b>	<b>-1.211</b>	<b>-31.750</b>	<b>-26.126</b>

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

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

**Note 6: Skat**

Afdelingen er ikke skattepligtig. Periodens skatteudgift består af betalte ikke refunderbare udbytteskatter.

	31.12.2017	31.12.2016
	1.000 DKK	1.000 DKK

**Note 7: Finansielle instrumenter i pct.**

Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	-0,0
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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

**Note 8: Investorernes formue**

	2017	2016
	Formue- værdi 1.000 DKK	Formue- værdi 1.000 DKK
Investorerens formue primo	2.250.744	1.563.885
Emissioner i året	452.902	422.422
Indløsninger i året	-52.092	-4.008
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	426	312
Overførsel af periodens resultat	143.389	268.133
<b>I alt Investorernes formue</b>	<b>2.795.369</b>	<b>2.250.744</b>

## MAJ INVEST VALUE AKTIER AKKUMULERENDE

### Klassens resultatposter

Note	13.6.-31.12.2017	
	1.000 DKK	
Andel af res. af fællesportefølje	61.927	
Klassepecifikke transaktioner:		
Renteudgifter	-4	
Administrationsomkostninger	-2.983	
<b>Klassens resultat</b>	<b>58.940</b>	
<b>Overført til formuen</b>	<b>58.940</b>	
<b>Investorerens formue</b>	<b>2017</b>	<b>2017</b>
	Antal	Formue-
	andele	værdi
		1.000 DKK
Emissioner i året	8.788.172	944.034
Indløsninger i året	-448.000	-46.695
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		420
Overførsel af periodens resultat		58.940
<b>I alt Investorerens formue</b>	<b>8.340.172</b>	<b>956.699</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance\*

Nøgletal	2015*1	2016	2017
Afkast (pct.)	-4,62	14,17	5,34
Sammenligningsindeks (pct.)	-3,27	10,32	7,66
Indre værdi (DKK pr. andel)	95,38	108,90	114,71
Nettoresultat (t.DKK)			58.940
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	0,76	1,45	1,47
AOP (pct.)	1,70	1,73	1,69
Omsætningshastighed (antal gange)	0,15	0,28	0,49
Investorerens formue (t.DKK)			956.699
Antal andele, stk.			8.340.172
Styk størrelse i DKK	100	100	100
Active Share	95,40	95,82	97,18

\*Andelsklassen er etableret den 13.6.2017 ved overflytning af andele fra den oprindelige afdeling. Af hensyn til de investorer, som har været investor hele året, er nøgletallene omregnet til helår, ligesom nøgletal fra den oprindelige afdeling fra tidligere år er angivet til sammenligning.

\*1 Startdato 25.6.2015.

## MAJ INVEST VALUE AKTIER AKKUMULERENDE W

### Klassens resultatposter

Note

13.6.-31.12.2017  
1.000 DKK

Andel af res. af fællesportefølje 128.624  
Klassepecifikke transaktioner:  
Administrationsomkostninger -138

**Klassens resultat 128.486**

**Overført til formuen 128.486**

Investorerens formue	2017	
	Antal andele	Formue-værdi 1.000 DKK
Emissioner i året	15.982.631	1.711.023
Indløsninger i året	-8.000	-841
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		2
Overførsel af periodens resultat		128.486
<b>I alt Investorerens formue</b>	<b>15.974.631</b>	<b>1.838.670</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance\*

Nøgletal	2015*1	2016	2017
Afkast (pct.)	-4,62	14,17	5,70
Sammenligningsindeks (pct.)	-3,27	10,32	7,66
Indre værdi (DKK pr. andel)	95,38	108,90	115,10
Nettoresultat (t.DKK)			128.486
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	0,76	1,45	1,13
AOP (pct.)	1,70	1,73	1,35
Omsætningshastighed (antal gange)	0,15	0,28	0,49
Investorerens formue (t.DKK)			1.838.670
Antal andele, stk.			15.974.631
Styk størrelse i DKK	100	100	100
Active Share	95,40	95,82	97,18

\*Andelsklassen er etableret den 13.6.2017 ved overflytning af andele fra den oprindelige afdeling. Af hensyn til de investorer, som har været investor hele året, er nøgletallene omregnet til helår, ligesom nøgletal fra den oprindelige afdeling fra tidligere år er angivet til sammenligning.

\*1 Startdato 25.6.2015.

# MAJ INVEST EMERGING MARKETS

## MAJ INVEST EMERGING MARKETS W

### LÆSEVEJLEDNING

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om afkast- og risikoprofiler side 22 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.majinvest.dk/prospekt](http://www.majinvest.dk/prospekt).

### RISIKOPROFIL

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 kvalitets-selskaber 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. Afdelingen har en investeringsmæssig risiko mod aktier fra emerging markets og valutaer.

Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet samt valutarisiko. Hertil kommer modpartsrisiko.

På risikoindikatoren er andelsklasserne placeret i kategori 6. I årsrapportens afsnit om afkast- og risikoprofiler side 22 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet Finansmarkederne side 20 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

### STAMDATA

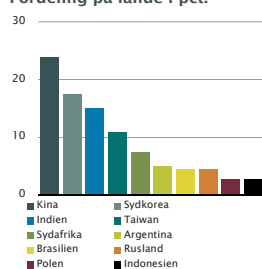
Investeringsrådgiver: Fondsmæglerselskabet Maj Invest  
Porteføljemanager: Pascal Pierre Lasnier  
Morningstar Kategori™: Aktier - Globale Globale Nye Markeder  
IFB-kategori: Aktier Emerging Markets

Startdato: 16.12.2013  
Valuta: Danske kroner  
Stykstørrelse: 100 kr.  
Udbyttebetalende: Ja

Maj Invest Emerging Markets  
Fondskode: DK0060522316  
Børsnoteret: Ja  
Morningstar Rating™: ★

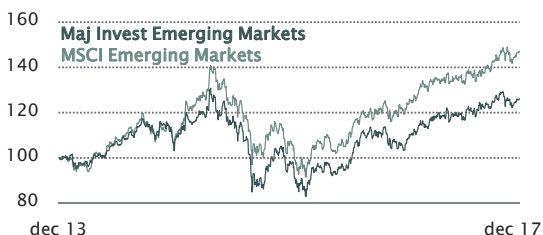
Maj Invest Emerging Markets W  
Fondskode: DK0060825990  
Børsnoteret: Nej  
Morningstar Rating™: ★

Fordeling på lande i pct.



### VÆRDIUDVIKLING

Hvad er 100 DKK blevet til i den børsnoteret andelsklasse?



### RISIKOINDIKATOR

Begge andelsklasser



Maj Invest Emerging Markets gav i 2017 et afkast på 18,6 pct., mens Maj Invest Emerging Markets W gav et afkast på 19,0 pct. Afkastet er i absolut forstand særdeles tilfredsstillende, men lavere end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI Global Emerging Markets, der omregnet til danske kroner steg 20,7 pct., og på niveau med afdelingens Morningstar Kategori™, der gav et afkast på 19,1 pct. Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 20,70 kr. pr. andel i Maj Invest Emerging Markets og 21,20 kr. pr. andel i Maj Invest Emerging Markets W. Udbyttet er udbetalt aconto i januar 2017.

Afdelingen mere end indfrie forventningerne i årsrapporten for 2016 om et positivt afkast.

### MARKEDET

Emerging markets klarede sig bedre end de udviklede markeder i 2017, og målt i danske kroner var 2017 det bedste år siden 2010 for emerging markets-indekset MSCI EM.

I Kina accelererede indsatsen i forhold til gældsnedbringelse, og der blev indført strammere regulering af skyggeudlån. I industrier med overkapacitet var der øget disciplin om ikke at konkurrere på pris, hvilket forbedrede overskudsgrader, pengestrømme og kreditværdighed. 2017 var et bemærkelsesværdigt år for koreanske aktier, hvor KOSPI-indekset på trods af geopolitiske spændinger satte ny rekord trukket af aktier inden for it og finans. I Indien var særligt vedtagelsen og den efterfølgende implementering af vare- og serviceafgiften (GST), der skal forene skattesatser over hele landet, værd at bemærke. Desuden meddelte regeringen en større rekapitaliseringsplan for statslige banker.

Mexicos valutadrevne rally i første halvår vendte, da spændingerne omkring NAFTA-genforhandlingen steg. Brasilien klarede sig ringere end emerging markets generelt, selvom kursfaldene under den politiske skandale i maj 2017 hurtigt blev genvundet. Højdepunkterne for året i Latinamerika var lav inflation i hele regionen bortset fra Mexico, hvilket fik renten til at falde og var en stærk drivkraft for aktiemarkedet.

I Sydafrika var ANC-konferencen i december en nøg-



lebegivenhed i 2017. ANC valgte Cyril Ramaphosa som ny præsident med 200 stemmers flertal (2440 mod 2261) over Dlamini-Zuma. Sammensætningen af de øverste seks ledere, National Executive Committee, var 50/50 opdelt mellem allierede af udfordreren Ramaphosa og den tidligere præsident Zuma.

Endelig enedes Rusland med OPEC om at forlænge produktionsnedsættelserne indtil udgangen af 2018 for at styrke oliepriserne. Forhåbningerne om optøning i forholdet til USA efter Trumps valg skete dog ikke, og USA strammede sine sanktioner i 2017.

### PERFORMANCE

Aktieindekset for emerging markets steg i 2017 særligt på grund af it-sektoren, hvor ca. 40 pct. af stigningen kom fra kun fire selskaber: Alibaba, Tencent, Samsung Electronics og TSMC. 2017 adskilte sig også fra tidligere år ved at vækstaktier klarede sig væsentlig bedre end valueaktier, hvilket er usædvanligt for en periode, hvor dollaren falder. Det var således særligt kinesiske it-selskaber samt brasilianske og kinesiske selskaber inden for stabile forbrugsgoder, der steg i 2017, mens brasilianske og mexicanske råvareselskaber klarede sig dårligst sammen med brasilianske energiselskaber.

Afdelingens afkast blev negativt påvirket af en undervægt i it og en overvægt inden for sundhedspleje. Omvendt havde fonden fordel af at være overvægtet inden for energi. Årets største positive afkastbidrag kom fra Largan (der steg +39 pct. målt i danske kroner), Ping An (+69 pct.), AAC Technologies (+72 pct.), Longfor Properties (+69 pct.) og LG Chem (+41 pct.). Årets største negative afkastbidrag relativt kom fra Magnit (-44 pct.), GT Capital (-11 pct.), undervægt i Tencent (+87 pct.) og Atacadao.

### SÆRLIGE RISICI 2018

Udover de generelle risici ved at investere i emerging markets forventes særligt et skift til højere inflationsforventninger, et stort chok til de globale råvarepriser eller faldende valutakurser at udgøre en risiko for 2018. Men også geopolitiske risici som følge af præsident Trumps *America First*-strategi kan få betydning. Det samme gælder en styrkelse af dollar eller en kinesisk afmatning, der er større end forventet. Investor bør ligeledes være opmærksom på, at

en travl valgkalender venter GEM-landene (Rusland, Colombia, Indonesien, Mexico, Malaysia, Brasilien og Thailand).

### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Emerging markets-investorer køber i særlig grad aktier i forventning om en stigende indtjening pr. aktie, EPS, og forhåbentlig et udbytte. EPS i emerging markets faldt fra 2011 til 2015. Et stigende marked forudsætter vækst i EPS, og for emerging markets helst på et højere niveau end i de udviklede markeder. Denne betingelse blev opfyldt i 2016-2017. Det vurderes, at de grundlæggende betingelser for et bullmarked også er tilstede i 2018, primært drevet af indtjeningsvækst, men også med plads til en lidt højere værdiansættelse på multipler.

Der er flere vækstdrivere, der støtter den økonomiske aktivitet i emerging markets i 2018. Herunder en stigende indenlandsk efterspørgsel og stigende tillidsindikatorer for den private sektor. Begge understøtter en sund dynamik sammen med positiv påvirkning fra kreditkøb for første gang siden 2011. Hertil kommer gode vækstmuligheder i it-sektoren, både som del af den internationale sektor og fra regional udvikling af e-handel og stigende råvarepriser, som følge af disciplin på udbudssiden i overkapacitetsindustrier og en synkroniseret global vækstcyklus.

På mange asiatiske markeder, herunder Indien og Kina, begyndte 2018 på et stærkt fundament. Fire temaer vil være dominerende: massive investeringer i infrastruktur, markante investeringer i den private sektor, væsentlige forbedringer i landdistrikterne og et fortsat globalt opsving. Alle disse vil afspejle sig i en generel indtjeningsforbedring.

For hele 2018 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast. Med de ganske store udsving, man ofte oplever på aktiemarkedene, er vurderingen behæftet med stor usikkerhed. Afkastet kan blive højere eller lavere end sammenligningsindekset, da afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. Til illustration af usikkerheden ved at investere i afdelingen, har afdelingens sammenligningsindeks givet et afkast mellem -51 og +73 pct. de seneste tolv år. Der er således en betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkastet for 2018.

## MAJ INVEST EMERGING MARKETS KL

### Resultatopgørelse

Note	1.1.-31.12.2017 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1	Renteindtægter 56	2
1	Renteudgifter -15	-10
2	Udbytter 8.762	13.088
	<b>I alt renter og udbytter 8.803</b>	<b>13.080</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>		
3	Kapitalandele 87.697	27.616
	Valutakonti -1.343	-111
	Øvrige aktiver/passiver 6	8
4	Handelsomkostninger -2.742	-969
	<b>I alt kursgevinster og -tab 83.618</b>	<b>26.544</b>
	<b>I alt indtægter 92.421</b>	<b>39.624</b>
5	Administrationsomk. -6.614	-6.884
	<b>Resultat før skat 85.807</b>	<b>32.740</b>
6	Skat -657	-572
	<b>Årets nettoresultat 85.150</b>	<b>32.168</b>
<b>Resultatdisponering:</b>		
7	Foreslået udlodning 86.117	0
	Heraf acontoudlodning 86.117	0
	Ovf. til udlodning næste år 141	0
	Ovf. til investorernes formue -1.108	32.168
	<b>Disponeret 85.150</b>	<b>32.168</b>

### Balance

Note	31.12.2017 1.000 DKK	31.12.2016 1.000 DKK
<b>Aktiver</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
	Indestående i depotselskab 5.423	5.366
<b>Kapitalandele:</b>		
8	Not. aktier, udl. selskaber 509.278	482.018
<b>Andre aktiver:</b>		
	Tilg.hav. renter, udbytter m.m. 59	327
	Andre tilgodehavender 6	0
	<b>I alt andre aktiver 65</b>	<b>327</b>
	<b>Aktiver i alt 514.766</b>	<b>487.711</b>
<b>Passiver</b>		
9	Investorerens formue 514.481	481.974
<b>Anden gæld:</b>		
	Skyldige omkostninger 285	804
	Mellemv. vedr. handelsafv. 0	4.933
	<b>I alt anden gæld 285</b>	<b>5.737</b>
	<b>Passiver i alt 514.766</b>	<b>487.711</b>

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2017	31.12.2016
	1.000 DKK	1.000 DKK

**Note 1: Renteindtægter**

Indestående i depotselskab	56	2
Renteudgifter	-15	-10
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>41</b>	<b>-8</b>

**Note 2: Udbytter**

Not. aktier fra udenlandske selskaber	8.762	13.088
<b>I alt udbytter</b>	<b>8.762</b>	<b>13.088</b>

**Note 3: Kursgevinster og -tab**

Not. aktier fra udenlandske selskaber	87.697	27.616
<b>I alt fra kapitalandele</b>	<b>87.697</b>	<b>27.616</b>

**Note 4: Handelsomkostninger**

Bruttohandelsomkostninger	-3.156	-1.293
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	414	324
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>-2.742</b>	<b>-969</b>

**Note 5: Administrationsomkostninger**

	2017	2016
Afdelingsdirekte		
Andel af fællesomk.omkostninger		
Samlede omkostninger		

Honorar til bestyrelse	0	-23	-23	-26
Rev.honorar til revisorer	-16	0	-16	-15
Andre honorarer til revisorer	0	-3	-3	0
Markedsføringsomk.	-2.547	-155	-2.702	-3.628
Gebyrer til depotselskab	-484	0	-484	-353
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-2.964	-43	-3.007	-2.568
Øvrige omkostninger	-95	-43	-138	-87
Fast administrationshonorar	-241	0	-241	-207
<b>I alt adm.omkostninger</b>	<b>-6.347</b>	<b>-267</b>	<b>-6.614</b>	<b>-6.884</b>

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

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

**Note 6: Skat**

Afdelingen er ikke skattepligtig. Periodens skatteudgift består af betalte ikke refunderbare udbytteskatter.

	31.12.2017	31.12.2016
	1.000 DKK	1.000 DKK

**Note 7: Til rådighed for udlodning**

Fremført tab til modregning	-5.011	-10.922
Renter og udbytter	8.803	13.080
Rente- og udbytteskat	-657	-571
Kursgevinst til udlodning	91.370	-5.150
Administrationsomkostninger til modregning	-6.614	-6.884
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-1.633	-1.868
<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>86.257</b>	<b>-12.315</b>
Negativt rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	0	7.304
Heraf foreslået udlodning	86.117	0
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	141	-5.011
Tab til modregning i kommende år	0	-5.011

**Note 8: Finansielle instrumenter i pct.**

Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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

**Note 9: Investorernes formue**

	2017	2016
	Formue-	Formue-
	værdi	værdi
	1.000 DKK	1.000 DKK
Investorerens formue primo	481.974	413.428
Emissioner i året	53.450	68.898
Indløsninger i året	-106.212	-32.960
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	118	440
Overført til udlodning næste år	141	0
Foreslået udlodning	86.117	0
Overførsel af periodens resultat	-1.108	32.168
<b>I alt Investorernes formue</b>	<b>514.481</b>	<b>481.974</b>

## MAJ INVEST EMERGING MARKETS

### Klassens resultatposter

Note	13.6.-31.12.2017
	1.000 DKK
Andel af res. af fællesportefølje	11.619
Klassepecifikke transaktioner:	
Renteudgifter	-1
Administrationsomkostninger	-634
<b>Klassens resultat</b>	<b>10.984</b>
<b>Resultatdisponering:</b>	
1 Foreslået udlodning	25.372
Heraf acontoudlodning	25.372
Ovf. til udlodning næste år	66
Ovf. til investorernes formue	-14.454
<b>Disponeret</b>	<b>10.984</b>

#### Note 1: Til rådighed for udlodning

Udlodning fra fællesportefølje	25.974
Renteudgifter	-1
Administrationsomkostninger til modregning	-634
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	99
<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>25.437</b>
Heraf foreslået udlodning	25.372
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	66

Investorerne formue	2017	2017
	Antal andele	Formue-værdi
	1.000 DKK	
Emissioner i året	1.639.867	193.607
Indløsninger i året	-414.184	-50.883
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		59
Overført til udlodning næste år		66
Foreslået udlodning		25.372
Overførsel af periodens resultat		-14.454
<b>I alt Investorernes formue</b>	<b>1.225.683</b>	<b>153.768</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance\*

Nøgletal	2013	2014	2015	2016	2017
Afkast (pct.)	1,21	9,49	-11,34	8,31	18,55
Sammenligningsindeks (pct.)	1,11	11,18	-5,02	14,10	20,75
Indre værdi (DKK pr. andel)	101,21	110,81	97,71	105,82	125,46
Nettoresultat (t.DKK)					10.984
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	0,70	0,00	0,00	20,70
Administrationsomkostninger (pct.)	0,04	1,56	1,77	1,58	1,55
AOP (pct.)	2,18	2,20	2,46	2,12	2,31
Omsætningshastighed (antal gange)	0,00	0,62	0,71	0,38	1,04
Investorerne formue (t.DKK)					153.768
Antal andele, stk.					1.225.683
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio				0,21	0,47
Standardafvigelse				16,10	14,58
Active Share			95,57	89,44	86,00
Tracking Error				6,93	6,69

\*Andelsklassen er etableret den 13.6.2017 ved overflytning af andele fra den oprindelige afdeling. Af hensyn til de investorer, som har været investor hele året, er nøgletallene omregnet til helår, ligesom nøgletal fra den oprindelige afdeling fra tidligere år er angivet til sammenligning.

## MAJ INVEST EMERGING MARKETS W

### Klassens resultatposter

Note	13.6-31.12.2017	
	1.000 DKK	
	Andel af res. af fællesportefølje	21.117
	Klassepecifikke transaktioner:	
	Administrationsomkostninger	-55
	<b>Klassens resultat</b>	<b>21.062</b>
	<b>Resultatdisponering:</b>	
1	Foreslået udlodning	60.745
	Heraf acontoudlodning	60.745
	Ovf. til udlodning næste år	75
	Ovf. til investorernes formue	-39.758
	<b>Disponeret</b>	<b>21.062</b>

#### Note 1: Til rådighed for udlodning

Udlodning fra fællesportefølje	60.878
Administrationsomkostninger til modregning	-55
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-3
<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>60.820</b>
Heraf foreslået udlodning	60.745
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	75

Investorerne formue	2017	2017
	Antal andele	Formue-værdi
	1.000 DKK	
Emissioner i året	2.948.653	349.932
Indløsninger i året	-83.328	-10.385
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		103
Overført til udlodning næste år		75
Foreslået udlodning		60.745
Overførsel af periodens resultat		-39.758
<b>I alt Investorernes formue</b>	<b>2.865.325</b>	<b>360.712</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance\*

Nøgletal	2013	2014	2015	2016	2017
Afkast (pct.)	1,21	9,49	-11,34	8,31	18,96
Sammenligningsindeks (pct.)	1,11	11,18	-5,02	14,10	20,75
Indre værdi (DKK pr. andel)	101,21	110,81	97,71	105,82	125,89
Nettoresultat (t.DKK)					21.062
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	0,70	0,00	0,00	21,20
Administrationsomkostninger (pct.)	0,04	1,56	1,77	1,58	1,20
AOP (pct.)	2,18	2,20	2,46	2,12	1,97
Omsætningshastighed (antal gange)	0,00	0,62	0,71	0,38	1,04
Investorerne formue (t.DKK)					360.712
Antal andele, stk.					2.865.325
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio				0,21	0,48
Standardafvigelse				16,10	14,59
Active Share			95,57	89,44	86,00
Tracking Error				6,93	6,69

\*Andelsklassen er etableret den 13.6.2017 ved overflytning af andele fra den oprindelige afdeling. Af hensyn til de investorer, som har været investor hele året, er nøgletallene omregnet til helår, ligesom nøgletal fra den oprindelige afdeling fra tidligere år er angivet til sammenligning.

# MAJ INVEST GLOBAL SUNDHED

## MAJ INVEST GLOBAL SUNDHED W

### LÆSEVEJLEDNING

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om afkast- og risikoprofiler side 22 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.majinvest.dk/prospekt](http://www.majinvest.dk/prospekt).

### RISIKOPROFIL

Afdelingens investeringsområde er ændret med virkning fra 28.02.2013, og afkastet før dette tidspunkt er ikke sammenligneligt. Da afdelingen investerer i danske og udenlandske aktier inden for global sundhed, har afdelingen en investeringsmæssig risiko på udviklingen på denne type aktier. Global Sundhed omfatter selskaber inden for medicinal-, medikoteknik- og bioteknologisektoren, sektoren for sundhedsydelse samt selskaber inden for klima- og miljøområdet.

Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet samt valutarisiko. Hertil kommer modpartsrisiko.

På risikoindikatoren er andelsklasserne placeret i kategori 5. I årsrapportens afsnit om afkast- og risikoprofiler side 22 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet Finansmarkederne side 20 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

### STAMDATA

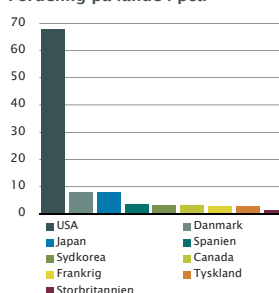
Investeringsrådgiver: Fondsmæglerselskabet Maj Invest  
Porteføljemanager: Erik Bak  
Morningstar Kategori™: Sektor - Øvrige , Aktier (Rates ikke)  
IFB-kategori: Aktier Globale

Startdato: 10.11.2008  
Afdeling ændret: 28.02.2013  
Valuta: Danske kroner  
Stykstørrelse: 100 kr.  
Udbyttebetalende: Ja

**Maj Invest Global Sundhed**  
Fondskode: DK0060157196  
Børsnoteret: Ja

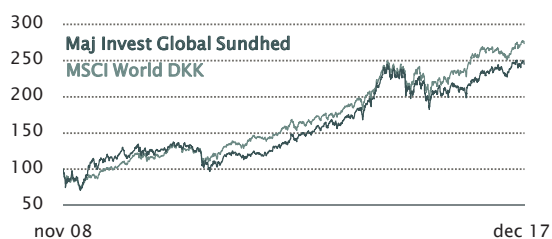
**Maj Invest Global Sundhed W**  
Fondskode: DK0060825800  
Børsnoteret: Nej

Fordeling på lande i pct.



### VÆRDIUDVIKLING

Hvad er 100 DKK blevet til i den børsnoteret andelsklasse?



### RISIKOINDIKATOR

Begge andelsklasser



Maj Invest Global Sundhed gav i 2017 et afkast på 11,4 pct., mens Maj Invest Global Sundhed W gav et afkast på 11,7 pct. Afkastet er meget tilfredsstillende og bedre end den generelle udvikling for aktier målt ved sammenligningsindekset MSCI World, der omregnet til danske kroner steg 7,7 pct. Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 22,30 kr. pr. andel i Maj Invest Global Sundhed og 22,90 kr. pr. andel i Maj Invest Global Sundhed W. Udbyttet er udbetalt aconto i januar 2017.

Afdelingen mere end indfrie forventningerne i årsrapporten for 2016 om et afkast på 7-8 pct. for året, som følge af en positiv udvikling inden for klima- og miljørelaterede aktier.

### MARKEDET

Det globale aktiemarked udviklede sig i 2017 positivt, som følge af en øget indtjening hos selskaberne og en mindre stigning i pris/indtjening-multiplen. Selskaber inden for klima- og miljøområdet udviklede sig bedre end aktiemarkedet generelt, hvilket var drevet af flere landes udmeldinger om, at CO<sub>2</sub>-udledningen skal nedbringes. Den amerikanske præsident forsøgte mod slutningen af året at forringe vilkårene for klima- og miljøområdet i USA, hvilket påvirkede sektoren en anelse negativt. Sundhedsplejesektoren udviklede sig i første halvår særdeles positivt, idet bekymringen for, hvad den nyindsatte præsident i USA kunne indføre af negative ting for sektoren, afløst af en negativ udvikling pga. svage fremtidsudmeldinger fra flere af de større selskaber. Sektorens afkast for helåret var dermed svagere end for aktier generelt.

### PERFORMANCE

Afdelingen fokuserer på selskaber inden for klima- og miljøområdet. I 2017 bidrog overvægten af investeringer inden for klima og miljø positivt til årets resultat, idet sektoren klarede sig en del bedre end markedet generelt. Dette mere end opvejede, at sundhedsplejesektoren klarede sig dårligere end aktiemarkedet generelt. Afdelingens investeringer inden for solenergi og batterier til elektriske biler bidrog positivt til afdelingens afkast. Dette var bl.a. understøttet af øgede investeringer i solenergi i USA, samt at flere lande har været ude med udmeldinger om, at benzin- og dieslbiler skal erstattes af elek-

triske biler for at nedbringe CO<sub>2</sub>-udledningen. Vindmøllebranchen bidrog derimod negativt som følge af øget prispres, øget brug af auktioner uden minimumspriser, samt det forhold at den amerikanske præsident forsøgte at forringe skattebegunstigelserne for sektoren. Sundhedsplejesektoren bidrog også positivt til afdelingens afkast, selvom sektoren som helhed klarede sig dårligt. De positive bidragsydere var primært inden for operations- og måleudstyr, mens de negative bidragsydere primært skulle findes inden for medicinal og biopharma. Blandt enkeltaktierne bidrog især selskabet First Solar, Samsung SDI (batterier til elbiler), Owens Corning (isolering til bygninger) og Vertex (biopharma) positivt til afdelingens afkast. Til gengæld bidrog selskaberne Celgene (bioteknologi), CVS Healthcare (apoteker) og Wabtec (togmotorer) negativt.

#### SÆRLIGE RISICI 2018

Afdelingens koncentration inden for relativt få sektorer betyder, at afkastet kan være mere eksponeret over for f.eks. ændret lovgivning eller sektorspecifikke forhold. For sundhedsområdet er det fortsat en risiko, at myndighederne i vigtige markeder, særligt USA, introducerer lovgivning, der har til formål at nedbringe priserne på behandling og medicin.

De politiske aftaler, som blev indgået i slutningen af 2015 inden for klimaområdet, er positive for afdelingens selskaber. Selvom de fleste af verdens større lande er positive med hensyn til at implementere disse aftaler, er der en risiko for, at USA trækker sig helt ud af disse aftaler, hvilket kan medføre en negativ effekt på hele sektoren. Herudover kan det ikke udelukkes, at den amerikanske præsident vil forsøge at forringe de gældende positive vilkår for mange selskaber inden for vedvarende energi.

#### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Afdelingen investerer i virksomheder, der er påvirket af meget stærke globale trends: befolkningsvækst, stigende levestandard i emerging markets-lande, den demografiske udvikling i vesten og Japan, global opvarmning, pres på jordens ressourcer samt øget fokus og krav til miljø- og sundhedspleje lokalt som globalt. Det sker i forventning om, at disse trends vil resultere i en mangeårig periode med vækst og gode indtjeningsmuligheder for de bedste selskaber inden for disse områder.

Sundhedsplejeselskaberne udgjorde ultimo året 45 pct. af afdelingen, mens klima- og miljøelskaber udgjorde 55 pct. Vægtningen inden for sundhedspleje er mod slutningen af året øget, idet sektoren i fjerde kvartal blev hårdt ramt, hvilket gjorde værdiansættelsen relativt til andre sektorer mere attraktiv. Selvom der er et øget prispres inden for nogle sundhedsplejeområder, er der gode muligheder for, at de mest innovative selskaber stadig vil kunne klare sig godt i dette miljø.

Inden for klima- og miljøområdet er der med Donald Trump i det hvide hus en øget regulatorisk risiko i USA, men det vurderes, at det mest sandsynlige er, at den bestående lovgivning forbliver gældende. Trump har forsøgt at gennemføre lovgivning, som vil være negativ for vedvarende energi, men det skal bemærkes, at vind- og solindustrien er en stor arbejdsgiver i USA. Negative ændringer af rammebetingelserne vil skade beskæftigelsen i flere stater, der i forvejen har mistet mange arbejdspladser inden for produktion. Samtidig er mange miljøvenlige løsninger i dag godt på vej til at blive konkurrencedygtige med traditionelle alternativer.

Den overordnede investeringsstrategi om at investere i markedsledere, der kan opnå attraktive afkast på den investerede kapital, fastholdes. Det kan være selskaber med stærke markedspositioner, de bedste teknologier, de laveste produktionsomkostninger, stærke finansielle balancer eller særligt innovative selskaber. Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, og på grund af det særlige investeringsområde må investor forvente store udsving i forhold til sammenligningsindekset.

For helåret 2018 forventes et positivt afkast i forventning om en forbedret indtjeningsudvikling for de fleste selskaber og et fortsat lavt renteniveau.

Til illustration af usikkerheden ved at investere i afdelingen har afdelingen og Morningstar-kategorierne for henholdsvis sundhedspleje og miljø- og klimaområdet givet et afkast på mellem -44,1 og +41,4 pct. de seneste tolv år. Der er således betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkastet for 2018.

*Pr. 5. sep. fik afdelingen Erik Bak som ny manager.*

## MAJ INVEST GLOBAL SUNDHED KL

## Resultatopgørelse

Note	1.1.-31.12.2017 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016 1.000 DKK	
<b>Renter og udbytter:</b>			
1	Renteindtægter	6	0
1	Renteudgifter	-28	-26
2	Udbytter	12.765	9.360
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>12.743</b>	<b>9.334</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>			
3	Kapitalandele	63.612	6.696
	Valutakonti	-441	-377
	Øvrige aktiver/passiver	-73	-42
4	Handelsomkostninger	-734	-425
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>62.364</b>	<b>5.852</b>
	Andre indtægter	0	10
	<b>I alt indtægter</b>	<b>75.107</b>	<b>15.196</b>
5	Administrationsomk.	-7.726	-8.378
	<b>Resultat før skat</b>	<b>67.381</b>	<b>6.818</b>
6	Skat	-949	-1.122
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>66.432</b>	<b>5.696</b>
<b>Resultatdisponering:</b>			
7	Foreslået udlodning	54.307	5.445
	Heraf acontoudlodning	20.202	0
	Ovf. til udlodning næste år	59	5
	Ovf. til investorerne formue	12.066	246
	<b>Disponeret</b>	<b>66.432</b>	<b>5.696</b>

## Balance

Note	31.12.2017 1.000 DKK	31.12.2016 1.000 DKK	
<b>Aktiver</b>			
<b>Likvide midler:</b>			
	Indestående i depotselskab	4.466	4.930
<b>Kapitalandele:</b>			
8	Not. aktier fra DK selskaber	35.155	34.433
8	Not. aktier, udl. selskaber	406.402	572.978
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>441.557</b>	<b>607.411</b>
<b>Andre aktiver:</b>			
	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	272	378
	Andre tilgodehavender	5	0
	Mellemv. vedr. handelsafv.	0	7.092
	Aktuelle skatteaktiver	717	388
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>994</b>	<b>7.858</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>447.017</b>	<b>620.199</b>
<b>Passiver</b>			
9	<b>Investorerne formue</b>	<b>446.812</b>	<b>612.038</b>
<b>Anden gæld:</b>			
	Skyldige omkostninger	205	1.049
	Mellemv. vedr. handelsafv.	0	7.112
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>205</b>	<b>8.161</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>447.017</b>	<b>620.199</b>



## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2017 1.000 DKK	31.12.2016 1.000 DKK		
<b>Note 1: Renteindtægter</b>				
Indestående i depotselskab	6	0		
Renteudgifter	-28	-26		
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>-22</b>	<b>-26</b>		
<b>Note 2: Udbytter</b>				
Not. aktier fra danske selskaber	868	796		
Not. aktier fra udenlandske selskaber	11.897	8.564		
<b>I alt udbytter</b>	<b>12.765</b>	<b>9.360</b>		
<b>Note 3: Kursgevinster og -tab</b>				
Not. aktier fra danske selskaber	6.413	-9.221		
Not. aktier fra udenlandske selskaber	57.199	15.917		
<b>I alt fra kapitalandele</b>	<b>63.612</b>	<b>6.696</b>		
<b>Note 4: Handelsomkostninger</b>				
Bruttohandelsomkostninger	-1.045	-630		
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	311	205		
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>-734</b>	<b>-425</b>		
<b>Note 5: Administrationsomkostninger</b>	2017	2016		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.omkostninger	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-25	-25	-33
Rev.honorar til revisorer	-16	0	-16	-15
Andre honorarer til revisorer	0	-4	-4	0
Markedsføringsomk.	-2.967	-172	-3.139	-4.744
Gebyrer til depotselskab	-648	0	-648	-406
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-3.493	-43	-3.536	-2.842
Øvrige omkostninger	-23	-48	-71	-67
Fast administrationshonorar	-287	0	-287	-271
<b>I alt adm.omkostninger</b>	<b>-7.434</b>	<b>-292</b>	<b>-7.726</b>	<b>-8.378</b>

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

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

**Note 6: Skat**

Afdelingen er ikke skattepligtig. Periodens skatteudgift består af betalte ikke refunderbare udbytteskatter.

	31.12.2017 1.000 DKK	31.12.2016 1.000 DKK
<b>Note 7: Til rådighed for udlodning</b>		
Renter og udbytter	12.743	9.344
Rente- og udbytteskat	-1.315	-1.144
Kursgevinst til udlodning	70.250	3.479
Administrationsomkostninger til modregning	-7.726	-8.378
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-19.589	1.906
Udlodning overført fra sidste år	5	242
<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>54.366</b>	<b>5.449</b>
Heraf foreslået udlodning	54.307	5.445
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	59	5
<b>Note 8: Finansielle instrumenter i pct.</b>		
Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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

	2017 Formue- værdi 1.000 DKK	2016 Formue- værdi 1.000 DKK
<b>Note 9: Investorenes formue</b>		
Investorenes formue primo	612.038	584.091
Udlodning fra sidste år	-5.445	-82.547
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning:	84	937
Emissioner i året	51.730	147.676
Indløsninger i året	-278.027	-43.816
Overført til udlodning næste år	59	5
Foreslået udlodning	54.307	5.445
Overførsel af periodens resultat	12.066	246
<b>I alt Investorenes formue</b>	<b>446.812</b>	<b>612.038</b>

## MAJ INVEST GLOBAL SUNDHED

### Klassens resultatposter

Note	13.6-31.12.2017	
	1.000 DKK	
Andel af res. af fællesportefølje	4.696	
Klassepecifikke transaktioner:		
Renteudgifter	-1	
Administrationsomkostninger	-581	
<b>Klassens resultat</b>	<b>4.114</b>	
<b>Resultatdisponering:</b>		
1 Foreslået udlodning	20.202	
Heraf acontoudlodning	20.202	
Ovf. til udlodning næste år	30	
Ovf. til investorernes formue	-16.118	
<b>Disponeret</b>	<b>4.114</b>	

#### Note 1: Til rådighed for udlodning

Udlodning fra fællesportefølje	20.824
Renteudgifter	-1
Administrationsomkostninger til modregning	-581
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-9
<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>20.232</b>
Heraf foreslået udlodning	20.202
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	30

Investorerne formue	2017	2017
	Antal andele	Formue-værdi
	1.000 DKK	
Emissioner i året	939.287	170.561
Indløsninger i året	-33.367	-6.014
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		21
Overført til udlodning næste år		30
Foreslået udlodning		20.202
Overførsel af periodens resultat		-16.118
<b>I alt Investorernes formue</b>	<b>905.920</b>	<b>168.682</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance\*

Nøgletal	2013	2014	2015	2016	2017
Afkast (pct.)	26,44	23,92	11,30	-0,02	11,35
Sammenligningsindeks (pct.)	21,23	19,27	10,66	10,32	7,66
Indre værdi (DKK pr. andel)	152,18	178,92	197,42	168,61	186,20
Nettoresultat (t.DKK)					4.114
Udbytte (DKK pr. andel)	7,90	1,90	27,90	1,50	22,30
Administrationsomkostninger (pct.)	1,58	1,45	1,34	1,47	1,56
AOP (pct.)	2,06	1,75	1,71	1,72	1,76
Omsætningshastighed (antal gange)	0,70	0,06	0,58	0,16	0,41
Investorerne formue (t.DKK)					168.682
Antal andele, stk.					905.920
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	0,68	0,77	0,80	1,22	1,21
Standardafvigelse	18,06	12,54	13,59	11,91	11,72
Active Share			94,51	94,88	95,59
Tracking Error			4,91	5,39	5,06

\*Andelsklassen er etableret den 13.6.2017 ved overflytning af andele fra den oprindelige afdeling. Af hensyn til de investorer, som har været investor hele året, er nøgletallene omregnet til helår, ligesom nøgletal fra den oprindelige afdeling fra tidligere år er angivet til sammenligning.

## MAJ INVEST GLOBAL SUNDHED W

### Klassens resultatposter

Note	13.6-31.12.2017
	1.000 DKK
Andel af res. af fællesportefølje	11.214
Klassepecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	-187
<b>Klassens resultat</b>	<b>11.027</b>
<b>Resultatdisponering:</b>	
1 Foreslået udlodning	34.105
Ovf. til udlodning næste år	29
Ovf. til investorernes formue	-23.107
<b>Disponeret</b>	<b>11.027</b>

#### Note 1: Til rådighed for udlodning

Udlodning fra fællesportefølje	34.303
Administrationsomkostninger til modregning	-187
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	17
<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>34.134</b>
Heraf foreslået udlodning	34.105
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	29

Investorerne formue	2017	2017
	Antal andele	Formue-værdi
	1.000 DKK	
Emissioner i året	2.847.335	516.307
Indløsninger i året	-1.358.026	-249.394
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		190
Overført til udlodning næste år		29
Foreslået udlodning		34.105
Overførsel af periodens resultat		-23.107
<b>I alt Investorerne formue</b>	<b>1.489.309</b>	<b>278.130</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance\*

Nøgletal	2013	2014	2015	2016	2017
Afkast (pct.)	26,44	23,92	11,30	-0,02	11,68
Sammenligningsindeks (pct.)	21,23	19,27	10,66	10,32	7,66
Indre værdi (DKK pr. andel)	152,18	178,92	197,42	168,61	186,75
Nettoresultat (t.DKK)					11.027
Udbytte (DKK pr. andel)	7,90	1,90	27,90	1,50	22,90
Administrationsomkostninger (pct.)	1,58	1,45	1,34	1,47	1,25
AOP (pct.)	2,06	1,75	1,71	1,72	1,45
Omsætningshastighed (antal gange)	0,70	0,06	0,58	0,16	0,41
Investorerne formue (t.DKK)					278.130
Antal andele, stk.					1.489.309
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	0,68	0,77	0,80	1,22	1,21
Standardafvigelse	18,06	12,54	13,59	11,91	11,72
Active Share			94,51	94,88	95,59
Tracking Error			4,91	5,39	5,06

\*Andelsklassen er etableret den 13.6.2017 ved overflytning af andele fra den oprindelige afdeling. Af hensyn til de investorer, som har været investor hele året, er nøgletallene omregnet til helår, ligesom nøgletal fra den oprindelige afdeling fra tidligere år er angivet til sammenligning.

## MAJ INVEST DANSKE OBLIGATIONER

### LÆSEVEJLEDNING

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om afkast- og risikoprofiler side 22 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.majinvest.dk/prospekt](http://www.majinvest.dk/prospekt).

### RISIKOPROFIL

Da afdelingen hovedsageligt investerer i obligationer udstedt i danske kroner, har afdelingen en investeringsmæssig risiko på udviklingen på danske obligationer. 20 pct. af afdelingens formue kan dog investeres i obligationer udstedt i euro. Afdelingen har således begrænset valutarisiko. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til Danmark, renterisiko, kreditrisiko og obligationsmarkedet. Hertil kommer modpartsrisiko. Langt den overvejende del af afdelingens investeringer er i danske stats- og realkreditobligationer, men kreditobligationer kan udgøre op til 25 pct. af formuen.

På risikoindikatoren er andelsklasserne placeret i kategori 2. I årsrapportens afsnit om afkast- og risikoprofiler side 22 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet Finansmarkederne side 20 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

### STAMDATA

Investeringsrådgiver: Fondsmæglerselskabet Maj Invest  
Porteføljemanager: Gustav Bundgaard Smidth  
Morningstar Kategori™: Obligationer - DKK Indenlandske  
IFB-kategori: Obligationer - Øvrige Danske

Startdato: 16.12.2005

Valuta: Danske kroner

Stykstørrelse: 100 kr.

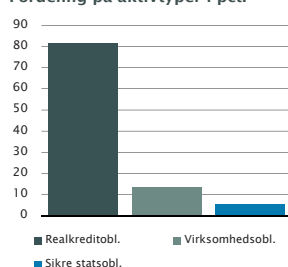
Udbyttebetalende: Ja

Fondskode: DK0060005098

Børsnoteret: Ja

Morningstar Rating™: ★★★★★

Fordeling på aktivtyper i pct.



### VÆRDIUDVIKLING

Hvad er 100 DKK blevet til i den børsnoteret andelsklasse?



### RISIKOINDIKATOR



Afdelingen gav i 2017 et afkast på 2,7 pct. Afkastet er i absolut forstand særdeles tilfredsstillende og bedre end sammenligningsindekset Bloomberg Danmark SBI 1-10, der steg 0,1 pct. I forhold til den sammenlignelige Morningstar Kategori™ er afkastet 0,9 procentpoint bedre. Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 2,00 kr. pr. andel. Udbyttet udbetales efter generalforsamlingen i april måned.

Afdelingens afkast i 2017 var bedre end det forventede niveau i årsrapporten for 2016, da renterne på især konverterbare realkreditobligationer faldt betydeligt i løbet af året og kreditobligationerne gav et ekstraordinært højt afkast.

Afdelingen fik i både 2016 og 2017 Dansk Aktionærforenings pris for årets investeringsforening i kategorien Obligationer – Lav Risiko. Afdelingen modtog en Morningstar Fund Award i kategorien Bedste Danske Obligationer i 2011, 2013, 2014 og 2016.

### MARKEDET

2017 var et roligt år på de globale obligationsmarkeder, hvor renteudsvingene var markant mindre end i mange år. Eksempelvis blev renten på den toneangivende 10-årige danske statsobligation gennem hele året handlet i et intervallet 0,35-0,80 pct. Så små renteudsving i et kalenderår var sidst set i 2009.

Ud over en stabil renteudvikling var 2017 kendetegnet ved, at risikopræmierne i lange konverterbare danske realkreditobligationer faldt til niveauer fra før finanskrisen. I grove træk faldt renten på den toneangivende 30-årige realkreditobligation fra 2,3 til 2,0 pct. efter en indsnævring af risikopræmien, da udenlandske investorer i 2017 igen købte massivt op. Mere end hver fjerde danske konverterbare realkreditobligation var ved årsskiftet udenlandsk ejet. Det er værd at bemærke, at det danske realkreditmarked ikke er en isoleret ø, og der var generelt en indsnævring af risikopræmierne i de globale obligationsmarkeder.

### PERFORMANCE

Afdelingen havde en rentefølsomhed omkring 2,4 år ved indgangen til 2017 og indtil efteråret, hvor afdelingen reducerede varigheden til under 2 år. Efter små udsving endte statsobligationsrenterne året på uændret niveau, mens realkreditrenterne generelt

faldt gennem 2017. På trods af afdelingens tilfredsstillende afkast havde det været bedre med en større andel af konverterbare obligationer med højere varighed gennem 2017.

Afdelingen investerer i tre typer obligationer fra danske udstedere: statsobligationer, realkreditobligationer og kreditobligationer. I 2017 bidrog primært de konverterbare realkreditobligationer og kreditobligationerne til afkastet. I porteføljen af kreditobligationer skyldes en del af afkastet, at afdelingen i 2014 investerede en meget lille andel af formuen i en dybt subordineret obligation udstedt af Vestjysk Bank. Købskursen på 22,5 virkede i 2014 attraktiv med et meget stort potentiale. I juni 2017 blev der fremsat købstilbud på statens aktier i Vestjysk Bank af et konsortium, hvor også Maj Invest deltog. Konsortiet ville rekapitalisere banken og indfri den eksisterende ansvarlige gæld. Obligationen blev derfor indfriet til kurs 100 og har givet et afkast på mere end 350 pct. Afdelingen har gennem årene tjent gode penge på efterladenskaber fra finanskrisen. Ovenstående obligation var den sidste af den slags i porteføljen.

Porteføljens eksponering mod konverterbare realkreditobligationer og kreditobligationer blev i 2017 reduceret i takt med den dyrere prisfastsættelse. Andelen af kreditobligationer blev nedbragt fra ca. 18 til ca. 13 pct. ved årets slutning. De konverterbare realkreditobligationers andel blev nedbragt fra ca. 41 til ca. 31 pct. Ændringerne afspejler, at potentialet vurderedes at være blevet mindre, og samtidig giver det mulighed for at øge eksponeringen, hvis segmenterne bliver billigere prisfastsat.

### SÆRLIGE RISICI

USA er fortsat i et økonomisk opsving, og den amerikanske centralbank ventes at hæve renten yderligere 3-4 gange i 2018. Europa er i et opsving, som fortsat har masser af potentiale. Den Europæiske Centralbank forventes at afslutte sit opkøbsprogram mod slutningen af 2018, og det kan medføre højere renter i Europa og Danmark. Med de lave renteniveauer og risikopræmier ved årsskiftet, er der kun et beskedent direkte afkast at stå imod med, hvis renterne stiger, og kurserne falder. I et sådant scenario vil det være svært for afdelingen at give et positivt afkast.

På længere sigt vil en rentestigning øge det forven-

tede afkast og dermed være til fordel for afdelingen. Med en rentefølsomhed under to år ved årsskiftet er risikoen for større kurstab i afdelingen ved en rentestigning i en vis udstrækning begrænset.

### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Afdelingens største investeringer er fortsat i konverterbare realkreditobligationer, der dog ikke længere er så attraktivt prisfastsat som tidligere. Dette gælder desværre generelt for mange obligationstyper, hvor både renteniveauer og risikopræmier er faldet markant over en årrække. Derfor ser danske realkreditobligationer fortsat relativt billige ud sammenholdt med andre obligationsmarkeder, selvom den absolutte prisfastsættelse er dyrere end længe set. Gennem 2016-2017 blev afdelingens eksponering mod de konverterbare realkreditobligationer nedbragt markant, og det er vores forventning, at det i løbet af 2018 bliver muligt at øge eksponeringen mod segmentet på mere attraktive niveauer.

Generelt er risikoen i afdelingen på noget af det laveste den har været i mange år. Det gælder både inden for porteføljen af realkreditobligationer og kreditobligationer. Deres andel af porteføljen er ligeledes på det laveste i mange år, og endvidere er de enkelte kreditobligationer også relativt defensive i forhold til tidligere. Det afspejler en prisfastsættelse, som vi ikke længere finder særligt attraktiv, og vi forventer, at der på et fremtidigt tidspunkt kan investeres i segmentet til mere interessante priser, end det aktuelt er muligt. Vi kommer generelt ikke til at øge afdelingens risiko nævneværdigt, med mindre vi ser en udvidelse af risikopræmierne i kreditobligationer og/eller realkreditobligationer eller en stigning i obligationsrenterne generelt.

Såfremt renterne bliver liggende på de nuværende niveauer, forventer vi et beskedent positivt afkast i afdelingen. Investor bør dog være opmærksom på, at der er en betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkast og risici.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, og da afdelingens sammenligningsindeks alene dækker danske statsobligationer, må investor forvente store udsving i forhold til sammenligningsindekset. Læs om valg af sammenligningsindeks side 12.

## MAJ INVEST DANSKE OBLIGATIONER

Resultatoppgørelse				Balance					
Note	1.1.-31.12.2017	1.1.-31.12.2016		Note	31.12.2017	31.12.2016			
	1.000 DKK	1.000 DKK			1.000 DKK	1.000 DKK			
<b>Renter og udbytter:</b>				<b>Aktiver</b>					
1	Renteindtægter	15.640	14.042	<b>Likvide midler:</b>					
1	Renteudgifter	-127	-75	Indestående i depotselskab				29.596	25.024
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>15.513</b>	<b>13.967</b>	<b>Obligationer:</b>					
<b>Kursgevinster og -tab:</b>				5	Not. obl. fra danske udstedere	1.117.481	684.976		
2	Obligationer	10.885	15.082	5	Not. obl. fra udl. udstedere	94	0		
2	Afledte finansielle instr.	502	-5.887	<b>I alt obligationer</b>				<b>1.117.575</b>	<b>684.976</b>
	Valutakonti	21	-3	<b>Afledte finansielle instr.:</b>					
	Øvrige aktiver/passiver	-8	0	8	Not. afledte finansielle instr.	675	549		
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>11.400</b>	<b>9.192</b>		Unot. afledte finansielle instr.	0	89		
	<b>I alt indtægter</b>	<b>26.913</b>	<b>23.159</b>		<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>675</b>	<b>638</b>		
3	Administrationsomk.	-2.337	-1.490	<b>Andre aktiver:</b>					
	<b>Resultat før skat</b>	<b>24.576</b>	<b>21.669</b>		Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	7.326	4.707		
	Skat	0	0		Andre tilgodehavender	14	0		
					Mellemv. vedr. handelsafv.	68.228	19.425		
					<b>I alt andre aktiver</b>	<b>75.568</b>	<b>24.132</b>		
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>24.576</b>	<b>21.669</b>	<b>Aktiver i alt</b>				<b>1.223.414</b>	<b>734.770</b>
<b>Resultatdisponering:</b>				<b>Passiver</b>					
4	Foreslået udlodning	21.971	10.872	6	Investorerens formue	1.140.756	697.620		
	Ovf. til udlodning næste år	536	543	<b>Afledte finansielle instr.:</b>					
	Ovf. til investorernes formue	2.069	10.254		Not. afledte finansielle instr.	675	550		
	<b>Disponeret</b>	<b>24.576</b>	<b>21.669</b>		Unot. afledte finansielle instr.	0	28		
					<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>675</b>	<b>578</b>		
				<b>Anden gæld:</b>					
					Skyldige omkostninger	21	9		
					Mellemv. vedr. handelsafv.	81.962	36.563		
					<b>I alt anden gæld</b>	<b>81.983</b>	<b>36.572</b>		
				<b>Passiver i alt</b>				<b>1.223.414</b>	<b>734.770</b>

## Noter til resultatoppgørelse og balance

Nøgletal	2013	2014	2015	2016	2017
Afkast (pct.)	2,89	4,83	1,38	3,62	2,74
Sammenligningsindeks (pct.)	-1,49	5,89	-0,02	3,05	0,13
Indre værdi (DKK pr. andel)	103,25	103,73	100,85	102,66	103,84
Nettoresultat (t.DKK)	12.981	23.433	7.566	21.669	24.576
Udbytte (DKK pr. andel)	4,40	4,30	1,80	1,60	2,00
Administrationsomkostninger (pct.)	0,28	0,29	0,27	0,24	0,25
ÅOP (pct.)	0,47	0,48	0,33	0,26	0,27
Omsætningshastighed (antal gange)	0,57	0,65	0,51	0,32	0,18
Investorerens formue (t.DKK)	471.746	552.409	552.946	697.620	1.140.756
Antal andele, stk.	4.568.884	5.325.198	5.482.813	6.795.272	10.985.359
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	1,88	2,20	2,04	2,30	2,15
Standardafvigelse	2,31	2,04	1,94	1,58	1,48

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2017	31.12.2016		
	1.000 DKK	1.000 DKK		
<b>Note 1: Renteindtægter</b>				
Noterede obligationer fra danske udstedere	15.637	14.042		
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	3	0		
Renteudgifter	-127	-75		
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>15.513</b>	<b>13.967</b>		
<b>Note 2: Kursgevinster og -tab</b>				
Noterede obl. fra danske udstedere	10.883	15.082		
Not. obl. fra udenlandske udstedere	2	0		
<b>I alt fra obligationer</b>	<b>10.885</b>	<b>15.082</b>		
Valutaterminforretninger/futures	-1	60		
Aktieterminer/futures	503	-5.947		
<b>I alt fra afledte finansielle instrumenter</b>	<b>502</b>	<b>-5.887</b>		
<b>Note 3: Administrationsomkostninger</b>	2017	2016		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.omkostninger	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-45	-45	-35
Rev.honorar til revisorer	-12	0	-12	-15
Andre honorarer til revisorer	0	-5	-5	0
Markedsføringsomk.	-175	-297	-472	-441
Gebyrer til depotselskab	-226	0	-226	-155
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-1.232	-77	-1.309	-649
Øvrige omkostninger	-20	-34	-54	-54
Fast administrationshonorar	-214	0	-214	-141
<b>I alt adm.omkostninger</b>	<b>-1.879</b>	<b>-458</b>	<b>-2.337</b>	<b>-1.490</b>

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

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

	31.12.2017	31.12.2016
	1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Note 4: Til rådighed for udlodning</b>		
Renter og udbytter	15.513	13.972
Kursgevinst til udlodning	4.521	-2.434
Administrationsomkostninger til modregning	-2.337	-1.491
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	4.267	1.033
Udlodning overført fra sidste år	543	336
<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>22.507</b>	<b>11.416</b>
Heraf foreslået udlodning	21.971	10.872
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	536	543
<b>Note 5: Finansielle instrumenter i pct.</b>		
Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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

<b>Note 6: Investorernes formue</b>	2017	2017	2016	2016
	Antal	Formue-	Antal	Formue-
	andele	værdi	andele	værdi
		1.000 DKK		1.000 DKK
Investorerens formue primo	6.795.272	697.620	5.482.813	552.946
Udlodning fra sidste år		-10.872		-9.869
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		-1.629		-801
Emissioner i året	4.514.587	464.353	1.668.954	169.773
Indløsninger i året	-324.500	-33.557	-356.495	-36.218
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		265		121
Ovf. til udlodning næste år		536		543
Foreslået udlodning		21.971		10.872
Ovf. af periodens resultat		2.069		10.254
<b>I alt investorernes formue</b>	<b>10.985.359</b>	<b>1.140.756</b>	<b>6.795.272</b>	<b>697.620</b>

**Note 7: Underliggende eksponering ved futures (1.000 DKK)**

Solgte rentefutures	-63.800	-108.629
Dagsværdi	675	549
Sikkerhed, modtaget	675	549

**Note 8: Modparter ved afledte finansielle instrumenter**  
SEB London





Det er tankevækkende, og der er af samme årsag ikke et betydeligt incitament ved årsskiftet til at øge andelen af ikke-danske obligationer.

### PERFORMANCE

Overordnet set var det primært valutakursudviklingen, som trak afkastet ned. Målt i lokal valuta var afkastet således ca. 3,25 pct., mens afkastet omregnet til danske kroner var 0,4 pct. Det er et resultat af, at euroen og dermed danske kroner, var den valuta, som klarede sig bedst af stort set samtlige valutaer i 2017.

Samtidig faldt dollar med 12 pct. over for euro, hvilket er det største fald i mere end ti år. Selvom valutakursudviklingen gik mod afdelingen i 2017, er vores vurdering stadig, at det giver mening at have en begrænset valutakursrisiko i porteføljen. Den direkte dollareksponering var begrænset, men afdelingen har haft en forholdsvis stor andel emerging markets-obligationer. Disse landes valutaer fulgte delvist dollaren.

Samlet set gav emerging markets-obligationerne i porteføljen et afkast på -2,8 pct. målt i kroner, mens statsobligationerne gav et afkast på -4,5 pct. Real-kreditobligationerne, som udgjorde 55 pct. af porteføljen, gav et afkast på 1,7 pct., mens kreditobligationerne, der udgjorde 17 pct. af porteføljen, gav et afkast på 1,3 pct.

### SÆRLIGE RISICI 2018

Det er vanskeligt at vurdere, hvilke risici der er særlige for 2018. Generelt er renteniveauet meget lavt, og det samme er kreditpræmierne. Dermed er der flere ting, som kan gå galt. Stigende renter og/eller stigende kreditpræmier vil påvirke porteføljen negativt. Det forsøges efter bedste evne at mindske disse risici ved at holde en forholdsvis lav rentefølsomhed i afdelingen, ligesom kreditrisikoen i porteføljen løbende er reduceret. Uanset dette kan man sagtens forestille sig et scenario, hvor porteføljen vil blive påvirket negativt.

### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Hele markedet er dyrt. Obligationer, alternative investeringer, aktier. Det er uhyre vanskeligt at finde lommer, hvor man som investor for alvor bliver betalt

for at tage risici. Derfor forventes afdelingen at opretholde en forholdsvis defensiv strategi med en begrænset varighed. Derudover har afdelingen løbende nedbragt risikoen i porteføljen af kreditobligationer. Det er ikke utænkeligt, at dette miljø med lave renter og lave risikopræmier kan vare ved en rum tid endnu.

Som nævnt er vores bedste vurdering, at investorerne gennem de seneste tre år fået presset al juicen ud af obligationsmarkedet, så omkostningerne ved at have en forholdsvis defensiv tilgang bør være til at overskue.

Det er vigtigt at holde sig for øje, at potentialet for yderligere fald i renter og kreditspænd er begrænset, mens risikoen kan være stor, hvis stemningen vender. Det lader til, at en meget stor del af markedet har forliget sig med tanken om, at renterne aldrig for alvor kommer til at stige igen. Det er i vores optik selvfølgelig ikke tilfældet. Det er kun et spørgsmål om hvornår, hvordan og hvorfor.

Vi forventer at afdelingen kan give et beskedent positivt afkast i 2018, dog med en ikke uvæsentlig risiko for skuffelser. Det lave renteniveau betyder, at en risikovurdering på baggrund af de historiske udsving ikke nødvendigvis er retmæssig. Investor bør være opmærksom på, at der er betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkast og de nævnte risici.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. og da afdelingens sammenligningsindeks alene dækker danske statsobligationer, må investor forvente store udsving i forhold til sammenligningsindekset.

## MAJ INVEST GLOBALE OBLIGATIONER

Resultatoppgørelse				Balance			
Note	1.1.-31.12.2017	1.1.-31.12.2016		Note	31.12.2017	31.12.2016	
	1.000 DKK	1.000 DKK			1.000 DKK	1.000 DKK	
<b>Renter og udbytter:</b>				<b>Aktiver</b>			
1	Renteindtægter	47.659	41.877	<b>Likvide midler:</b>			
1	Renteudgifter	-174	-106	Indestående i depotselskab			
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>47.485</b>	<b>41.771</b>		39.854	17.235	
<b>Kursgevinster og -tab:</b>				<b>Obligationer:</b>			
2	Obligationer	-46.634	30.306	5	Not. obl. fra dk udstedere	1.066.163	785.055
2	Afledte finansielle instr.	9.062	-11.476	5	Not. obl. fra udl. udstedere	757.169	622.181
	Valutakonti	19	224		<b>I alt obligationer</b>	<b>1.823.332</b>	<b>1.407.236</b>
	Øvrige aktiver/passiver	574	269	<b>7,9 Afledte finansielle instr.:</b>			
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-36.979</b>	<b>19.323</b>		Not. afledte finansielle instr.	1.500	1.073
	<b>I alt indtægter</b>	<b>10.506</b>	<b>61.094</b>		Unot. afledte finansielle instr.	586	276
3	Administrationsomk.	-6.076	-4.603		<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>2.086</b>	<b>1.349</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>4.430</b>	<b>56.491</b>	<b>Andre aktiver:</b>			
	Skat	0	0		Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	16.703	14.807
					Andre tilgodehavender	23	0
					Mellemv. vedr. handelsafv.	42.502	15.473
					<b>I alt andre aktiver</b>	<b>59.228</b>	<b>30.280</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>4.430</b>	<b>56.491</b>	<b>Aktiver i alt</b>			
					<b>1.924.500</b>	<b>1.456.100</b>	
<b>Resultatdisponering:</b>				<b>Passiver</b>			
4	Foreslået udlodning	54.334	27.069	6	<b>Investorerne formue</b>	<b>1.855.586</b>	<b>1.453.613</b>
	Heraf acontoudlodning	54.334	27.069	<b>Afledte finansielle instr.:</b>			
	Ovf. til udlodning næste år	583	608		Not. afledte finansielle instr.	1.500	1.074
	Ovf. til investorernes formue	-50.487	28.814		Unot. afledte finansielle instr.	0	1.392
	<b>Disponeret</b>	<b>4.430</b>	<b>56.491</b>		<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>1.500</b>	<b>2.466</b>
				<b>Anden gæld:</b>			
					Skyldige omkostninger	36	21
					Mellemv. vedr. handelsafv.	67.378	0
					<b>I alt anden gæld</b>	<b>67.414</b>	<b>21</b>
				<b>Passiver i alt</b>			
					<b>1.924.500</b>	<b>1.456.100</b>	

## Noter til resultatoppgørelse og balance

Nøgletal	2013	2014	2015	2016	2017
Afkast (pct.)	0,23	6,91	2,98	4,16	0,44
Sammenligningsindeks (pct.)	-1,49	5,89	-0,02	3,05	0,13
Indre værdi (DKK pr. andel)	105,32	107,58	106,96	107,40	105,87
Nettoresultat (t.DKK)	-260	45.851	24.469	56.491	4.430
Udbytte (DKK pr. andel)	4,80	3,90	3,90	2,00	3,10
Administrationsomkostninger (pct.)	0,41	0,38	0,32	0,33	0,35
ÅOP (pct.)	0,61	0,58	0,39	0,37	0,38
Omsætningshastighed (antal gange)	0,51	0,87	0,64	0,35	0,26
Investorerne formue (t.DKK)	630.762	868.159	1.130.653	1.453.613	1.855.586
Antal andele, stk.	5.988.995	8.069.539	10.571.194	13.534.644	17.527.241
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	1,68	1,82	1,50	1,73	1,12
Standardafvigelse	2,96	2,66	2,96	2,79	2,69

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2017	31.12.2016
	1.000 DKK	1.000 DKK

**Note 1: Renteindtægter**

Indestående i depotselskab	30	0
Noterede obligationer fra danske udstedere	16.566	15.224
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	31.063	26.653
Renteudgifter	-174	-106
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>47.485</b>	<b>41.771</b>

**Note 2: Kursgevinster og -tab**

Noterede obl. fra danske udstedere	8.354	17.088
Not. obl. fra udenlandske udstedere	-54.988	13.218
<b>I alt fra obligationer</b>	<b>-46.634</b>	<b>30.306</b>
Valutaterminforretninger/futures	8.807	-726
Aktieterminer/futures	255	-10.750
<b>I alt fra afledte finansielle instrumenter</b>	<b>9.062</b>	<b>-11.476</b>

**Note 3: Administrationsomkostninger**

	2017	2016		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.omkostninger	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-82	-82	-77
Rev.honorar til revisorer	-12	0	-12	-15
Andre honorarer til revisorer	0	-11	-11	0
Markedsføringsomk.	-364	-574	-938	-1.001
Gebyrer til depotselskab	-407	0	-407	-363
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-4.031	-117	-4.148	-2.754
Øvrige omkostninger	-25	-50	-75	-81
Fast administrationshonorar	-403	0	-403	-312
<b>I alt adm.omkostninger</b>	<b>-5.242</b>	<b>-834</b>	<b>-6.076</b>	<b>-4.603</b>

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

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

	31.12.2017	31.12.2016
	1.000 DKK	1.000 DKK

**Note 4: Til rådighed for udlodning**

Renter og udbytter	47.485	41.771
Kursgevinst til udlodning	8.998	-10.576
Administrationsomkostninger til modregning	-6.076	-4.603
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	3.902	541
Udlodning overført fra sidste år	608	544
<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>54.917</b>	<b>27.677</b>
Heraf foreslået udlodning	54.334	27.069
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	583	608

**Note 5: Finansielle instrumenter i pct.**

Børsnoterede	100,0	100,1
Øvrige	0,0	-0,1
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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

**Note 6: Investorernes formue**

	2017 Antal andele	2017 Formue- værdi 1.000 DKK	2016 Antal andele	2016 Formue- værdi 1.000 DKK
Investorerens formue primo	13.534.644	1.453.613	10.571.194	1.130.653
Korrektion ved fusion eller spaltning	0	0	303.568	55.350
Overført resultat fra ophørende afdeling				608
Udlodning fra sidste år		-27.069		-41.228
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		-1.923		-360
Emissioner i året	4.814.297	513.315	3.345.148	348.793
Indløsninger i året	-821.700	-87.416	-685.266	-97.188
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		636		494
Ovf. til udlodning næste år		583		608
Foreslået udlodning		54.334		27.069
Ovf. af periodens resultat		-50.487		28.814
<b>I alt investorernes formue</b>	<b>17.527.241</b>	<b>1.855.586</b>	<b>13.534.644</b>	<b>1.453.613</b>

**Note 7: Underl. eksponering ved valutaterminforretninger (1.000 DKK)**

Valuta	Eksponering	Eksponering
DKK	50.854	71.931
GBP	-50.327	0
USD	0	-73.316
Dagsværdi	586	-1.116

**Note 8: Underliggende eksponering ved futures (1.000 DKK)**

Solgte rentefutures	-156.961	-218.943
Dagsværdi	1.500	-901
Sikkerhed, modtaget	1.500	
Sikkerhed, afgivet		901

**Note 9: Modparter ved afledte finansielle instrumenter**

SEB London  
Danske Bank A/S  
Nordea Danmark, Filial af Nordea Bank AB (publ.)

## MAJ INVEST HIGH INCOME OBLIGATIONER

### LÆSEVEJLEDNING

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om afkast- og risikoprofiler side 22 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.majinvest.dk/prospekt](http://www.majinvest.dk/prospekt).

### RISIKOPROFIL

Afdelingen kan investere i alle obligationstyper uanset kreditvurdering og valuta. Afdelingen kan investere i erhvervsobligationer, herunder obligationer med lav kreditkvalitet, realkreditobligationer samt statsobligationer fra lande med såvel høj som lav kreditkvalitet. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle obligationstyper og valutaer.

Afdelingen kan afdække valutarisici, men udsving i valutakurserne kan påvirke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til enkeltlande samt til eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, valutarisiko samt obligationsmarkedet. Hertil kommer modpartersrisiko.

På risikoindikatoren er andelsklasserne placeret i kategori 4. I årsrapportens afsnit om afkast- og risikoprofiler side 22 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet Finansmarkederne side 20 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

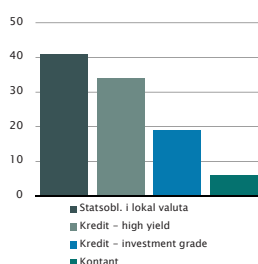
### STAMDATA

Investeringsrådgiver: Fondsmæglerselskabet Maj Invest  
Porteføljemanager: Peter Mosbæk  
Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus  
IFB-kategori: Obligationer - Globale Højrente

Startdato: 30.10.2015  
Valuta: Danske kroner  
Stykstørrelse: 100 kr.  
Udbyttebetalende: Ja

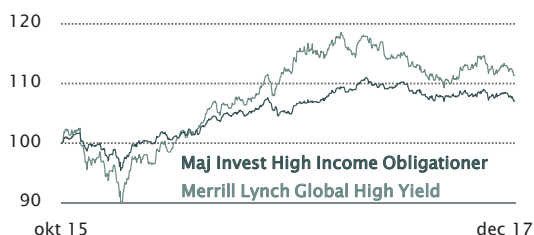
Fondskode: DK0060642809  
Børsnoteret: Ja

Fordeling på aktivtyper i pct.



### VÆRDIUDVIKLING

Hvad er 100 DKK blevet til i den børsnoteret andelsklasse?



### RISIKOINDIKATOR



Afdelingen gav i 2017 et afkast på 0,3 pct. Afkastet er tilfredsstillende i absolutte termer og 3,4 procentpoint bedre end sammenligningsindekset. Se side 12 for valg og tolkning af sammeligningsindeks. Afdelingens Morningstar Kategori™ gav i samme periode et afkast på -4,9 pct. Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 7,80 kr. pr. andel. Udbyttet blev udbetalt aconto i januar 2017.

Afkastet blev lavere end de ca. 5 pct., der blev forventet i årsrapporten for 2016, primært som følge af valutabevægelserne, der afveg markant fra vores forventninger.

### MARKEDET

Kreditpræmier og effektive renter faldt væsentligt for både amerikanske og europæiske virksomhedsobligationer, ligesom renterne for emerging markets-obligationer faldt betydeligt. Dette gav afkast i lokal valuta på ca. 6-7 pct. for high yield-virksomhedsobligationer i både euro og dollar og ca. 13-14 pct. for emerging markets-obligationer udstedt i lokal valuta (omregnet til dollar). Dollaren blev dog svækket over for kronen med ca. 12 pct. i 2017, og flere emerging markets-valutaer fulgte dollaren, således at afkastene målt i kroner var betydeligt lavere.

Årsagen til den fortsat gode performance for risikoobligationer skal nok findes i, at ingen af de tre hovedrisici nævnt i årsrapporten for 2016 indfandt sig, og det igangværende *hunt-for-yield* fortsatte derfor ufortrødent. Parlamentsvalgene i Europa førte ikke et euro-skeptisk parti til magten, tværtimod sejrede pro-europæiske partier i Holland og Frankrig. Især Macrons sejr over Le Pen i Frankrig resulterede i et efterfølgende *rally* i kreditspændene for europæiske virksomhedsobligationer. Væksten skuffede heller ikke, mens inflationen var behersket. De frygtede handelskrige mellem USA og resten af verden udeblev, og det lykkedes Trump-regeringen at få skattelettelser stemt igennem i USA. Altsammen forhold der understøttede risikovilligheden i markedet.

Renterne i USA og Europa steg meget lidt i 2017 på trods af fornuftig vækst, og at Fed som forventet hævede styringsrenten i USA med i alt 0,75 procentpoint. Heller ikke det faktum, at Fed begyndte en reduktion af balancen med ca. 10 mia. pr. måned i oktober stigende til 50 mia. pr. måned efter

12 måneder, fik renterne til at stige nævneværdigt. Ligeledes var der ifølge markedet lange udsigter til rentehævelser fra ECB. Ved årsskiftet indprisede markedet rentestigninger i 2019, selvom ECB så småt begyndte at stramme op på opkøbsprogrammet. Først med en reduktion fra 80 til 60 mia. pr. måned i marts 2017 og så til 30 mia. pr. måned fra primo 2018.

### PERFORMANCE

Obligationer fra emerging markets-lande gav -2,3 pct. (7,8 pct. i lokal valuta), mens virksomhedsobligationer gav -0,5 pct. (7,4 pct. i lokal valuta). Valutaafdækning af primært dollar bidrog positivt med et afkast på 2,4 pct. Af porteføljens investeringer inden for emerging markets bidrog russiske statsobligationer positivt med afkast på ca. 5 pct. i kroner, mens polske og tjekkiske obligationer bidrog positivt med afkast på henholdsvis 2,8 pct. og 2,2 pct. Afdelingens argentinske statsobligationer blev ramt hårdt af valutavækkelse og bidrog negativt. Inden for virksomhedsobligationer var det især subordinerede obligationer fra finanssektoren og hybrid-obligationer fra industrielle selskaber, der bidrog positivt, mens high yield-obligationer fra telekom- og kabelselskaber var mindre gode. Geografisk set klarede de europæiske virksomhedsobligationer sig bedst med afkast på henholdsvis 6,9 pct. og 5,9 pct. for investment grade- og high yield-obligationer. De amerikanske virksomhedsobligationer blev ramt hårdt af dollarsvækkelsen med afkast på henholdsvis -6,8 pct. og -6,1 pct. for investment grade- og high yield-obligationer.

Ved udgangen af 2017 udgjorde emerging markets obligationer ca. 41 pct. af porteføljen, virksomhedsobligationer ca. 52 pct. og kontantandelen ca. 6 pct. Valutamæssigt var de største eksponeringer danske kroner (25 pct.), amerikanske dollar (14 pct.), euro (10 pct.) og norske kroner (7 pct.).

### SÆRLIGE RISICI 2018

Mens mange obligationer så dyre ud ultimo 2016, så endnu flere obligationer meget dyre ud ved udgangen af 2017. På stort set samtlige segmenter af risikoobligationer lå kreditspændet og/eller den effektive rente i den lave ende historisk set. De lave kreditpræmier og renter resulterer i et lavt forventet afkast, selv hvis alting går godt. Det giver risiko for voldsomme bevægelser, hvis risikovilligheden af en eller anden årsag (som altid er meget svær at forudse) vender.

Mere konkret er den største risiko nok en hurtigere end forventet aftrapning af den pengepolitiske understøttelse fra Fed eller ECB, hvilket kan ske, hvis inflationen stiger hurtigere end forventet. Det vil tvinge Fed til at hæve renten hurtigere, mens ECB kan blive tvunget til at udfase opkøbsprogrammet hurtigt. Begge scenarier kan ramme risikoobligationer betydeligt negativt. En anden risiko er en konkursbølge inden for en af de store sektorer inden for virksomhedsobligationer, og at dette smitter af på kreditpræmierne generelt. Dette er sket tidligere, f.eks. med energisektoren i 2015/2016. Potentielt kunne amerikanske high yield-obligationer inden for detail, health care eller telekom være kandidater. Endelig er der stadig væsentlige geopolitiske risici f.eks. Nordkoreas atomvåbenprogram og parlamentsvalg i Italien, men geopolitik har ikke formået at bevæge markederne væsentligt i 2017.

### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Ved indgangen til 2018 ser vækstbilledet på verdensplan fornuftigt ud. Renter og inflation er lave, og det er svært at pege på, hvad der skal bringe væksten ud af kurs. De fleste risikoobligationer ser meget dyre ud med lave kreditspænd og lave effektive renter. Derudover forventes både Fed og ECB at stramme langsomt op på pengepolitikken. Vi ser derfor ikke potentiale for væsentlige fald i de underliggende statsrenter eller kreditpræmier for risikoobligationer, men forventer snarere en stigning i disse.

Alt i alt forventer vi at fastholde afdelingens relativt defensive positionering, hvad angår løbetid og kreditrisiko. Det er muligt, at risikoen nedbringes yderligere, hvis risikoobligationer bliver endnu dyrere. Ved indgangen til 2018 ser vi bedst værdi i visse emerging markets-obligationer i lokal valuta.

Bedste bud på et afkastniveau for 2018 er derfor den forventede *carry* i porteføljen reduceret med nogle procentpoint på baggrund af stigende renter eller kreditpræmier. Det giver et forventet afkast i størrelsesordenen 2-4 pct. Investor bør være opmærksom på, at der er betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkast og de nævnte risici. Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, og investor må forvente store udsving i forhold til sammenligningsindekset.

## MAJ INVEST HIGH INCOME OBLIGATIONER

## Resultatoppgørelse

Note	1.1.-31.12.2017 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	31.107	18.460
1 Renteudgifter	-131	-145
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>30.976</b>	<b>18.315</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>		
2 Obligationer	-43.754	12.541
2 Afledte finansielle instr.	14.726	-5.248
Valutakonti	-1.405	820
Øvrige aktiver/passiver	723	4
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-29.710</b>	<b>8.117</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>1.266</b>	<b>26.432</b>
3 Administrationsomk.	-3.809	-2.148
<b>Resultat før skat</b>	<b>-2.543</b>	<b>24.284</b>
Skat	0	0
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-2.543</b>	<b>24.284</b>
<b>Resultatdisponering:</b>		
4 Foreslået udlodning	49.082	12.700
Heraf acontoudlodning	49.082	0
Ovf. til udlodning næste år	509	185
Ovf. til investorernes formue	-52.134	11.399
<b>Disponeret</b>	<b>-2.543</b>	<b>24.284</b>

## Balance

Note	31.12.2017 1.000 DKK	31.12.2016 1.000 DKK
<b>Aktiver</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	36.996	30.239
<b>Obligationer:</b>		
5 Not. obl. fra danske udstedere	86.089	62.746
5 Not. obl. fra udl. udstedere	515.395	325.579
<b>I alt obligationer</b>	<b>601.484</b>	<b>388.325</b>
<b>7,8 Afledte finansielle instr.:</b>		
Unot. afledte finansielle instr.	2.418	192
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	9.710	6.143
Andre tilgodehavender	8	0
Mellemv. vedr. handelsafv.	416	0
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>10.134</b>	<b>6.143</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>651.032</b>	<b>424.899</b>
<b>Passiver</b>		
<b>6 Investorernes formue</b>	<b>651.020</b>	<b>421.556</b>
<b>Afledte finansielle instr.:</b>		
Unot. afledte finansielle instr.	0	3.337
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	12	6
<b>Passiver i alt</b>	<b>651.032</b>	<b>424.899</b>

## Noter til resultatoppgørelse og balance

Nøgletal	2015*	2016	2017
Afkast (pct.)	-0,26	7,02	0,34
Sammenligningsindeks (pct.)		17,80	-3,08
Indre værdi (DKK pr. andel)	99,74	106,22	103,46
Nettoresultat (t.DKK)	-940	24.284	-2.543
Udbytte (DKK pr. andel)	0,50	3,20	7,80
Administrationsomkostninger (pct.)	0,08	0,62	0,66
ÅOP (pct.)	0,67	0,68	0,72
Omsætningshastighed (antal gange)	0,03	0,12	0,25
Investorernes formue (t.DKK)	216.517	421.556	651.020
Antal andele, stk.	2.170.745	3.968.759	6.292.578
Styk størrelse i DKK	100	100	100

\*Startdato 30.10.2015

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2017	31.12.2016
	1.000 DKK	1.000 DKK

**Note 1: Renteindtægter**

Indestående i depotselskab	21	1
Noterede obligationer fra danske udstedere	3.288	2.999
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	27.798	15.460
Renteudgifter	-131	-145
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>30.976</b>	<b>18.315</b>

**Note 2: Kursgevinster og -tab**

Noterede obl. fra danske udstedere	-7	1.793
Not. obl. fra udenlandske udstedere	-43.747	10.748
<b>I alt fra obligationer</b>	<b>-43.754</b>	<b>12.541</b>
Valutaterminsforretninger/futures	14.726	-5.248
<b>I alt fra afledte finansielle instrumenter</b>	<b>14.726</b>	<b>-5.248</b>

**Note 3: Administrationsomkostninger**

	2017		2016	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.omkostninger	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-27	-27	-21
Rev.honorar til revisorer	-12	0	-12	-15
Andre honorarer til revisorer	0	-3	-3	0
Markedsføringsomk.	-112	-180	-292	-231
Gebyrer til depotselskab	-214	0	-214	-159
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-3.026	-56	-3.082	-1.596
Øvrige omkostninger	-21	-27	-48	-48
Fast administrationshonorar	-131	0	-131	-78
<b>I alt adm.omkostninger</b>	<b>-3.516</b>	<b>-293</b>	<b>-3.809</b>	<b>-2.148</b>

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

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

	31.12.2017	31.12.2016
	1.000 DKK	1.000 DKK

**Note 4: Til rådighed for udlodning**

Renter og udbytter	30.976	18.314
Kursgevinst til udlodning	15.120	-6.579
Administrationsomkostninger til modregning	-3.809	-2.147
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	7.120	3.282
Udlodning overført fra sidste år	185	15
<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>49.591</b>	<b>12.885</b>
Heraf foreslået udlodning	49.082	12.700
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	509	185

**Note 5: Finansielle instrumenter i pct.**

Børsnoterede	99,6	100,8
Øvrige	0,4	-0,8
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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

**Note 6: Investorernes formue**

	2017 Antal andele	2017 Formue- værdi 1.000 DKK	2016 Antal andele	2016 Formue- værdi 1.000 DKK
Investorerens formue primo	3.968.759	421.556	2.170.745	216.517
Udlodning fra sidste år		-12.700		-1.085
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		-3.778		-395
Emissioner i året	2.426.819	258.752	1.908.014	193.419
Indløsninger i året	-103.000	-10.798	-110.000	-11.599
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		531		415
Ovf. til udlodning næste år		509		185
Foreslået udlodning		49.082		12.700
Ovf. af periodens resultat		-52.134		11.399
<b>I alt investorernes formue</b>	<b>6.292.578</b>	<b>651.020</b>	<b>3.968.759</b>	<b>421.556</b>

**Note 7: Underl. eksponering ved valutaterminsforretninger (1.000 DKK)**

Valuta	Eksponering	Eksponering
DKK	100.134	90.416
USD	-97.966	-93.759
Dagsværdi	2.418	-3.145

**Note 8: Modparter ved afledte finansielle instrumenter**

SEB AB (publ.)  
Danske Bank A/S  
Nordea Danmark, Filial af Nordea Bank AB (publ.)

## MAJ INVEST PENSION

### LÆSEVEJLEDNING

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om afkast- og risikoprofiler side 22 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.majinvest.dk/prospekt](http://www.majinvest.dk/prospekt).

### RISIKOPROFIL

Afdelingen investerer i danske og udenlandske aktier og obligationer, herunder i statsobligationer og erhvervsobligationer med lav kreditkvalitet. Fordelingen mellem aktier og obligationer tilpasses løbende for at opnå det bedst mulige afkast under hensyntagen til risiko og forventninger til markedsudviklingen. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Afdelingen af-dækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet samt valutarisiko. Hertil kommer modpartsrisiko.

På risikoindikatoren er andelsklasserne placeret i kategori 4. I årsrapportens afsnit om afkast- og risikoprofiler side 22 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet Finansmarkederne side 20 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

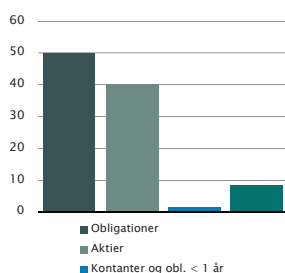
### STAMDATA

Investeringsrådgiver: Fondsmæglerselskabet Maj Invest  
Porteføljemanager: Peter Mosbæk  
Morningstar Kategori™: Balanceret - EUR Moderat Risiko  
IFB-kategori: Blandede afdelinger

Startdato: 16.12.2005  
Valuta: Danske kroner  
Stykstørrelse: 100 kr.  
Udbyttebetalende: Ja

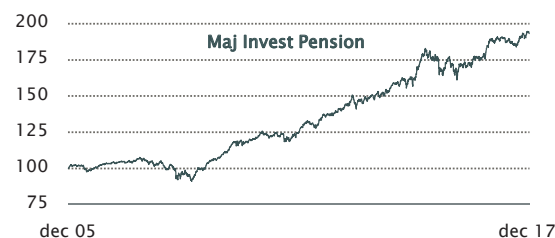
Fondskode: DK0060004877  
Børsnoteret: Ja  
Morningstar Rating™: ★★★★★

Fordeling på aktivtyper i pct.



### VÆRDIUDVIKLING

Hvad er 100 DKK blevet til i den børsnoteret andelsklasse?



### RISIKOINDIKATOR



Afdelingen gav i 2017 et afkast på 2,8 pct., hvilket i absolut forstand er tilfredsstillende. Maj Invest Pension har intet sammenligningsindeks, men set i forhold til kategorien af blandede afdelinger med moderat risiko hos Morningstar gav afdelingen et afkast, der var 1,7 procentpoint ringere end kategori-afkastet på 4,6 pct. Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 5,60 kr. pr. andel. Udbyttet udbetales efter generalforsamlingen i april måned.

Afkastet blev i 2017 positivt som forventet i årsrapporten for 2016.

Maj Invest Pension investerer både i aktier og obligationer. Aktier må udgøre 25 til 49 pct. af porteføljen. Allokeringen mellem aktier og obligationer afhænger af Maj Invests forventninger til finansmarkederne og den globale økonomi. I begyndelsen af 2017 blev aktieeksponeringen reduceret fra ca. 43 til ca. 37 pct. Vi vurderede, at aktier ikke længere var billige samtidig med, at verden stod over for en lang række risici. Herunder risiko for at Donald Trump ville kaste verden ud i en handelskrig. Set i bakspejlet burde den reduktion af aktieeksponeringen have ventet minimum et år, da aktier generelt har klaret sig fremragende og markant bedre end obligationer.

Afdelingen var i 2017 nomineret til en Morningstar Fund Award i kategorien 'Balancerede' for resultaterne i 2012-2016 med særlig vægt på 2016.

### MARKEDET

Aktiemarkederne var særdeles gunstige i 2017, og amerikanske aktier steg over 20 pct. målt ved S&P 500-indekset i dollar for perioden, og afsluttede året i en særdeles positiv tone. På grund af store stigninger i euro over for dollar, steg amerikanske aktier 7 pct. målt i kroner. 2017 blev også året, hvor Europa for alvor kom tilbage på vækstsporet, hvilket ligeledes blev modtaget meget positivt på de globale aktiemarkeder. Europæiske aktier steg med over 10 pct. målt ved Bloomberg Euro 500-indekset i danske kroner. Japan kom også tilbage på en bedre makroøkonomisk trend i 2017, og japansk deflation er muligvis vendt til en mindre, men velkommen, inflation. Nikkei 225-indekset steg med 19 pct. i lokal valuta. Målt i kroner var stigningen 8 pct.



Samlet set skete der ikke det helt store med det globale renteniveau i 2017. Renterne steg marginalt, men det var absolut ikke rentestigninger af en størrelse, der gav investorerne sved på panden. De europæiske og japanske renter lå ved udgangen af året stadig på absurd lave niveauer, mens de amerikanske renter var noget højere. Dog stadig ikke på et niveau, hvor det så særligt attraktivt ud at være investor. Samtidig var der generelt et fald i mange kreditpræmier, så renten på virksomhedsobligationer faldt yderligere. Renten var ved årsskiftet på et niveau, hvor den samlede kompensation, investor får for at investere i obligationer, var meget begrænset. Det gjaldt stort set uanset, hvilken del af obligationsmarkedet man så på.

#### PERFORMANCE

Afkastet på 2,8 pct. er et resultat af, at obligationsporteføljen gav et afkast på 0,6 pct., og porteføljen af aktier gav et afkast lige over 7 pct. Aktierne klarede sig dermed markant bedre end obligationerne.

Ikke siden 1999 og 2007 har vækstaktier haft så godt et år som i 2017, og vækstaktier gav generelt et afkast, der lå 11 pct. højere end valueaktier. Afdelingen invester i valueaktier, og oplevede derfor modvind på denne front.

Den investering, der klarede sig bedst i året, var den britiske kioskkæde WHSmith, der steg med over 45 pct. på året målt i danske kroner. WHSmiths luftfartsstrategi har vist sig at bære frugt, og dette udmøntede sig i positive regnskabstal samt aktiekursstigninger. Derudover nød afdelingen også godt af den tyske producent af jetmotorer MTU Aero Engines, der steg med mere end 35 pct. på året. Slutteligt steg det amerikanske sundhedsforsikringsselskab Cigna med over 33 pct., også på baggrund af fornuf-tige regnskabstal. På negativlisten var det især den amerikanske forhandler af bilreservedele AutoZone, der skuffede, idet selskabet faldt med godt 40 pct. som følge af et svagt første halvår. Derudover måtte afdelingen også tage et tab på positionerne i American International Group og Koninklijke Vopak, der begge faldt over 15 pct. i 2017 grundet dårligere end ventet regnskabstal.

I obligationsporteføljen var det realkreditobligatio-

nerne, som med et afkast på 2,4 pct. klarede sig bedst. Porteføljen af virksomhedsobligationer gav et afkast på 1,7 pct., mens de sikre statsobligationer og emerging markets-obligationerne gav negative afkast målt i kroner på henholdsvis -5 pct. og -3,5 pct. Begge kategorier blev primært trukket ned af valutakursbevægelser. Det var primært det 12 pct. store fald i dollar over for danske kroner og den indirekte effekt, det havde på afkastet for emerging markets-obligationer opgjort i danske kroner, som spillede ind.

#### SÆRLIGE RISICI 2018

De finansielle markeder har i snart mange år udvist pæne stigninger, bl.a. som følge af en stadig ekspansiv pengepolitik, høj indtjening i virksomhederne, forbedrede makroøkonomiske nøgletal i Europa og fortsat fremgang i USA. Der er næppe tvivl om, at den ekspansive pengepolitik i meget høj grad har understøttet de finansielle markeder. Ved indgangen til 2018 ser det ud til, at centralbankerne vil stramme pengepolitikken mere end set i rigtig mange år. Det gode spørgsmål er, om de finansielle markeder, som mange steder er dyrt prissat, kan holde til denne stramning, eller om investorerne går i panik.

#### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Hos Maj Invest forventer vi, at det igangværende konjunkturforløb vil fortsætte. Der er dog en betydelig risiko for en opbremsning, som vil blive drevet af, at virksomhederne har fået øget deres lagre for meget og bliver nødt at nedbringe disse. Generelt så det overordnede makroøkonomiske billede dog fornuf-tigt ud ved årsskiftet. Det er dog i meget stor udstrækning allerede indarbejdet i priserne for langt de fleste finansielle aktiver.

Afkastet for 2018 forventes at blive positivt. Afkastet kan blive højere eller lavere end for kategorien af sammenlignelige afdelinger hos Morningstar, da afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi.

Til illustration af usikkerheden ved at investere i afdelingen henvises til tabellen over historiske afkast på side 9. Her fremgår det, at afdelingens afkast har været mellem -8 og +13 pct. de seneste tolv år. Der er således en betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkastet for det kommende år.

## MAJ INVEST PENSION

## Resultatoppgørelse

Note	1.1.-31.12.2017 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016 1.000 DKK	
<b>Renter og udbytter:</b>			
1	Renteindtægter	15.462	14.489
1	Renteudgifter	-45	-23
2	Udbytter	9.423	7.527
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>24.840</b>	<b>21.993</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>			
3	Obligationer	-12.913	10.341
3	Kapitalandele	16.126	49.916
3	Afledte finansielle instr.	2.678	-4.715
	Valutakonti	51	-479
	Øvrige aktiver/passiver	106	-28
4	Handelsomkostninger	-478	-414
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>5.570</b>	<b>54.621</b>
	Andre indtægter	0	1
	<b>I alt indtægter</b>	<b>30.410</b>	<b>76.615</b>
5	Administrationsomk.	-4.616	-4.294
	<b>Resultat før skat</b>	<b>25.794</b>	<b>72.321</b>
6	Skat	-829	-1.149
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>24.965</b>	<b>71.172</b>
<b>Resultatdisponering:</b>			
7	Foreslået udlodning	41.651	28.772
	Ovf. til udlodning næste år	691	555
	Ovf. til investorernes formue	-17.377	41.845
	<b>Disponeret</b>	<b>24.965</b>	<b>71.172</b>

## Balance

Note	31.12.2017 1.000 DKK	31.12.2016 1.000 DKK	
<b>Aktiver</b>			
<b>Likvide midler:</b>			
	Indestående i depotselskab	11.364	14.574
<b>Obligationer:</b>			
8	Not. obl. fra danske udstedere	299.728	268.872
8	Not. obl. fra udl. udstedere	222.692	204.906
	<b>I alt obligationer</b>	<b>522.420</b>	<b>473.778</b>
<b>Kapitalandele:</b>			
8	Not. aktier fra DK selskaber	6.750	0
8	Not. aktier, udl. selskaber	354.170	354.975
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>360.920</b>	<b>354.975</b>
10,12	<b>Afledte finansielle instr.:</b>		
	Not. afledte finansielle instr.	647	442
	Unot. afledte finansielle instr.	88	66
	<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>735</b>	<b>508</b>
<b>Andre aktiver:</b>			
	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	5.349	5.730
	Andre tilgodehavender	11	0
	Mellemv. vedr. handelsafv.	17.180	7.308
	Aktuelle skatteaktiver	179	160
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>22.719</b>	<b>13.198</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>918.158</b>	<b>857.033</b>
<b>Passiver</b>			
9	<b>Investorernes formue</b>	<b>895.081</b>	<b>849.646</b>
<b>Afledte finansielle instr.:</b>			
	Not. afledte finansielle instr.	647	442
	Unot. afledte finansielle instr.	0	385
	<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>647</b>	<b>827</b>
<b>Anden gæld:</b>			
	Skyldige omkostninger	17	12
	Mellemv. vedr. handelsafv.	22.413	6.548
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>22.430</b>	<b>6.560</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>918.158</b>	<b>857.033</b>

## Noter til resultatoppgørelse og balance

Nøgletal	2013	2014	2015	2016	2017
Afkast (pct.)	8,45	7,48	5,92	9,31	2,84
Sammenligningsindeks (pct.)					
Indre værdi (DKK pr. andel)	116,53	118,26	120,20	121,07	120,34
Nettoresultat (t.DKK)	37.017	43.216	37.724	71.172	24.965
Udbytte (DKK pr. andel)	6,60	5,40	9,50	4,10	5,60
Administrationsomkostninger (pct.)	0,58	0,57	0,47	0,55	0,52
ÅOP (pct.)	0,91	0,87	0,82	0,76	0,62
Omsætningshastighed (antal gange)	0,50	0,67	0,78	0,55	0,44
Investorernes formue (t.DKK)	546.454	650.501	780.549	849.646	895.081
Antal andele, stk.	4.689.287	5.500.469	6.494.007	7.017.638	7.437.664
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	1,54	1,78	1,12	1,46	1,23
Standardafvigelse	5,15	4,15	5,67	5,57	5,54

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2017	31.12.2016
	1.000 DKK	1.000 DKK

**Note 1: Renteindtægter**

Indestående i depotselskab	8	0
Noterede obligationer fra danske udstedere	5.867	6.238
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	9.587	8.251
Renteudgifter	-45	-23
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>15.417</b>	<b>14.466</b>

**Note 2: Udbytter**

Not. aktier fra danske selskaber	151	0
Not. aktier fra udenlandske selskaber	9.272	7.527
<b>I alt udbytter</b>	<b>9.423</b>	<b>7.527</b>

**Note 3: Kursgevinster og -tab**

Noterede obl. fra danske udstedere	5.590	8.277
Not. obl. fra udenlandske udstedere	-18.503	2.064
<b>I alt fra obligationer</b>	<b>-12.913</b>	<b>10.341</b>
Not. aktier fra danske selskaber	-218	0
Not. aktier fra udenlandske selskaber	16.344	49.916
<b>I alt fra kapitalandele</b>	<b>16.126</b>	<b>49.916</b>
Valutaterminsforretninger/futures	2.555	24
Aktieterminer/futures	123	-4.739
<b>I alt fra afledte finansielle instrumenter</b>	<b>2.678</b>	<b>-4.715</b>

**Note 4: Handelsomkostninger**

Bruttohandelsomkostninger	-584	-478
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	106	64
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>-478</b>	<b>-414</b>

**Note 5: Administrationsomkostninger**

	2017		2016	
	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.omkostninger	Samlede	Samlede
			omkostninger	omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-41	-41	-44
Rev.honorar til revisorer	-12	0	-12	-15
Andre honorarer til revisorer	0	-6	-6	0
Markedsføringsomk.	-384	-284	-668	-1.301
Gebyrer til depotselskab	-358	0	-358	-305
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-3.187	-69	-3.256	-2.372
Øvrige omkostninger	-20	-51	-71	-78
Fast administrationshonorar	-204	0	-204	-179
<b>I alt adm.omkostninger</b>	<b>-4.165</b>	<b>-451</b>	<b>-4.616</b>	<b>-4.294</b>

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

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

**Note 6: Skat**

Afdelingen er ikke skattepligtig. Periodens skatteudgift består af betalte ikke refunderbare udbytteskatter.

	31.12.2017	31.12.2016
	1.000 DKK	1.000 DKK

**Note 7: Til rådighed for udlodning**

Renter og udbytter	24.840	21.994
Rente- og udbytteskat	-852	-893
Kursgevinst til udlodning	22.216	11.016
Administrationsomkostninger til modregning	-4.616	-4.294
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	199	1.018
Udlodning overført fra sidste år	555	486
<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>42.342</b>	<b>29.327</b>
Heraf foreslået udlodning	41.651	28.772
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	691	555

**Note 8: Finansielle instrumenter i pct.**

Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	-0,0
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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

<b>Note 9: Investorernes formue</b>	2017	2017	2016	2016
	Antal andele	Formueværdi 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi 1.000 DKK

Investorerne formue primo	7.017.638	849.646	6.494.007	780.549
Udlodning fra sidste år		-28.772		-61.693
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		-1.691		-1.094
Emissioner i året	626.626	75.361	563.631	65.141
Indløsninger i året	-206.600	-24.479	-40.000	-4.567
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		51		138
Ovf. til udlodning næste år		691		555
Foreslået udlodning		41.651		28.772
Ovf. af periodens resultat		-17.377		41.845
<b>I alt investorernes formue</b>	<b>7.437.664</b>	<b>895.081</b>	<b>7.017.638</b>	<b>849.646</b>

**Note 10: Underl. eksponering ved valutaterminsforretninger (1.000 DKK)**

Valuta	Eksponering	Eksponering
DKK	7.628	20.050
GBP	-7.549	0
USD	0	-20.444
Dagsværdi	88	-319

**Note 11: Underliggende eksponering ved futures (1.000 DKK)**

Solgte rentefutures	-66.476	-89.662
Dagsværdi	647	-385
Sikkerhed, afgivet		385
Sikkerhed, modtaget	647	

**Note 12: Modparter ved afledte finansielle instrumenter**

Danske Bank A/S
Nordea Danmark, Filial af Nordea Bank AB (publ.)
SEB AB (publ.)
SEB London

# MAJ INVEST KONTRA

# MAJ INVEST KONTRA W

## LÆSEVEJLEDNING

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om afkast- og risikoprofiler side 22 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.majinvest.dk/prospekt](http://www.majinvest.dk/prospekt).

## RISIKOPROFIL

Afdelingen investerer aktivt i fire områder, der hver for sig ofte klarer sig godt i urolige eller faldende markeder: 1) korte obligationer i udvalgte, stærke valutaer, 2) obligationer med lang løbetid, primært statsobligationer i solide økonomier, 3) guld, sølv og guldaktier samt 4) globale aktier, hvor aktiemarkedsrisikoen kan være afdækket ved brug af optioner og futures. Fordelingen mellem de fire områder vil variere alt efter de aktuelle økonomiske udsigter.

Der kan i perioder forekomme betydelige udsving i afkastet, og størrelsen af afkastet vil være afhængig af, i hvilken grad de forventninger til den økonomiske udvikling, der ligger bag de foretagne investeringer, bliver opfyldt. Afdelingens strategi er i særlig grad at sammensætte porteføljens fordeling på investeringsområder ud fra forventningerne til den økonomiske udvikling.

Afdelingen kan anvende afledte finansielle instrumenter på ikke-dækket basis. Afdækningsgraden og omfanget af investeringer i afledte finansielle instrumenter vil variere over tid, blandt andet ud fra forventningerne til den økonomiske udvikling og den generelle trend på aktiemarkederne.

Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet samt valutarisiko. Hertil kommer modpartsrisiko.

På risikoindikatoren er andelsklasserne placeret i kategori 4. I årsrapportens afsnit om afkast- og risikoprofiler side 22 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet Finansmarkederne side 20 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

## STAMDATA

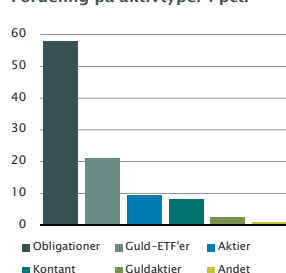
Investeringsrådgiver: Fondsmæglerselskabet Maj Invest  
Porteføljemanager: Peter Mosbæk  
Morningstar Kategori™: Alternative - Øvrige  
IFB-kategori: Blandede afdelinger

Startdato: 16.06.2006  
Valuta: Danske kroner  
Stykstørrelse: 100 kr.  
Udbyttebetalende: Nej

Maj Invest Kontra  
Fondskode: DK0060037455  
Børsnoteret: Ja

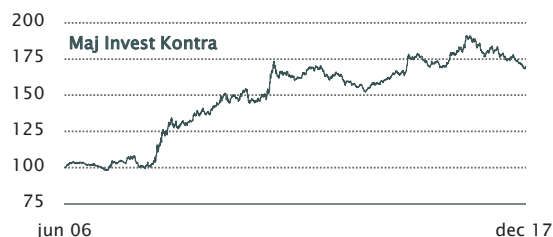
Maj Invest Kontra W  
Fondskode: DK0060826022  
Børsnoteret: Nej

Fordeling på aktivtyper i pct.



## VÆRDIUDVIKLING

Hvad er 100 DKK blevet til i den børsnoteret andelsklasse?



## RISIKOINDIKATOR

Bege andelsklasser



Maj Invest Kontra og Maj Invest Kontra W gav i 2017 et afkast på henholdsvis -4,8 og -4,5 pct., hvilket er utilfredsstillende. Maj Invest Kontra har på grund af sit særlige investeringsområde ikke et sammenligningsindeks eller en sammenlignelig Morningstar Kategori™. Afdelingen er akkumulerende og udbetaler ikke udbytte

Afdelingen Kontras målsætning er at give et væsentligt positivt afkast i perioder med uro på de finansielle markeder og dermed yde beskyttelse til investors portefølje. I gode år er det målet at give et afkast på niveau med pengemarkedet, hvilket med det nuværende renteniveau er meget tæt på nul. Denne målsætning skal vurderes over en længere periode. Baseret alene på 2017 har Kontra ikke været i stand til at leve op til målsætningen om at levere et pengemarkedsafkast i de år, hvor det går godt på finansmarkederne.

## MARKEDET

2017 var præget af meget få udsving på de finansielle markeder. Renterne rørte sig stort set ikke, mens aktierne steg jævnt over hele året og endte med betydelige stigninger i 2017. Stigningerne på aktier er et resultat af, at det på den økonomiske front gik fornuftigt. Der var fortsat pæn vækst i stort set hele verden, og det understøttede prisfaste sættelsen af de mere risikable finansielle aktiver. Det hjalp nok også, at centralbankerne understøttede de finansielle markeder via meget lave renter, fortsatte opkøbsprogrammer af obligationer og en forsigtig retorik, selvom der blev signaleret stramninger i 2018.

Denne cocktail medførte, at mange investorer på de finansielle markeder gik fra at være bekymrede/skeptiske til at være meget optimistiske. Sagt på en anden måde, så lod det til, at frygten for ikke at være med hvis aktierne steg, var større end frygten for at tabe penge, hvis aktierne skulle falde. Samtidig kan man nok også argumentere for, at der i høj grad var fokus på at købe de papirer, som allerede var steget og i mindre fokus på, hvorfor de var steget, og om det gav mening.

## PERFORMANCE

Det, som betød mest for afkastet for Maj Invest Kontra i 2017, var udviklingen på aktiemarkedet. Gen-

nem 2017 havde afdelingen en afdækningsgrad på omkring 20 pct. Da aktierne steg ret kraftigt, betød det, at der blev tabt penge på denne afdækning. Det samlede tab på afdækningen svarer til ca. 3,5 procentpoint af det samlede negative afkast på -4,8 pct. Derudover var afdelingen negativt påvirket af valutakursudviklingen generelt.

Euro og dermed danske kroner var to af de valutaer, som klarede sig allerbedst i 2017. En væsentlig af afdeling Kontras investeringer var enten i danske kroner eller valutaafdækket, men en del af investeringerne var i dollar, svenske kroner eller schweizerfranc, som alle faldt i forhold til danske kroner og dermed påvirkede afkastet negativt.

Ædelmetallerne, som udgjorde ca. 30 pct. af porteføljen, klarede sig rigtigt pænt. Målt i dollar var afkastet for guld på godt 13 pct., men målt i danske kroner var afkastet kun marginalt positivt som følge af et betydeligt fald i dollar overfor kroner.

### SÆRLIGE RISICI 2018

Maj Invest Kontra investerer i fire aktivtyper, som investorer normalt søger mod i svære tider: ædelmetaller og mineaktier, globale defensive aktier med tilknyttet afdækning, obligationer i stærke valutaer og obligationer fra udstedere med en meget høj kreditværdighed. Afdelingens afkast vil således i stort omfang afhænge af, hvordan disse aktiver klarer sig.

Såfremt den overordentligt positive stemning på de globale finansmarkeder fortsætter gennem hele 2018, er det meget sandsynligt, at Kontra vil have det svært.

### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Overordnet set går det ret fornuftigt med den globale økonomi. Der er vækst de fleste steder, og selvom væksten i stor udstrækning er baseret på en uholdbar gældsopbygning og en ekstrem pengepolitik, som medfører en regning senere, ændrer det ikke ved, at det ved indgangen til 2018 går godt for den globale økonomi.

En betydelig økonomisk opbremsning i løbet af 2018 vurderes ikke at være særlig sandsynlig. Der, hvor man bør være mest bekymret på den korte bane, er i

forhold til den ekstraordinære positive stemning, der hersker på de finansielle markeder. På trods af, at renter og kreditpræmier er meget lave, afholder investorerne sig ikke fra at tage betydelige risici. Markedet lader til at have en forventning om, at centralbankerne kommer og redder det igen, hvis stemningen skulle vende.

Samtidig er allokeringen til aktier meget høj. Vi risikerer derfor at ende i en situation, hvor selv meget små skuffelser i form af rentestigninger eller andet kan skabe betydelig uro på de finansielle markeder.

Når stemningen vender, vil fokus efter vores vurdering blive rettet mod alle de ubalancer som høj gæld mv., der gør sig gældende mange steder.

Det er vores forventning, at den meget positive stemning fra 2017 ikke vil fortsætte gennem hele 2018, og at Kontra vil generere et positivt afkast som følge heraf. Det er dog forbundet med stor usikkerhed at forudsige afdelingens afkast.

## MAJ INVEST KONTRA KL

## Resultatopgørelse

Note	1.1.-31.12.2017 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016 1.000 DKK	
<b>Renter og udbytter:</b>			
1	Renteindtægter	14.587	9.621
1	Renteudgifter	-268	-263
2	Udbytter	5.260	2.546
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>19.579</b>	<b>11.904</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>			
3	Obligationer	-37.886	43
3	Kapitalandele	-20.993	23.220
3	Afledte finansielle instr.	-42.640	-21.601
	Valutakonti	-6.528	-324
	Øvrige aktiver/passiver	-77	-14
4	Handelsomkostninger	-527	-272
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-108.651</b>	<b>1.052</b>
	Andre indtægter	0	3
	<b>I alt indtægter</b>	<b>-89.072</b>	<b>12.959</b>
5	Administrationsomk.	-27.698	-14.255
	<b>Resultat før skat</b>	<b>-116.770</b>	<b>-1.296</b>
6	Skat	-631	-854
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-117.401</b>	<b>-2.150</b>
	<b>Overført til formuen</b>	<b>-117.401</b>	<b>-2.150</b>

## Balance

Note	31.12.2017 1.000 DKK	31.12.2016 1.000 DKK	
<b>Aktiver</b>			
<b>Likvide midler:</b>			
	Indestående i depotselskab	40.448	39.224
<b>Obligationer:</b>			
7	Not. obl. fra danske udstedere	629.460	629.518
7	Not. obl. fra udl. udstedere	617.805	368.987
	<b>I alt obligationer</b>	<b>1.247.265</b>	<b>998.505</b>
<b>Kapitalandele:</b>			
7	Not. aktier, udl. selskaber	272.376	141.160
	Inv.beviser i udl. investeringsforeninger	596.569	455.532
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>868.945</b>	<b>596.692</b>
9,11	<b>Afledte finansielle instr.:</b>		
	Not. afledte finansielle instr.	7.060	4.217
	Unot. afledte finansielle instr.	9.513	0
	<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>16.573</b>	<b>4.217</b>
<b>Andre aktiver:</b>			
	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	8.708	6.775
	Andre tilgodehavender	27	0
	Mellemv. vedr. handelsafv.	5.816	4.582
	Aktuelle skatteaktiver	492	170
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>15.043</b>	<b>11.527</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.188.274</b>	<b>1.650.165</b>
<b>Passiver</b>			
8	<b>Investorerne formue</b>	<b>2.178.392</b>	<b>1.629.948</b>
<b>Afledte finansielle instr.:</b>			
	Not. afledte finansielle instr.	7.060	4.217
	Unot. afledte finansielle instr.	0	13.491
	<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>7.060</b>	<b>17.708</b>
<b>Anden gæld:</b>			
	Skyldige omkostninger	2.822	2.509
	<b>Passiver i alt</b>	<b>2.188.274</b>	<b>1.650.165</b>

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2017	31.12.2016
	1.000 DKK	1.000 DKK

**Note 1: Renteindtægter**

Indestående i depotselskab	0	1
Noterede obligationer fra danske udstedere	5.397	3.967
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	9.190	5.653
Renteudgifter	-268	-263
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>14.319</b>	<b>9.358</b>

**Note 2: Udbytter**

Not. aktier fra udenlandske selskaber	5.260	2.546
<b>I alt udbytter</b>	<b>5.260</b>	<b>2.546</b>

**Note 3: Kursgevinster og -tab**

Noterede obl. fra danske udstedere	-500	5.135
Not. obl. fra udenlandske udstedere	-37.386	-5.092
<b>I alt fra obligationer</b>	<b>-37.886</b>	<b>43</b>
Not. aktier fra danske selskaber	0	-1.117
Not. aktier fra udenlandske selskaber	4.622	22.460
Inv.beviser i udenlandske investeringsforeninger	-25.615	1.877
<b>I alt fra kapitalandele</b>	<b>-20.993</b>	<b>23.220</b>
Valutaterminsforretninger/futures	57.677	-12.319
Aktieterminer/futures	-92.102	-9.282
Aktieoptioner	-8.215	0
<b>I alt fra afledte finansielle instrumenter</b>	<b>-42.640</b>	<b>-21.601</b>

**Note 4: Handelsomkostninger**

Bruttohandelsomkostninger	-949	-809
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	422	538
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>-527</b>	<b>-272</b>

**Note 5: Administrationsomkostninger**

	2017		2016	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.omkostninger	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-99	-99	-67
Rev.honorar til revisorer	-16	0	-16	-15
Andre honorarer til revisorer	0	-14	-14	0
Markedsføringsomk.	-13.133	-653	-13.786	-8.068
Gebyrer til depotselskab	-571	0	-571	-296
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-11.944	-123	-12.067	-5.340
Øvrige omkostninger	-23	-99	-122	-87
Fast administrationshonorar	-1.023	0	-1.023	-382
<b>I alt adm.omkostninger</b>	<b>-26.710</b>	<b>-988</b>	<b>-27.698</b>	<b>-14.255</b>

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

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

**Note 6: Skat**

Afdelingen er ikke skattepligtig. Periodens skatteudgift består af betalte ikke refunderbare udbytteskatter.

	31.12.2017	31.12.2016
	1.000 DKK	1.000 DKK

**Note 7: Finansielle instrumenter i pct.**

Børsnoterede	99,6	100,9
Øvrige	0,4	-0,9
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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

**Note 8: Investorernes formue**

	2017 Formue- værdi 1.000 DKK	2016 Formue- værdi 1.000 DKK
Investorerens formue primo	1.629.948	661.687
Emissioner i året	746.924	974.309
Indløsninger i året	-82.257	-6.782
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.178	2.884
Overførsel af periodens resultat	-117.401	-2.150
<b>I alt Investorernes formue</b>	<b>2.178.392</b>	<b>1.629.948</b>

**Note 9: Underl. eksponering ved valutaterminsforretninger (1.000 DKK)**

Valuta	Eksponering	Eksponering
	DKK	USD
DKK	450.779	395.138
USD	-442.086	-409.581
Dagsværdi	9.513	-13.491

**Note 10: Underliggende eksponering ved futures (1.000 DKK)**

Købte rentefutures	52.523	0
Solgte aktiefutures	-511.430	-263.940
Solgte rentefutures	-12.115	-40.586
Dagsværdi	-2.115	971
Sikkerhed, afgivet	2.115	
Sikkerhed, modtaget		971

**Note 11: Modparter ved afledte finansielle instrumenter**

SEB AB (publ.)	
SEB London	
Danske Bank A/S	
Nordea Danmark, Filial af Nordea Bank AB (publ.)	

## MAJ INVEST KONTRA

### Klassens resultatposter

Note

13.6.-31.12.2017  
1.000 DKK

Andel af res. af fællesportefølje -61.525  
Klassepecifikke transaktioner:  
Renteudgifter -8  
Administrationsomkostninger -5.827

**Klassens resultat -67.361**

**Overført til formuen -67.361**

Investorerne formue	2017	2017
	Antal andele	Formue- værdi

1.000 DKK

Emissioner i året	10.325.976	1.823.138
Indløsninger i året	-301.948	-52.224
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		254
Overførsel af periodens resultat		-67.361
<b>I alt Investorernes formue</b>	<b>10.024.028</b>	<b>1.703.807</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance\*

Nøgletal	2013	2014	2015	2016	2017
Afkast (pct.)	-6,90	8,97	1,91	5,22	-4,84
Indre værdi (DKK pr. andel)	152,85	166,56	169,75	178,61	169,97
Nettoresultat (t.DKK)					-67.361
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,40	1,37	1,30	1,29	1,39
ÅOP (pct.)	1,67	1,66	1,56	1,48	1,48
Omsætningshastighed (antal gange)	0,39	0,91	0,58	0,22	0,23
Investorerne formue (t.DKK)					1.703.807
Antal andele, stk.					10.024.028
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	0,43	0,51	0,27	0,30	0,16
Standardafvigelse	7,84	7,21	7,19	5,92	5,91

\*Andelsklassen er etableret den 13.6.2017 ved overflytning af andele fra den oprindelige afdeling. Af hensyn til de investorer, som har været investor hele året, er nøgletallene omregnet til helår, ligesom nøgletal fra den oprindelige afdeling fra tidligere år er angivet til sammenligning.



## MAJ INVEST KONTRA W

### Klassens resultatposter

Note	13.6.-31.12.2017	
	1.000 DKK	
Andel af res. af fællesportefølje	-17.567	
Klassepecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-49	
<b>Klassens resultat</b>	<b>-17.617</b>	
<b>Overført til formuen</b>	<b>-17.617</b>	
<b>Investorerens formue</b>	2017	2017
	Antal	Formue-
	andele	værdi
		1.000 DKK
Emissioner i året	2.956.039	522.112
Indløsninger i året	-173.050	-30.033
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		124
Overførsel af periodens resultat		-17.617
<b>I alt Investorerens formue</b>	<b>2.782.989</b>	<b>474.586</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance\*

Nøgletal	2013	2014	2015	2016	2017
Afkast (pct.)	-6,90	8,97	1,91	5,22	-4,53
Indre værdi (DKK pr. andel)	152,85	166,56	169,75	178,61	170,53
Nettoresultat (t.DKK)					-17.617
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,40	1,37	1,30	1,29	1,07
ÅOP (pct.)	1,67	1,66	1,56	1,48	1,15
Omsætningshastighed (antal gange)	0,39	0,91	0,58	0,22	0,23
Investorerens formue (t.DKK)					474.586
Antal andele, stk.					2.782.989
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	0,43	0,51	0,27	0,30	0,17
Standardafvigelse	7,84	7,21	7,19	5,92	5,90

\*Andelsklassen er etableret den 13.6.2017 ved overflytning af andele fra den oprindelige afdeling. Af hensyn til de investorer, som har været investor hele året, er nøgletallene omregnet til helår, ligesom nøgletal fra den oprindelige afdeling fra tidligere år er angivet til sammenligning.

## MAJ INVEST MAKRO

### LÆSEVEJLEDNING

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om afkast- og risikoprofiler side 22 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.majinvest.dk/prospekt](http://www.majinvest.dk/prospekt).

### RISIKOPROFIL

Afdelingen investerer i danske og udenlandske aktier og obligationer, herunder i statsobligationer og erhvervsobligationer med lav kreditkvalitet. Fordelingen mellem aktier og obligationer tilpasses løbende for at opnå det bedst mulige afkast under hensyntagen til risiko og forventninger til markedsudviklingen. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer.

Der kan i perioder forekomme betydelige udsving i afkastet, og størrelsen af afkastet vil være afhængig af, i hvilken grad de forventninger til den økonomiske udvikling, der ligger bag de foretagne investeringer, bliver opfyldt. Afdelingens strategi er i særlig grad at sammensætte porteføljens fordeling mellem aktiver ud fra forventningerne til den økonomiske udvikling.

Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet samt valutarisiko. Hertil kommer modpartsrisiko.

På risikoindikatoren er andelsklasserne placeret i kategori 4. I årsrapportens afsnit om afkast- og risikoprofiler side 22 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet Finansmarkederne side 20 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

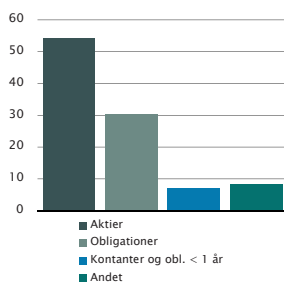
### STAMDATA

Investeringsrådgiver: Fondsmæglersekselskabet Maj Invest  
 Porteføljemanager: Peter Mosbæk  
 Morningstar Kategori™: Balanceret - EUR Flexibel Allokering Global  
 IFB-kategori: Blandede afdelinger

Startdato: 22.03.2013  
 Valuta: Danske kroner  
 Stykstørrelse: 100 kr.  
 Udbyttebetalende: Nej

Fondskode: DK0060442713  
 Børsnoteret: Ja  
 Morningstar Rating™: ★★★★★

Fordeling på aktivtyper i pct.



### VÆRDIUDVIKLING

Hvad er 100 DKK blevet til i den børsnoteret andelsklasse?



### RISIKOINDIKATOR



Afdelingen gav i 2017 et afkast på 9,0 pct. Maj Invest Makro har intet sammenligningsindeks, men afdelingen gav et afkast, der var 4,3 procentpoint højere end kategorien af blandede afdelinger med fleksibel allokering hos Morningstar. Afdelingen er akkumulering og udbetaler ikke udbytte.

Afkastet for 2017 mere end indfrier forventningerne om et positivt afkast udtrykt i årsrapporten for 2016.

Afdelingen investerer i aktier og obligationer fra hele verden. Det er målsætningen, at afdelingen i år, hvor aktier klarer sig dårligt, skal have en relativ lav eksponering mod aktiemarkedet og dermed minimere tabet, mens den i gode år skal have en højere aktieandel og give et betydeligt positivt afkast. Det betyder, at der vil være stor forskel på fordelingen mellem aktier og obligationer alt efter de aktuelle udsigter på finansmarkederne. Investeringsrammerne er meget brede, og hele formuen kan investeres i henholdsvis aktier og obligationer. En betydelig del af de aktier, der investeres i, vælges fra afdelingerne Maj Invest Vækstaktier og Maj Invest Value Aktier. Obligationsporteføljen er bygget op omkring en del af de obligationer, som ligger i afdelingen Maj Invest Globale Obligationer. Derudover udvælges aktier fra regioner eller sektorer, som forventes at klare sig bedre end markedet generelt.

### MARKEDET

2017 var generelt set et meget roligt år på de finansielle markeder. Et gennemgående tema var stigende aktier gennem hele året, stort set uden fald undervejs. Det var naturligt med til at løfte den positive stemning yderligere. Det lader til, at den frygt for tab, som har været en integreret del af de finansielle markeder siden 2008, stort set forsvandt i 2017.

Målt i lokal valuta steg amerikanske aktier (S&P 500-indekset) ca. 20 pct., emerging markets i underkanten af 30 pct. og danske aktier omkring 15 pct. i 2017. Uden tvivl en del mere, end det Maj Invest havde forventet. På rentemarkederne skete der ikke det helt store. Renterne steg samlet set marginalt, men til gengæld faldt kreditpræmierne på virksomhedsobligationer yderligere. Endelig var året præget af store valutakursbevægelser, hvor dollar blev svækket, og euro og danske kroner blev styrket i forhold til stort set samtlige andre globale valutaer. For en

dansk investor betød det, at man generelt havde valutakurstab på investeringer i fremmede valutaer.

### PERFORMANCE

I begyndelsen af 2017 blev aktieandelen reduceret fra ca. 70 pct., som havde været niveauet siden afdelingens etablering, til ca. 50 pct. For afdeling Makro svarer det til en neutral allokering til aktier.

For hele 2017 gav aktieporteføljen et afkast på 14,7 pct. målt i danske kroner, mens obligationsporteføljen gav et mere beskedent afkast på 0,9 pct.

I aktieporteføljen var der betydelig kursfremgang hos den engelske kioskæde WHSmith Plc og hos den amerikanske teknologigigant Applied Materials. Aktierne steg henholdsvis 45 og 40 pct. i 2017 målt i danske kroner. Året ringeste investeringer var det franske marketingfirma Criteo S.A. efterfulgt af Aut-Zone, som sælger bilreserveldele. Aktierne faldt henholdsvis 45 og 40 pct. i 2017 målt i danske kroner.

Blandt makrotemaerne og særlige områder bidrog især investeringen i Vestjysk Bank positivt. Derudover var der et positivt afkast på mere end 15 pct. fra makrotemaet *effektiv transport*, godt hjulpet af øget efterspørgsel af MTU Aero Engines nye jetmotor. Makrotemaet *europæiske banker* trak ned med et afkast på -5 pct.

Obligationerporteføljen blev påvirket negativt af valutakursudviklingen, som betød at porteføljen af statsobligationer og emerging markets-obligationer gav negative afkast på henholdsvis -3,3 pct. og -3,1 pct. Realkreditobligationerne, der med en andel på 19 pct. udgjorde den største del af porteføljen, gav 1,7 pct., mens kreditobligationerne gav et afkast på 4,8 pct. En del af valutakursrisikoen var dog afdækket, og samlet set påvirkede afdækningen afkastet i 2017 positivt.

### SÆRLIGE RISICI 2018

Ved indgangen til 2018 har vi stort set oplevet konstante kurstigninger på risikoaktiver gennem seks år. Det har betydet, at mange aktiver er blevet forholdsvis dyrt prissat samtidig med, at prisfastsættelsen i høj grad er baseret på den meget lempelige pengepolitik, som de globale centralbanker har ført siden finanskrisen.

Det er mange år siden, at investorerne har været så optimistiske, og der er en helt klar tendens til, at nogle investorer begynder at blive fartblinde og har en forventning om, at aktier, ejendomme og andre aktiver kun kan stige i pris. Det kan betyde, at investorerne bliver skuffede og hurtigere går i panik, når stemningen på et tidspunkt vender.

### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Uanset hvordan man vender og drejer det, må man forvente, at de kommende års afkast generelt bliver lavere end i årrækken siden finanskrisen.

Særligt obligationsrenterne er så lave, at man må forvente ret beskedne afkast i de kommende år. Overordnet set vil en rentestigning gøre det muligt at geninvestere på mere fornuftige renteniveauer, og indtil der kommer en korrektion i markedet, vil vi forsøge at holde en relativt lav rente- og kreditrisiko i obligationsporteføljen.

Ved indgangen til 2018 forventes det, at afdelingen vil fastholde en ligelig fordeling mellem aktier og obligationer i porteføljen.

Afkastet for hele 2018 ventes at blive positivt. Afkastet kan blive højere eller lavere end for kategorien af sammenlignelige afdelinger hos Morningstar, da afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. Afkastet for Morningstar-kategorien har været mellem -19,7 og +13,7 pct. de sidste tolv år. Det skal bemærkes, at der altid er en betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige fremtidige afkast.

## MAJ INVEST MAKRO

## Resultatoppgørelse

Note	1.1.-31.12.2017 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	3.661	2.845
1 Renteudgifter	-39	-19
2 Udbytter	3.004	5.038
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>6.626</b>	<b>7.864</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>		
3 Obligationer	-2.360	2.017
3 Kapitalandele	21.416	21.759
3 Afledte finansielle instr.	5.528	-2.490
Valutakonti	-731	-369
Øvrige aktiver/passiver	32	5
4 Handelsomkostninger	-347	-225
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>23.538</b>	<b>20.697</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>30.164</b>	<b>28.561</b>
5 Administrationsomk.	-2.417	-2.019
<b>Resultat før skat</b>	<b>27.747</b>	<b>26.542</b>
6 Skat	-324	-448
<b>Arets nettoresultat</b>	<b>27.423</b>	<b>26.094</b>
<b>Overført til formuen</b>		

## Balance

Note	31.12.2017 1.000 DKK	31.12.2016 1.000 DKK
<b>Aktiver</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	24.945	8.535
<b>Obligationer:</b>		
7 Not. obl. fra danske udstedere	71.635	36.773
7 Not. obl. fra udl. udstedere	56.160	38.912
<b>I alt obligationer</b>	<b>127.795</b>	<b>75.685</b>
<b>Kapitalandele:</b>		
7 Not. aktier fra DK selskaber	20.606	0
7 Not. aktier, udl. selskaber	166.137	176.876
Inv.beviser i udl. investeringsforeninger	29.233	24.314
<b>I alt kapitalandele</b>	<b>215.976</b>	<b>201.190</b>
9,11 <b>Afledte finansielle instr.:</b>		
Not. afledte finansielle instr.	116	0
Unot. afledte finansielle instr.	1.411	20
<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>1.527</b>	<b>20</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	1.155	1.010
Andre tilgodehavender	5	0
Mellemv. vedr. handelsafv.	2.278	2.026
Aktuelle skatteaktiver	138	88
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>3.576</b>	<b>3.124</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>373.819</b>	<b>288.554</b>
<b>Passiver</b>		
8 <b>Investorerens formue</b>	<b>373.696</b>	<b>286.978</b>
<b>Afledte finansielle instr.:</b>		
Not. afledte finansielle instr.	116	0
Unot. afledte finansielle instr.	0	1.572
<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>116</b>	<b>1.572</b>
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	7	4
<b>Passiver i alt</b>	<b>373.819</b>	<b>288.554</b>

## Noter til resultatoppgørelse og balance

Nøgletal	2013	2014	2015	2016	2017
Afkast (pct.)	1,88	13,60	5,77	10,36	8,99
Indre værdi (DKK pr. andel)	101,88	115,74	122,42	135,10	147,25
Nettoresultat (t.DKK)	2.006	24.029	11.100	26.094	27.423
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	0,67	0,79	0,72	0,74	0,74
ÅOP (pct.)	1,16	1,09	1,06	0,99	0,90
Omsætningshastighed (antal gange)	0,40	0,43	0,49	0,36	0,56
Investorerens formue (t.DKK)	189.362	210.786	291.142	286.978	373.696
Antal andele, stk.	1.858.613	1.821.213	2.378.168	2.124.192	2.537.892
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio				1,02	1,14
Standardafvigelse				8,27	7,52

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2017	31.12.2016
	1.000 DKK	1.000 DKK

**Note 1: Renteindtægter**

Indestående i depotselskab	14	0
Noterede obligationer fra danske udstedere	1.414	1.094
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	2.233	1.751
Renteudgifter	-39	-19
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>3.622</b>	<b>2.826</b>

**Note 2: Udbytter**

Not. aktier fra danske selskaber	135	0
Not. aktier fra udenlandske selskaber	2.598	4.486
Investeringsbeviser i udenlandske investeringsforeninger	271	552
<b>I alt udbytter</b>	<b>3.004</b>	<b>5.038</b>

**Note 3: Kursgevinster og -tab**

Noterede obl. fra danske udstedere	1.750	1.189
Not. obl. fra udenlandske udstedere	-4.110	828
<b>I alt fra obligationer</b>	<b>-2.360</b>	<b>2.017</b>
Not. aktier fra danske selskaber	8.975	0
Not. aktier fra udenlandske selskaber	11.075	16.931
Inv.beviser i udenlandske investeringsforeninger	1.366	4.828
<b>I alt fra kapitalandele</b>	<b>21.416</b>	<b>21.759</b>
Valutaterminsforretninger/futures	6.900	-1.520
Aktieterminer/futures	-1.372	-970
<b>I alt fra afledte finansielle instrumenter</b>	<b>5.528</b>	<b>-2.490</b>

**Note 4: Handelsomkostninger**

Bruttohandelsomkostninger	-407	-287
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	60	62
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>-347</b>	<b>-225</b>

**Note 5: Administrationsomkostninger**

	2017		2016	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.omkostninger	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-16	-16	-15
Rev.honorar til revisorer	-12	0	-12	-15
Andre honorarer til revisorer	0	-2	-2	0
Markedsføringsomk.	-132	-103	-235	-374
Gebyrer til depotselskab	-137	0	-137	-107
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-1.849	-42	-1.891	-1.392
Øvrige omkostninger	-20	-28	-48	-54
Fast administrationshonorar	-76	0	-76	-62
<b>I alt adm.omkostninger</b>	<b>-2.226</b>	<b>-191</b>	<b>-2.417</b>	<b>-2.019</b>

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

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

**Note 6: Skat**

Afdelingen er ikke skattepligtig. Periodens skatteudgift består af betalte ikke refunderbare udbytteskatter.

	31.12.2017	31.12.2016
	1.000 DKK	1.000 DKK

**Note 7: Finansielle instrumenter i pct.**

Børsnoterede	99,6	100,6
Øvrige	0,4	-0,6
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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

**Note 8: Investorernes formue**

	2017	2017	2016	2016
	Antal andele	Formue-værdi 1.000 DKK	Antal andele	Formue-værdi 1.000 DKK
Investorernes formue primo	2.124.192	286.978	2.378.168	291.142
Emissioner i året	452.500	64.855	95.000	12.556
Indløsninger i året	-38.800	-5.641	-348.976	-42.916
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		81		102
Ovf. af periodens resultat		27.423		26.094
<b>I alt investorernes formue</b>	<b>2.537.892</b>	<b>373.696</b>	<b>2.124.192</b>	<b>286.978</b>

**Note 9: Underl. eksponering ved valutaterminsforretninger (1.000 DKK)**

Valuta	Eksponering	Eksponering
	DKK	DKK
DKK	55.802	45.560
GBP	-1.845	0
USD	-52.703	-47.232
Dagsværdi	1.411	-1.572

**Note 10: Underliggende eksponering ved futures (1.000 DKK)**

Solgte aktiefutures	-18.977	0
Solgte rentefutures	-3.077	0
Dagsværdi	-79	0
Sikkerhed, afgivet	79	0

**Note 11: Modparter ved afledte finansielle instrumenter**

SEB AB (publ.)	
SEB London	
Danske Bank A/S	
Nordea Danmark, Filial af Nordea Bank AB (publ.)	

# FÆLLES NOTER

## NOTE 1: ANVENDT REGNSKABSPRAKSIS

Årsrapporten for 2017 aflægges efter lov om investeringsforeninger m.v.

For afdelinger, hvor der er oprettet andelsklasser den 13.06.2017 indgår årets resultat for perioden 01.01.2017 til 13.06.2017 alene i afdelingens resultatopgørelse.

Nøgletallene i de i året nyoprettede andelsklasser beregnes på baggrund af periodens resultat for andelsklassen tillagt værdien af afdelingens resultat pr. 12.06.2017 og er dermed omregnet til helår.

Nøgletallet 'Nettoresultat', beregnes på baggrund af periodens resultat for andelsklassen.

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten for 2016.

### Præsentation af regnskabstal

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

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

### Generelt om indregning og måling

I resultatopgørelsen indregnes indtægter, i takt med at de indtjenes. Endvidere indregnes omkostninger, der er afholdt for at opnå periodens indtjening.

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

Forpligtelser indregnes i balancen, når de er sandsynlige og kan måles pålideligt.

Ved første indregning måles aktiver og forpligtelser til kostpris. Efterfølgende måles aktiver og forpligtelser som beskrevet for hver enkelt regnskabspost nedenfor.

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

### RESULTATOPGØRELSEN

#### Renter og udbytter

Renteindtægter omfatter renter af obligationer og af indestående i depotselskabet samt af indestående i andre pengeinstitutter. Endvidere indgår nettoindtægten ved repoaftaler og reverse repoaftaler samt vederlag fra aktieudlån.

Aktieudbytter omfatter årets deklarerede udbytter.

#### Kursgevinster og -tab

I resultatopgørelsen indregnes såvel realiserede som urealiserede gevinster og tab på aktiver og passiver.

For obligationer og kapitalandele opgøres de realiserede kursgevinster og -tab som forskellen mellem dagsværdi på salgstidspunktet og dagsværdien ved årets begyndelse eller dagsværdi på anskaffelsestidspunktet ved erhvervelse i regnskabsåret. Urealiserede kursgevinster og -tab opgøres som forskellen mellem dagsværdien på balancedagen og dagsværdien ved årets begyndelse eller dagsværdi på anskaffelsestidspunktet ved erhvervelse i regnskabsåret.

Ændringer i dagsværdien af afledte finansielle instrumenter indregnes i resultatopgørelsen under afledte finansielle instrumenter.

Under handelsomkostninger føres alle direkte omkostninger i forbindelse med handel med finansielle instrumenter. Omkostninger, der ikke kan opgøres eksakt, eksempelvis fordi de er inkluderet i spread, indregnes i det omfang, de er aftalt med tredjemand. Den del af handelsomkostningerne, som er afholdt i forbindelse med køb og salg af finansielle instrumenter, og som er forårsaget af emission og indløsning, udgiftføres direkte på »Medlemmernes formue«. Den sidstnævnte del opgøres som den andel, provenuet fra emissionerne og indløsningerne udgør af kursværdien af årets samlede handler.

### Administrationsomkostninger

»Afdelingsdirekte omkostninger« består af de omkostninger, som kan henføres direkte til den enkelte afdeling. »Andel af fællesomkostninger« er afdelingernes andel af de udgifter, der vedrører to eller flere afdelinger. Fordelingen af fællesomkostninger sker under hensyntagen til størrelsen af afdelingernes formue. »Fast administrationshonorar« udgør omkostninger til administration i henhold til særskilt aftale med investeringsforvaltningsselskabet.

### Skat

Afdelingerne er ikke selvstændigt skattepligtige. Skat indeholder udbytteskat og renteskat, der er tilbageholdt i udlandet i forbindelse med udbetaling, og som ikke kan refunderes.

### Udlodning

De udloddende afdelinger foretager årligt en udlodning, der opfylder kravene til minimumsudlodning i Ligningslovens § 16 C. Afdelingerne skal derfor ikke betale skat, men skattepligten påhviler modtageren af udlodningen.

Minimumsudlodningen opgøres i hovedtræk på grundlag af de i regnskabsåret:

- indtjente renter, renteudgifter og udbytter,
- realiserede kursgevinster eller -tab på obligationer og valutakonti,
- realiserede kursgevinster og -tab på kapitalandele,
- erhvervede, skattepligtige kursgevinster og -tab ved anvendelse af afledte finansielle instrumenter,

med fradrag af afholdte administrationsomkostninger.

I forbindelse med emissioner og indløsninger beregnes udlodningsregulering, således at udbytteprocenten er af samme størrelse før og efter emissioner og indløsninger.

Udlodningsprocenten beregnes som beløbet til rådighed for udlodning i procent af den cirkulerende kapital i afdelingen på balancedagen. Den beregnede procent nedrundes i overensstemmelse med Ligningslovens § 16 C til nærmeste beløb, som er deleligt med 0,10 pct. Et overskydende positivt beløb til rådighed for udlodning overføres til udlodning næste år. Et negativt udlodningsbeløb fremføres til efterfølgende års udlodning.

Forskellen mellem det regnskabsmæssige resultat og udlodningen tillægges/fradrages den pågældende afdelings formue.

Udlodningsreguleringen beregnes således, at udlodningsprocenten er af samme størrelse før og efter emission og indløsning.

Ved emission beregnes udlodningsreguleringen som en andel af det beløb, der er til rådighed for udlodning på emissionsdagen. Andelen beregnes som emissionens nominelle værdi i forhold til den cirkulerende kapital. En del af det ved emissionen indbetalte beløb anvendes således til udbetaling af udlodning. Ved indløsning foretages beregning, som på tilsvarende vis nedbringer udbetalingen af udlodning. Forslag til udlodning for regnskabsåret indregnes som en særlig post under medlemmernes formue.

»Overført til udlodning fra sidste år« består af nedrundingen af udlodningsbeløbet fra sidste år.

Ved skattefri fusion indregnes udlodningen fra den ophørende afdeling i perioden fra primo året til fusionsdagen i den fortsættende afdelings udlodningsopgørelse for året.

## BALANCEN

### Likvide midler

Likvide midler i fremmed valuta måles til noterede valutakurser på balancedagen.

### Obligationer og kapitalandele

Obligationer og kapitalandele måles til dagsværdi. Dagsværdi fastsættes på noterede obligationer og kapitalandele til lukkekursen på balancedagen, eller hvis en sådan ikke foreligger, til en anden officiel kurs, der må antages bedst at svare hertil. Hvis denne kurs ikke afspejler instrumentets dagsværdi på grund af manglende eller utilstrækkelig handel i tiden op til balancedagen, fastlægges dagsværdien ved hjælp af en værdiansættelsesteknik, der har til formål at fastlægge den transaktionspris, som ville fremkomme i en handel på målingstidspunktet mellem uafhængige parter, der anlægger normale forretningsmæssige betragtninger. Noterede værdipapirer i fremmed valuta måles til noterede valutakurser på balancedagen. Unoterede obligationer og aktier måles til dagsværdien fastsat efter almindelige anerkendte metoder. Værdipapirer indgår og udtages på handelsdagen.

### Afledte finansielle instrumenter

Afledte finansielle instrumenter måles til dagsværdi. Afledte finansielle instrumenter med positiv dagsværdi indgår under aktiver, og hvis de har negativ dagsværdi under passiver. Ændring i dagsværdi indregnes i resultatopgørelsen under »Kursgevinster og -tab«.

### Andre aktiver

»Andre aktiver« måles til dagsværdi, og der indgår:

- »Tilgodehavende renter« bestående af periodiserede renter på balancedagen.
- »Tilgodehavende udbytte« bestående af udbytter deklareret før balancedagen med afregning efter balancedagen.

»Mellemværende vedrørende handelsafvikling« bestående af værdien af provenuet fra salg af finansielle instrumenter samt fra emissioner før balancedagen, hvor betalingen sker efter balancedagen. Der foretages modregning i tilsvarende beløb omtalt under »Anden gæld« pr. modpart pr. dag, betalingerne forfalder.

»Aktuelle skatteaktiver« bestående af refunderbar udbytteskat og renteskat tilbageholdt i udlandet.

### Medlemmernes formue

»Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser« består af den foreslåede udlodning pr. 31. december året før beregnet som udbytteprocenten ganget med cirkulerende kapital pr. 31. december året før.

»Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning« består af forskellen mellem den efter generalforsamlingen udbetalte udlodning på grundlag af den på dette tidspunkt cirkulerende kapital og udlodningen beregnet pr. 31. december året før.

### Anden gæld

»Anden gæld« måles til dagsværdi.

»Mellemværende vedrørende handelsafvikling« består af værdien af provenuet fra køb af finansielle instrumenter samt fra indløsninger før balancedagen, hvor betalingen sker efter balancedagen. Der foretages modregning i tilsvarende beløb omtalt under »Andre aktiver« pr. modpart pr. dag, betalingerne forfalder.

### Omregning af fremmed valuta

Valutakursdifferencer, der opstår mellem transaktionsdagens kurs og kursen på betalingsdag, indregnes i resultatopgørelsen under »Kursgevinster og -tab«.

Transaktioner i fremmed valuta omregnes til transaktionsdagens kurs. Værdipapirbeholdninger, likvide midler og tilgodehavender i fremmed valuta omregnes til balancedagens kurs. Forskellen mellem balancedagens kurs og kursen på tidspunktet for værdipapirbeholdningens anskaffelse eller tilgodehavendets opståen indregnes i resultatopgørelsen under »Kursgevinster og tab«.

### Afdelingsfusion

Ved fusion indregnes og måles de overtagne aktiver og forpligtigelser i den ophørende afdeling til dagsværdi på ombytningsdagen. Fusionsvederlaget, som den fortsættende afdeling modtager på ombytningsdagen, tilføres afdelingen under medlemmernes formue. Der foretages ikke tilpasning af formuen primo i den fortsættende afdeling eller af sammenligningstal i resultatopgørelse, balance og noter.

### NØGLETAL

#### Indre værdi, IV

Udtrykker værdien i kroner pr. andel og beregnes som:

$$IV = \frac{\text{medlemmernes formue}}{\text{cirkulerende andele ultimo året}}$$

Medlemmernes formue er inkl. afsat udbytte for regnskabsåret.

#### Afkast

Beregnes således:

$$\text{Afkast} = \frac{IV \text{ ultimo} + \text{geninv. udbytte}}{IV \text{ primo}} \times 100 - 100$$

$$\text{Geninv. udbytte} = \frac{\text{udbytte pr. andel} \times IV \text{ ultimo}}{IV \text{ umiddelbart efter udlodning}}$$

#### Sammenligningsafkast

Sammenligningsafkast er en opgørelse af udviklingen i det sammenligningsindeks (markedsindeks), som afdelingen måler sig imod. Dette afkast indeholder i modsætning til afdelingernes afkast ikke administrations- og handelsomkostninger.



### Udlodning

Udlodning i pct. beregnes som:

$$\text{Udlodning i \%} = \frac{\text{foreslået udlodning}}{\text{cirkulerende kapital ultimo året}}$$

Da alle andele har en nominel stykstørrelse på 100 kroner, udtrykker udlodning i pct. samtidig udlodning i kroner pr. investeringsbevis.

### Administrationsomkostninger i pct.

Beregnes som:

$$\text{Adm.omk. i \%} = \frac{\text{administrationsomk.}}{\text{medlemmernes gns. formue}} \times 100$$

Som »administrationsomkostninger« anvendes den tilsvarende post i resultatopgørelsen, og »medlemmernes gennemsnitlige formue« er beregnet som et simpelt gennemsnit af formuens værdi opgjort ultimo hver måned.

### AOP

Beregnes som summen af følgende fire elementer:

- Administrationsomkostninger i pct. omregnet til helårsniveau.
- Direkte handelsomkostninger ved løbende drift opgjort i pct. af den gennemsnitlige formue omregnet til helårsniveau.
- 1/7 af det maksimale emissionstillæg, som det fremgår af det gældende prospekt.
- 1/7 af det maksimale indløsningsfradrag, som det fremgår af det gældende prospekt.

### Omsætningshastighed i antal gange

Opgøres som:

$$\frac{\text{værdi af køb + værdi af salg}}{2 \times \text{medlemmernes formue}}$$

Værdi af køb og værdi af salg opgøres som kursværdi af køb og salg af værdipapirer korrigeret for regnskabsårets emissioner og indløsninger, udbetalte udbytter og likviditet fra driften m.m., således at (værdi af køb + værdi ved salg)/2 svarer til handel som følge af porteføljepleje. Medlemmernes gennemsnitlige formue opgøres som beskrevet under »Administrationsomkostninger i pct.«

### Nøgletal for risiko

Disse nøgletal beregnes fra afdelingernes start over en periode på maksimum fem år, dog kun for afdelinger som har eksisteret i mindst 36 måneder.

### Sharpe Ratio

Sharpe Ratio er et matematisk udtryk for merafkastet af en investering i forhold til risikoen. Beregnes som det historiske afkast minus den risikofri rente (merafkastet) divideret med standardafvigelsen på merafkastet.

### Standardafvigelse

Standardafvigelse er et statistisk udtryk for udsving i afkastet.

### Active share

Active share er et mål for, hvor stor en andel af porteføljen, der ikke er sammenfaldende med det valgte sammenligningsindeks. Høj active share betyder således, at investerings sammensætningen er meget forskellig fra sammenligningsindekset. Investeringsforeningen Maj Invest tror på, at aktiv forvaltning skaber værdi for medlemmerne i Maj Invest. Det vil sige, at medlemmerne over tid får et afkast efter omkostninger, der er bedre, end man kunne have opnået ved passiv forvaltning. Aktiv forvaltning betyder, at foreningens porteføljerådgivere foretager grundige analyser og udvælger de aktier, de mener, har det mest fordelagtige forhold mellem forventet afkast og risiko. Passiv forvaltning betyder, at man uden analyser og aktive valg køber et stort antal aktier, der tilsammen forventes at give et afkast tæt på gennemsnittet for aktiemarkedet fraregnet omkostninger. Afkast i forhold til sammenligningsindeks fremgår af tabellen side 10 og active share kan ses under den enkelte afdeling.

I forhold til afdeling Danske Aktier er der naturligvis et begrænset antal danske selskaber at vælge imellem og active share vil derfor alt andet lige være mindre end i de globale aktieafdelinger.

### Tracking error

Tracking error er et matematisk udtryk for spredningen på afkastforskellen mellem en investeringsafdeling og et givet sammenligningsindeks. Sammenligningsindeks udtrykker markedsudviklingen. Jo lavere tracking error er, desto tættere har investeringsporteføljen fulgt sammenligningsindekset. I indekserede afdelinger, som skygger markedet tæt, er tracking error derfor lav.

Dette er således et mål for, hvordan afdelingens afkast svinger i forhold til afkastet i sammenligningsindeks. En tracking error på 0 betyder, at afdelingen og sammenligningsindeks "svinger i takt", uden at det dog nødvendigvis betyder, at afdelingens og sammenligningsindeksets afkast er ens.

## NOTE 2: OVERSIGT OVER UDBYTTERNES SKATTEMÆSSIGE FORDELING

Skemaet viser, hvordan udbytte for 2017 skal behandles skattemæssigt. Udbytte er først relevante for selvangivelsen for 2018, hvor udbetalingen sker. For pensionsopsparinger indgår hele udbyttet i grundlaget for PAL-skat. For selskaber indgår det fulde udbytte i selskabsindkomsten. Afdelingerne/andelsklasserne Valua Aktier Akkumulerende (W), Kontra (W) samt Makro er akkumulerende og udbetaler ikke udbytte.

Afdeling	Stk.str. i kr.	Foreslået udbytte i kr. pr. stk.	Almindelig opsparing	
			Aktieindkomst i kr. pr. styk	Kapitalindkomst i kr. pr. stk
Danske Aktier	100	25,20	25,20	
Danske Aktier W	100	25,60	25,60	
Vækstaktier	100	25,80	25,80	
Vækstaktier W	100	26,10	26,10	
Value Aktier	100	11,70	11,70	
Value Aktier W	100	12,20	12,20	
Emerging Markets	100	20,70	20,70	
Emerging Markets W	100	21,20	21,20	
Global Sundhed	100	22,30	22,30	
Global Sundhed W	100	22,90	22,90	
Danske Obligationer	100	2,00		2,00
Globale Obligationer	100	3,10		3,10
High Income Obl.	100	7,80		7,80
Pension	100	5,60		5,60

## NOTE 3: REVISIONSHONORAR

Revisionshonorar (1.000 kr.)	2016	2017
Det samlede honorar for arbejdet i foreningen til revisionsfirmaet ERNST & YOUNG Godkendt Revisionspartnerselskab udgjorde	176	168

## NOTE 4: BESTYRELSESHONORAR

Bestyrelseshonorar (1.000 kr.)	2016	2017
Bestyrelsens honorar for arbejdet i foreningen i regnskabsåret	925	975
Bestyrelseshonorar udgiftsført	925	975

## NOTE 5: BESKRIVELSE AF FORENINGENS VÆSENTLIGSTE AFTALER

Heri beskrives foreningens væsentligste aftaler ultimo 2017. Prisen for ydelserne fremgår enten af skemaet på side 100 eller, i de tilfælde, hvor betalingen ikke er fastsat pr. afdeling, under den enkelte aftale.

### AFTALE OM ADMINISTRATION

Foreningen har med virkning fra 1. december 2013 indgået aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S om, at selskabet udfører foreningens administrative og investeringsmæssige opgaver i overensstemmelse med lovgivningen, Finanstilsynets retningslinjer, foreningens vedtægter og anvisninger fra foreningens bestyrelse samt investeringsrammer for de enkelte afdelinger, og aftale om porteføljerådgivning.

Som betaling opkræver investeringsforvaltningsselskabet et honorar på mellem 0,021 pct. og 0,043 pct. p.a. af den gennemsnitlige formueværdi afhængig af afdelingstype. Hver afdeling afholder desuden egne omkostninger, herunder de omkostningstyper, som er nævnt under de øvrige aftalebeskrivelser, f.eks. udgifter til porteføljerådgivning. Beløbet indgår i afdelingernes årlige administrationsomkostninger med specifikation på forskellige poster som foreskrevet af Finanstilsynet.

### AFTALER OM DEPOT, DEPOTBANKFUNKTION OG AKTIEBOG

Foreningen har indgået aftale med Skandinaviske Enskilda Banken Danmark, filial af Skandinaviske Enskilda Banken AB, Sverige om, at banken som depot-selskab forvalter og opbevarer værdipapirer og likvide midler særskilt for hver af foreningens afdelinger i overensstemmelse med den til enhver tid gældende lovgivning. Herudover påtager depotselskabet sig som Finanstilsynet foreskriver fastlagte kontrolopgaver og forpligtelser. Som honorar for ydelserne betaler hver afdeling et depotgebyr beregnet ud fra arten af værdipapirer, deres værdi og omfanget af ændringer i til- og afgang i depotet. Depotgebyret er lavest for danske VP-baserede værdipapirer og højest for udenlandske værdipapirer. For ingen kategori overstiger depotgebyret 0,03 pct. p.a. af den gennemsnitlige formueværdi.

Foreningen har indgået aftale med ComputerShare A/S om at føre ejerbog, hvori medlemmernes investeringsbeviser navnenoteres. Aftalen indebærer foruden den løbende registrering af noteringsforhold og ændringer i disse, at ComputerShare A/S udsteder adgangskort og stemmesedler m.v. til foreningens generalforsamlinger.

### AFTALE OM HOVEDDISTRIBUTØR

Foreningen har udpeget Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S som hoveddistributør med henblik på at give investorer mulighed for at investere i andele i Foreningens afdelinger og andelsklasser. I medfør af den indgåede hoveddistributionsaftale og efter forudgående godkendelse fra Foreningens bestyrelse kan Hoveddistributøren indgå distributionsaftaler med underdistributører (Distributørerne) med henblik på rådgivning og salg af andele til Distributørernes kunder. Hoveddistributøren er ansvarlig for at formidle information om Foreningen og dennes afdelinger og andelsklasser til Distributørerne, således at Distributørernes kan varetage markedsføringen af andelene og rådgive kunderne bedst muligt.

Hoveddistributøren skal endvidere varetage den løbende kontakt til og administration af Distributørerne, påse, at der afregnes provision med disse samt varetage monitoreringsforpligtelsen i forhold til de med Distributørerne indgåede aftaler.

Som vederlag for disse ydelser modtager Hoveddistributøren et fast årligt vederlag på kr. 3 mio. kroner.

### AFTALER OM DISTRIBUTION AF INVESTERINGSBEVISER

Hoveddistributøren har med flere banker indgået en distributions- og samarbejdsaftale hvorefter disse yder rådgivning til foreningens medlemmer og er ansvarlige for rådgivning over for de investorer, der henvender sig til bankerne. Distributørerne skal i forbindelse med denne aftale sikre sig, at rådgivning sker i overensstemmelse med gældende lovgivning.

Distributøren er berettiget til en løbende formidlingsprovision for syv af foreningens børsnoterede andelsklasser: Maj Invest Danske Aktier, Maj Invest Globale Aktier, Maj Invest Value Aktier, Maj Invest Value Aktier Akkumulerende, Maj Invest Emerging Markets, Maj Invest Global Sundhed samt Maj Invest Kontra. Andelsklasserne betaler en provision beregnet ud fra den gennemsnitlige kursværdi af de af foreningens investeringsandele, som opbevares i depot i de enkelte pengeinstitutter, der er indgået distributionsaftale med. Satsen for de nævnte afdelinger er 0,75 pct. p.a.

En tilsvarende distributionsaftale er indgået med Fondsmæglerselskabet Maj Invest samt andre distributører og pensionselskaber.

**AFTALE OM PORTEFØLJERÅDGVNING M.V.**

Foreningen har indgået aftale med Fondsmæglerselskabet Maj Invest om ydelse af porteføljerådgivning vedrørende foreningens afdelinger. Aftalen indebærer, at Fondsmæglerselskabet Maj Invest yder rådgivning om transaktioner, som Fondsmæglerselskabet Maj Invest anser for fordelagtige at gennemføre som led i porteføljestyringen.

Rådgivningen skal ske i overensstemmelse med de retningslinjer, som foreningens bestyrelse har fastlagt i investeringspolitikker for de enkelte afdelinger. De enkelte forslag til investeringer skal forelægges investeringsforvaltningsselskabet, der tager stilling til, om og i hvilket omfang de skal gennemføres.

Betalingen for denne rådgivning varierer fra afdeling til afdeling og er afhængig af blandt andet investeringsområdet og afdelingernes specialiseringsgrad. Honoraret udgør mellem 0,15 pct. p.a. og 0,65 pct. p.a. af afdelingernes gennemsnitlige formueværdi. Beløbet indgår i afdelingernes årlige administrationsomkostninger under posten »Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen«, jf. noterne til årsregnskaberne.

**AFTALE OM PRISSTILLELSE I MARKEDET**

Foreningen har indgået aftale med Fondsmæglerselskabet Maj Invest om, at Maj Invest Markets i bl.a. Nasdaq Copenhagens handelssystemer stiller priser for investeringsbeviser i foreningens afdelinger og andelsklasser med det formål at fremme likviditeten ved handel med beviser. Prisstillelsen skal ske med såvel købs- som salgspriser og på baggrund af aktuelle emissions- og indløsningspriser.

Prisen for prisstilleropgaverne er for børsnoterede afdelinger og andelsklasser 10.000 kr. årligt samt 0,0100 pct. af formuen, mens den for unoterede andelsklasser er 10.000 kr. årligt samt 0,0025 pct. af formuen.

**AFTALE OM HOTLINE-FUNKTION**

Foreningen har indgået aftale med Maj Bank om en Hotline-funktion. Hotline-funktionen tilbyder information og oplysning om foreningens afdelinger og andelsklasser og er målrettet investorer, som ikke er omfattet af en aftale med enten Hoveddistributøren eller distributørerne. Hotlinen er dog åben for alle foreningens investorer, således at disse uanset bankforbindelse og formue kan modtage fyldestgørende og rettidige svar på relevante spørgsmål. Foreningens betaling for Hotline-funktionen kan ikke overstige kr. 250.000 pr. kvartal.

**Satserne i foreningens væsentligste aftaler**

Alle satser er gældende pr. 31. december 2017 og dækker afdelingen eller dens andelsklasser.

	Depot og depotbank- funktionen	Portefølje- rådgivning, pct. p.a.	Handel med værdipapirer, kr. <sup>2)</sup>	Formidlingsprovision i børsnoterede andels- klasser, pct.
Danske Aktier KL	1)	0,50	50 kr.	0,75
Vækstaktier KL	1)	0,65	50 kr./150 kr. <sup>3)</sup>	0,75
Value Aktier KL	1)	0,65	50 kr./150 kr. <sup>3)</sup>	0,75
Value Aktier Akkumulerende KL	1)	0,65	50 kr./150 kr. <sup>3)</sup>	0,75
Emerging Markets KL	1)	0,65	150 kr.	0,75
Global Sundhed KL	1)	0,65	50 kr./150 kr. <sup>3)</sup>	0,75
Danske Obligationer	1)	0,15	50 kr.	-
Globale Obligationer	1)	0,25	50 kr./150 kr. <sup>3)</sup>	-
High Income Obligationer	1)	0,55	50 kr./150 kr. <sup>3)</sup>	-
Pension	1)	0,40	50 kr./150 kr. <sup>3)</sup>	-
Kontra KL	1)	0,60	50 kr./150 kr. <sup>3)</sup>	0,75
Makro	1)	0,60	50 kr./150 kr. <sup>3)</sup>	-

Noter: 1) Depotgebyret for VP-baserede værdipapirer er 0,0 pct. p.a. For USA er det 0,0025 pct. p.a., for Japan er det 0,0125 pct. p.a., for Europa er det 0,0100 pct. p.a. og for resten af verden er det 0,0275 pct. p.a. For kontrolopgaverne betaler hver basisafdeling og hver andelsklasse i specialafdelingerne et honorar på 15.000 kr. plus moms p.a. 2) De opgivne satser er eksklusive eventuelle udenlandske omkostninger og skatter. 3) Satsen er 50 kr. for danske og svenske værdipapirer og 150 kr. for alle øvrige værdipapirer.

## LEDELSESPÅTEGNING

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato behandlet og godkendt nærværende årsrapport for regnskabsåret sluttende den 31. december 2017.

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

Årsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver og passiver, finansielle stilling pr. 31. december 2017 samt resultat af de enkelte afdelingers aktiviteter for regnskabsåret sluttende 31. december 2017.

Foreningens ledelsesberetning og ledelsesberetningerne for de enkelte afdelinger indeholder retvisende redegørelser for udviklingen i foreningens og afdelingernes aktiviteter og økonomiske forhold samt en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som foreningen henholdsvis afdelingerne kan påvirkes af.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 14. marts 2018

Direktion: Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S

Peter Kock  
Adm. direktør

Bestyrelse

Henrik Normann  
Formand

Mads Bryde Andersen  
Næstformand

Mads Krage

Mette Kynne Frandsen

Carsten Koch

# DEN UAFHÆNGIGE REVISORS REVISIONSPÅTEGNING

Til investorerne i Investeringsforeningen Maj Invest

## KONKLUSION

Vi har revideret årsregnskaberne for de enkelte afdelinger i Investeringsforeningen Maj Invest for regnskabsåret, der sluttede 31. december 2017, som omfatter de enkelte afdelingers resultatopgørelse, balance og noter samt fællesnoter, herunder anvendt regnskabspraksis. Årsregnskaberne udarbejdes efter lov om investeringsforeninger m.v.

Det er vores opfattelse, at årsregnskaberne giver et retvisende billede af afdelingernes aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2017 samt af resultatet af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret, der sluttede 31. december 2017 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv.

Vores konklusion er konsistent med vores revisionsprotokollat til bestyrelsen.

## GRUNDLAG FOR KONKLUSION

Vi har udført vores revision i overensstemmelse med internationale standarder om revision og de yderligere krav, der er gældende i Danmark. Vores ansvar ifølge disse standarder og krav er nærmere beskrevet i revisionspåtegningens afsnit "Revisors ansvar for revisionen af årsregnskaberne" (herefter benævnt "regnskaberne"). Det er vores opfattelse, at det opnåede revisionsbevis er tilstrækkeligt og egnet som grundlag for vores konklusion.

## UAFHÆNGIGHED

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

Efter vores bedste overbevisning er der ikke udført forbudte ikke-revisionsydelser som omhandlet i artikel 5, stk.1, i forordning (EU) nr. 537/2014.

## VALG AF REVISOR

Vi blev første gang valgt som revisor for Investeringsforeningen Maj Invest den 3. marts 2005 og er genvalgt årligt ved generalforsamlingsbeslutning i en samlet opgaveperiode på 13 år frem til og med

regnskabsåret 2017. Vi blev genudpeget efter en udbudsprocedure på generalforsamlingen den 26. april 2017.

## CENTRALE FORHOLD VED REVISIONEN

Centrale forhold ved revisionen er de forhold, der efter vores faglige vurdering var mest betydelige ved vores revision af regnskaberne for regnskabsåret, der sluttede 31. december 2017. Disse forhold blev behandlet som led i vores revision af regnskaberne som helhed og udformningen af vores konklusion herom. Vi afgiver ikke nogen særskilt konklusion om disse forhold. For hvert af nedennævnte forhold er beskrivelsen af, hvordan forholdet blev behandlet ved vores revision, givet i denne sammenhæng.

Vi har opfyldt vores ansvar som beskrevet i afsnittet "Revisors ansvar for revisionen af årsregnskaberne", herunder i relation til nedennævnte centrale forhold ved revisionen. Vores revision har omfattet udformning og udførelse af revisionshandling som reaktion på vores vurdering af risikoen for væsentlig fejlinformation i regnskaberne. Resultatet af vores revisionshandling, herunder de revisionshandling vi har udført for at behandle nedennævnte forhold, danner grundlag for vores konklusion om regnskaberne som helhed.

## Værdiansættelse af finansielle instrumenter

Værdiansættelse af afdelingernes investeringer i obligationer, aktier, investeringsforeningsandele og afledte finansielle instrumenter (samlet benævnt "finansielle instrumenter") til dagsværdi udgør det væsentligste element i opgørelsen af afdelingernes afkast og formue.

Vi anser, at der i relation til værdiansættelsen af afdelingernes finansielle instrumenter generelt ikke er knyttet betydelige risici for væsentlig fejlinformation i regnskaberne, idet afdelingernes finansielle instrumenter hovedsageligt består af likvide noterede finansielle instrumenter, for hvilke der findes en noteret kurs på et aktivt marked, og kun i begrænset omfang af mindre likvide noterede- og unoterede finansielle instrumenter, hvor dagsværdien fastlægges ved hjælp af anerkendte værdiansættelsesteknikker og ledelsesmæssige skøn.

Som følge af instrumenternes væsentlige betydning for afdelingernes samlede afkast og formue, vurderes værdiansættelsen af afdelingernes finansielle instrumenter at være det mest centrale forhold ved revisionen.

Vores revisionshandling er rettet mod værdiansættelsen af finansielle instrumenter i de enkelte afdelinger har blandt andet omfattet:

- Test af registreringssystemer, forretningsgange og interne kontroller, herunder it- og systembaserede kontroller, som understøtter værdiansættelsen af finansielle instrumenter.

- Stikprøvevis kontrol af afstemninger af finansielle instrumenter til oplysninger fra depotbanken samt stikprøvevis kontrol af instrumenternes værdiansættelse ved sammenholdelse med uafhængige priskilder.

- Stikprøvevis kontrol af anvendte værdiansættelsesteknikker og ledelsesmæssige skøn ved fastsættelsen af dagsværdien af mindre likvide noterede og unoterede finansielle instrumenter.

Den procentvise fordeling af de enkelte afdelingers finansielle instrumenter på børsnoterede instrumenter, instrumenter noteret på et andet reguleret marked og øvrige finansielle instrumenter fremgår af note i de enkelte afdelingers årsregnskaber.

#### UDTALELSE OM LEDELSESBERETNINGERNE

Ledelsen er ansvarlig for ledelsesberetningen og ledelsesberetningerne for de enkelte afdelinger, efterfølgende benævnt "ledelsesberetningerne".

Vores konklusion om regnskaberne omfatter ikke ledelsesberetningerne, og vi udtrykker ingen form for konklusion med sikkerhed om ledelsesberetningerne.

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

Vores ansvar er derudover at overveje, om ledelsesberetningerne indeholder krævede oplysninger i henhold til lov om investeringsforeninger m.v.

Baseret på det udførte arbejde er det vores opfattelse, at ledelsesberetningerne er i overensstemmelse med regnskaberne og er udarbejdet i overensstemmelse med krav i lov om investeringsforeninger m.v. Vi har ikke fundet væsentlig fejlinformation i ledelsesberetningerne.

#### LEDELSENS ANSVAR FOR ÅRSREGNSKABERNE

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

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

#### REVISORS ANSVAR FOR REVISIONEN AF ÅRSREGNSKABERNE

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

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

- Identificerer og vurderer vi risikoen for væsentlig fejlinformation i regnskaberne, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl, udformer og udfører revisionshandlinger som reaktion på disse risici samt opnår revisionsbevis, der er tilstrækkeligt og egnet til at danne grundlag for vores konklusion. Risikoen for ikke at opdage væsentlig fejlinformation forårsaget af besvigelser er højere end ved væsentlig fejlinformation forårsaget af fejl, idet besvigelser kan omfatte sammensværgelser, do-kumentfalsk, bevidste udeladelser, vildledning eller tilsidesættelse af intern kontrol.

- Opnår vi forståelse af den interne kontrol med relevans for revisionen for at kunne udforme revisionshandlinger, der er passende efter omstændighederne, men ikke for at kunne udtrykke en konklusion om effektiviteten af afdelingernes interne kontrol.

- Tager vi stilling til, om den regnskabspraksis, som er anvendt af ledelsen, er passende, samt om de regnskabsmæssige skøn og tilknyttede oplysninger, som ledelsen har udarbejdet, er rimelige.

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

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

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

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

Med udgangspunkt i de forhold, der er kommunikeret til den øverste ledelse, fastslår vi, hvilke forhold der var mest betydelige ved revisionen af regnskaberne for den aktuelle periode og dermed er centrale forhold ved revisionen. Vi beskriver disse forhold i vores revisionspåtegning, medmindre lov eller øvrig regulering udelukker, at forholdet offentliggøres, eller i de yderst sjældne tilfælde, hvor vi fastslår, at forholdet ikke skal kommunikeres i vores revisionspåtegning, fordi de negative konsekvenser heraf med rimelighed ville kunne forventes at veje tungere end de fordele, den offentlige interesse har af sådan kommunikation.

København, den 14. marts 2018

**ERNST & YOUNG**

Godkendt Revisionspartnerselskab  
CVR-nr. 30 70 02 28

Ole Karstensen  
Statsaut. revisor  
MNE-nr.: mne 16615

Rasmus Berntsen  
Statsaut. revisor  
MNE-nr.: mne 35461



## SAMARBEJDSBANKER

Vores samarbejdsbanker kan rådgive om risiko, skat og andre individuelle forhold i forbindelse med investering. I det forløbne år er der indgået aftaler med fem nye banker.

- 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
- 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

Ønsker du mere information?

Du er altid velkommen til at ringe til vores hotline eller skrive til [info@majinvest.dk](mailto:info@majinvest.dk). Vi yder ikke rådgivning, men svarer gerne på spørgsmål og giver dig information om produkterne.

INVESTERINGSFORENINGEN

# MAJ INVEST

---

INVESTERINGSFORENINGEN

MAJ INVEST

Bernstorffsgade 50

1577 København V

Telefon 33 28 14 28

[info@majinvest.dk](mailto:info@majinvest.dk)

[www.majinvest.dk](http://www.majinvest.dk)

CVR-nr. 28 70 59 21