

---

INVESTERINGSFORENINGEN MAJ INVEST  
**KVARTALSNYT**

---

TREDJE KVARTAL 2018

# SÅDAN ARBEJDER MAJ INVEST

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

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

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

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

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

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

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

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

**Har du spørgsmål, eller ønsker du mere information, er du altid velkommen til at ringe til os på telefon 33 38 73 33 eller læse mere på [www.majinvest.dk](http://www.majinvest.dk).**

INVESTERINGSFORENINGEN

# MAJ INVEST

Bernstorffsgade 50  
1577 København V  
Tlf. 33 38 73 33  
[www.majinvest.dk](http://www.majinvest.dk)  
[info@majinvest.dk](mailto:info@majinvest.dk)  
CVR-nr. 28 70 59 21

#### Medlemmer

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

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

Fondsmæglerselskabet  
Maj Invest A/S (Fondsmæglerselskabet Maj Invest)

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

#### Investeringsforvaltnings- selskab: SEBinvest A/S

Investeringsforvaltnings-  
selskabet udfører en række administrative og investeringsmæssige opgaver i forbindelse med den daglige drift af foreningen.

#### Depotbank: Skandinaviska Enskilda Banken AB

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

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

# INDHOLDSFORTEGNELSE

## MAKROØKONOMI

Skuffelser forude . . . . .	4
Obligationsmarkederne . . . . .	6
Aktiemarkederne . . . . .	7

## AKTIEAFDELINGER

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

## OBLIGATIONSAFDELINGER

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

## BLANDEDE AFDELINGER

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

## FAKTA

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

	MORNING- STAR RATING™	AFKAST						SIDEN START		PERFORMANCE I FORHOLD TIL MORNINGSTAR KATEGORI™		
		2013	2014	2015	2016	2017	3. kvartal 2018	Afkast	Perfor- mance	3 år	5 år	10 år
Danske Aktier	★★★	35,7	15,3	31,3	1,2	18,8	0,7	254,6	+11,8	-0,4	-7,7	-5,5
Vækstaktier	★★★★	20,3	8,6	10,1	7,5	13,3	-1,3	141,7	+10,9	+7,1	+2,1	+38,8
Value Aktier	★★★★★	19,0	26,3	14,9	14,3	5,5	4,5	206,3	+75,5	+4,3	+39,1	+123,5
Value Aktier Akk.	★★★★★	19,0	26,3	14,8	14,2	5,3	4,5	206,3	+75,5	+3,9	+38,5	+122,6
Emerging Markets	★★★	-	9,7	-11,3	8,2	18,6	-2,9	15,0	-25,6	0,0	-	-
Global Sundhed	Ikke rated	-	23,9	11,3	-0,1	11,3	4,3	98,1	+3,1	-	-	-
Danske Obl.	★★★★	3,0	4,8	1,4	3,6	2,7	0,0	64,3	+14,0	+1,5	+3,1	+10,6
Globale Obl.	★★★★★	0,2	6,9	3,0	4,1	0,4	-0,5	65,4	+15,2	+4,5	+7,5	+31,2
High Income Obl.	Ikke rated	-	-	-0,3	7,0	0,3	-0,5	5,4	-4,1	-	-	-
Pension	★★★★★	8,5	7,4	5,9	9,3	2,8	1,2	96,7	+17,4	+8,6	+14,0	+60,9
Kontra	Ikke rated	-6,8	9,0	1,9	5,2	-4,8	-3,5	61,6	-	-	-	-
Makro	★★★★★	-	13,6	5,8	10,4	9,0	-0,4	43,5	-1,1	+13,3	+28,6	-

Note: Afdeling Kontra har ikke et sammenligningsindeks, mens afdelingerne Pension og Makro ikke har haft det i hele perioden. Performance (merafkast i forhold til sammenligningsindeks) siden start er i forhold til den enkelte afdelings sammenligningsindeks. Performance i forhold til Morningstar Kategori™ er beregnet ud fra den sammenlignelige kategori hos (og data fra) Morningstar, der omfatter sammenlignelige afdelinger i Europa. Global Sundhed og Kontra har ikke Morningstar Kategorier™. Afdeling Value Aktier Akkumulerende blev lanceret den 29.06.2015, før denne dato er anvendt afkast fra søsterafdelingen Value Aktier. Afdeling Globale Aktier har ændret navn og fået tilpasset investeringsområde til Vækstaktier den 13.06.2017.



**Arvid Stentoft Jakobsen**  
 Cheføkonom i  
 Fondsmæglerselskabet Maj Invest

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

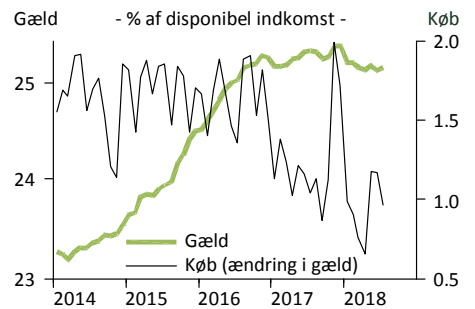
## SKUFFELSER FORUDE

Den bløde landing for amerikansk økonomi er efterhånden mere et faktum end et *forecast*. Det betyder ikke, at økonomien er immun overfor tilbageslag, men den opbremsning i kreditekspansionen, der historisk ofte er endt i recession, er nu tilsyneladende vel overstået.

Den lånefinansierede del af privatforbruget har i en del år ligget på 1,5-2 pct. af indkomsterne, hvilket har medført en betydelig opbygning af gæld. Den kritiske fase i et konjunkturopsving kommer, når man efterhånden ikke ønsker at bygge gælden yderligere op, og derfor sænker de løbende afbetalingskøb. Ofte sker dette dyk i forbruget meget abrupt, og økonomien taber derved så meget momentum, at det starter en recession. Denne gang har rentestigningerne imidlertid været meget begrænsede, og opbremsningen i gældsætningen er derfor sket mere gradvist. Afbetalingskøbene har således gradvist stabiliseret sig på et niveau, der er foreneligt med et uændret, eller endda svagt faldende, gældsniveau.

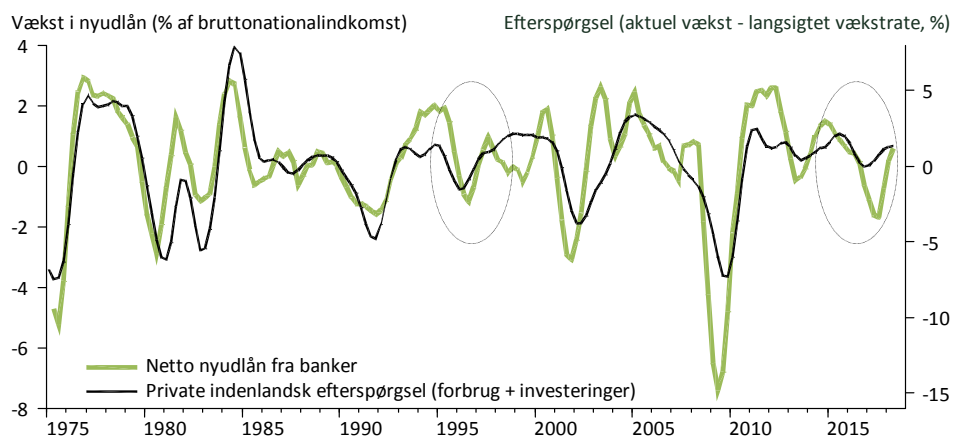
Figuren nedenfor viser sammenhængen mellem kreditekspansionen og den økonomiske ekspansion. Det er når kreditekspansionen bremser op, at recessionen starter. På samme måde som i 1996-97 har vi denne gang fået en blød opbremsning i kreditgivningen, og dermed også opnået en blød landing for økonomien.

### USA: Forbrugsgæld vs. afbetalingskøb



Kilde: IHS Global Insight og Maj Invest.

### USA: Kreditcyklus vs. vækstcyklus



Kilde: IHS Global Insight.

Det bedste bud på, hvad der kan udløse en fremtidig recession i USA, ville være en uacceptabel acceleration i priser og lønninger, som fik Fed til at stramme pengepolitikken mere dramatisk, end der ellers umiddelbart er udsigt til. Samtidig er der dog også en række geopolitiske risikofaktorer, blandt andet protektionisme, der kan ende med at udløse en recession. Base case er dog, at ekspansionen i USA fortsætter i moderat tempo med BNP-vækst på omkring 2 pct. frem mod 2020. Væksten fremover ventes således at blive noget lavere end de 3,5-4 pct., den tilsyneladende har ligget på i andet og tredje kvartal i år. Det skyldes især, at vækstimpulsen fra Trumps skattelettelser m.v. er ved at være overstået, og samtidig er der tegn på, at boliginvesteringerne er påvirket af rentestigningen siden sidste efterår.

Opsvinget i Europa afspejler tilsvarende, at der, med betydelig forsinkelse grundet statsgælds-/bankkrisen, i løbet af 2013 endelig kom gang i en krediteksansion. Denne krediteksansion er nu veletableret og burde kunne fortsætte flere år endnu. Også for Europa er der således umiddelbart udsigt til fortsat vækst frem mod 2020, men også her er der risikofaktorer af mere politisk art.

I Kina er krediteksansionen efter vores vurdering nu definitivt i bobleterritorie, men det er myndighederne, snarere end markederne, der kontrollerer udviklingen, og de har næppe noget andet valg end at fortsætte videre ad samme spor.

Selv om vi altså grundlæggende er optimistiske omkring mulighederne for fortsat økonomisk fremgang, holder vi fast i vores opfattelse af, at vi får en periode med markant skuffende global industrikonjunktur. Vi ser allerede denne udvikling ret tydeligt i blandt andet PMI-indeksene for Europa og Kina, hvorimod det amerikanske ISM-indeks foreløbig holder niveauet. USA's regionale PMI-indeks viser dog betydelige forskelle i udviklingen. De giver indtryk af, at der i de fleste regioner er tegn på en begyndende opbremsning, men på nationalt plan opvejes det indtil videre af ny, markant fremgang i områder, hvor kul og stål vejer relativt tungt i den regionale økonomi.



# OBLIGATIONSMARKEDERNE

## Aktuel prissætning

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

I Europa ser det dog ud til, at ECB efterhånden sidder på en så stor del af markedet, at QE har en væsentlig effekt i sig selv.

## Forventninger til prissætningen

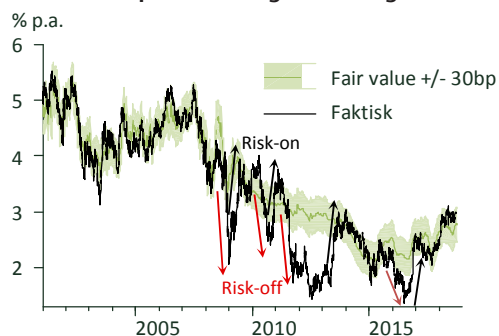
Beskæftigelsen i USA har nået et niveau, hvor arbejdsgiverne begynder at få problemer med at finde egnede medarbejdere, og Fed har efter alt at dømme et ønske om gradvist at hæve styringsrenten. Konkurrencen fra internethandelen betyder imidlertid, at detailhandelsavancerne er under voksende pres, og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

I Europa har ECB taget fat på at afvikle sit QE-program, og alligevel ligger de lange renter i Europa fortsat på et meget lavt niveau. Det illustrerer meget godt, hvordan ECB aktuelt beslaglægger en så stor del af *free flow* i markedet, at prisdan-

nelsen langt fra afspejler markedets forventninger. Det illustrerer dermed også potentialet for rentestigninger i Europa, med afledt effekt på amerikanske/globale renter, når ECB på et tidspunkt trækker sig fra markedet. Denne rentestigning slår dog næppe fuldt igennem, før der igen er skabt et tilstrækkeligt obligationsudbud til, at markedskræfterne kan få frit spil. Rentestigningen vil derfor næppe komme lige så pludseligt som i USA under *taper tantrum*, men væsentligt mere gradvist, i takt med at *free flow* i markedet øges. Hertil kommer, at en eskalering af krisen omkring Italiens budgetunderskud i givet fald kan begrænse ECB's muligheder for at normalisere pengepolitikken.

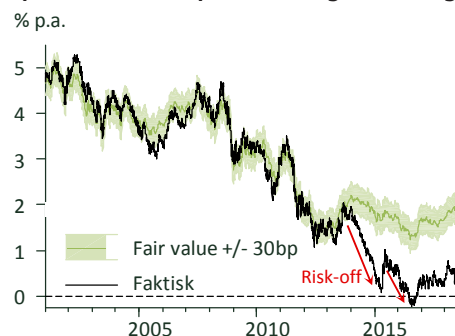
Mere kortsigtet ser vi til gengæld en risiko for en periode med skuffende økonomiske nøgletal, der en overgang kan medføre noget lavere obligationsrenter i USA og Europa.

USA: renten på en 10-årig statsobligation



Kilder: IHS Global Insight og Maj Invest-beregninger.

Tyskland: renten på en 10-årig statsobligation



Kilder: IHS Global Insight og Maj Invest-beregninger.

# AKTIEMARKEDERNE

## Aktuel prissætning

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

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

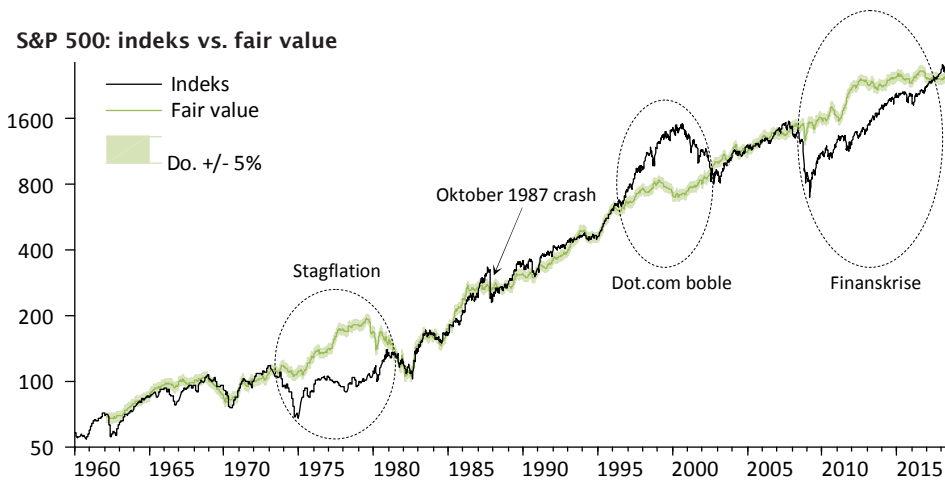
Investorerne har da også genvundet deres tillid til holdbarheden af det økonomiske opsving, og S&P 500-indekset handler ved kvartalets udgang således over fair værdi. Prissætningen af amerikanske aktier er normalt retningsgivende for prissætningen af globale aktier, og tilsvarende forhold ville således også typisk gælde for europæiske – herunder danske – aktier. Dog er det vores vurdering, at prissætningen af europæiske aktier fortsat er præget af en vis risikoaversion.

## Forventninger til prissætningen

Den markante optimisme omkring indtjeningsudviklingen i USA, der præger markedet ved kvartalsskiftet, harmonerer efter vores opfattelse ikke med udsigten til en vis afdæmpning af konjunktoren. Den aktuelt meget robuste konjunkturfremgang med en gennemsnitlig BNP-vækst på 3 pct. siden sidste

forår er båret oppe af dels en forceret lageropbygning, dels en midlertidig vækstimpuls – et engangsløft i efterspørgslen – fra Trumps skattelettelser. Markedets tro på fremtiden kommer også til udtryk i reaktionerne på kursfald, primært drevet af frygten for en handelskrig, der stadig i et vist omfang synes at blive opfattet som købsmuligheder. Vi ser en risiko for en ny korrektion på aktiemarkedene, når konjunkturindikatorerne begynder at skuffe, og indtjeningsforventningerne i markedet derfor må revideres ned.

Under alle omstændigheder begunstiges aktieinvesteringer dog af det forhold, at alternativafkastet på statsobligationer stadig er utilfredsstillende set fra et investorsynspunkt.



Kilder: IHS Global Insight og Maj Invest-beregninger.



**Keld Henriksen**  
Aktiechef



**Peter Stenholt**  
Seniorporteføljemanager

Keld og Peter er ansvarlige for Maj Invest Danske Aktier.

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

## MAJ INVEST DANSKE AKTIER

### KÆRE INVESTOR

Afkast bør altid vurderes på mindst tre års sigt, men isoleret set er et kvartalsafkast for afdelingen på 0,7 pct. tilfredsstillende. Sammenligningsindekset gav i samme periode et afkast på 1,9 pct.

Regnskabsæsonen er overstået for denne gang, og samlet set må denne siges at være godkendt med en halv snes opjusteringer og kun halvt så mange nedjusteringer. Blandt nogle af dette års *børsdarlings* faldt både William Demant og Ambu med mere end 10 pct. I førstnævntes tilfælde hovedsageligt med baggrund i markedsforventninger om en opjustering, der ikke kom. I Ambus tilfælde var forventningerne endnu større, da selv en opjustering ikke kunne forhindre et stort kursfald. Blandt de aktier, investorerne i lang tid ikke har brudt sig om, steg Matas 10 pct. uden at opjustere forventningerne, mens A.P. Møller - Mærsk steg 8 pct. på trods af en nedjustering. Kvartalets største begivenhed i det danske aktiemarked var offentliggørelsen af hvidvaskrapporten om Danske Banks ageren i Estland. Undersøgelsen blev igangsat i efteråret 2017 og omhandler perioden 2007-2015. Konklusionen var som ventet, at Danske Bank med baggrund i ledelsessvigt i flere lag ikke var tilstrækkelig effektiv til at forhindre hvidvask, samt at man gjorde for lidt og for sent. Sagen blev langt fra lukket med rapporten, da mange undersøgelser stadig udestår. Op til rapportens offentliggørelse florerede mange tal i medierne, men ingen var så høje som det reelle betalingsflow på 200 mia. euro foretaget af ca. 15.000 kunder med *non-resident* karaktertræk. Knap halvdelen af kunderne med flest risikofaktorer er blevet analyseret. Rapporten fritog bankens ledelse for juridisk ansvar, men ikke uventet er CEO Thomas Borgen trådt tilbage, og bestyrelsesformand Ole Andersen vil ligeledes overdrage stafetten på et passende tidspunkt. Image- og kundetab bliver en belastning for banken den kommende periode, men for aktionærerne er den helt store ubekendte dog risikoen for bøde/involvering fra de amerikanske myndigheders side. Pandora trak også store overskrifter, da man annoncerede fratrædelsen af CEO Anders Colding-Friis. Afskedigelsen kom som sådan ikke som den store overraskelse for aktiemarkedet, da de sidste par år har budt på mange udfordringer for virksomheden. Samtidig benyttede bestyrelsen lejligheden til at understrege sin fortsatte opbakning til den strategiplan frem mod 2022, man præsenterede på kapitalmarkedsdagen i januar måned. Det er dog meget naturligt at forestille sig justeringer, når den kommende administrerende direktør bliver ansat og får dannet sig et overblik over muligheder og udfordringer.

### ■ Afkast

Morningstar Rating™  
Aktier – Danmark

★★★

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)

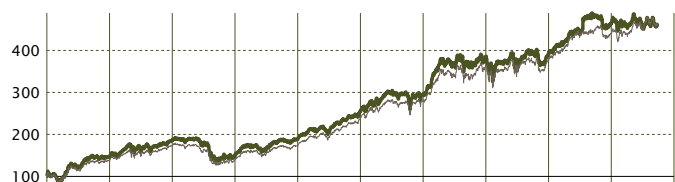
Startdato: 16-12-2005

Fondskode: DK0060005171

Udbyttetype: Udbyttebetalende

Indeks: NASDAQ OMX Copenhagen Cap GR  
DKK

Indeks = 100  
■ Fond  
■ Indeks



Afkast	Fond	Indeks	Diff.
Seneste kvartal	0,7 %	1,9 %	-1,2 %
3 år ann.	8,2 %	11,3 %	-3,1 %
5 år ann.	14,5 %	16,2 %	-1,7 %
10 år ann.	12,6 %	12,4 %	0,2 %

Årlige afkast % (DKK)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	30-09
Fond	47,4	26,1	-19,8	26,1	35,7	15,3	31,3	1,3	18,6	-1,1
Indeks	38,5	25,3	-19,9	23,8	38,3	17,2	30,8	3,2	16,8	4,6
Morningstar Kategori™	45,0	30,0	-20,2	23,0	38,6	18,5	36,9	1,9	13,1	-5,8



## ■ Investeringsområde

1 2 3 4 **5** 6 7

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

### Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

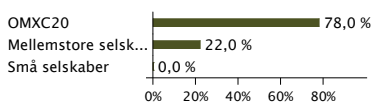
### Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

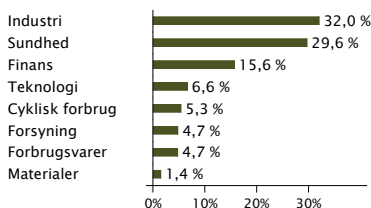
## ■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 31-08-2018

### Selskabsfordeling



### Sektorfordeling for aktier



### Nøgletal

Info ratio	-0,6
Kurs/Indtjening	14,3
Kurs/Indreværdi	2,1
ROE	27,0

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

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

Da stockpicking er fundamentet i afdelingen, skal afkastforskellen i forhold til det generelle aktiemarked findes i den enkelte akties udvikling.

Kvartalets største positive performancebidrag kom fra Ambu, H. Lundbeck og Jyske Bank, som afdelingen ved udgangen af kvartalet ikke var investeret i. Undervægt i William Demant samt overvægte i Per Aarsleff, Össur og Matas bidrog ligeledes positivt.

Største negative bidrag kom fra Vestjysk Bank, mens overvægte i DFDS, Pandora, Danske Bank og Sydbank samt undervægte i Ørsted og Chr. Hansen også bidrog negativt.

Absolut set har afdelingen sine største investeringer i Novo Nordisk, A.P. Møller-Mærsk, Danske Bank, Ørsted samt DSV, der alle udgjorde 5-10 pct. af den samlede beholdning ved kvartalets udgang.

I forhold til sammenligningsindekset har afdelingen sine største overvægte i Vestjysk Bank, Per Aarsleff, DFDS, ALK samt ISS, mens de største undervægte findes i H. Lundbeck, Ørsted, Rockwool Intl., Chr. Hansen og Tryg.

## ■ 10 største investeringer

Pr. 31-08-2018

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Novo Nordisk A/S	Sundhed	DNK	9,7 %	Ørsted	Forsyning	DNK	4,7 %
Danske Bank	Finans	DNK	9,3 %	A. P. Møller - Mærsk A/S A	Industri	DNK	4,7 %
DSV A/S	Industri	DNK	5,2 %	Carlsberg B	Forbrugsvarer	DNK	4,7 %
Coloplast A/S	Sundhed	DNK	4,8 %	Vestas Wind Systems	Industri	DNK	4,0 %
A. P. Møller - Mærsk A/S B	Industri	DNK	4,7 %	Vestjysk Bank	Finans	DNK	4,0 %

## ■ Juridisk information

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

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



**Mads Peter Søndergaard**  
Porteføljemanager  
Ansvarlig for Maj Invest Vækstaktier

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

## MAJ INVEST VÆKSTAKTIER

### KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i tredje kvartal 2018 et afkast på -1,3 pct. Afkastet er ikke tilfredsstillende og lavere end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI World, der omregnet til danske kroner havde et afkast på 5,6 pct. Afdelingens afkast bør dog som altid ses over minimum tre år.

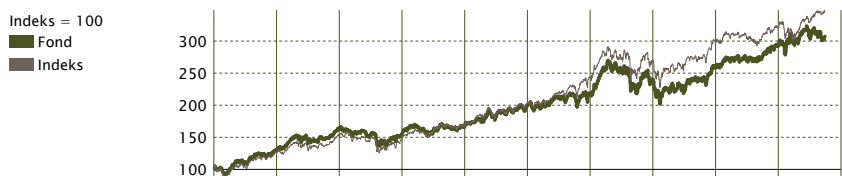
For andet kvartal i træk gav det globale aktiemarked et positivt afkast og modsat forrige kvartal var afkastet i højere grad drevet af kursstigninger end valutakurseffekter. I lighed med de foregående kvartaler skortede det ikke på dramatiske nyheder på den politiske front, men aktiemarkedet valgte at fokusere på den positive effekt af det igangværende opsving fremfor risikoen for, at handelskrigen mellem USA og Kina kunne medvirke til at fremskynde en vending i konjunkturcyklen. Det gik samlet set godt med indtjeningen i de børsnoterede selskaber rundt omkring i verden. Særligt førte USA an, godt hjulpet af de gennemførte selskabsskattelettelser, der gav bundlinjen i de amerikanske selskaber et boost. I gennemsnit havde selskaberne i det tonegivende amerikanske S&P 500 indeks en indtjeningsfremgang på 23 pct. i kvartalet, hvilket er markant foran indtjeningsvæksten i Europa og Japan, selvom udviklingen også her er ganske pæn med stigninger på 7-10 pct. Det amerikanske marked er verdens største og gav i kvartalet også det højeste afkast. Kombinationen af disse to faktorer betød, at USA alene tegnede sig for mere end 90 pct. af det samlede afkast fra det globale aktiemarked i kvartalet. Udover at være understøttet af den høje indtjeningsfremgang, var en medvirkende årsag formentlig, at de globale investorer fandt USA som en mere sikker havn under det igangværende stormvejr vedrørende betingelserne for global samhandel.

På sektorbasis var det sundhedsplejesektoren, der klarede sig bedst, efterfulgt af it og industri. Sektorerne for råvarer, olie og forsyning klarede sig dårligst. Den amerikanske centralbank hævede i september endnu en gang renten og erklærede sig parate til at følge op med yderligere stigninger for at mindske risikoen for en overophedning af den amerikanske økonomi. Afdelingen har en overvægt af selskaber i cykliske sektorer, men fokuserer omvendt især på at investere i selskaber, der vil være i stand til at vokse også i en lavkonjunktur. Alt andet lige vil det dog sandsynligvis være en modvind for afdelingens relative afkast, hvis renten stiger væsentligt fra sit nuværende niveau.

### ■ Afkast

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

### Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)



Afkast	Fond	Indeks	Diff.
Seneste kvartal	-1,3 %	5,6 %	-6,0 %
3 år ann.	11,2 %	12,0 %	-0,8 %
5 år ann.	10,0 %	12,7 %	-2,7 %
10 år ann.	10,0 %	10,6 %	-0,7 %

Årlige afkast % (DKK)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	30-09
Fond	30,1	24,3	-4,7	8,3	20,1	8,6	10,0	7,6	13,3	4,7
Indeks	25,9	19,7	-2,6	14,5	21,2	19,3	10,7	10,3	7,7	8,8
Morningstar Kategori™	28,6	16,9	-8,1	12,7	17,5	15,0	9,1	6,2	8,4	-4,1

## ■ Investeringsområde

1 2 3 4 **5** 6 7

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

### Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

### Investeringshorisont:

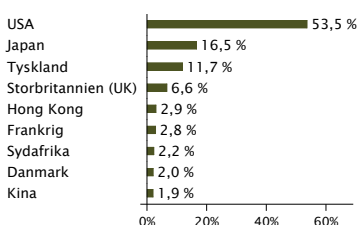
Anbefalet minimum 3 år.

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

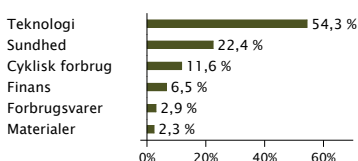
## ■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 31-08-2018

### Top 10 Lande



### Sektorfordeling for aktier



### Nøgletal

Info ratio	-0,2
Kurs/Indtjening	22,5
Kurs/Indreværdi	4,2
ROE	20,4

Relativt til markedet bidrog omtrent halvdelen af afdelingens investeringer positivt i kvartalet, mens den anden halvdel trak ned. Beklageligvis trak de investeringer, der klarede sig relativt dårligt, markant mere ned end de gode trak op, hvorfor afdelingens afkast lå væsentligt efter markedets.

Det største bidrag til afdelingens afkast i kvartalet kom fra amerikanske Universal Display Corp, der sælger teknologi og materialer til producenter af OLED-glas. Derudover var der pæne bidrag fra amerikanske Centene, der administrerer sundhedspleje, samt TJX, der driver et butikskoncept med mærkevarer til nedsatte priser.

Afdelingens afkast blev negativt påvirket af især Applied Materials, der leverer udstyr til produktion af mikrochips. Forsigtige udmeldinger vedrørende de kommende kvartaler igangsatte en negativ udvikling i selskabets aktiekurs. Derudover bidrog franske Criteo, der via software hjælper annoncører med at placere deres annoncer på internettet, samt engelske Sophos, der leverer software til IT-sikkerhed, markant negativt.

Der blev i kvartalet foretaget fire salg i form af israelske Orbotech, danske Pandora samt de amerikanske selskaber Verisk og Rockwell Automation. Ind i porteføljen kom tre nye investeringer i form af de amerikanske selskaber IPG Photonics, Versum Materials samt Teradyne.

## ■ 10 største investeringer

Pr. 31-08-2018

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Applied Material	Teknologi	USA	4,8 %	TJX Cos.	Cyklisk forbrug	USA	3,2 %
Centene Corp	Sundhed	USA	4,4 %	United Health Group	Sundhed	USA	3,1 %
Fresenius Medical Care	Sundhed	DEU	3,7 %	IPG Photonics Corp	Teknologi	USA	2,9 %
SogP Global Inc	Finans	USA	3,5 %	Nexon Co Ltd	Teknologi	JPN	2,9 %
Teradyne	Teknologi	USA	3,2 %	Japan Lifeline Co Ltd	Sundhed	JPN	2,9 %

## ■ Juridisk information

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

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



**Kurt Kara**  
Aktiechef



**Ulrik Jensen**  
Seniorporteføljeleder

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

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



## MAJ INVEST VALUE AKTIER OG VALUE AKTIER AKKUMULERENDE

### KÆRE INVESTOR

Afdelingerne gav i tredje kvartal 2018 begge afkast på 4,5 pct. Afkastet er lidt lavere end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI World, der omregnet til danske kroner steg 5,6 pct. Afkastet bør som altid ses over en periode på mindst tre år, som er den korteste anbefalede investeringshorisont.

Efter et par volatile kvartaler var tredje kvartal i højere grad kendetegnet ved lavere kursudsving og støt stigende aktiekurser, understøttet af både positive regnskaber fra hovedparten af selskaberne og robuste makroøkonomiske nøgletal fra USA, Japan og Europa. Der var især stor investorinteresse for teknologiaktier i USA. Til gengæld fortsatte emerging markets med at falde over en bred kam, anført af Tyrkiet og Argentina, der begge havde store aktie- og valutakursfald. Dele af den usikkerhed skyldes, at Donald Trump fyrede yderligere op under handelskrigen med Kina ved at indføre nye toldsatsler på en lang række kinesiske eksportvarer.

På valutamarkedet var den amerikanske dollar stort set uændret overfor euro og danske kroner, på trods af at den amerikanske rente fortsatte med at stige i løbet af kvartalet.

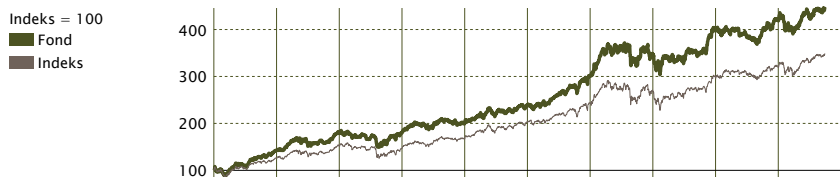
Afdelingen har fortsat en betydelig andel af investeringer i USA. Selvom denne vægt i et historisk perspektiv er blevet lavere i løbet af de seneste år, vil afdelingen på den korte bane være påvirket af udsving i dollar overfor andre landes valutaer. Dog er denne effekt over den lidt længere bane temmelig neutral, hvilket skyldes, at afdelingen har store investeringer i bl.a. amerikanske eksportselskaber.

### ■ Afkast - Maj Invest Value Aktier

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

Afkast	Fond	Indeks	Diff.
Seneste kvartal	4,5 %	5,6 %	-0,8 %
3 år ann.	10,4 %	12,0 %	-1,6 %
5 år ann.	14,6 %	12,7 %	1,9 %
10 år ann.	13,1 %	10,6 %	2,5 %

### Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)



Årlige afkast % (DKK)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	30-09
Fond	42,3	25,5	0,7	12,0	19,0	26,3	14,9	14,3	5,4	6,0
Indeks	25,9	19,7	-2,6	14,5	21,2	19,3	10,7	10,3	7,7	8,8
Morningstar Kategori™	28,6	16,9	-8,1	12,7	17,5	15,0	9,1	6,2	8,4	3,2

## ■ Investeringsområde

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

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

### Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

### Investeringshorisont:

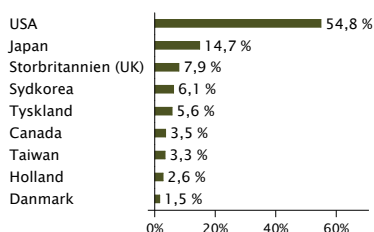
Anbefalet minimum 3 år.

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

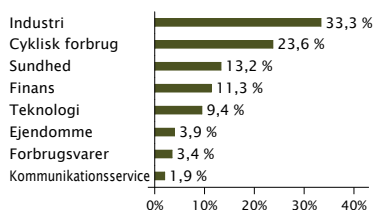
## ■ Investeringsvalg - Maj Invest Value Aktier

Figurer opdateret pr. 31-08-2018

### Top 10 Lande



### Sektorfordeling for aktier



### Nøgletal

Info ratio	-0,3
Kurs/Indtjening	12,4
Kurs/Indreværdi	2,2
ROE	27,1

Kvartalets bedste aktie var den amerikanske forhandler af biludstyr O'Reilly Automotive, der steg med godt 28 pct. drevet af gode regnskabstal, som blandt andet udviste en stigende butiksomsætning i kølvandet på, at biljerne generelt brugte flere penge på reservedele. Derudover steg det amerikanske luftfartsselskab Southwest Airlines og sundhedsforsikringselskabet Cigna med over 20 pct. i tredje kvartal.

Periodens dårligste aktie var det japanske ejendomsselskab Daito Trust Construction, som faldt med over 19 pct. Derudover faldt det japanske bryggeri Asahi Group med 15 pct. på grund af et svagt regnskab, suppleret med ligeledes skuffende tal fra resten af branchen. Slutteligt faldt bilproducenten General Motors med 13 pct. som følge af usikkerhed om den globale handelskrig mellem USA og hovedsageligt Kina og Mexico.

Der blev foretaget én større omlægning i løbet af kvartalet. Således blev det amerikanske industrikonglomerat United Technologies solgt helt ud af porteføljen, og provenuet blev brugt til at etablere en ny position i den amerikanske emballagevirksomhed Packing Corp. of America, som efter vores vurdering ser attraktiv ud på den nuværende værdifastsættelse.

## ■ 10 største investeringer - Maj Invest Value Aktier

Pr. 31-08-2018

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Samsung Electronics - GDR 144A	Teknologi	KOR	6,0 %	Central Japan Railway CO.	Industri	JPN	4,6 %
MTU Aero Engines Holding AG	Industri	DEU	5,5 %	Cigna Corp	Sundhed	USA	4,5 %
Southwest Airlines	Industri	USA	4,9 %	Goldman Sachs Group Inc.	Finans	USA	4,3 %
Aetna Inc.	Sundhed	USA	4,9 %	Union Pacific Corp	Industri	USA	4,1 %
General Motors Co	Cyklisk forbrug	USA	4,8 %	Aptiv Plc	Cyklisk forbrug	USA	4,1 %

## ■ Juridisk information

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

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





**Pascal Pierre Lasnier**  
Aktiechef, ansvarlig for Maj Invest Emerging Markets

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

## MAJ INVEST EMERGING MARKETS

### KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i tredje kvartal 2018 et afkast på -2,9 pct., hvilket er ringere end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI Emerging Markets, der omregnet til danske kroner faldt 0,5 pct. Som altid bør afkastet ses over mindst tre år, der er den korteste anbefalede investeringshorisont.

Ikke overraskende er investorerne blevet bekymrede for udviklingen i emerging markets på grund af udmeldinger fra den amerikanske centralbank og udsigten til rentestigninger, handelssituationen mellem Kina og USA samt usædvanlige indenlandske begivenheder i flere emerging markets-lande.

Samlet set er det makroøkonomiske klima for vækst i emerging markets blevet mere udfordrende gennem de seneste måneder. Helt overordnet er der fire faktorer, der udfordrer vækstudsigterne for emerging markets-økonomierne og prisfastsættelsen af aktiver: 1) langsommere vækst i udviklede markeder, 2) generel stramning i de finansielle forhold både globalt og for emerging markets, 3) en stigning i oliepriserne på ca. 20 pct. siden fjerde kvartal 2017, hvilket er positivt for olieeksporterende emerging markets-lande, men negativt for olieimporterende emerging markets lande med energiintensiv industriproduktion og 4) indførelsen af told og risikoen for en handelskrig med USA.

I dette mere udfordrende miljø er svagheden i nogle emerging markets-økonomier blevet tydelig, især i Tyrkiet og Argentina, og risikoen for, at markedet fortsætter længere ned vurderes ved kvartalsskiftet af være høj i begge lande. På den anden side er de økonomiske fundamentaler i størstedelen af emerging markets-landene blevet bedre.

I løbet af sommeren er der skruet op for såvel retorikken som risikoen for en reel handelskrig mellem Kina og USA, men samtidig har USA afsluttet en ny NAFTA-aftale med Mexico og Canada, hvilket giver plads til håb.

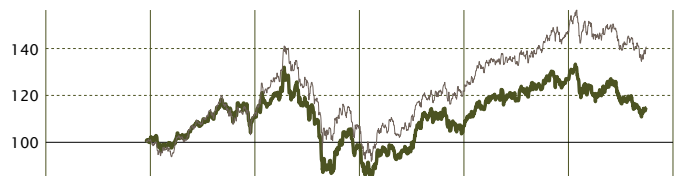
### ■ Afkast

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

★★★

#### Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)

Indeks = 100  
Fond  
Indeks



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

Årlige afkast % (DKK)	2013	2014	2015	2016	2017	30-09
Fond	-	9,5	-11,3	8,3	18,6	-9,6
Indeks	-	11,2	-5,0	14,1	20,7	-4,3
Morningstar Kategori™	-	10,5	-4,4	12,0	18,9	-6,3

## ■ Investeringsområde

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

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

### Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

### Investeringshorisont:

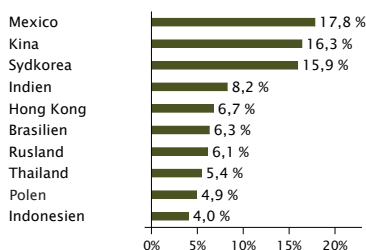
Anbefalet minimum 3 år.

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

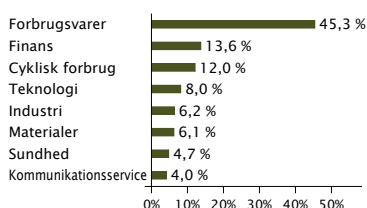
## ■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 31-08-2018

### Top 10 Lande



### Sektorfordeling for aktier



### Nøgletal

Info ratio	-0,3
Kurs/Indtjening	12,4
Kurs/Indreværdi	1,6
ROE	14,4

Overordnet set viste tredje kvartal tegn på faldende indtjening. Vi ser bedre potentiale for stigninger i indtjeningen i emerging markets end i de udviklede lande, men den seneste nedgang i indtjeningen har været skuffende og er sandsynligvis koblet til den generelle opbremsning i væksten. Fra et værdiansættelsesperspektiv ligger emerging markets-aktierne overordnet set på attraktive multipler, når man ser på price earning og kurs-indre værdi.

Fonden er placeret konservativt i defensive virksomheder og defensive sektorer. Virksomhederne er ved kvartalets udgang værdiansat med en betydelig rabat i forhold til deres historiske værdiansættelser, men alligevel med meget attraktive langsigtede vækstudsigter.

Der er ikke investeret i nye aktier eller solgt ud af eksisterede positioner i løbet af tredje kvartal.

## ■ 10 største investeringer

Pr. 31-08-2018

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Fomento Economico Mexicano SAB	Forbrugsvarer	MEX	8,3 %	Thai Beverage PCL	Forbrugsvarer	THA	5,1 %
Hengan International Group Co	Forbrugsvarer	CHN	6,9 %	Shandong Weigao Group Medical	Sundhed	CHN	4,4 %
Coca-Cola Femsa SAB De CV	Forbrugsvarer	MEX	6,8 %	M Dias Branco SA	Forbrugsvarer	BRA	3,5 %
Magnit PJSC	Forbrugsvarer	RUS	5,7 %	Coway Co Ltd	Industri	KOR	2,7 %
Fosun International Ltd	Finans	HKG	5,2 %	Telekomunikasi Indonesia Perse	Kommunikationsservice	IDN	2,7 %

## ■ Juridisk information

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

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



**Erik Bak**  
Seniorporteføljemanager  
Ansvarlig for Maj Invest Global Sundhed

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

## MAJ INVEST GLOBAL SUNDHED

### KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i tredje kvartal 2018 et positivt afkast på 4,3 pct. Afkastet er 1,3 procentpoint lavere end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI World, der omregnet til danske kroner gav et afkast på 5,6 pct. For årets tre første kvartaler har afdelingen givet et afkast på 6,2 pct., hvilket er 3,0 procentpoint lavere end sammenligningsindekset. Afdelingens afkast bør som altid ses over minimum tre år.

Tredje kvartal var præget af en positiv stemning på de fleste aktiemarkeder verden over, hvilket også smittede positivt af på afdelingens afkast. Afdelingen klarede sig dog alligevel svagere end markedet generelt, idet klima- og miljøsektoren var ramt af bekymringer om følgerne af handelskrigen mellem USA og de øvrige nationer. Dette betød kursfald i flere aktier inden for bl.a. vind, sol og elektrificeringen af biler. Sundhedsplejeaktier klarede sig derimod bedre end markedet og udlignede noget af den negative effekt fra klima og miljø. Ligesom i det foregående kvartal var perioden negativt påvirket af, at stigningerne i sammenligningsindekset i stor grad relaterede sig til få indekstunge teknologiske selskaber.

Sundhedsplejesektoren udviklede sig i perioden bedre end sammenligningsindekset. Det vurderes, at den forbedrede udvikling skyldes uro inden for andre sektorer relateret til handelskrigen, hvilket har fået investorerne til at øge eksponeringen af sundhedsplejeaktier. Vægten i sundhedsplejeaktier blev i kvartalet øget til 56 pct.

Klima- og miljøsektoren (ca. 44 pct. af porteføljen ved kvartalets udgang) udviklede sig i kvartalet svagere end sammenligningsindekset. Tilbagegangen ramte især aktier inden for sol- og vindenergi. Inden for sol er der bekymringer i relation til told, og en negativ effekt af mindskede tilskud til solenergi i Kina. Inden for vind er der bekymringer om prispres og højere råvarepriser. Dette har også ramt flere af de øvrige industrirelaterede aktier inden for klima og miljø, herunder underleverandører til biler, idet det frygtes, at told kan få aktiviteten til at falde.

### ■ Afkast

Morningstar Rating™

Aktier - Øvrige

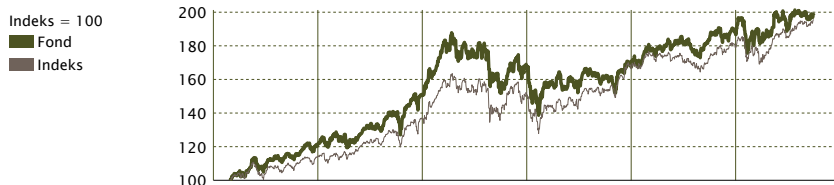
Startdato: 10-11-2008

Fondskode: DK0060157196

Udbyttetype: Udbyttebetalende

Indeks: MSCI World Index inkl. nettoudbytter

### Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)



Afkast	Fond	Indeks	Diff.
Seneste kvartal	4,3 %	5,6 %	-1,3 %
3 år ann.	8,8 %	12,0 %	-3,3 %
5 år ann.	11,8 %	12,7 %	-0,9 %
10 år ann.	-	-	-

Årlige afkast % (DKK)	2013	2014	2015	2016	2017	30-09
Fond	-	23,9	11,3	0,0	11,4	6,2
Indeks	-	19,3	10,7	10,3	7,7	8,8
Morningstar Kategori™	-	-	-	-	-	-

## ■ Investeringsområde

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

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

### Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

### Investeringshorisont:

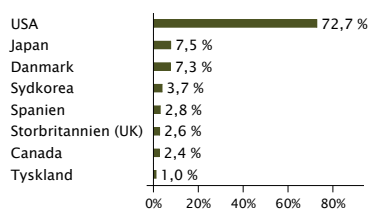
Anbefalet minimum 3 år.

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

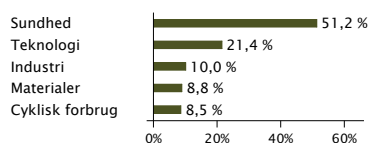
## ■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 31-08-2018

### Top 10 Lande



### Sektorfordeling for aktier



### Nøgletal

Info ratio	-0,7
Kurs/Indtjening	15,9
Kurs/Indreværdi	2,0
ROE	15,5

I kvartalet var afkastet især positivt påvirket af investeringerne i Biogen (USA, bioteknologi), CVS Health (USA, apoteker), Samsung SDI (Sydkorea, batterier til elbiler), Cigna (USA, sundhedsforsikringer) og Intuitive Surgical (USA, robotoperationer).

Afkastet var især negativt påvirket af Delphi Technologies (USA, transporteffektivitet), SolarEdge (solenergi udstyr), AMG Advanced (Holland, råvarer rettet mod en mindskning af CO<sub>2</sub>-udledningen), Owens Corning (USA, isolering af byggeri) og Applied Materials (USA, underleverandør til bl.a. solenergi).

Der blev i kvartalet frasolgt seks aktier og købt seks nye aktier. I forbindelse med handlerne er der sket en stigning i vægtningen af sundhedsplejeandelen og en tilsvarende reduktion i vægtningen af klima- og miljøaktier. Den øgede vægt i sundhedspleje sker på basis af, at sektoren oplever en øget investorinteresse, samtidig med at prissætningen fortsat er på et attraktivt niveau. Vægten af klima- og miljøaktier blev mindsket lidt, om end det langsigtede potentiale vurderes at være intakt. Afdelingen fastholder strategien om en eksponering mod flere stærke globale tendenser med fokus på elektrificeringen af biler, energi- og ressourceoptimering, vind- og solenergi samt bedre og billigere sundhedspleje. Fordelingen mellem sundhedspleje og klima- og miljøeksponerede selskaber var ved udgangen af kvartalet på 56 pct. og 44 pct. fordelt på hhv. 20 og 17 selskaber.

## ■ 10 største investeringer

Pr. 31-08-2018

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Biogen Inc.	Sundhed	USA	3,8 %	Vestas Wind Systems	Industri	DNK	3,5 %
Genmab A/S	Sundhed	DNK	3,8 %	CVS HEALTH CORP	Sundhed	USA	3,4 %
Celgene Corp.	Sundhed	USA	3,7 %	Itron Inc	Teknologi	USA	3,4 %
Samsung SDI Co Ltd	Teknologi	KOR	3,6 %	Shire PLC	Sundhed	USA	3,4 %
AMG Advanced Metallurgical Gro	Materialer	USA	3,5 %	Cigna Corp	Sundhed	USA	3,3 %

## ■ Juridisk information

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

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



**Gustav Bundgaard Smidth**  
Seniorporteføljemanager  
Ansvarlig for Maj Invest Danske  
Obligationer

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

## AWARDS

Afdeling Danske Obligationer er i 2018 blevet tildelt en pris af Dansk Aktionærforening i kategorien "Obligationer/Lav risiko".



# MAJ INVEST DANSKE OBLIGATIONER

## KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i tredje kvartal 2018 et afkast på 0,0 pct. Afkastet er tilfredsstillende og bedre end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset Bloomberg DK SBI, der gav -0,5 pct. Isoleret set er kvartalets resultat tilfredsstillende i forhold til sammenligningsindekset. Dog bør afdelingens afkast altid ses over en periode på minimum tre år.

I tredje kvartal steg de danske obligationsrenter en anelse. Renten på den toneangivende 10-årige danske statsobligation steg fra 0,31 pct. ved udgangen af andet kvartal til 0,40 pct. ved udgangen af tredje kvartal. Rentestigningen i den 10-årige danske statsobligation er lidt mindre end i den tilsvarende 10-årige tyske statsobligation, hvilket betyder, at renteforskellen mellem de to nu er på det laveste niveau siden kronekrisen i første kvartal 2015. Obligationsrenterne på realkreditobligationerne steg ligeledes generelt en anelse i løbet af kvartalet, men rentestigningerne var mindre end for statsobligationerne. Eksempelvis steg renten på den toneangivende 30-årige realkreditobligation kun fra 2,02 pct. til 2,05 pct. i kvartalet.

Samlet set betød rentestigningerne i kvartalet, at statsobligationer gav et negativt afkast, mens realkreditobligationer gav et afkast omkring 0 pct. Disse afkast illustrerer meget godt udfordringen for en obligationsinvestor i danske obligationer. Da renteniveauet i de seneste år er faldet, og obligationsrenterne for mange obligationer er negative eller lave, er der ikke meget kuponrente at stå imod med, hvis obligationsrenterne stiger, og kurserne falder. I afdelingen har vi over de seneste år reduceret porteføljens rentefølsomhed, som ved udgangen af kvartalet var omkring det laveste niveau, vi har haft. Det betyder, at det potentielle kurstab er relativt begrænset, såfremt renten stiger, men omvendt også, at det potentielle afkast må forventes at være beskedent, med mindre obligationsrenterne falder yderligere, hvilket ikke er vores forventning.

## ■ Afkast

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

Startdato: 16-12-2005

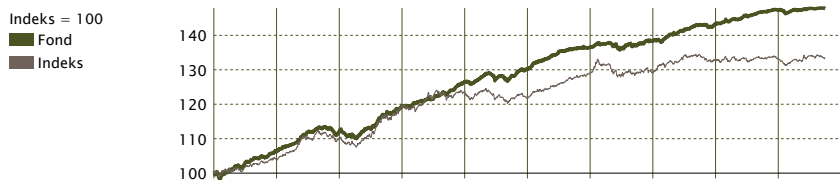
Fondskode: DK0060005098

Udbyttetype: Udbyttebetalende

Indeks: Bloomberg Denmark Sovereign Bond  
Index 1 to 10 Year

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

## Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)



Årlige afkast % (DKK)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	30-09
Fond	6,3	5,6	6,6	5,9	2,9	4,8	1,4	3,6	2,7	0,3
Indeks	3,8	6,1	8,7	3,4	-1,5	5,9	0,0	3,0	0,1	0,2
Morningstar Kategori™	5,7	5,4	7,9	4,3	-0,4	5,9	-0,6	3,5	2,0	0,4



## ■ Investeringsområde

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

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

### Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

### Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

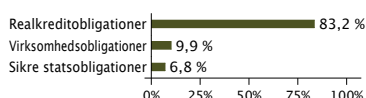
Afdelingen investerer i obligationer, der er udstedt i danske kroner. Dog kan obligationer udstedt i euro udgøre op til 20 pct. af afdelingen. Der er således meget begrænset valutarisiko ved at investere i afdelingen.

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

## ■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 31-08-2018

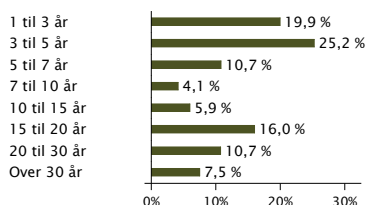
### Fordeling på obligationstyper



### Obligationstil

Effektiv varighed

### Løbetid – eksponering



Afdelingen investerer i tre obligationstyper: statsobligationer, realkreditobligationer og kreditobligationer. I tredje kvartal var der positive bidrag fra realkreditobligationer og kreditobligationer, mens statsobligationer gav et negativt afkast. I løbet af kvartalet blev der ikke ændret nævneværdigt på porteføljens sammensætning. Statsobligationer udgjorde ved udgangen af kvartalet ca. 6,4 pct. af porteføljen, og eksponeringen er primært i en inflationsindekseret statsobligation. I realkreditporteføljen reducerede vi andelen af konverterbare obligationer yderligere. De konverterbare realkreditobligationer vægtede ved indgangen til fjerde kvartal ca. 20 pct. mod ca. 21 pct. ved indgangen til tredje kvartal. Andelen kan mindskes yderligere, hvis obligationsrenterne falder yderligere, og/eller risikopræmierne på de konverterbare indsnævres. Vi forventer ikke, at andelen bliver sænket yderligere med mindre et (eller begge) scenarier indtræffer. Porteføljens andel af kreditobligationer var ved udgangen af kvartalet ca. 9 pct. Vi har ikke planer om at øge andelen af kreditobligationer, før kreditspændene bliver udvidet. Kontantandelen udgjorde ved indgangen til fjerde kvartal ca. 5 pct. Overordnet set er eksponeringen i porteføljen fortsat relativt defensiv og mere eksponeret mod rentestigninger end rentefald. Porteføljevarigheden var ved kvartalsskiftet ca. 1,6 år mod ca. 1,7 år ved udgangen af andet kvartal.

## ■ 10 største investeringer

Pr. 31-08-2018

Navn	Type	Vægt	Navn	Type	Vægt
DGBi 0.1 2023 Linker	Sikre statsobligationer	6,5 %	RD 1'22 apr	Realkreditobligationer	3,3 %
NDEA 6m Cita+36bp Jul'23	Realkreditobligationer	5,3 %	BRF 1'19 apr	Realkreditobligationer	3,2 %
BRF 1 apr'19	Realkreditobligationer	4,3 %	LRF 1'19apr	Realkreditobligationer	3,2 %
NYK CF 5'38	Realkreditobligationer	4,3 %	Nordea 1'22 apr	Realkreditobligationer	2,3 %
RD 1'21 apr	Realkreditobligationer	3,6 %	RD 1'23jan	Realkreditobligationer	2,3 %

## ■ Juridisk information

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

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



**Peter Mosbæk**  
CIO, obligationschef  
Ansvarlig for Maj Invest Globale Obligationer

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

## MAJ INVEST GLOBALE OBLIGATIONER

### KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i tredje kvartal 2018 et afkast på -0,5 pct., hvilket er tilfredsstillende og på niveau med sammenligningsindekset Bloomberg DK SBI.

Tredje kvartal bød generelt set på stigende renter langt de fleste steder i verden. Der var dog ret stor forskel på, hvor meget renterne steg rundt omkring. I Tyskland og USA steg de 10-årige renter med omkring 0,20 procentpoint til henholdsvis 0,5 og 3,0 pct. Det er selvfølgelig bedre, end det har været, men det får stadig ikke en til at hæve armene over hovedet og købe, det der er tilbage. Sammenholder man de 10-årige renter med inflationen, så ser billedet ikke særligt attraktivt ud. I Tyskland er inflationen (som den måles i dag) krøbet op over 2 pct., hvilket vil sige, at realrenten er negativ med 1,5 pct., vel at mærke for en 10-årig obligation. I USA er inflationen nærmere 2,5 pct., så her er billedet ikke helt så slemt. Dog skal man tage med i vurderingen, at USA kører med et voldsomt stort budgetunderskud, som skal finansieres via obligationsudstedelser, og det er lidt usikkert, hvad investorerne vil forlange i rente.

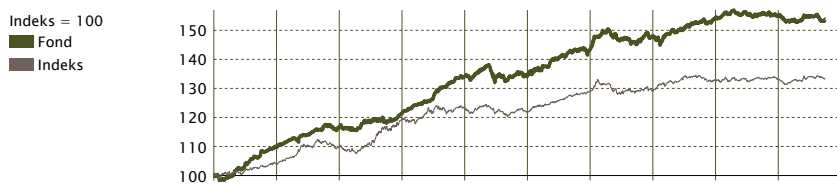
Der, hvor vi så de største rentestigninger, var i emerging markets, hvor mange valutaer også faldt, samt ikke mindst i Italien, hvor den nye regering, ikke overraskende, er i gang med at udfordre EU på deres muligheder for at køre med et større underskud, end EU har givet dem lov til. De italienske renter steg med ca. 0,50 procentpoint til godt 3 pct. Der er næppe tvivl om, at det kommer til en konfrontation mellem Italien og EU. Personligt tvivler jeg på, at Italien retter ind. Nogle skriver, at der er risiko for en ny gældskrise i Italien. Det er en lidt underlig formulering, i og med den forrige jo ikke er løst endnu. Gælden er dog nu flyttet fra en række udenlandske investorer til den europæiske centralbank og de italienske banker. Men gælden er ikke blevet mindre, tværtimod. Det gælder både i Italien og på globalt plan.

### ■ Afkast

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

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

### Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)



Årlige afkast % (DKK)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	30-09
Fond	9,8	6,4	3,9	10,5	0,2	6,9	3,0	4,2	0,4	-0,6
Indeks	3,8	6,1	8,7	3,4	-1,5	5,9	0,0	3,0	0,1	0,2
Morningstar Kategori™	6,4	4,6	0,8	7,7	-0,1	5,8	0,8	2,3	-0,3	-0,8

## Investeringsområde

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

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

### Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

### Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

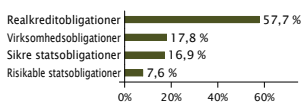
Afdelingen kan investere i alle obligationstyper uanset kreditvurdering og valuta. Det betyder, at afdelingen kan investere i emerging markets-obligationer og op til 35 procent af formuen i high yield-obligationer. Da disse investeringer er forbundet med en større risiko end danske obligationer, må afdelingen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

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

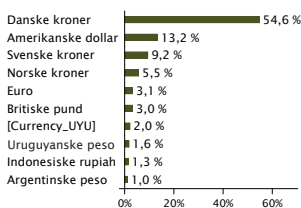
## Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 31-08-2018

### Fordeling på obligationstyper



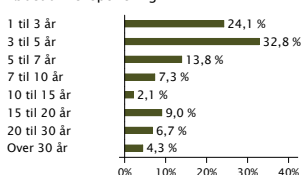
### Fordeling på valuta



### Obligationstilt

Effektiv varighed

### Løbetid - eksponering



Det negative afkast i tredje kvartal på 0,5 pct. kan tilskrives en relativt lille del af porteføljen, som har haft det meget svært. Det er den del af porteføljen, som er investeret i det, vi kalder risikable statsobligationer, hvilket i øjeblikket dækker over udvalgte emerging markets-lande. Denne del af porteføljen gav i tredje kvartal et afkast på -7,5 pct. Disse obligationer udgjorde ved kvartalets udgang ca. 8 pct. af den samlede portefølje, hvilket svarer til et samlet bidrag på ca. -0,6 procentpoint af det samlede afkast for hele porteføljen. Blandt emerging markets-obligationerne var det især en investering i Argentina, som påvirkede afkastet negativt. Valutaen faldt kraftigt, hvilket fik centralbanken til at hæve renten til hele 60 pct. Det betød, at obligationerne faldt i kurs, så vi har tabt på begge ben.

Bortset fra emerging markets er der ikke sket det helt store. Både de sikre statsobligationer og realkreditobligationerne gav et afkast forholdsvis tæt på 0, mens kreditobligationerne gav et positivt afkast på 1,5 pct. Det positive afkast på kreditobligationer blev drevet af faldende kreditpræmier på virksomhedsobligationer. Det er lidt tankevækkende, at virksomhedsobligationer klarede sig så relativt godt, samtidig med at emerging markets havde det så svært. Ved udgangen af kvartalet overvejede vi derfor at øge investeringerne i emerging markets, hvor afkastpotentialet er blevet forbedret på bekostning af virksomhedsobligationer generelt.

## 10 største investeringer

Pr. 31-08-2018

Navn	Type	Vægt	Navn	Type	Vægt
DGBi 0.1 2023 Linker	Sikre statsobligationer	4,0 %	BRF 1'21 apr	Realkreditobligationer	3,3 %
RD 1'22 apr	Realkreditobligationer	4,0 %	UKT 1.5 Jan'21	Sikre statsobligationer	2,9 %
SHYP 1.5 dec'21 #1585	Realkreditobligationer	4,0 %	SGBi 1.0 Juni'25 Linker	Sikre statsobligationer	2,4 %
RD 1'21 apr	Realkreditobligationer	3,7 %	NDEA 6m Cita+36bp Jul'23	Realkreditobligationer	2,3 %
2% US GOVT 15/1-26	Sikre statsobligationer	3,5 %	EIB 4.875% 05/25/21 NOK	Sikre statsobligationer	2,3 %

## Juridisk information

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

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



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

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

## MAJ INVEST HIGH INCOME OBLIGATIONER

### KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i tredje kvartal 2018 et afkast på -0,5 pct., mens sammenligningsindekset gav et afkast på 0,6 pct. omregnet til danske kroner. År-til-dato er afkastene henholdsvis -1,6 pct. for afdelingen og -1,2 pct. for sammenligningsindekset.

Årets tredje kvartal var ret blandet, hvor en positiv risikostemning i juli gled over til relativt stor risikoaversion i august for igen at skifte til mere risikotagning i september. Kvartalet var drevet af de samme hovedtemaer som tidligere: amerikanske rentestigninger, Italiens budgetholdbarhed og konflikten mellem USA og Kina. I USA steg de 10-årige renter i løbet af kvartalet med ca. 0,2 procentpoint bl.a. som følge af yderligere en rentehævelse fra Fed og endte igen over den "magiske" 3-pct. grænse. De tyske 10-årige renter fulgte nogenlunde med og endte kvartalet i niveauet 0,5 pct. Dollaren blev styrket med ca. 0,7 pct. overfor kronen. I modsætning til tidligere i år, hvor de amerikanske renter første gang steg til over 3 pct., blev kreditspændet for virksomhedsobligationer ikke påvirket negativt. Amerikanske high yield-obligationer endte kvartalet med et kreditspænd, der kun lå en hårspids over forrige lavpunkt siden finanskrisen, opnået i januar 2018. Årsagerne skal nok primært findes i dels en fortsat fornuftig økonomisk vækst i USA og Europa og et fortsat *hunt-for-yield*. Emerging markets-obligationer havde på den anden side atter et hårdt kvartal. Det er især frygten for de stigende amerikanske renter og den stigende dollar, der har påvirket aktivklassen.

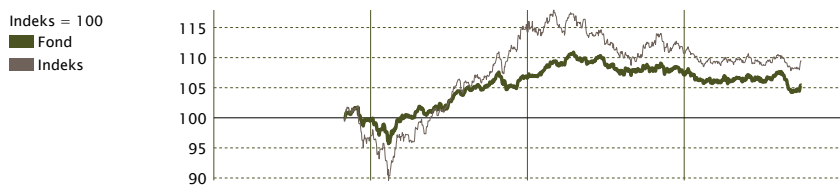
Overordnet er virksomhedsobligationer efter vores vurdering stadig dyrt prisen, især high yield-obligationer, og vi foretrækker stadig kortere investment grade-obligationer i dollar. Hvad angår emerging markets, lader det til, at aktivklassen efter de seneste bevægelser (især valutakursbevægelserne) er blevet lidt mere attraktiv, men vi mener stadig, at man skal være forsigtig omkring aktivklassen.

### ■ Afkast

Morningstar Rating™  
Obligations – Globale Højrente  
Startdato: 30-10-2015  
Fondskode: DK0060642809  
Udbyttetype: Udbyttebetalende  
Indeks: Sammensat

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

### – Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)



Årlige afkast % (DKK)	2015	2016	2017	30-09
Fond	-	7,0	0,3	-1,6
Indeks	-	17,8	-3,1	-1,2
Morningstar Kategori™	-	13,9	-5,7	-0,4

## ■ Investeringsområde

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

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

### Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

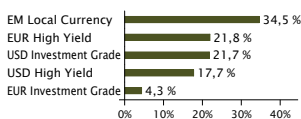
### Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

## ■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 31-08-2018

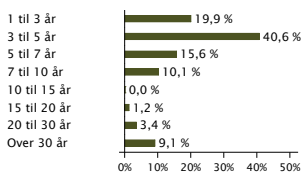
### Fordeling på obligationstyper



### Obligationstilt

Effektiv varighed

### Løbetid – eksponering



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

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

I porteføljen gav de amerikanske og europæiske high yield-obligationer det bedste afkast. Dette skyldes dels et fald i kreditspænd, men også valutastyrkelse i og med at både dollar, svenske kroner og norske kroner blev styrket overfor kronen i perioden. De europæiske investment grade- og high yield virksomhedsobligationer gav et afkast på hhv. -0,9 pct. og 2,1 pct., mens de amerikanske investment grade- og high yield virksomhedsobligationer gav et afkast på hhv. 1,3 pct. og 3,2 pct. målt i kroner. Emerging markets-obligationer gav samlet et afkast på -4,1 pct. i tredje kvartal. Afdelingens mexicanske obligationer gav 6,3 pct. som følge af en styrkelse af mexicanske peso, der steg med ca. 7,1 pct. overfor danske kroner. Den positive udvikling i Mexico skyldes bl.a. udviklingen i forhandlingerne om fortsættelsen af NAFTA-aftalen, der endelig faldt på plads. Argentina var igen i fokus, og valutaen blev svækket med yderligere ca. 30 pct., hvilket betyder, at den argentinske peso ved kvartalets udgang var mere end halveret i værdi siden årets begyndelse. Landet står overfor flere strukturelle udfordringer. Landet har dog for nyligt fået forhøjet hjælpepakken fra IMF, hvilket sikrer landet finansiering mindst frem til udgangen af 2019. Dette giver forhåbentlig den siddende regering arbejdsro til at få vedtaget de reformer, der er nødvendige for, at landet kommer på rette kurs igen. Pga. af den stigende dollar bidrog afdækningen af dollar med ca. -0,2 pct. til porteføljens samlede afkast. Ved udgangen af kvartalet var der afdækket ca. 15 procentpoint af porteføljens position i dollar, og dermed har porteføljen en netto dollar-position på ca. 22 pct.

## ■ 10 største investeringer

Pr. 31-08-2018

Navn	Type	Vægt	Navn	Type	Vægt
CZECK 3.75 Sep'20 CZK	EM Local Currency	5,8 %	Vestjysk 8.5 pct. T1 2022/perp	EUR High Yield	2,6 %
Rusland Statsobl. 7% 2023	EM Local Currency	3,8 %	Express Scripts 3.5% 06/2024	USD Investment Grade	2,3 %
URUGUAY 8.5% mar'28 (UYU)	EM Local Currency	3,4 %	URUGUAY 9.875% jun'22 (UYU)	EM Local Currency	2,1 %
IFC 6.3 2024 (INR)	EM Local Currency	2,8 %	Ericsson 4.125% 05/2022	USD High Yield	2,1 %
EIB 7.2 2019 (IDR)	EM Local Currency	2,7 %	EIB 6.5 2027 (MXN)	EM Local Currency	2,1 %

## ■ Juridisk information

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

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





**Peter Mosbæk**  
CIO, obligationschef  
Ansvarlig for Maj Invest Pension

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

## MAJ INVEST PENSION

### KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i tredje kvartal 2018 et afkast på 1,2 pct., mens afdelingens sammenligningsindeks steg 1,6 pct. Afdelingens afkast bør som altid ses over minimum tre år.

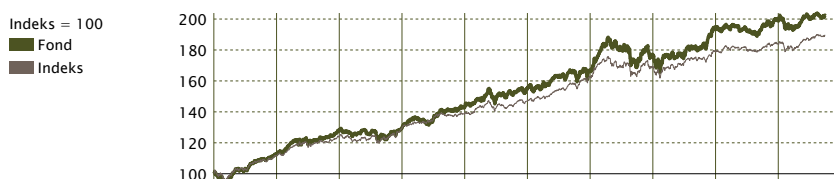
Vi fastholdt i tredje kvartal aktieeksponeringen på omkring 32 pct. Det er i den lavere del af intervallet på 25-49 pct. aktier, som afdelingen arbejder med, og afspejler, at vi er lidt bekymrede for den fremtidige udvikling på finansmarkederne og ser flere risici. Indtil videre har det dog ikke materialiseret sig, snarere tværtimod. Særligt amerikanske aktier klarede sig imponerende i tredje kvartal. Til gengæld bød kvartalet på faldende aktiepriser i både Europa og ikke mindst i mange emerging markets-lande. Samlet set steg globale aktier med 5,8 pct. målt i danske kroner. På obligationssiden bød kvartalet på stigende renter. Tyske og amerikanske renter steg med ca. 0,20 procentpoint, hvilket betyder, at de 10-årige statsrenter sluttede kvartalet på henholdsvis 0,5 pct. og 3,0 pct. Selvom renterne steg en anelse, er niveauerne stadig meget lave, og den helt store joker på obligationsmarkedet er, hvad det kommer til at betyde, når Den Europæiske Centralbank efter planen stopper sit opkøbsprogram 1. januar. Det sker samtidig med, at den amerikanske centralbank er i gang med at sælge ud af de obligationer, den tidligere har opkøbt, og at USA skal finansiere et historisk stort budgetunderskud via obligationsmarkedet. At dømme på, hvordan renterne allerede er steget i Italien og mange emerging markets-lande kunne noget tyde på, at det kan blive det, som får renterne til at stige. Spørgsmålet er, hvor centralbankernes smertegrænse går.

På aktiemarkedet var tredje kvartal efter et par volatile kvartaler i højere grad kendetegnet ved lavere kursudsving og støt stigende aktiekurser, understøttet af både positive regnskaber fra hovedparten af selskaberne og robuste makroøkonomiske nøgletal fra USA, Japan og Europa. Der var især stor investorinteresse for teknologiaktier i USA. Til gengæld fortsatte emerging markets med at falde over en bred kam, anført af Tyrkiet og Argentina, der begge havde store aktie- og valutakursfald. Dele af den usikkerhed skyldes, at Donald Trump fyrede yderligere op under handelskrigen med Kina ved at indføre nye toldsatser på en lang række kinesiske eksportvarer.

### ■ Afkast

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

### Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)



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

Årlige afkast % (DKK)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	30-09
Fond	12,6	13,3	1,4	10,5	8,4	7,5	5,9	9,3	2,8	1,8
Indeks	11,5	10,9	4,8	7,2	6,0	10,4	3,9	5,7	2,7	3,3
Morningstar Kategori™	14,3	6,0	-6,3	9,0	6,5	6,6	2,7	2,7	4,6	-0,2

## ■ Investeringsområde

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

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

**Målgruppe:**  
Pensionsmidler.

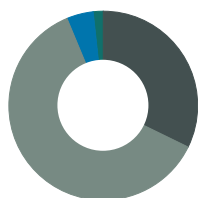
**Investeringshorisont:**  
Anbefalet minimum 3 år.

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

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

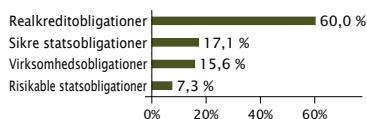
## ■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 31-08-2018



■ Aktier	32,2 %
■ Obligationer	61,5 %
■ Kontant o. lign.	4,6 %
■ Andet	1,7 %

Fordeling på obligationstyper



Obligationstil

Effektiv varighed	-
Løbetid over 10 år	21,8

Nøgletal

Info ratio	0,4
Kurs/Indtjening	12,4
Kurs/Indreværdi	2,2
ROE	27,2

Afkastet på 1,2 pct. i tredje kvartal var fordelt på et obligationsafkast på -0,4 pct. og et aktieafkast på 4,9 pct.

I obligationsporteføljen var især de risikable statsobligationer og helt konkret Argentina den store synder i tredje kvartal. Den argentinske peso faldt kraftigt, samtidig med at renterne steg kraftigt. For at dæmme op for kapitalflugt hævede centralbanken renten til 60 pct. Dette ramte selvfølgelig obligationerne hårdt og trak dermed det samlede afkast i obligationsporteføljen ned. Både de sikre statsobligationer og realkreditobligationerne gav et afkast meget tæt på 0, mens virksomhedsobligationerne klarede sig noget bedre og gav et afkast på 1,5 pct.

Kvartalets bedste aktie var den amerikanske forhandler af biludstyr O'Reilly Automotive, der steg med godt 28 pct. drevet af gode regnskabstal, som blandt andet viste en stigende butiksomsætning i kølvandet på, at bilejerne generelt brugte flere penge på reservedele. Derudover steg det amerikanske luftfartsselskab Southwest Airlines og sundhedsforsikringsselskabet Cigna med over 20 pct. i tredje kvartal. Periodens dårligste aktie var det japanske ejendomsselskab Daito Trust Construction, som faldt med over 19 pct. Derudover faldt det japanske bryggeri Asahi Group med 15 pct. på grund af et svagt regnskab, suppleret med ligeledes skuffende tal fra resten af branchen. Slutteligt faldt bilproducenten General Motors med 13 pct. som følge af usikkerhed om den globale handelskrig mellem USA og hovedsageligt Kina og Mexico.

## ■ 5 største obligationer 5 største aktier

Pr. 31-08-2018

Navn	Type	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Nyk 3M Cibur+7bp Oct'22	Realkreditobligationer	4,6 %	Samsung Electronics – GDR 144A	Teknologi	KOR	2,0 %
NYK 1.5'50	Realkreditobligationer	3,9 %	MTU Aero Engines Holding AG	Industri	DEU	1,8 %
RD 1'22 apr	Realkreditobligationer	3,6 %	Southwest Airlines	Industri	USA	1,6 %
SHYP 1.5 dec'21 #1585	Realkreditobligationer	3,1 %	Aetna Inc.	Sundhed	USA	1,6 %
NYK 4 CF 25io	Realkreditobligationer	2,8 %	General Motors Co	Cyklisk forbrug	USA	1,6 %

## ■ Juridisk information

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

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



**Peter Mosbæk**  
CIO, obligationschef  
Ansvarlig for Maj Invest Kontra

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

## MAJ INVEST KONTRA

### KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i tredje kvartal 2018 et afkast på -3,5 pct. Afkastet er isoleret set utilfredsstillende, men bør som altid bedømmes over minimum tre år, som er den korteste anbefalede investeringshorisont.

Tredje kvartal bød globalt set på positive aktiemarkeder. Det globale aktieindeks MSCI World steg med 5,6 pct. De amerikanske aktier målt ved S&P 500 steg med 7 pct., mens europæiske aktier lå nogenlunde uændret ved udgangen af kvartalet. Til gengæld havde emerging markets det lidt svært og faldt med 4 pct. Alle målt i danske kroner. Ser man på hele 2018, kan man konstatere, at emerging markets er faldet med ca. 7 pct., mens Nasdaq steg med næsten 17 pct. Denne udvikling giver et godt billede af, hvad der er sket i 2018. Investorerne tror på, at de største amerikanske teknologiselskaber kan blive ved med at vokse, samtidig med at emerging markets vil blive hårdt ramt af stigende renter i USA, en stærkere dollar samt den handelskrig, som Trump har indledt med det meste af verden. Det er svært at forestille sig, at USA kan undgå at blive ramt, hvis emerging markets for alvor kommer under pres. I dag udgør BNP i emerging markets 40 pct. af globalt BNP, ligesom mange globale virksomheder satser på, at den fremtidige vækst skal komme ved at sælge til den voksende middelklasse i emerging markets-lande. Samlet set er det usandsynligt, at USA ikke vil blive ramt af den handelskrig, som de selv har startet.

Den helt store udfordring er dog, at langt de fleste finansielle aktiver er dyrt eller meget dyrt prissat. Det er et direkte resultat af den pengepolitik, som er ført gennem de seneste ti år. Det er tankevækkende, at vi det seneste år har oplevet, at flere af de aktivklasser, som er steget kraftigt drevet af ekspansiv pengepolitik, er begyndt at få det meget svært. Det drejer sig bl.a. om boligmarkedet, især de meget dyre boliger i populære storbyer som London, Stockholm, Sydney og måske også København. Det er tankevækkende, at udviklingen er bremsset så meget op på trods af de meget lave renter. Spørgsmålet er, om dette bare er problemer, eller om det er starten på en længere periode, hvor flere aktivklasser inkl. aktier vil få problemer.

### ■ Afkast

Morningstar Rating™

Alternative – Øvrige

Startdato: 16-06-2006

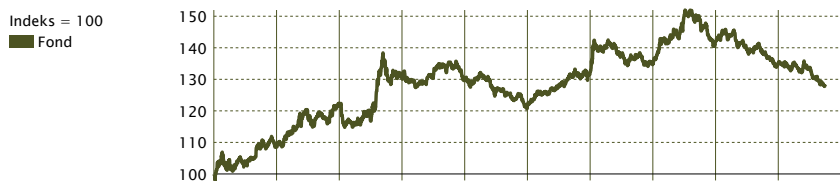
Fondskode: DK0060037455

Udbyttetype: Akkumulerende

Indeks: –

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

### – Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)



Årlige afkast % (DKK)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	30-09
Fond	8,6	12,3	7,3	-0,3	-6,9	9,0	1,9	5,2	-4,8	-4,9

## ■ Investeringsområde

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

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

### Målgruppe:

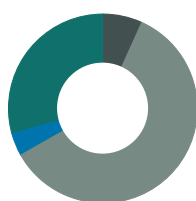
Frie midler, pensionsmidler og midler under virksomhedsskatteordningen.

### Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

## ■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 31-08-2018

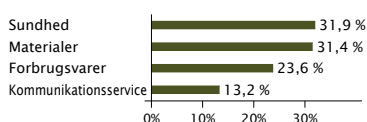


■ Aktier	6,8 %
■ Obligationer	60,0 %
■ Kontant o. lign.	3,9 %
■ Andet	29,3 %

### Hovedelementer i Kontra

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

### Sektorfordeling for aktier



### Nøgletal

Info ratio	-
Kurs/Indtjening	17,7

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

Med et afkast i tredje kvartal på -3,5 pct. har perioden langt fra været sjov for medlemmerne i Kontra. Gennem det seneste halvandet år har vi langsomt øget afdækningen i Kontra, som følge af at vi er blevet mere og mere bekymrede, samtidig med at finansielle aktiver er blevet dyrere og dyrere. Dette er primært sket via en øget aktieafdækning samt delvist via en større eksponering mod guld. Derudover har vi foretaget obligationsafdækning via italienske statsobligationer og øget eksponeringen mod schweizerfranc.

I tredje kvartal var det i meget stor udstrækning aktieafdækningen og guldeksponeringen, der var årsag til det lave afkast. Den største del af aktieafdækningen er koncentreret om de amerikanske aktieindeks S&P 500 og Nasdaq, da disse aktier efter vores vurdering er de dyreste. Det har dog desværre ikke afholdt dem fra at stige i tredje kvartal. Både S&P 500 og Nasdaq steg med mere end 7 pct. Så på trods af at den resterende del af aktieafdækningen i Europa har givet et lille plus, ender det samlede resultat med et negativt bidrag på ca. 1,5 procentpoint. Det samme er tilfældet med eksponeringen mod ædelmetaller, hvor særligt guldmineaktierne havde det meget svært, drevet af en faldende guldpris. Til gengæld tjente afdelingen relativt pænt på obligationsafdækningen via italienske statsobligationer på grund af de stigende renter. Desværre er det dog langt fra nok til at opveje de øvrige tab. På trods af at udviklingen er gået os imod, er det ikke noget, som for alvor får os til at ændre på investeringerne i afdeling Kontra.

## ■ 5 største obligationer 5 største aktier

Pr. 31-08-2018

Navn	Type	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Source Physical Gold P-ETC	Guld-ETF'er	8,4 %	Newmont Mining Corp.	Materialer	USA	0,9 %
Gold Bullion Securities ETC	Guld-ETF'er	8,3 %	Cia De Minas Buenaventura SA	Materialer	PER	0,9 %
ISHARES Physical Gold ETC	Guld-ETF'er	6,9 %	Barrick Gold corp.	Materialer	CAN	0,8 %
DGBi 0.1 2023 Linker	Obligationer	6,3 %	Aetna Inc.	Sundhed	USA	0,7 %
ETFS Physical Silver	Andre aktier	5,6 %	Johnson and Johnson	Sundhed	USA	0,5 %

## ■ Juridisk information

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

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



**Peter Mosbæk**  
CIO, obligationschef



**Ulrik Jensen**  
Seniorporteføljemanager

Peter og Ulrik er ansvarlige for Maj Invest Makro.

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

## MAJ INVEST MAKRO

### KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i tredje kvartal 2018 et afkast på -0,4 pct., mens afdelingens sammenligningsindeks steg 2,6 pct. Afkastet bør som altid ses over mindst tre år eller mere.

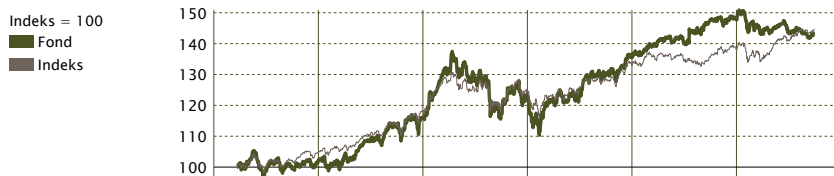
Maj Invest Makro er en balanceret afdeling, hvor der investeres i både aktier og obligationer. Fordelingen mellem disse kan svinge meget afhængig af vores vurdering af den globale økonomi og de finansielle markeder. I tredje kvartal fastholdt vi en undervægt af aktier. Det betyder, at aktieandelen har ligget på ca. 35 pct. gennem hele kvartalet. Globale aktier klarede sig i tredje kvartal betydeligt bedre end obligationer, så på den baggrund har det ikke været optimalt at være lavt vægtet i aktier i tredje kvartal. Globale aktier målt i danske kroner gav et afkast på næsten 6 pct. i kvartalet. Det dækker dog over en relativ stor spredning. De amerikanske aktier målt ved S&P 500 og Nasdaq steg med ca. 7 pct., mens de europæiske aktier stort set var uændrede. Derudover faldt mange emerging markets-aktier ret kraftigt. Udviklingen er en smule tankevækkende, da de amerikanske aktier klart er de aktier, som er dyrest prissat globalt. Investorerne fokuserede tilsyneladende på den vækstimpuls, som skattelettelserne i USA har givet, og krydsede fingre for, at væksten ville vare ved, samtidig med at konsekvenserne af handelskrigen med det meste af verden negligeres.

På obligationssiden bød kvartalet generelt på stigende renter. Tyske og amerikanske renter steg med ca. 0,20 procentpoint, hvilket betyder, at de 10-årige statsrenter sluttede kvartalet på henholdsvis 0,5 pct. og 3,0 pct. Den helt store joker for obligationsmarkedet er, hvad det kommer til at betyde, når Den Europæiske Centralbank (ECB) efter planen stopper sit opkøbsprogram den 1. januar 2019. Vil det være det, der endelig skubber de absurd lave europæiske renter i vejret? Ser man på de stigende renter i Italien og emerging markets, er der en del, som tyder på, at obligationsinvestorerne er bekymrede.

### ■ Afkast

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

#### Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)



Afkast	Fond	Indeks	Diff.
Seneste kvartal	-0,4 %	2,6 %	-2,9 %
3 år ann.	6,8 %	6,6 %	0,2 %
5 år ann.	7,6 %	7,3 %	0,3 %
10 år ann.	-	-	-

Årlige afkast % (DKK)	2013	2014	2015	2016	2017	30-09
Fond	-	13,6	5,8	10,4	9,0	-3,1
Indeks	-	12,4	5,5	6,8	3,9	4,7
Morningstar Kategori™	-	5,1	2,3	1,8	5,2	-0,7



■ **Investeringsområde**

1 2 3 **4** 5 6 7

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

**Målgruppe:**

Frie midler, pensionsmidler og midler under virksomhedsskatteordningen.

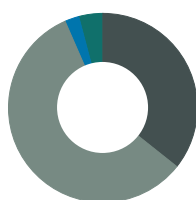
**Investeringshorisont:**

Anbefalet minimum 3 år.

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

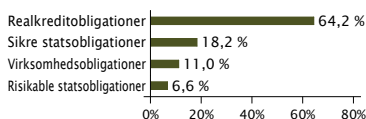
■ **Investeringsvalg**

Figurer opdateret pr. 31-08-2018



■ Aktier	35,7 %
■ Obligationer	57,7 %
■ Kontant o. lign.	2,4 %
■ Andet	4,1 %

**Fordeling på obligationstyper**



**Obligationstil**

Effektiv varighed	-
Løbetid over 10 år	8,4

**Nøgletal**

Info ratio	0,1
Kurs/Indtjening	10,5
Kurs/Indreværdi	1,9
ROE	22,3

Den bedste aktie i tredje kvartal var O'Reilly Automotive, som steg med næsten 28 pct. Derudover gav Cigna Corp og Taiwan Semiconductor afkast på mere end 20 pct. Kvartalets værste aktie var det japanske ejendoms-selskab Daito Trust Construction, som faldt 19 pct. Derudover faldt både Applied Materials og Facebook med hhv. 15 pct. og 14 pct. Blandt porteføl-jens makrotemaer var det effektiv transport, som steg med over 16 pct. i kvartalet, drevet af tyske MTU Aero Engine og Meggitt Plc. Til gengæld trak de to særlige cases General Motors og Vestjysk Bank ned med et samlet fald på over 12 pct. Vi foretog i løbet af kvartalet en enkelt omlægning i aktieporteføljen. United Technologies blev solgt helt ud, og provenuet blev brugt til supplement i eksisterende positioner samt etablering af en ny position i det japanske detailselskab Sundrug.

I obligationsporteføljen var særligt de risikable statsobligationer (-7,9 pct.) og helt konkret Argentina den store synder i tredje kvartal. Den argentin-ske peso faldt kraftigt, samtidig med at renterne steg kraftigt. For at dæmme op for kapitalflugt har centralbanken hævet renten til 60 pct. Dette ramte selvfølgelig obligationerne hårdt og trak det samlede afkast i obligationsporteføljen ned. Både de sikre statsobligationer og realkredit-obligationerne gav et afkast meget tæt på 0, mens virksomhedsobligatio-nerne klarede sig noget bedre og gav et afkast på 1,3 pct.

■ **5 største obligationer 5 største aktier**

Pr. 31-08-2018

Navn	Type	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
RD 1'21 apr	Realkreditobligationer	10,5 %	Vestjysk Bank	Finans	DNK	2,4 %
RD 1'22 apr	Realkreditobligationer	6,9 %	General Motors Co	Cyklisk forbrug	USA	2,2 %
NYK 1'21 jan	Realkreditobligationer	5,8 %	O'Reilly Automotive Inc.	Cyklisk forbrug	USA	1,9 %
SHYP 1.5 dec'21 #1585	Realkreditobligationer	3,3 %	United Tech. Corp	Industri	USA	1,8 %
DGBi 0.1 2023 Linker	Sikre statsobligationer	2,6 %	MTU Aero Engines Holding AG	Industri	DEU	1,8 %

■ **Juridisk information**

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

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

## MAJ INVEST OG OMKOSTNINGERNE

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

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

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

Tabellen viser, at omkostningerne ved at vælge Maj Invest er lavere end det typiske niveau i branchen generelt målt ved medianen for den tilsvarende kategori i FinansDanmarks statistikker. Afdelingerne i Maj Invest tilhører dermed den billigste halvdel af sammenlignelige investeringsforeningsafdelinger i Danmark. Afdeling Kontra er et særligt produkt, der arbejder på en anden måde end mere traditionelle, blandede afdelinger som afdeling Pension. Derfor er omkostningerne vanskelige at sammenligne med medianen for blandede afdelinger, som fremgår af tabellen.

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

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

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

#### ÅOP består af:

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

Omkostningerne til køb og salg af investeringsbeviser er beregnet som det maksimale emissionstillæg og indløsningsfradrag. Dog omfattes de omkostninger, som betales i kurtage til pengeinstituttet, ikke. ÅOP opgøres, som om investor kommer til at betale de maksimale omkostninger ved at købe og sælge én gang i løbet af syv år. I mange tilfælde vil de reelle købs- og salgskosten være lavere. Hvis investor handler oftere end hvert syvende år, vil den realiserede ÅOP være højere end nøgletallet for afdelingen viser.

#### Indirekte handelsomkostninger

Investeringsfonde og pengeinstitutter skal fremadrettet oplyse investor om forventede 'indirekte handelsomkostninger'. Disse er dog ikke omkostninger i traditionel forstand. De er nemlig ikke en betaling til en modpart for en serviceydelse. De udtrykker forskellen på købs- og salgskurser på børsen, også kaldet *spreads*.

Alle investorer har således indirekte handelsomkostninger, uanset om de investerer på egen hånd, gennem en investeringsforening eller gennem en passiv ETF. De forventede indirekte handelsomkostninger er beregnet som det vægtede spread for alle afdelingens handler af forskellige typer værdipapirer ganget med værdien af afdelingens handler. Dette deles med afdelingens gennemsnitlige formue.

OMKOSTNINGER I BØRSNOTEREDE PRODUKTER	AOP		Indirekte handels- omkostninger	Løbende adm.omk.	Højeste emissions- tillæg	Højeste indløsnings- fradrag
	Maj Invest Estimeret 2018	Andre foreninger				
<b>Specialafdelinger</b>						
Danske Aktier	1,31	1,63	0,02	1,14	0,25	0,25
Vækstaktier	1,39	1,73	0,05	1,21	0,25	0,25
Value Aktier	1,65	1,73	0,04	1,45	0,25	0,25
Value Aktier Akk.	1,69	1,73	0,04	1,47	0,25	0,25
Emerging Markets	2,21	2,22	0,19	1,45	0,75	0,75
Global Sundhed	1,58	1,73	0,04	1,38	0,25	0,25
Kontra	1,57	1,35	0,06	1,49	0,20	0,20
<b>Basisafdelinger</b>						
Danske Obligationer	0,27	0,55	0,04	0,25	0,05	0,10
Globale Obligationer	0,42	1,05	0,10	0,38	0,10	0,15
High Income Obl.	0,75	0,85	0,20	0,69	0,20	0,25
Pension	0,64	1,35	0,08	0,54	0,15	0,20
Makro	0,91	1,35	0,08	0,75	0,20	0,20

Noter: AOP for andre foreninger er medianen af AOP for sammenlignelige afdelinger opgjort af FinansDanmark den 19. februar 2018. AOP for øvrige investeringsforeninger i Danmark kan findes på [www.investering.dk](http://www.investering.dk). Løbende administrationsomkostninger som defineret i dokumentet Central Investorinformation, der findes på [www.majinvest.dk/ci](http://www.majinvest.dk/ci). Omkostninger for unoterede andelsklasser i Maj Invest kan ses på [www.majinvest.dk/unoterede](http://www.majinvest.dk/unoterede).

# OVERSIGT - BØRSNOTEREDE PRODUKTER

AFKAST I PROCENT, HELE ÅR													3. kvartal
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Danske Aktier	41,8	4,0	-47,7	47,4	26,1	-19,8	26,1	35,7	15,3	31,3	1,3	18,8	0,7
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	-1,3
Value Aktier	8,7	-0,4	-36,2	42,3	25,5	0,6	12,0	19,0	26,3	14,9	14,3	5,5	4,5
Value Aktier Akk.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	14,2	5,3	4,5
Emerging Markets	-	-	-	-	-	-	-	-	9,5	-11,3	8,3	18,6	-2,9
Global Sundhed <sup>2)</sup>	-	-	-	-	-	-	-	-	23,9	11,3	0,0	11,3	4,3
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	0,0
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	-0,5
High Income Obl.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7,0	0,3	-0,5
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	1,2
Kontra	-	1,1	21,7	8,6	12,3	7,3	-0,3	-6,9	9,0	1,9	5,2	-4,8	-3,5
Makro	-	-	-	-	-	-	-	-	13,6	5,8	10,4	9,0	-0,4

Noter: Regnskabsåret 2006 omfatter perioden 18.12.2005 til 31.12.2006. 1) Navn ændret fra Globale Aktier til Vækstaktier 13.06.2017. 2) Afdelingen skiftede i februar 2013 navn og investeringsområde.

For unoterede produkter se majinvest.dk/unoterede.

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
Vækstaktier	7,25	2,25	1,50	1,00	2,00	9,00	8,90	11,10	7,90	6,10	25,80
Value Aktier	1,50	1,75	0,00	1,25	1,00	11,25	7,20	11,20	32,80	9,90	11,70
Value Aktier Akk.	Afdelingen er akkumulerende og udbetaler ikke udbytte.										
Emerging Markets	-	-	-	-	-	-	-	0,70	0,00	0,00	20,70
Global Sundhed	-	0,00	0,00	2,50	2,25	1,50	7,90	1,90	27,90	1,50	22,30
Danske Obl.	3,50	5,75	4,50	7,00	4,00	6,25	4,40	4,30	1,80	1,60	2,00
Globale Obl.	3,25	3,25	6,50	5,75	4,75	6,00	4,80	3,90	3,90	2,00	3,10
High Income Obl.	-	-	-	-	-	-	-	-	0,50	3,20	7,80
Pension	3,25	3,75	3,75	3,75	4,00	5,75	6,60	5,40	9,50	4,10	5,60
Kontra	Afdelingen er akkumulerende og udbetaler ikke udbytte										
Makro	Afdelingen er akkumulerende og udbetaler ikke udbytte										

Udbytteerne er angivet i kroner pr. bevis. Hvert enkelt bevis svarer til en nominal værdi på 100 kr. Et udbytte på 2,00 kr. betyder, at du får 2 kr. pr. bevis. Udbytter udbetales året efter, normalt i januar eller april. For unoterede produkter se [www.majinvest.dk/unoterede](http://www.majinvest.dk/unoterede).

## STAMDATA

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

For unoterede produkter se [www.majinvest.dk/unoterede](http://www.majinvest.dk/unoterede).

## INDEN DU INVESTERER

På Maj Invests hjemmeside [www.majinvest.dk](http://www.majinvest.dk) kan du få hjælp til at investere.

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

■ Læs mere om de enkelte afdelinger og se aktuelle nøgletal og afkast.

■ Sammenlign resultaterne i Maj Invest med andre afdelinger og investeringsforeninger. Historiske afkast er naturligvis ingen garanti for fremtidige afkast.

■ Få overblik over skat og de forskellige satser.

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



## NÅR DU ER KLAR TIL AT INVESTERE

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

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

■ **Brug netbank** og søg på fondskoderne.

■ **Henvend dig i din bank.** Medbring eventuelt denne folder og/eller fondskoderne.

## SAMARBEJDSBANKER

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

- Alm. Brand Bank
- 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
- Skjern Bank
- Sparekassen Fyn
- Sparekassen Kronjylland
- Sparekassen for Nr. Nebel og Omegn
- Sparekassen Sjælland
- Sparekassen Thy
- Sparekassen Vendsyssel
- Spar Nord Bank
- Sydbank
- Vestjysk Bank

## HOTLINE 33 38 73 33

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



## Aktier i et historisk lys



Kilder: Bloomberg og Global Financial Data

Fondsmæglerfirmaet Maja Invest A/S [majainvest.com](http://majainvest.com)

MAJ  
INVEST

INVESTERINGSFORENINGEN  
MAJ  
INVEST



# TÆNK LANGSIGTET

## MAJ INVEST VALUE AKTIER ★★★★★

Investering handler om at få et godt gennemsnitligt afkast over en årrække. Det opnår man bedst ved at tænke langsigtet.

Maj Invest Value Aktier er blandt de absolut bedste globale aktieafdelinger i Europa målt på afkast siden lanceringen i 2005.

Læs mere på [majinvest.dk/value](http://majinvest.dk/value) eller ring på vores hotline 33 38 73 33 og få mere information.

\*Historiske afkast er naturligvis ingen garanti for fremtidige afkast.  
Kilde: Maj Invest.

100 kr. er blevet til 289 kr. siden lanceringen af Maj Invest Value Aktier.



16. dec. 2005