

INVESTERINGSFORENINGEN MAJ INVEST

# KVARTALSNYT

FØRSTE KVARTAL 2016

INVESTERINGSFORENINGEN

MAJ  
INVEST

---

# SÅDAN ARBEJDER MAJ INVEST

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

Siden har vi udvidet paletten, så vi i dag kan tilbyde 12 forskellige afdelinger. Fokus er stadig brede afdelinger, hvor vi inden for hver enkelt afdeling kan tilpasse investeringerne til den aktuelle markedssituation. På næste side findes en kort oversigt over vores afdelinger med lanceringsår. På [www.majinvest.dk](http://www.majinvest.dk) er de enkelte afdelinger fyldigt beskrevet.

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.

Afdelingerne i Maj Invest er børsnoterede og kan købes gennem alle danske banker. Har du spørgsmål, eller ønsker du mere information, er du altid velkommen til at ringe til os på telefon 33 38 73 00 eller læse mere på [www.majinvest.dk](http://www.majinvest.dk).

INVESTERINGSFORENINGEN

# MAJ INVEST

Bernstorffsgade 50  
1577 København V  
Telefon 33 38 73 00  
[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 (Fondsmæg-

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

**Investeringsforvaltnings-**  
**selskab: SEBinvest A/S**  
Investeringsforvaltnings-selskabet udfører en række administrative og investeringsmæssige opgaver i forbindelse med den dag-

lige drift af foreningen.

**Depotbank:**  
**Skandinaviska Enskilda Banken AB**

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

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

# INDHOLDSFORTEGNELSE

## MAKROØKONOMI

Europas opsving er bredt funderet . . . . .	4
Obligationsmarkederne . . . . .	6
Aktiemarkederne . . . . .	7

## NYT FRA FORENINGEN

Velkommen til High Income Obligationer . . . . .	7
--	---

## AKTIEAFDELINGER

Maj Invest Danske Aktier . . . . .	8
Maj Invest Globale Aktier . . . . .	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 . . . . .	28
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 MORNINGSTAR KATEGORI™		
		2011	2012	2013	2014	2015	1. kv. 2016	Afkast	Perfor- mance	3 år	5 år	10 år
Danske Aktier	★★	-19,8	26,0	35,7	15,3	31,3	-3,9	186,8	+24,0	-15,1	-12,7	+10,9
Globale Aktier	★★★★	-4,7	8,2	20,3	8,6	10,1	-7,0	76,3	+6,9	-2,3	-4,3	+29,5
Value Aktier	★★★★★	0,6	12,0	19,0	26,3	14,9	-3,0	132,4	+63,1	+26,3	+48,2	+87,4
Value Aktier Akk.	Ikke rated	-	-	-	-	-4,6	-2,8	-5,7	-0,2	-	-	-
Emerging Markets	Ikke rated	-	-	1,2	9,7	-11,3	-2,0	-2,9	-10,3	-	-	-
Global Sundhed	Ikke rated	-	-	-	23,9	11,3	-6,1	56,0	+13,0	-	-	-
Danske Obl.	★★★★★	6,6	5,9	3,0	4,8	1,4	1,0	55,4	+6,8	+3,5	+5,2	+13,7
Globale Obl.	★★★★★	3,9	10,5	0,2	6,9	3,0	0,6	60,1	+11,5	+3,4	+12,2	+34,0
High Income Obl.	Ikke rated	-	-	-	-	-0,3	0,5	0,2	+3,7	-	-	-
Pension	★★★★★	1,4	10,5	8,5	7,4	5,9	-0,7	70,8	-	+7,9	+23,8	+54,8
Kontra	Ikke rated	7,3	-0,4	-6,8	9,0	1,9	5,3	78,7	-	-	-	-
Makro	★★★★★	-	-	2,2	13,6	5,8	-0,9	21,9	-	+14,3	-	-

Noter: Afdelingerne Pension, Kontra og Makro har ikke et sammenligningsindeks. Performance (merafkast i forhold til sammenligningsindeks) siden start er i forhold til den enkelte afdelings sammenligningsindeks. Performance i forhold til Morningstar Kategori™ er beregnet ud fra den sammenlignelige kategori hos (og data fra) Morningstar, der omfatter sammenlignelige afdelinger i Europa. Global Sundhed og Kontra har ikke Morningstar Kategorier™. Afkastet i afdeling Makro er siden lancering d. 22.03.2013, og afdelingen rates efter 36 måneder. Emerging Markets blev lanceret den 16.12.2013. Afdeling Value Aktier Akkumulerende blev lanceret den 29.06.2015. Afdeling High Income Obligationer blev lanceret den 4.11.2015.



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

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

## EUROPAS OPSVING ER BREDT FUNDERET

Kinas økonomiske vækst er gået markant ned i tempo, og da kinesisk vækst er meget råvareintensiv, har dette også ramt de råvareproducerende lande. De såkaldte vækstlande, der tegnede sig for en stor del af den globale vækst i 00'erne, er dermed kommet i problemer, og det har givet frygt på finansmarkederne for, at opsvinget i Europa og USA så også er truet. Det er efter vores opfattelse en misforståelse. Kinas og råvareproducenternes problemer er ikke en trussel mod fremgangen i USA og Europa, de er nærmere en forudsætning for den.

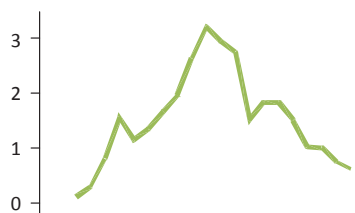
Strukturel overopsparing i lande som Kina, Japan og Tyskland giver betydelige makroøkonomiske ubalancer, og dermed vækstproblemer, på globalt plan. Det er international konkurrenceevne, der afgør fordelingen af disse problemer. I perioden frem til 2008 betød Kinas overvældende konkurrencekraft, at problemerne endte i de vestlige industrilande, og for at opretholde væksten tillod man den krediteksponering, der ultimativt resulterede i finanskrisen. Efter krisen er Kinas konkurrencekraft imidlertid eroderet, og nu er det Kina, der er presset til krediteksponering for at opretholde væksten.

På samme måde er råvareproducenterne, der før akkumulerede overskud i deres "Sovereign Wealth Funds", nu presset til at føre en lempelig finanspolitik. De globale ubalancer består, men byrden af dem, vækstproblemerne, er flyttet fra de vestlige industrilande til Kina og råvareproducenterne. Ubalancerne i Kina og de råvareproducerende lande er spejlbilledet af den forbedrede balance i de vestlige industrilande.

Deler man verden op i de ikke-råvareproducerende, vestlige industrilande (WIC) på den ene side, og resten af verden (RoW) på den anden, er det tydeligt, at fremgangen i vækstlandene i høj grad skete på de vestlige industrilandes bekostning. Drevet af Kinas konkurrencekraft og de stigende råvarepriser udviklede vækstlandenes betalingsbalanceoverskud sig i løbet af 00'erne til et meget betydeligt dræn på efterspørgslen i Vesten. Resten af verdens betalingsbalanceoverskud steg således fra 0 til 3 pct. af de ikke-råvareproducerende, vestlige industrilandes samlede BNP.

### Dræn på de vestlige industrilande\*

**Dræn på de Vestlige Industrilande\***  
 RoW overskud (% af WIC BNP)

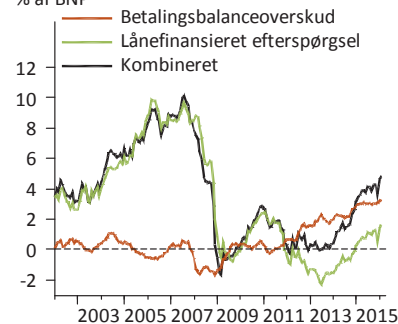


\*Industrilandene excl. Japan, Korea, Hong Kong, Singapore, Taiwan, Canada, Australien, Norge og New Zealand.

Kilde: IMF.

### Euro-området: økonomiske ubalancer

% af BNP



Kilder: IHS Global Insight og ECB.

Efter finanskrisen er dette dræn imidlertid forsvundet igen, i takt med at Kina har tabt konkurrenceevne og råvarepriserne er faldet. Det er den egentlige årsag både til vækstlandenes problemer og til opsvinget i de vestlige industrilande.

Markedet opfatter især Europa som udsat for at blive trukket ned af Kina, og europæisk økonomi har også været meget svag. Under radarhøjde på finansmarkederne er der imidlertid sket store fremskridt i retning af at genoprette balancen og genskabe vækstpotentialet i europæisk økonomi. Dykket i Kinas og råvareproducenternes betalingsbalanceoverskud er således i høj grad kommet Europa til gode, og betalingsbalancen i euroområdet er gået fra et underskud på knap 1,5 pct. af BNP i 2008 til et overskud på knap 3 pct. nu. I årene 2011-13 blev denne fremgang imidlertid overtruffet af et markant fald i den lånefinansierede efterspørgsel, der er svingfaktoren i balancen mellem opsparing og investering i den private sektor. Den lånefinansierede efterspørgsel var uholdbart høj i perioden op til finanskrisen, og efterlod virksomheder og husholdninger med en alt for høj gældsætning.

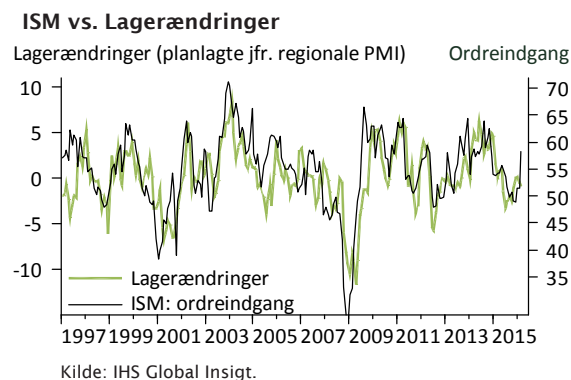
For at råde bod på dette har man i en længere periode haft fokus på gældsnedbringelse, og samlet set udviste betalingsbalancen og den lånefinansierede efterspørgsel et fald fra ca. 2 pct. af BNP i 2010 til 0 pct. i 2012-13. Dermed ville det i 2012-13 kræve et offentligt budgetunderskud på skønsmæssigt ca. 6 pct. af BNP at skabe makroøkonomisk balance mellem udbud og efterspørgsel. Det faktiske budgetunderskud lå imidlertid i begge år "kun" på ca. 3 pct., og der var således en økonomisk

ubalance (underefterspørgsel) på hele 3 pct. af BNP. Resultatet, stagnation og arbejdsløshed, udeblev derfor heller ikke.

Kombineret er betalingsbalancen og den lånefinansierede efterspørgsel imidlertid steget 4 pct. relativt til BNP siden da. Det aktuelle budgetunderskud på 2 pct. af BNP er derfor nu tilstrækkeligt til at skabe balance i økonomien, og opfattelsen af, at Europas ubalancer er strukturelle og tilsvarende Japans, er således fejlagtig efter vores vurdering. Ligeså fejlagtig som den samme opfattelse var det for USA's vedkommende i 2011, da man troede fuldt og fast på den "Ny Normal".

Investorerne tro på, at vækstlandenes problemer ville ramme USA og Europa, kom til udtryk i betydelige aktiekurs- og rentefald sidste efterår og i starten af 2016. Når denne tro blev så stærk, som udviklingen på finansmarkederne afspejler, hænger det givetvis sammen med, at investorerne så den bekræftet i en markant nedgang i konjunkturindikatorerne.

Et tidsmæssigt sammenfald er imidlertid ikke ensbetydende med en årsagssammenhæng, og konjunkturafmatningen i USA og Europa var ikke drevet af problemerne i Kina men, som så ofte før, af en lagerreduktion. Nu hvor lagernedbringelsen er ved at være tilendebragt, ser vi derfor også det forventelige rekyl i konjunkturindikatorerne. Opsvinget i USA og Europa er efter Maj Invests vurdering væsentligt bedre funderet, end det opfattes i markederne. I takt med at dette forventeligt afspejler sig i de økonomiske nøgletal, styrker dette potentialet for en fortsat optøning af pessimismen i markederne.





# OBLIGATIONSMARKEDERNE

## Aktuel prissætning

I USA har vi siden finanskrisen oplevet en serie af *risk off/risk on*-episoder, hvor renter og aktiekurser først dykkede simultant og senere også *rebounded* simultant. Set på rentemarkedet markeres begyndelsen på disse episoder af de markante rentefald i slutningen af 2008, i midten af 2010, samt i foråret 2011. Det er en udbredt opfattelse, at disse "ro/ro"-episoder var drevet af Federal Reserves QE-programmer, men efter vores opfattelse er QE kun en lille del af forklaringen. Under alle omstændigheder er det værd at bemærke, at rekylet i renten (*risk-on*) i alle tre tilfælde skete kort tid inde i QE-programmerne, længe før de var tilendebragt. Det rokker ved den udbredte opfattelse af, at ECB's QE-program sikrer lave renter i Europa langt ind i 2017.

Generelt afspejler den lange rente markedets forventninger til den korte rente i fremtiden, og vores "fair value" viser, hvad den lange rente normalt vil ligge på givet markedets forventninger til pengepolitikken. *Risk off*-perioderne, hvor renten ligger markant under fair value, kan opfattes som et nyt mønster for forventningsdannelsen, hvor markedet begynder at inddiskontere et japansk scenario med permanent lavvækst og per-

manent nulrente politik. Tilsvarende kan *risk-on* ses som udtryk for, at markedet opgiver troen på Japan-scenariet igen. De simultane *risk on/risk off*-handler på aktie- og obligationsmarkedet er udtryk for, at de to markeder, ikke overraskende, inddiskonterer Japan-scenariet samtidigt, og sidenhen også opgiver det nogenlunde samtidigt.

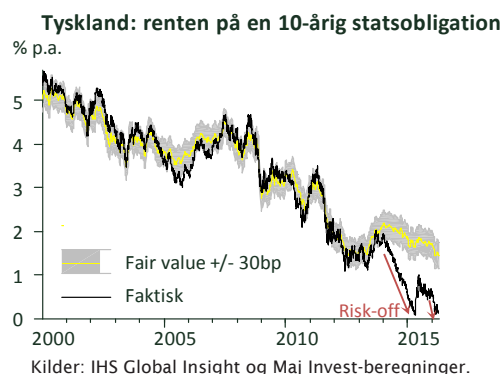
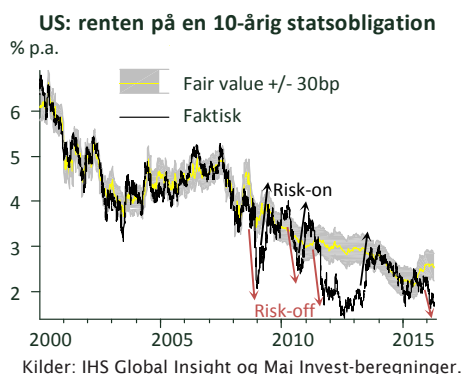
Japan-scenariet dannede også baggrund for rentefaldet i Europa gennem 2014, og det var dette rentefald, der trak de amerikanske renter, både fair value og faktisk, med ned. Når renter og aktiekurser alligevel steg i begyndelsen af 2015, var det udtryk for, at markedet, helt tilsvarende de tidligere episoder i USA, alligevel begyndte at komme i tvivl om Japan-scenariets relevans for Europa. På det seneste har opbremsningen i Kina dog atter givet pessimismen vind i sejlene og igen ført til rentefald, men efter vores opfattelse er frygten for negativ afsmitning fra Kina ubegrundet.

## Forventninger til prissætningen

Niveauet for de lange renter i Europa afspejler en reel situation, hvor markedet ikke opfatter en normalisering af ECB's styringsrente som aktuel inden for en relevant tidshorisont. Spørgsmålet er, hvor

længe obligationsmarkedet kan holde fast i dette scenarie. De p.t. lidt svagere nøgletal afspejler en igangværende, mindre lagerkorrektio, men tages som udtryk for en negativ afsmitning fra Kina. På den korte bane mindsker det faren for et yderligere rekyl i de lange renter. I takt med at den grundlæggende fremgang i europæisk og amerikansk økonomi begynder at tegne sig tydeligere i nøgletallene, kan markedet på ny komme i tvivl om Japan-scenariets relevans. Det handler ikke om, at markedet skal begynde at tro, at ECB er meget tæt på at hæve styringsrenten. Blot det at markedet begynder at tro seriøst på, at en normalisering af styringsrenten vil starte inden for de næste par år, vil være udtryk for, at man har droppet Japan-scenariet, og det vil få de lange renter til at køre yderligere op.

De ekstremt lave obligationsrenter i Europa og Japan har som nævnt også presset de amerikanske obligationsrenter ned, og samtidig undervurderer rentemarkedet efter vores vurdering potentialet for en stramning af den pengepolitiske styringsrente i USA. Samlet kan de lange renter i USA og Europa derfor ende med at stige nogenlunde parallelt.



# AKTIEMARKEDERNE

## Aktuel prissætning

Aktier handler normalt forholdsvis tæt på deres underliggende fair værdi (Maj Invest-beregning). Under dot.com-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", en i perioder udbredt mistro til, at økonomien kunne genvinde sin tidligere styrke. En mistro, som kun langsomt er svundet ind, og som senest har fået ny næring af frygten for, at Kinas og de råvareproducerende landes problemer skal bremse opsvinget i USA og Europa.

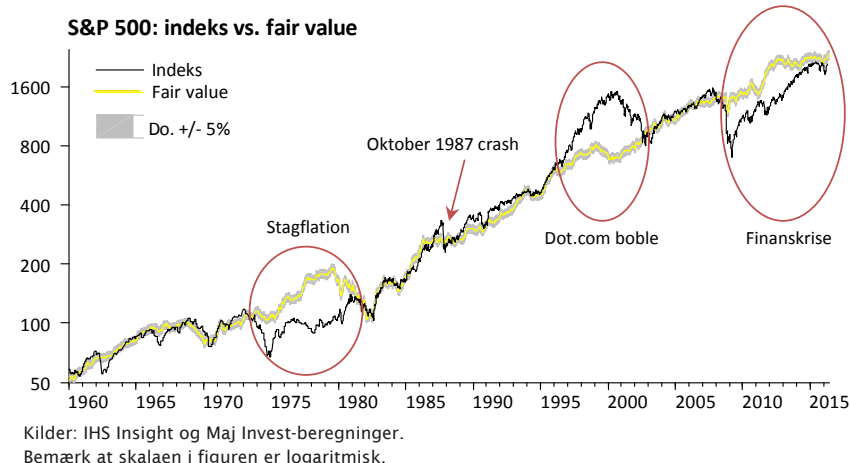
For så vidt angår USA er tilliden til holdbarheden af det økonomiske opsving nu atter så småt på vej frem, og aktuelt handler S&P 500

således på en prissætning svarende til ca. 90 pct. af fair værdi. Prissætningen af amerikanske aktier er generelt normgivende for prissætningen af globale aktier, og tilsvarende forhold vil således normalt gælde for europæiske, herunder danske, aktier.

Dog er det vores vurdering, at markederne fortsat nærer en ret udpræget mistro i forhold til holdbarheden af det økonomiske opsving i Europa, og at europæiske aktier derfor fortsat er relativt hårdt ramt af frygten for en negativ afsmitning fra Kina.

## Forventninger til prissætningen

De p.t. lidt svagere nøgletal afspejler en igangværende lagerkorrektion, men tages af markedet som udtryk for en negativ afsmitning fra Kina. I takt med at den grundlæggende fremgang i europæisk og amerikansk økonomi begynder at tegne sig tydeligere i nøgletallene, kan der derfor være potentiale for yderligere fremgang i normalisering af prissætningen for europæiske og amerikanske aktier. Eventuelle rentestigninger vil dog i givet fald begrænse potentialet for den fremadrettede stigning i fair værdi.



## NY AFDELING: MAJ INVEST HIGH INCOME OBLIGATIONER

I november måned 2015 lancerede Maj Invest en ny afdeling: Maj Invest High Income Obligationer. Afdelingen investerer fortrinsvis i højtforrentede globale stats- og virksomhedsobligationer med høj risiko, det vi også kalder risikobligationer.

Investeringsområdet 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 medlemmerne en bred eksponering mod forskellige typer af risikobligationer, og at der løbende sker en allokering af formuen mod den type af risikobligationer, som vi forventer, vil give det højeste afkast. Dermed slipper man som investor for at købe og sælge investeringsforeninger med forskellige typer af risikobligationer, alt efter hvad forventningerne til den ene eller anden type af obligationer er. Dermed undgår man som investor en række handelsomkostninger.

## Få mere information

På [www.majinvest.dk/prospekt](http://www.majinvest.dk/prospekt) finder du prospekt for afdelingen, mens dokumentet central investorerinformation findes på [www.majinvest.dk/ci](http://www.majinvest.dk/ci). Investering er forbundet med risiko for tab, og Maj Invest opfordrer til at søge rådgivning i egen bank før investering.

Målgruppe: Både frie midler og pensionsopsparing.



**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 -3,9 pct. ikke tilfredsstillende. Det generelle marked gav et afkast på -3,2 pct. for samme periode.

Hvis man som investor havde set frem til en fortsættelse af sidste års bullmarked, hvor danske aktier steg mere end 30 pct., blev man slemt skuffet i årets første kvartal. Blot fem uger inde i det nye år var markedet faldet 15 pct., volatiliteten var høj og nervøsiteten fremherskende. En række forskellige udefrakommende faktorer såsom frygt for aftagende vækst i Kina, voldsomme olieprisfald og geopolitisk uro generelt var medvirkende til uroen. Kursfaldene var store verden over, og i Kina faldt kurserne så kraftigt, at myndighederne flere gange valgte at stoppe al aktiehandel.

Helårsregnskaberne for 2015 med tilhørende forventninger til indeværende år levede ikke helt op til markedets forventninger. Flere af de større virksomheder skuffede, heriblandt Novo Nordisk, Novozymes og A.P. Møller - Mærsk. Derimod er der positive forventninger til DSV's opkøb af amerikanske UTi Worldwide. DSV har gennem en længere årrække været aktiv med succesfulde akquisitioner af væsentlig størrelse, så opkøbet af UTi Worldwide og efterfølgende integration ligger i virksomhedens dna.

I første kvartal valgte ejerne bag Scandinavian Tobacco Group at børsnotere virksomheden. I betragtning af markedsuroen var interessen, især fra udenlandske investorer, bemærkelsesværdig stor, og aktien blev børsført til en værdi på 10 mia. kr. Der spekuleres i, at Nets og DONG Energy kunne blive de næste nye aktier på Københavns Fondsbørs.

Strategien, der er fastholdt siden afdelingens lancering i 2005, fortsættes uforandret med en købmandsmæssig og pragmatisk tilgang, hvor der kontinuerligt afsøges investeringsmuligheder i det danske aktiemarked på tværs af sektorer, selskabsstørrelser og -typer. Fokus vil fortsat være på stockpicking frem for valg baseret på temaer eller makroøkonomiske forhold. Prisfastsættelsen af den enkelte aktie er en væsentlig parameter, hvor selskaberne vurderes enkeltvis ud fra en langsigtet fundamental betragtning.

### ■ Afkast

Morningstar Rating™  
Aktier – Danmark

Startdato: 16-12-2005

Fondscode: DK0060005171

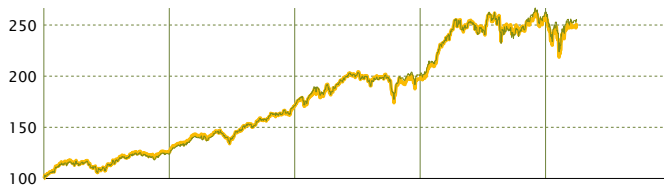
Udbyttetype: Udbyttebetalende

Indeks: OMXCCap



Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)

Indeks = 100  
Fond  
Indeks



Afkast	Fond	Indeks	Diff.
ÅTD	-3,9 %	-3,2 %	-0,6 %
Seneste kvartal	-3,9 %	-3,2 %	-0,6 %
1 år	2,3 %	4,5 %	-2,1 %
3 år ann.	20,9 %	22,1 %	-1,3 %
5 år ann.	14,6 %	15,2 %	-0,6 %

Afkast	2012	2013	2014	2015	03-2016
Fond	26,1 %	35,7 %	15,3 %	31,4 %	-3,9 %
Indeks	23,8 %	38,3 %	17,2 %	30,8 %	-3,2 %
Morningstar Kategori™	23,0 %	38,6 %	18,5 %	36,9 %	-3,6 %



## Investeringsområde

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

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

### Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

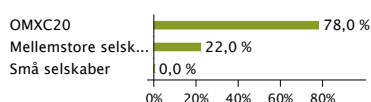
### Investingshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

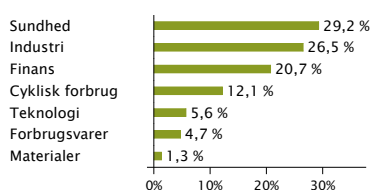
## Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 29-02-2016

### Selskabsfordeling



### Sektorfordeling for aktier



### Nøgletal

Info ratio	-0,5
Kurs/Indtjening	18,1
Kurs/Indreværdi	2,3
ROE	23,4

## 10 største investeringer

Pr. 29-02-2016

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Novo Nordisk A/S	Sundhed	DNK	9,8 %	Danske Bank	Finans	DNK	4,7 %
Coloplast A/S	Sundhed	DNK	8,0 %	ISS A/S	Industri	DNK	4,7 %
DSV A/S	Industri	DNK	7,3 %	A P Møller - Mærsk A	Industri	DNK	4,6 %
Pandora A/S	Cyklisk forbrug	DNK	5,7 %	Carlsberg B	Forbrugsvarer	DNK	4,6 %
Vestas Wind Systems	Industri	DNK	4,8 %	Tryg A/S	Finans	DNK	3,6 %

## 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.

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.

Det væsentligste positive bidrag til det relative afkast i første kvartal kom fra Bavarian Nordic, som afdelingen ikke er investeret i. Aktiens kurs følger i et vist omfang de amerikanske biotekvirksomheders kursudvikling, og disse faldt generelt 20-25 pct. i perioden. Desuden ytrede Bavarian Nordic ønske om at øge sit kapitalberedskab via aktieudstedelse, eventuelt i USA, og dette var ligeledes med til at presse aktiekursen, der faldt mere end 30 pct. i første kvartal. Overvægte i ISS og Spar Nord Bank samt det faktum, at afdelingen ikke er investeret i H. Lundbeck og Topdanmark bidrog ligeledes positivt til det relative afkast. Afdelingens største negative bidrag kom fra investering i SimCorp, der endnu ikke har fået afgørende fat på det nordamerikanske marked på trods af store forhåbninger. Dertil kommer, at virksomheden gradvist ændrer sin model for salg af kapitalforvaltnings-systemer fra engangs- til abonnementsbaserede licensaftaler. Det medfører lavere indtjening de førstkomende år, men vurderes at være mere lukrativt for virksomheden på længere sigt. Undervægt i Danske Bank samt overvægt i Solar, Sydbank og IC Group bidrog også negativt til afdelingens relative performance.

Absolut set har afdelingen sine største investeringer i Novo Nordisk, Pandora, DSV og A.P. Møller - Mærsk, der hver især udgør 7-10 pct. af den samlede beholdning. I forhold til sammenligningsindekset har afdelingen sine største overvægte i DSV, Matas, Spar Nord Bank, IC Group og Sydbank, mens de største undervægte findes i Danske Bank, Novozymes, H. Lundbeck, Chr. Hansen Holding og Københavns Lufthavne.



**Henrik Ekman**  
Aktiechef  
Ansvarlig for Maj Invest Globale Aktier.

Henrik er uddannet cand.merc. i regnskab og finansiering og har mere end 25 års erfaring med rådgivning om forvaltning af aktieporteføljer og aktieanalyse.

## MAJ INVEST GLOBALE AKTIER

### KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i første kvartal 2016 et afkast på -7,0 pct. Afkastet er ikke tilfredsstillende og lavere end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI Verden, der omregnet til danske kroner havde et afkast på -5,2 pct.

Efter den volatile og negative stemning i årets to første måneder genfandt optimismen sig igen på de internationale aktiemarkeder i marts måned. Siden årets begyndelse har først faldende oliepriser og aftagende vækst i Kina, og derefter generel recessionsfrygt påvirket markedet negativt, men forbedrede nøgletal, pæne regnskaber og stigende oliepriser fik vendt stemningen til det positive i anden halvdel af kvartalet. Bortset fra energi- og råvaresektoren, der nød godt af den positive vending i priserne, var det især de ikke-konjunkturfølsomme sektorer som forsyning og telekom, der udviklede sig mest positivt. Pharmasektoren var en undtagelse, da sektoren stadig var ramt af usikkerhed om betydningen af et politisk motiveret ønske om øget priskontrol.

Selv om kvartalet sluttede i en positiv stemning præget af bedre nøgletal mv., skabte den generelt usikre stemning i kvartalet og udtalelser fra centralbankerne basis for yderligere rentefald, hvilket førte til store kursfald på bankaktierne. Dette var den altovervejende årsag til, at afdelingen faldt mere end markedet generelt, da afdelingen havde en overvægt af bankaktier ved indgangen til kvartalet som følge af bankaktiernes prisfastsættelse og forventninger til, at positive konjunkturer ville muliggøre en vis udlånsvækst.

Trods den negative start på året fastholdes den hidtidige investeringsstrategi om, at afsøge markedet for attraktivt prisfaste investeringsmuligheder bredt fordelt på sektorer og regioner, bl.a. i lyset af Maj Invests overordnede konjunktursyn.

### ■ Afkast

Morningstar Rating™  
Aktier – Globale Large Cap Blend

★★★★

Startdato: 16-12-2005

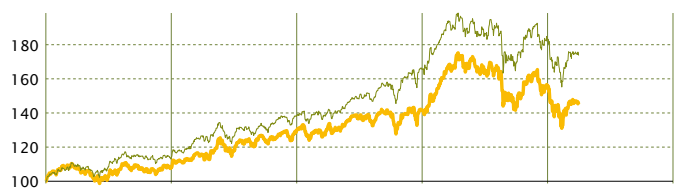
Fondscode: DK0060005254

Udbyttetype: Udbyttebetalende

Indeks: MSCI World Index inkl. nettoudbytter

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

Indeks = 100  
Fond  
Indeks



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

Afkast	2012	2013	2014	2015	03-2016
Fond	8,3 %	20,1 %	8,6 %	10,1 %	-7,0 %
Indeks	14,5 %	21,2 %	19,3 %	10,7 %	-5,2 %
Morningstar Kategori™	12,7 %	17,5 %	15,0 %	9,1 %	-5,5 %

## ■ 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:

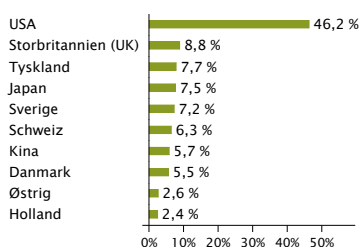
Anbefalet minimum 3 år.

Afdelingen investerer i 40-50 forskellige og primært større danske og udenlandske virksomheder bredt repræsenteret på brancher og regioner. Aktieudvælgelsen tager udgangspunkt i traditionelle nøgletal som P/E (price/earning) og K/I (kurs/indre værdi), der sættes i forhold til virksomhedens forventede indtjening og egenkapitalforrentning (ROE). Der fokuseres på det langsigtede potentiale, og der gås gerne mod strømmen, hvis det vurderes, at markedet undervurderer en virksomheds potentiale. Da der er tale om en bred global portefølje, inddrages kontinuerligt en vurdering af den internationale makroøkonomiske udvikling, når de enkelte aktier vælges.

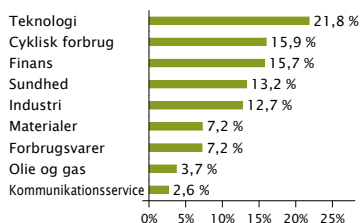
## ■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 29-02-2016

### Top 10 Lande



### Sektorfordeling for aktier



### Nøgletal

Info ratio	-0,8
Kurs/Indtjening	15,0
Kurs/Indreværdi	1,8
ROE	19,0

I afdelingen var det de gennemsnitlige aktievalg og overvægten af bankaktier inden for finans, der bidrog mest negativt, som følge af investeringerne i den schweiziske investeringsbank Credit Suisse, den engelske bank Royal Bank of Scotland og den amerikanske regionalbank Keycorp. Herudover bidrog overvægten og de gennemsnitlige valg inden for teknologi, primært pga. investeringen i den kinesiske producent af PC'ere og mobiltelefoner Lenovo. På enkeltaktieniveau bidrog den japanske bil- og motorcykelproducent Honda og den japanske industrivirksomhed Omron negativt. Generelt bidrog overvægten og de gennemsnitlige aktievalg inden for industri betydeligt positivt, især pga. investeringerne i den tyske producent af mejeriudstyr GEA og de tre svenske virksomheder Volvo, Sandvik og SKF. På enkeltaktieniveau bidrog også den engelske energivirksomhed BG Group betydeligt positivt.

Der blev i kvartalet foretaget salg af den amerikanske regionalbank Comerica, det amerikanske forsikringsselskab Prudential og den svenske industrivirksomhed SKF. Der blev til gengæld investeret i den danske vindmølleproducent Vestas, den svenske tøj-kæde Hennes og Mauritz og den amerikanske regionalbank KeyCorp.

Generelt fastholdes en overvægt af europæiske aktier og konjunkturfølsomme sektorer, idet disse områder vurderes at være relativt set mest attraktivt prisfatsat, bl.a. i lyset af Maj Invests overordnede forventninger til konjunktur- og renteutviklingen.

## ■ 10 største investeringer

Pr. 29-02-2016

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
United Health Group	Sundhed	USA	3,1 %	EMC Corp / Mass	Teknologi	USA	2,9 %
Cisco Systems Inc	Teknologi	USA	3,0 %	Isuzu Motors Ltd.	Cyklisk forbrug	JPN	2,9 %
Samsonite International SA	Cyklisk forbrug	CHN	3,0 %	SAP AG	Teknologi	DEU	2,9 %
Oracle	Teknologi	USA	3,0 %	TJX Cos.	Cyklisk forbrug	USA	2,8 %
Novo Nordisk A/S	Sundhed	DNK	3,0 %	Merck & Co Inc/NJ	Sundhed	USA	2,8 %

## ■ Juridisk information

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

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



**Kurt Kara**  
Aktiechef



**Ulrik Jensen**  
Seniorporteføljemanager

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

Kurt er uddannet cand.polit. Han har 17 års erfaring med investering og har gennem alle årene haft stor fokus på valueinvesteringer. Ulrik er uddannet cand.merc. og har 14 års erfaring med aktieanalyse og valueinvestering.

## MAJ INVEST VALUE AKTIER OG VALUE AKTIER AKKUMULERENDE

### KÆRE INVESTOR

Afdeling Value Aktier gav i første kvartal 2016 et afkast på -3,0 pct., mens afdeling Value Aktier Akkumulerende gav et afkast på -2,8 pct. Afkastene er ikke tilfredsstillende, men bedre end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI Verden, der omregnet til danske kroner havde et afkast på -5,2 pct.

Afkastet for kvartalet var negativt, og der sås nu tvivl om, hvorvidt det bullmarked, der begyndte i midten af 2009, stadig er intakt. Tvivlen skyldes ikke indikatorer for selskabernes nuværende indtjening eller makroøkonomien generelt, da de peger på en fornuftig indtjenings- og BNP-vækst globalt set.

Kilden til uroen på de finansielle markeder skyldes snarere investorernes negative syn på fremtiden for lande som Kina og Japan, og til dels også Europa. Det kinesiske aktiemarked faldt markant ved årets begyndelse, og de store kursfald fra forrige år så ud til at fortsætte fremadrettet. Dette trak emerging markets yderligere ned. Derudover har der været stigende fokus på, at Abenomics i Japan ikke virker, og at noget tyder på (endnu) en falsk start på det japanske aktiemarked. Slutteligt er Europa atter en zone med politisk risiko, ikke mindst fordi Storbritannien skal stemme om et fortsat medlemskab af EU. Dårliche nyheder fra Deutsche Bank samt Volkswagen var med til at forstærke et i forvejen skeptisk syn på udviklingen i eurozonen.

På valutamarkedene var der større bevægelser, og dollaren satte sig med godt 5 pct. over for euro, efter at den amerikanske centralbank har nedtonet retorikken i forbindelse med renteforhøjelser for ikke at skabe international finansiell ustabilitet. Trods kursfaldet på 5 pct. var det amerikanske aktiemarked for en dansk investor alligevel bedre end Europa under ét og Japan.

Afdelingen har fortsat en betydeligt andel af investeringer i USA, og derfor vil den på kort sigt være påvirket af udsving i dollar over for andre landes valutaer. Dog er denne effekt på længere sigt stort set 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

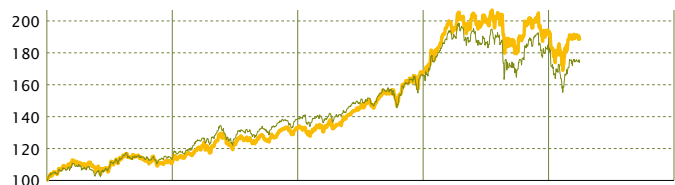
Fondskode: DK0060005338

Udbyttetype: Udbyttebetalende

Indeks: MSCI World Index inkl. nettoudbytter

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

Indeks = 100  
Fond  
Indeks



Afkast	Fond	Indeks	Diff.
ÅTD	-3,0 %	-5,2 %	-2,2 %
Seneste kvartal	-3,0 %	-5,2 %	-2,2 %
1 år	-4,1 %	-9,3 %	5,2 %
3 år ann.	15,6 %	11,1 %	4,4 %
5 år ann.	14,2 %	11,3 %	3,0 %

Afkast	2012	2013	2014	2015	03-2016
Fond	12,0 %	19,0 %	26,3 %	14,9 %	-3,0 %
Indeks	14,5 %	21,2 %	19,3 %	10,7 %	-5,2 %
Morningstar Kategori™	12,7 %	17,5 %	15,0 %	9,1 %	-5,5 %

## ■ 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:

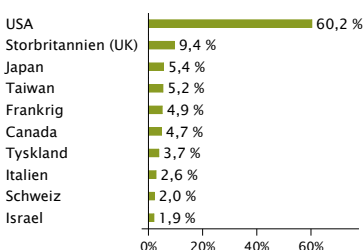
Anbefalet minimum 3 år.

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. 29-02-2016

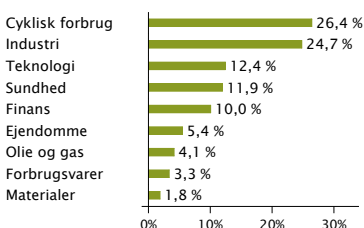
### Top 10 Lande



Kvartalets bedste aktier i porteføljen var den taiwanesiske halvlederproducent TSMC, den amerikanske medievirksomhed Scripps Networks Interactive og det japanske konstruktionsselskab Daito Trust, der alle tre steg med godt 15 pct.

Periodens dårligste aktier var CF Industries og Next Plc., der begge faldt med over 20 pct. Mens faldet i CF Industries skyldtes uroen på de kinesiske markeder, herunder den mindre devaluering af yuan, faldt Next Plc. på grund af en udmelding om en mindre efterspørgsel på deres varer i 2016.

### Sektorfordeling for aktier



Vi foretog i kvartalet ikke væsentlige ændringer i porteføljen, da vi vurderede, at de selskaber, der indgår, på sigt vil kunne generere et tilfredsstillende afkast i både absolut som relativ forstand.

### Nøgletal

Info ratio	1,0
Kurs/Indtjening	14,9
Kurs/Indreværdi	2,1
ROE	26,4

## ■ 10 største investeringer - Maj Invest Value Aktier

Pr. 29-02-2016

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
United Tech. Corp	Industri	USA	5,8 %	Autozone	Cyklisk forbrug	USA	4,9 %
Daito Trust Construct Co. Ltd	Ejendomme	JPN	5,4 %	Canadian Natl Railway Co.	Industri	CAN	4,6 %
Taiwan Semiconductor	Teknologi	TWN	5,2 %	IBM	Teknologi	USA	4,5 %
Union Pacific Corp	Industri	USA	5,1 %	Scripps Networks Inter-CL A	Cyklisk forbrug	USA	4,4 %
Christian Dior	Cyklisk forbrug	FRA	4,9 %	American International Group	Finans	USA	4,3 %

## ■ 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.





**Pascal Pierre Lasnier**  
Aktiechef



**Lars Rømer Sørensen**  
Co-porteføljemanager

Pascal og Lars er ansvarlige for afdeling Maj Invest Emerging Markets.

Pascal har 24 års erfaring med investeringer og aktieudvælgelse inden for globale aktier, og Lars har mere end 25 års erfaring med investeringer i emerging markets.

## MAJ INVEST EMERGING MARKETS

### KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i første kvartal 2016 et afkast på -2,0 pct. Afkastet er ikke tilfredsstillende og lavere end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI Global Emerging Markets, der omregnet til danske kroner havde et positivt afkast på 1,4 pct. Som altid bør afkastet ses over en periode på minimum tre år, der er den korteste anbefalede investeringshorisont.

Fra den første dag i året faldt globale aktier kraftigt og fortsatte nedturen helt frem til midten af februar med et samlet fald på 14 pct. Årsagen blev forklaret med fornyet frygt for den globale økonomi, målt på hvor meget olieprisen faldt, hvor meget det kinesiske A-aktiemarked eller valuta faldt og rapporter om et potentielt kommende finansielt kollaps i Kina. Den egentlige årsag til faldet skal formentlig findes i, at nogle rige olielande mangler indtægter pga. den lave oliepris og derfor solgte kraftigt ud af deres aktiebeholdninger. Resultatet af tumulten blev, at lande som Kina og Hong Kong faldt så kraftigt, at de i midten af februar blev handlet på billigere niveauer end under Asienkrisen i 1998. Panikken medførte, at nationalbanker i alle større lande måtte indføre tiltag for at få genrejst økonomien. Siden medio februar og til ultimo kvartalet har emerging markets genvundet alle tabene og ligger på et næsten rundt nul på året indtil videre.

De største tab i afdelingen skyldes dels overvægt i kinesiske højvækstaktier, store fald i afdelingens investeringer i malaysiske Parkson Retail og sydafrikanske Nampak. Kvartalet bød på store stigninger i råvareafhængige lande som Rusland, Sydafrika, Columbia, Brasilien osv. Afdelingen er stærkt undervægtet i disse kriselande, hvilket også bidrog negativt til afdelingens afkast.

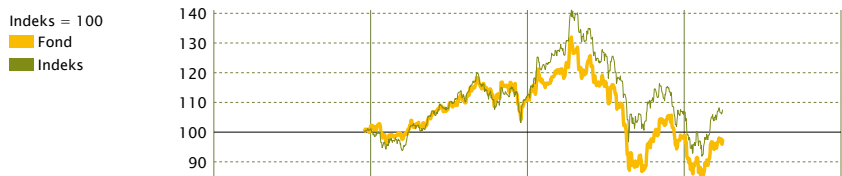
Omvendt bidrog afdelingens undervægt i Indien, hvor den økonomiske situation ser dystre ud og aktiemarkedet er meget dyrt, positivt. Yderligere bidrog afdelingens investeringer i Indonesien og i de tre latinamerikanske aktier, Copa, Hypermarcas og Marcopolo, positivt til afkastet. Indonesien og Filippinerne fortsætter med at være inde i en særdeles sund makroøkonomisk udvikling med pænt stigende virksomhedsindtjening. Afdelingen fortsætter med at have stor overvægt i disse to lande.

### ■ Afkast

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

Afkast	Fond	Indeks	Diff.
ÅTD	-2,0 %	1,4 %	-3,4 %
Seneste kvartal	-2,0 %	1,4 %	-3,4 %
1 år	-20,8 %	-17,3 %	-3,5 %
3 år ann.	-	-	-
5 år ann.	-	-	-

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



Afkast	2013	2014	2015	03-2016
Fond	-	9,5 %	-11,3 %	-2,0 %
Indeks	-	11,2 %	-5,0 %	1,4 %
Morningstar Kategori™	-	10,5 %	-4,4 %	-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.

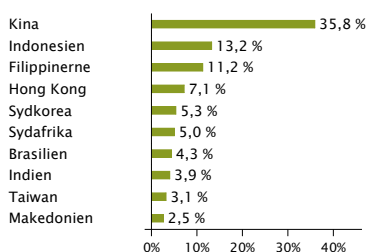
### Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

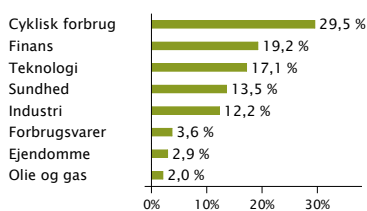
## ■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 29-02-2016

### Top 10 Lande



### Sektorfordeling for aktier



### Nøgletal

Info ratio	-
Kurs/Indtjening	13,3
Kurs/Indreværdi	2,1
ROE	18,5

## ■ 10 største investeringer

Pr. 29-02-2016

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
GT Capital Holdings Inc	Cyklisk forbrug	PHL	8,0 %	Bank Rakyat Indonesia Persero	Finans	IDN	4,2 %
Sinopharm Group Co Ltd	Sundhed	CHN	4,9 %	China Everbright International	Industri	CHN	4,1 %
AIA Group Ltd	Finans	HKG	4,5 %	Axis Bank Ltd	Finans	IND	3,9 %
CT Environmental Group Ltd	Industri	CHN	4,4 %	I-SENS Inc	Sundhed	KOR	3,8 %
Ping An Insurance Group Co Of	Finans	CHN	4,3 %	Lenovo Group Ltd	Teknologi	CHN	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.

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.

Afdelingen fastholder undervægten i råvareafhængige lande som Rusland, Sydafrika, Columbia, Brasilien osv. Kina arbejder på en nedlukning af overkapaciteten i stål- og metalsektoren, hvilket er godt for den globale stål- og metalsektor, men negativt for leverandører til denne sektor.

Der er en interessant udvikling igang imod præsident Dilma Rousseff i Brasilien, hvor folket forsøger at få afsat den skandaløse og korrupsionsanklagede præsident. Hvis det lykkes at få et magtskifte i Brasilien, kan det forhåbentlig medføre enden på den enorme krise, Brasilien befinder sig i for tiden. Afdelingen er undervægtet med ca. 1 pct. i Brasilien.

Indonesien og Filippinerne er inde i en særdeles sund makroøkonomisk udvikling med pænt stigende virksomhedsindtjening. Afdelingen har en stor overvægt i disse to lande.

Vi vil ligeledes bevare overvægten i vækstområder i "Det nye Kina", særligt inden for miljø- og vandrensning, forsikring og sundhed, samt i særligt stærke teknologiaktier, der har en stor konkurrencemæssig fordel. Efter de store fald i januar er disse aktier blevet aldeles attraktive. Vi vil fortsat være nulvægtet i sektorer i "det gamle Kina", såsom materialer, energi, kapitalgoder, telekom og statsbanker.



**Henrik Ekman**  
Aktiechef



**Jacob Sandbæk**  
Porteføljemanager

Henrik og Jacob er ansvarlige for Maj Invest Global Sundhed.

Henrik har mere end 25 års erfaring med rådgivning om forvaltning af aktieporteføljer og aktieanalyse. Jacob har mere end 8 års analyse- og investeringserfaring, særligt inden for områderne, industri, sundhed og miljø.

## MAJ INVEST GLOBAL SUNDHED

### KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i første kvartal 2016 et afkast på -6,1 pct. Afkastet er ikke tilfredsstillende og lavere end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI Verden, der omregnet til danske kroner havde et afkast på -5,2 pct. Afdelingens afkast bør dog som altid ses over minimum tre år.

Kvartalet blev præget af stor uro på aktiemarkedet, især drevet af bekymringen for, at den aftagende vækst i Kina ville ramme den spirende økonomiske fremgang i både USA og Europa negativt. Disse generelle bekymringer smittede også af på porteføljens afkast, men samtidig kom der yderligere fokus på medicinalindustriens priser på deres produkter. Det førte til, at sundhedsplejeområdet under ét havde markedets største fald i første kvartal, noget atypisk i et faldende marked for en ikke-konjunkturfølsom sektor.

Aktierne inden for de mere konjunkturfølsomme områder, der er eksponeret mod miljø- og klimaområdet og området for energieffektivitet, og som udgjorde ca. 65 pct. af porteføljen ved indgangen til kvartalet, klarede sig samlet og relativt set godt i kvartalet. Dette skyldes til dels den relative værdiansættelse til andre sektorer, herunder sundhedspleje, ved indgangen til 2016. De konjunkturfølsomme selskaber blev i 2015 negativt ramt og blev dermed relativt set billigere prisfastsat, hvilket var en af grundene til, at porteføljens vægt mod disse selskaber blev øget i slutningen af 2015.

Selskaberne i porteføljen inden for sundhedspleje, som ved indgangen til året udgjorde ca. 35 pct. af porteføljen, bidrog negativt til afkastet i første kvartal. Udviklingen skal ses som en forlængelse af de bekymringer, som opstod på baggrund af kommentarer fra Hillary Clinton i forbindelse med den amerikanske valgkamp om at begrænse industriens prisstigninger. Selvom den reelle effekt på selskabernes indtjening sandsynligvis vil vise sig at være begrænset på længere sigt, har markedsstemningen i første kvartal af 2016 vist sig at være særdeles negativ.

### ■ Afkast

Morningstar Rating™  
Sektor – Øvrige, Aktier

Startdato: 10-11-2008

Fondskode: DK0060157196

Udbyttetypen: Udbyttebetalende

Indeks: MSCI World Index inkl. nettoudbytter

Afkast	Fond	Indeks	Diff.
ÅTD	-6,1 %	-5,2 %	-1,0 %
Seneste kvartal	-6,1 %	-5,2 %	-1,0 %
1 år	-13,1 %	-9,3 %	-3,8 %
3 år ann.	14,4 %	11,1 %	3,3 %
5 år ann.	-	-	-

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

Indeks = 100  
■ Fond  
■ Indeks



Afkast	2013	2014	2015	03-2016
Fond	-	23,9 %	11,3 %	-6,1 %
Indeks	-	19,3 %	10,7 %	-5,2 %
Morningstar Kategori™	-	-	-	-

## ■ Investeringsområde

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

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

### Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

### Investeringshorisont:

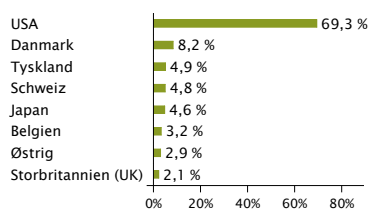
Anbefalet minimum 3 år.

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

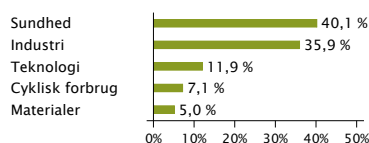
## ■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 29-02-2016

### Top 10 Lande



### Sektorfordeling for aktier



### Nøgletal

Info ratio	0,6
Kurs/Indtjening	17,0
Kurs/Indreværdi	2,4
ROE	16,3

I kvartalet blev afkastet overordnet set negativt påvirket af overvægten inden for sundhedspleje, da sektoren viste væsentligt større fald end markedet. Især investeringerne i Vertex (USA, biotek) og Express Scripts (USA, indkøbsorganisation) bidrog negativt. Til gengæld påvirkede overvægten af aktier inden for miljø og klima og energieffektivitet, der faldt mindre end markedet, det relative afkast positivt. Tilsvarende bidrog de gennemsnitlige aktievalg inden for disse områder positivt, bl.a. som følge af investeringerne i Cummins (USA, effektive lastbilmotorer), Umicore (Belgien, genbrug af batterier) og Clarcor (USA, luftfiltre mv.). Sunpower (USA, solpaneler) bidrog til gengæld betydeligt negativt.

Udover mindre omlægninger blev der i kvartalet foretaget en nyinvestering i Samsung SDI (Sydkorea, batterier), mens Johnson Control (USA, biludstyr) blev solgt ud. Samsung SDI vurderes at være godt positioneret mod batterier til diverse produkter, herunder især til det hurtigt voksende marked for el- og hybridbiler. Eksponeringen mod selskaber inden for miljø og klima, energieffektivitet samt sundhedspleje fastholdes i forholdet ca. 65 pct. og ca. 35 pct. fordelt på hhv. 25 og 15 selskaber.

Afdelingen fastholder strategien om en eksponering mod flere stærke globale tendenser som den voksende befolkning, den demografiske udvikling i I-landene, vækst i levestandard globalt og øget pres på jordens ressourcer.

## ■ 10 største investeringer

Pr. 29-02-2016

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Umicore	Industri	BEL	3,1 %	Andritz AG	Industri	AUT	2,9 %
Vestas Wind Systems	Industri	DNK	3,1 %	Merck & Co Inc/NJ	Sundhed	USA	2,8 %
Rockwell Automation Inc	Industri	USA	3,1 %	Mylan NV	Sundhed	USA	2,8 %
Owens Corning	Materialer	USA	2,9 %	PerkinElmer Inc	Sundhed	USA	2,8 %
Novo Nordisk A/S	Sundhed	DNK	2,9 %	Xylem Inc/NY	Industri	USA	2,8 %

## ■ Juridisk information

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

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



**Gustav Bundgaard Smidth**  
Porteføljemanager  
Ansvarlig for Maj Invest Danske  
Obligationer.

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



## MAJ INVEST DANSKE OBLIGATIONER

### KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i første kvartal 2016 et afkast på 1,0 pct. Afkastet er ikke tilfredsstillende og lavere end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset EFFAS 1-10 år, der gav 2,3 pct.

Isoleret set er kvartalets resultat ikke tilfredsstillende i forhold til sammenligningsindekset. Dog bør afdelingens afkast altid ses over en periode på minimum tre år.

Første kvartal bød på en del turbulens på de finansielle markeder, hvor investorer solgte aktier og kreditobligationer og søgte mod statsobligationer, som agerede "sikker havn". Eksempelvis faldt den 10-årige tyske statsobligationsrente fra 0,63 pct. ved årets begyndelse til 0,15 pct. ved udgangen af første kvartal. Dermed er vi ikke langt fra renteniveauerne i foråret 2015. Set med vores øjne, er det meget svært at se en investeringsmæssig grund til at investere i lange statsobligationer. Renten er simpelthen så lav, at man kan miste mange års renteafkast i form af kurstab på en enkelt dag. Det ændrer dog ikke på, at lange statsobligationer har været blandt de bedste investeringer i første kvartal. Desværre har afdelingen ikke haft betydelige investeringer i dette segment igennem længere tid, hvorfor afdelingens afkast er lidt lavere end sammenligningsindekset.

Afdelingen har primært investeringer i realkreditobligationer og kreditobligationer. Her vurderer vi, at det langsigtede afkastpotentiale er størst, og det har begunstighederne i første kvartal ikke ændret på. Vi udnyttede uroen i løbet af kvartalet til at øge porteføljens eksponering mod kreditobligationer. Blandt andet har vi købt en 5-årig obligation udstedt af Mærsk.

Porteføljevarigheden er i løbet af kvartalet mindsket fra ca. 3,3 til 2,6, hvilket afspejler, at vi fortsat tror, at obligationsrenterne kommer til at stige på sigt.

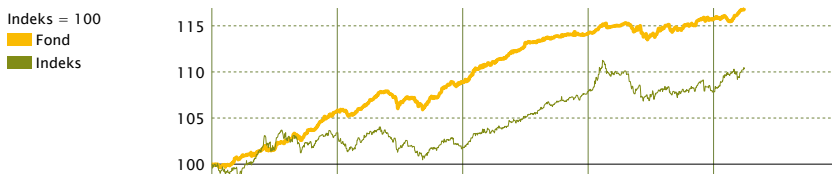
### ■ Afkast

Morningstar Rating™  
Obligationer – DKK Øvrige

★★★★★

Startdato: 16-12-2005  
Fondskode: DK0060005098  
Udbyttetype: Udbyttebetalende  
Indeks: Bloomberg-EFFAS 1 – 10 år

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



Afkast	Fond	Indeks	Diff.
ÅTD	1,0 %	2,3 %	-1,3 %
Seneste kvartal	1,0 %	2,3 %	-1,3 %
1 år	1,6 %	0,5 %	1,2 %
3 år ann.	3,1 %	2,2 %	0,9 %
5 år ann.	4,8 %	4,1 %	0,8 %

Afkast	2012	2013	2014	2015	03-2016
Fond	5,9 %	2,9 %	4,8 %	1,4 %	1,0 %
Indeks	3,4 %	-1,5 %	5,9 %	0,0 %	2,3 %
Morningstar Kategori™	4,6 %	-0,3 %	5,4 %	-0,8 %	1,9 %



## ■ 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:

Både frie midler og pensionsmidler.

### Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

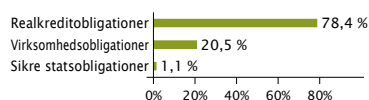
Afdelingen investerer i obligationer, der er udstedt i danske kroner. Dog kan obligationer udstedt i euro udgøre op til 20 pct. af afdelingen. Der er således meget begrænset valutarisiko ved at investere i afdelingen.

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. 29-02-2016

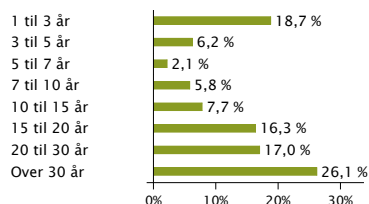
### Fordeling på obligationstyper



### Obligationstil

Effektiv varighed 2,6

### Løbetid – eksponering



Som nævnt var det primært lange statsobligationer, der gav høje afkast i første kvartal. Dog var afkastet på lavere forrentede 30-årige realkreditobligationer også flot pga. det markante rentefald. De afkastmæssige top-scørere i porteføljen var derfor de lavtforrentede 30-årige konverterbare realkreditobligationer, som med afkast på op imod 4 pct. i kvartalet bidrog pænt. Generelt gjorde de konverterbare realkreditobligationer det godt, og den samlede portefølje af konverterbare realkreditobligationer gav et afkast på mere end 2,5 pct. i kvartalet. Omvendt gav de variabelt forrentede realkreditobligationer i porteføljen kun et marginalt positivt afkast. Disse obligationer klarer sig bedst ved rentestigninger, hvorfor de ligger i porteføljen. Deres afkast i første kvartal skal ses i dette lys.

Porteføljen af kreditobligationer gav samlet et afkast på ca. 1 pct. i kvartalet, men det dækker over relativt store forskelle. Enkelte obligationer gav negative afkast, mens størstedelen gav afkast i størrelsesordenen 0,5 pct. til 2 pct.

Kreditobligationer blev undervejs i kvartalet noget mere attraktivt prisfastsat, og vi købte ansvarlig kapital fra Danske Bank og en 5-årig seniorobligation fra Mærsk. Begge obligationer har givet positive afkast siden købstidspunktet.

## ■ 10 største investeringer

Pr. 29-02-2016

Navn	Type	Vægt	Navn	Type	Vægt
Nordea 2'47	Realkreditobligationer	5,5 %	BRF 2.5'47	Realkreditobligationer	3,3 %
DLR 6m Cibor-15bp juli'18 IO	Realkreditobligationer	4,9 %	RD 1.5'32	Realkreditobligationer	3,0 %
NYK Konv. 2.5'47	Realkreditobligationer	4,9 %	RD 1'32	Realkreditobligationer	2,7 %
RD 0.5% 2027	Realkreditobligationer	4,7 %	BRF 1'19 apr	Realkreditobligationer	2,6 %
BRF 1'32	Realkreditobligationer	3,9 %	Banknordik 10.4% 2016/perp	Virksomhedsobligationer	2,6 %

## ■ Juridisk information

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

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



**Peter Mosbæk**  
CIO, obligationschef  
Ansvarlig for Maj Invest 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 første kvartal 2016 et afkast på 0,6 pct., hvilket ikke er tilfredsstillende og lavere end sammenligningsindekset EFFAS 1-10 år, der gav et afkast på 2,3 pct.

Afdelingens første kvartal var ikke imponerende, især ikke relativt til hvad andre afdelinger gav. Vi har siden august 2015 langsomt øget andelen af risikoobligationer på bekostning af mere sikre realkreditobligationer. De lange sikre statsobligationer har vi ikke haft i porteføljen i en rum tid. I første kvartal havde lange sikre statsobligationer dog været den bedste obligationstype at have i porteføljen. Da afdelingens varighed er forholdsvis lav, og der ikke er nogen sikre statsobligationer i porteføljen, betød det, at afdelingens afkast haltede lidt. Samtidig havde de mere risikable obligationer det forholdsvis hårdt i de første par måneder af 2016.

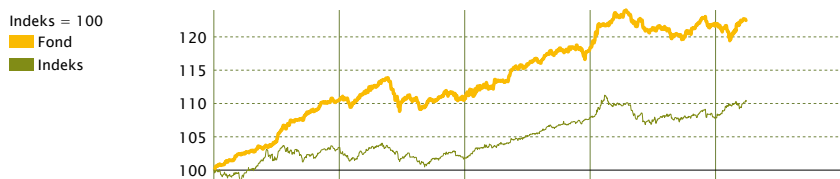
Det kraftige rentefald på sikre statsobligationer var primært drevet af en "flugt mod sikre havne", hvor investorerne solgte aktier og kreditobligationer og i stedet investerede i sikre obligationer stort set uden at skele til den rente, de får på investeringen. Rentefaldet var yderligere understøttet af flere pengepolitiske lempelser fra Den Europæiske Centralbank (ECB) og Bank of Japan (BOJ). ECB sænkede renten yderligere og øgede deres opkøbsprogram til også at omfatte virksomhedsobligationer af høj kvalitet, mens BOJ valgte at introducere negative renter for første gang. Bortset fra et fald i renterne på statsobligationer lader effekten af disse tiltag til at være forholdsvis begrænsede og nok mere negative end positive. F.eks. er der kommet mere fokus på de omkostninger, de negative renter har på bankernes indtjening. I sidste ende er det bankerne, som skal være med til at finansiere investeringer via lån til virksomheder. Det er lidt svært at se det ske i et scenario, hvor de skal holde mere kapital, samtidig med at deres indtjening bliver negativt påvirket af centralbankernes eksperimentelle pengepolitik.

### ■ Afkast

Morningstar Rating™ ★★★★★  
Obligationer – Globale EUR Fokus  
Startdato: 16-12-2005  
Fondskode: DK0060004950  
Udbyttetype: Udbyttebetalende  
Indeks: Bloomberg-EFFAS 1 – 10 år

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

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



Afkast	2012	2013	2014	2015	03-2016
Fond	10,5 %	0,2 %	6,9 %	3,0 %	0,6 %
Indeks	3,4 %	-1,5 %	5,9 %	0,0 %	2,3 %
Morningstar Kategori™	7,7 %	-0,1 %	5,8 %	0,8 %	0,5 %

## ■ 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.

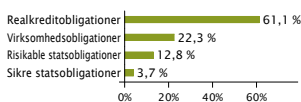
Afdelingen kan investere i alle obligationstyper uanset kreditvurdering og valuta. Det betyder, at afdelingen kan investere i emerging markets-obligationer og op til 35 procent af formuen i high yield-obligationer. Da disse investeringer er forbundet med en større risiko end danske obligationer, må afdelingen 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.

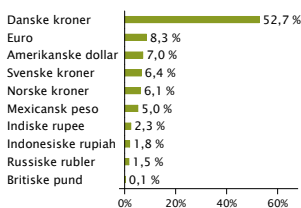
## ■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 29-02-2016

### Fordeling på obligationstyper



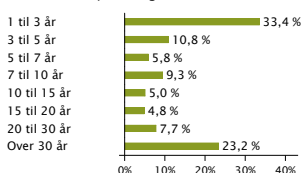
### Fordeling på valuta



### Obligationstilt

Effektiv varighed 2,2

### Løbetid - eksponering



Afdelingen investerer i flere typer globale obligationer. Overordnet set består Maj Invest Globale Obligationer af "sikre" statsobligationer, "risikable" statsobligationer, realkreditobligationer og kreditobligationer. På trods af at kvartalet har været præget af betydelig uro på de finansielle markeder, endte de fleste obligationstyper med at give et beskedent plus. I afdelingen klarede de risikable statsobligationer sig fornuftigt målt i kroner på trods af uro og en svagere dollar. Kvartalets bedste investering var en russisk statsobligation købt i begyndelsen af marts. Derudover investerede vi i løbet af kvartalet i argentinske statsobligationer ud fra en forventning om, at Argentina i 2016 endelig vil få løst sine problemer, der er knyttet til landets statsbankerot tilbage i 2001. Realkreditobligationerne klarede sig ligeledes fornuftigt, mens kreditobligationerne generelt havde det en del sværere. Fremadrettet ser vi mest potentiale i kreditobligationer og risikable statsobligationer. Der kan meget vel komme mere uro, men disse aktivklasser er mest attraktivt prissat. Set over hele kvartalet blev danske kroner styrket i forhold til en lang række valutaer, herunder dollar og pund. På trods af at vi igennem 2015 generelt har nedbragt valutaeksponeringen i afdelingen, er der stadig nogle få dollarobligationer, mens en lang række emerging markets-obligationer i perioder følger dollar forholdsvis tæt. Derfor påvirkede valutakursudviklingen det samlede afkast negativt med ca. 0,5 procentpoint. Det er fortsat vores forventning, at vi i den kommende periode vil opretholde en forholdsvis lav eksponering mod dollar.

## ■ 10 største investeringer

Pr. 29-02-2016

Navn	Type	Vægt	Navn	Type	Vægt
DLR 6m Cbor-15bp juli'18 IO	Realkreditobligationer	4,8 %	NYK 2'18apr G RO2	Realkreditobligationer	3,3 %
RD 2.5 '47	Realkreditobligationer	3,8 %	Nyk 3m Cbor flat okt17 RO-2 G	Realkreditobligationer	3,3 %
EIB 4.25 05/19/2017 NOK	Sikre statsobligationer	3,7 %	SBAB 2 jun 20 Bostad	Realkreditobligationer	3,2 %
Nordea Bostad 2% 2018 Jun	Realkreditobligationer	3,5 %	RD 6M Cita+20bp Juli 17	Realkreditobligationer	2,7 %
DLR 2'18apr AT	Realkreditobligationer	3,3 %	Mexico Statsobl. 6.5% 2022	Risikable statsobligationer	2,5 %

## ■ 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  
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 første kvartal 2016 et afkast på 0,5 pct. Afkastet er tilfredsstillende.

Første kvartal i 2016 var det første hele kvartal for afdelingen siden etableringen, og der er ingen tvivl om, at afdelingen har fået en volatil start. På trods af at afdelingen endte kvartalet med et positivt afkast, dækker afkastet over store udsving og betydelige kursfald i den første del af perioden. Fra årets begyndelse og frem til midten af februar måned havde aktier og kreditobligationer det meget svært. Da det så værst ud, var tyske aktier faldet med næsten 20 pct., mens afdeling High Income Obligations på et tidspunkt var nede med næsten 4 pct. Der kan være mange årsager til de store kursfald, men der er ingen tvivl om, at den kraftigt faldende oliepris kombineret med en generel bekymring for den fremtidige vækst har været betydelige faktorer. Derudover er der næppe tvivl om, at en del investorer blev grebet af panik og solgte, fordi de frygtede yderligere kursfald. En anden sandsynlig forklaring er, at flere af de olieeksporterende lande har solgt finansielle aktiver som følge af, at deres eksportindtægter er faldet kraftigt.

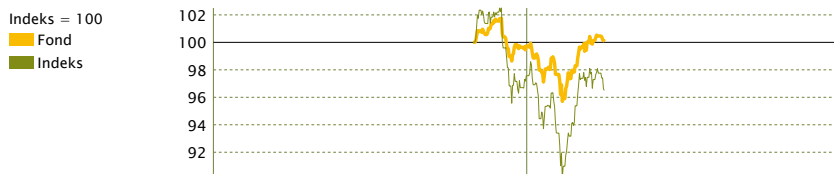
Ved udgangen af kvartalet var vi næsten tilbage på de niveauer, vi begyndte året på, selvom nogle aktiver selvfølgelig har klaret sig bedre end andre. Det er stadig vores vurdering, at udvalgte kreditobligationer og emerging markets-obligationer var forholdsvis attraktivt prissat ved kvartalets udgang. I modsætning til hvad der er tilfældet på de mere sikre obligationer, får man her en betydelig løbende rentebetaling, som kompenserer for de kursudsving, man oplever. Som udviklingen i første kvartal viser, skal man være bevidst om, at denne type af obligationer kan falde i kurs, og at de normalt følger aktiemarkedet, både op og ned i værdi.

### ■ Afkast

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

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

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



Afkast	2015	03-2016
Fond	-	0,5 %
Indeks	-	-1,1 %
Morningstar Kategori™	-	-2,4 %

## ■ Investeringsområde



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

### Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

### Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

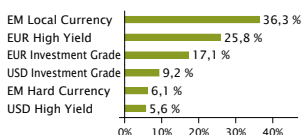
Afdelingen investerer fortrinsvis i højtforrentede globale stats- og virksomhedsobligationer med høj risiko, også kaldet risikobligationer. Det gør afdelingen til et oplagt supplement til de øvrige obligationsafdelinger for investorer, der ønsker højere risiko og større afkastmuligheder.

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

## ■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 29-02-2016

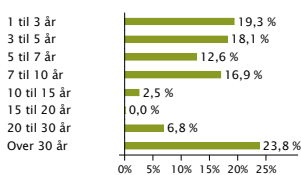
### Fordeling på obligationstyper



### Obligationstilt

Effektiv varighed 3,0

### Løbetid – eksponering



I første kvartal var det overordnet set emerging markets-obligationerne, som klarede sig bedst i porteføljen. Både investeringerne i lokal og hård valuta gav et afkast på godt 1,5 pct. Blandt investeringerne i lokal valuta klarede særligt investeringerne i Indonesien, Polen samt en ny investering i Rusland sig rigtig flot. Til gengæld havde Mexico og Indien det noget svære. I hård valuta har afdelingen investeringer i Vietnam, Nigeria, Sri Lanka og Argentina. De to sidstnævnte er nye investeringer i første kvartal. Alle gav et positivt afkast, og Argentina var med et afkast på knap 3 pct. den bedste investering af de fire.

Porteføljen af kreditobligationer gav et afkast på ca. 0,2 pct. Det dækker over forskellige afkast på de mere end 40 kreditobligationer, som lå i porteføljen ved udgangen af kvartalet. Blandt de kreditobligationer, som gav det bedste afkast, er udstedelser fra BHP og VW. Vi foretog i første kvartal investeringer i udvalgte amerikanske high yield-selskaber. Der er investeret i obligationer udstedt af hospitaler og teleselskaber. Vi forventer at øge eksponeringen i andet kvartal. Generelt bidrog valutakursændringer negativt til afkastet i første kvartal. Ser man bort fra valutabevægelserne havde afkastet været ca. 1 procentpoint højere. For at valutabevægelserne ikke skal få alt for stor betydning, afdækker vi løbende dele af særligt eksponeringen mod dollar. Ved udgangen af kvartalet udgjorde den åbne dollareksponering ca. 10 pct. af porteføljens værdi.

## ■ 10 største investeringer

Pr. 29-02-2016

Navn	Type	Vægt	Navn	Type	Vægt
POLGB 3.25% 2019	EM Local Currency	6,1 %	Mexico 8% 2020	EM Local Currency	2,5 %
IFC 6.45 2018 (INR)	EM Local Currency	5,7 %	Maersk 3.75 09/22/24 144a	USD Investment Grade	2,4 %
Mexico Statsobl. 6.5% 2022	EM Local Currency	5,6 %	Rusland Statsobl. 6.7% 2019	EM Local Currency	1,9 %
IADB 7.25 2017 (IDR)	EM Local Currency	5,5 %	VW 3-875 2018/perp	EUR Investment Grade	1,8 %
Argentina Statsobl. 8.75% 2024	EM Hard Currency	2,7 %	BHP 5.625 2024 Perp	EUR Investment Grade	1,7 %

## ■ 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.





**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 første kvartal 2016 et afkast på -0,7 pct. Afkastet er ikke tilfredsstillende. Afdelingen har ikke et sammenligningsindeks, men sammenlignes afkastet med, hvad afdelinger i samme kategori hos Morningstar gav, har afdelingen i første kvartal givet et afkast, der er på niveau med gennemsnittet.

Vi fastholdte i første kvartal en aktieandel på mellem 40 og 45 pct. Dermed ligger afdelingen stadig i den høje ende af intervallet for aktieeksponering på mellem 25 og 49 procent. Aktieandelen har været nogenlunde uændret i snart tre år. Set over de seneste tre år har det været en korrekt beslutning at overvægte aktier i forhold til obligationer, men særligt i det seneste år havde aktier det svært, og de fleste indeks gav et negativt afkast.

Afdelingen har fortsat en betydelig del af aktieinvesteringerne i USA, og derfor vil aktieporteføljen på kort sigt være påvirket af udsving i dollar over for andre landes valutaer. Dog er denne effekt på længere sigt stort set neutral, hvilket skyldes, at afdelingen har store investeringer i bl.a. amerikanske eksportselskaber, der har indtægter i forskellige valutaer.

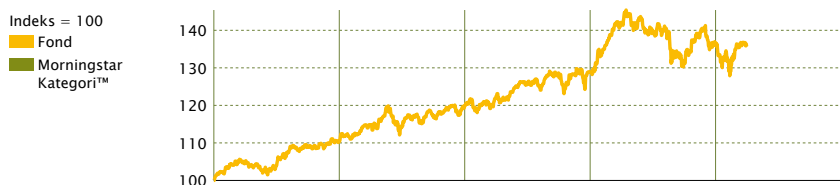
På obligationsmarkederne var første kvartal endnu engang præget af rentefald, primært på de sikre statsobligationer som tyske og amerikanske. Renterne på de 10-årige tyske og amerikanske er således faldet med ca. 0,40 pct. til henholdsvis 0,2 og 1,9 pct. Samtidig var renten på 10-årige japanske statsobligationer ved kvartalets udgang negativ som følge af yderligere pengepolitiske lempelser. Overordnet er sikre statsobligationer ikke en attraktiv investering. Det bør alene være investorer, som er tvunget til at investere i disse, der køber dem. Andre investorer bør holde sig væk og i stedet holde pengene kontant eller investere i andre obligationstyper, som giver mere i rente. Særligt i betragtning af, at andre obligationstyper er forholdsvis rimeligt prissat, og den merrente, man får ved at købe risikoobligationer, er betydelig.

### ■ Afkast

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

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

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



Afkast	2012	2013	2014	2015	03-2016
Fond	10,6 %	8,4 %	7,5 %	5,9 %	-0,7 %
Morningstar Kategori™	9,0 %	6,5 %	6,6 %	2,7 %	-2,0 %

## ■ Investeringsområde

1 2 3 4 5 6 7

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

**Målgruppe:**  
Pensionsmidler.

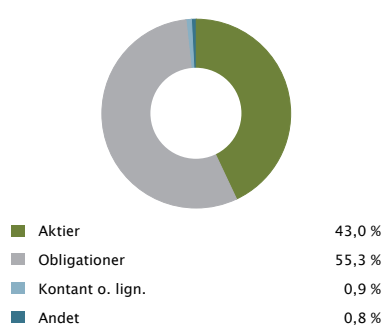
**Investeringshorisont:**  
Anbefalet minimum 3 år.

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.

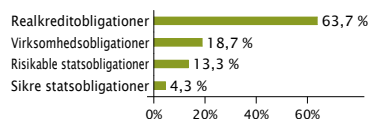
Aktier vil udgøre mellem 10 og 49 pct. af den samlede formue.

## ■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 29-02-2016



Fordeling på obligationstyper



Obligationstil

Effektiv varighed	2,5
Løbetid over 10 år	48,8

Nøgletal

Info ratio	-
Kurs/Indtjening	14,9
Kurs/Indreværdi	2,1
ROE	26,5

I første kvartal gav obligationsporteføljen et afkast på 0,6 pct., mens aktieporteføljen gav et afkast på -2,3 pct. Dermed klarede obligationerne sig noget bedre end aktier, selvom resultatet ved kvartalets udgang var væsentligt bedre end tilfældet var i midten af februar. Vi benyttede aktiekursfaldene til at rebalancere aktieandelen i anden halvdel af januar. Ved kvartalets udgang var de dog ikke steget væsentligt i forhold til det tidspunkt, hvor vi købte op.

Det bedste afkast i obligationsporteføljen i første kvartal kom fra andelen af statsobligationer. Langt hovedparten af porteføljens statsobligationer på 10 pct. består af emerging markets-obligationer. Samlet set gav denne del ca. 2 pct. i afkast, hvor den absolutte topscorer var nogle russiske obligationer, som vi købte da olieprisen var meget lav.

Kvartalets bedste aktier i porteføljen var Taiwan Semiconductor, TSMC, og det japanske konstruktionsselskab Daito Trust, der begge steg godt 15 pct. Aktierne fra CF Industries og Next Plc faldt derimod med 20 pct. Der er ikke foretaget væsentlige ændringer i aktieporteføljen i første kvartal.

## ■ 5 største obligationer 5 største aktier

Pr. 29-02-2016

Navn	Type	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
NYK Konv. 2.5'47	Realkreditobligationer	6,2 %	Daito Trust Construct Co. Ltd	Ejendomme	JPN	2,4 %
EIB 4.25 05/19/2017 NOK	Sikre statsobligationer	2,4 %	United Tech. Corp	Industri	USA	2,3 %
NYK 1'32	Realkreditobligationer	2,4 %	Taiwan Semiconductor	Teknologi	TWN	2,3 %
Nordea Bostad 2% 2018 Jun	Realkreditobligationer	2,4 %	Union Pacific Corp	Industri	USA	2,2 %
RD 0.5% 2027	Realkreditobligationer	2,2 %	Autozone	Cyklisk forbrug	USA	2,2 %

## ■ Juridisk information

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

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



**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 første kvartal 2016 et afkast på 5,3 pct.

Målsætningen med afdeling Kontra er, at afdelingen skal klare sig godt i svære tider, mens den i gode tider skal undgå at sætte penge til. Årets første tre måneder var præget af betydelig turbulens på de finansielle markeder. Det er netop i et scenario, som det vi har oplevet de seneste måneder, at Kontra skal klare sig godt. På den baggrund er det meget tilfredsstillende, at det også har været tilfældet.

Det er svært at sætte fingeren på, hvad årsagen var til de store kursfald på risikoaktiver i januar og februar. Det var sandsynligvis en kombination af faldende oliepriser, rentestigningen i USA og en generel bekymring for den globale vækst, som udviklede sig til noget, der mindede om paniksalg af en række aktiver. Særligt de europæiske, kinesiske og japanske aktier havde det svært. Tyske aktier faldt med hele 18 pct. frem til 11. februar for derefter at stige igen, og kursfaldet på disse aktier i første kvartal endte på ca. 7 pct. Generelt havde bankaktier det også meget svært. Her var fokus på de negative renter i særligt Japan og Europa. Negative renter påvirker bankernes indtjening, da det ikke er muligt at tjene penge på indlån.

I relation til afdeling Kontras guldinvesteringer er negative renter også interessant. Et af de klassiske argumenter mod guld er, at det ikke giver afkast, og at det derfor er bedre at købe obligationer. Nu hvor obligationer giver negativ rente, hvad skal man så købe?

I det hele taget er den pengepolitik, som føres i den vestlige verden understøttende for guld. Det er også baggrunden for, at afdeling Kontra ved udgangen af første kvartal havde den højeste eksponering mod guld i mange år. Samtidig er dette kvartal første gang siden 2011, at guldet for alvor er steget i forbindelse med finansiell uro. Om det fortsætter på den korte bane er svært at vurdere. På længere sigt virker casen for guld til at være meget solid.

### ■ Afkast

Morningstar Rating™

Alternative - Øvrige

Startdato: 16-06-2006

Fondskode: DK0060037455

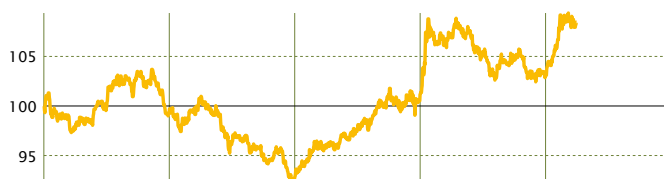
Udbyttetype: Akkumulerende

Indeks: -

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

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

Indeks = 100  
■ Fond



Afkast	2012	2013	2014	2015	03-2016
Fond	-0,3 %	-6,9 %	9,0 %	1,9 %	5,3 %

## ■ 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:

Frie midler, pensionsmidler og midler under virksomhedsskatteordningen.

### Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

## ■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 29-02-2016

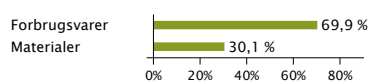


Aktier	11,8 %
Obligationer	61,0 %
Kontant o. lign.	5,5 %
Andet	21,6 %

### 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	24,4
Kurs/Indreværdi	2,2
ROE	17,2

## ■ 5 største obligationer 5 største aktier

Pr. 29-02-2016

Navn	Type	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Nordea Bostad 2% 2018 Jun	Realkreditobligationer	9,2 %	Nestle SA	Forbrugsvarer	CHE	3,5 %
EIB 4.25 05/19/2017 NOK	Sikre statsobligationer	8,9 %	Barrick Gold corp.	Materialer	CAN	1,8 %
NYK 2'17 juli	Realkreditobligationer	5,9 %	Newmont Mining Corp.	Materialer	USA	1,6 %
RD 6M Cita+20bp Juli 17	Realkreditobligationer	5,3 %	Coca-Cola Co	Forbrugsvarer	USA	1,4 %
RD 2'47	Realkreditobligationer	5,2 %	Procter & Gamble	Forbrugsvarer	USA	1,3 %

## ■ 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.

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.

Afkastet for afdeling Kontra på 5,3 pct. var primært drevet af aktieafdækningen og guldeksponeringen.

Både guld og guldmineaktier steg kraftigt i begyndelsen af året. Mineaktierne klarede sig med et afkast på over 50 pct. markant bedre end det fysiske guld, som gav et afkast på ca. 15 pct. Guldmineaktier udgjorde ved kvartalets udgang ca. 4 pct. af porteføljen, mens ETF'er med guldeksponering udgjorde næsten 20 pct. Vi valgte i januar måned at øge eksponeringen mod guld fra 15 til 20 pct., så den samlede guldeksponering ved kvartalets udgang var på knap 25 pct. Det er den højeste eksponering meget længe og ikke langt fra den højeste eksponering nogensinde i afdeling Kontras levetid. Årsagen til øgningen er, at vi vurderede, at guld og aktieafdækning i kvartalet reelt var de eneste sikre havne, hvor man kunne opnå en forsikring mod finansiell uro. Samtidig understøtter de pengepolitiske eksperimenter og stigende anvendelse af negative renter i høj grad guldprisen.

Aktieafdækningen udgjorde ved kvartalets begyndelse ca. 20 pct. af formuen, men blev efterfølgende nedbragt til ca. 15 pct. Det er vores forventning, at vi senere på året igen vil øge afdækningen lidt.

Obligationporteføljen klarede sig også fornuftigt som følge af rentefaldet. Rentefølsomheden er forholdsvis lav, hvorfor bidraget fra denne del af porteføljen var begrænset.



**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 første kvartal 2016 et afkast på -0,9 pct. Afdelingen har intet sammenligningsindeks, men er hos Morningstar blevet inkluderet i kategorien fleksibel aktivallokering. I første kvartal gav afdelingen et afkast, som var 1,9 procentpoint bedre end gennemsnittet af denne kategori.

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 første kvartal fastholdt vi en aktieandel på omkring 70 pct. Det er den samme aktieandel, som vi har haft, siden afdelingen blev etableret. Det afspejler, at vi indtil videre forventer, at aktier vil klare sig bedre end obligationer. Aktier var ved udgangen af kvartalet ikke længere billige, og det fremtidige potentielle afkast er faldet betragteligt efter de seneste års kraftige stigninger.

Første kvartal bød på meget store udsving på de globale finansmarkeder. For første gang i flere år var markedet i perioder præget af panik. Aktier og kreditobligationer faldt voldsomt i kurs, mens renterne på de "sikre" tyske og amerikanske statsobligationer faldt kraftigt. Da panikken var på sit højeste i midten af februar måned, var renten på en tysk 10-årig statsobligation under 0,1 pct., og på trods af at aktierne efterfølgende har rettet sig, er renterne på de sikre statsobligationer kun steget marginalt. En del af forklaringen skal findes i, at både den europæiske og japanske centralbank i løbet af første kvartal annoncerede yderligere pengepolitiske lempelser.

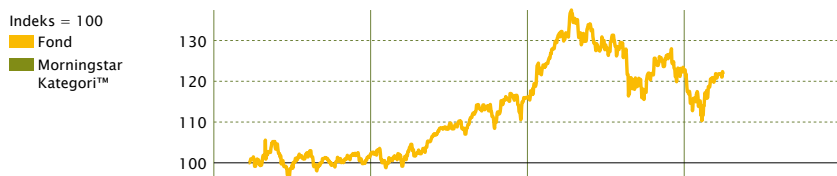
Afkastet for kvartalet var negativt for hovedparten af aktiemarkedene, og der sås nu tvivl om, hvorvidt bullmarkedet, der begyndte i midten af 2009, stadig er intakt. Denne tvivl skyldes ikke indikatorer for nuværende indtjening eller makroøkonomi, som i begge tilfælde peger på en fornuftig indtjeningsvækst såvel som BNP-vækst globalt set. Derudover er der stigende fokus på, at Abenomics i Japan ikke virker, og at noget tyder på (endnu) en falsk start på det japanske aktiemarked. Slutteligt er Europa atter en zone med politisk risiko, ikke mindst fordi Storbritannien skal stemme om et fortsat medlemskab af EU.

### ■ Afkast

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

Afkast	Fond	Indeks	Diff.
ÅTD	-0,9 %	–	–
Seneste kvartal	-0,9 %	–	–
1 år	-7,7 %	–	–
3 år ann.	6,5 %	–	–
5 år ann.	–	–	–

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



Afkast	2013	2014	2015	03-2016
Fond	–	13,6 %	5,8 %	-0,9 %
Morningstar Kategori™	–	5,1 %	2,3 %	-2,8 %

■ **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:**

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.

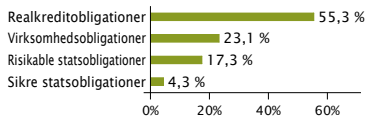
■ **Investeringsvalg**

Figurer opdateret pr. 29-02-2016



Aktier	60,9 %
Obligationer	35,3 %
Kontant o. lign.	3,8 %
Andet	0,0 %

**Fordeling på obligationstyper**



**Obligationstil**

Effektiv varighed	3,4
Løbetid over 10 år	40,2

**Nøgletal**

Info ratio	-
Kurs/Indtjening	14,7
Kurs/Indreværdi	2,3
ROE	20,4

Afkastet på -0,9 pct. er et resultat af, at aktier generelt har haft det rigtigt svært i første kvartal, mens obligationsporteføljen kun i begrænset omfang har været i stand til at kompensere for kursfaldet på aktierne.

I aktieporteføljen var der stor spredning mellem de enkelte afkastbidrag. Således var afdelingens bedste investeringer i første kvartal Daito Construction Trust, tyske GEA Group og det kinesiske casino Sands China, der alle leverede positive afkast på over 10 pct. Periodens dårligste investeringer var it-firmaet Lenovo Group, Parkson Retail og den amerikanske producent af ammoniak CF Industries, der alle havde et fald på over 25 pct. Der blev ikke foretaget væsentlige ændringer i aktieporteføljen i løbet af kvartalet.

Obligationporteføljen har en forholdsvis lav varighed. Derfor fik afdelingen kun begrænset glæde af de betydelige rentefald, der var i første kvartal. Realkreditporteføljen gav et afkast på 1,2 pct., kreditobligationerne gav et mindre negativt afkast på -0,5 pct., mens de risikable statsobligationer gav et afkast på ca. 1,5 pct. Vi øgede i løbet af første kvartal eksponeringen mod de mere risikable statsobligationer via køb af argentinske og russiske obligationer. Argentina har fået ny præsident, som er i gang med at rydde op i de problemer, landet har haft siden statsbankerotten i 2001. Rusland er blevet hårdt ramt af den faldende oliepris, og vi vurderer, at prisfastsættelsen er attraktiv. Fremadrettet ser vi et fornuftigt afkastpotentiale i de mere risikable obligationer, mens vi vurderer, at især sikre statsobligationer er dyrt prissat.

■ **5 største obligationer 5 største aktier**

Pr. 29-02-2016

Navn	Type	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
RD 2'47	Realkreditobligationer	3,3 %	Daito Trust Construct Co. Ltd	Ejendomme	JPN	3,5 %
RD 1'32	Realkreditobligationer	3,3 %	United Tech. Corp	Industri	USA	3,2 %
Nyk 3m Cibor flat okt 17 RO-2 G	Realkreditobligationer	2,2 %	Cigna Corp	Sundhed	USA	2,8 %
RD 6M Cita+20bp Juli 17	Realkreditobligationer	1,8 %	Christian Dior	Cyklisk forbrug	FRA	2,8 %
Nordea Bostad 2% 2018 Jun	Realkreditobligationer	1,6 %	American International Group	Finans	USA	2,8 %

■ **Juridisk information**

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

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



# 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 afdeling 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).

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

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

Afdeling Kontra og afdeling Makro er særlige produkter, der arbejder på en anden måde end mere traditionelle, blandede afdelinger som afdeling Pension. Derfor er omkostningerne i de to afdelinger vanskelige at sammenligne med medianen for blandede afdelinger.

**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.

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

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

### ÅOP består af:

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

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

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

OMKOSTNINGER	ÅOP		Loft over adm.omk. 2016	Realiserede adm.omk 2015	Højeste emissions- tillæg	Højeste indløsnings- fradrag
	Maj Invest Estimeret 2016	Andre foreninger				
<b>Specialafdelinger</b>						
Danske Aktier	1,45	1,82	1,45	1,12	1,20	0,30
Globale Aktier	1,61	1,93	1,45	1,34	1,20	0,30
Value Aktier	1,70	1,93	1,50	1,35	1,20	0,30
Value Aktier Akk.	1,70	1,93	1,50	-	1,20	0,30
Emerging Markets	2,46	2,26	1,75	1,77	1,70	0,80
Global Sundhed	1,71	1,93	1,60	1,34	1,20	0,30
Kontra	1,56	1,51	1,45	1,30	1,30	0,35
<b>Basisafdelinger</b>						
Danske Obligationer	0,33	0,61	0,35	0,27	0,25	0,15
Globale Obligationer	0,39	1,12	0,50	0,32	0,30	0,20
High Income Obligationer	0,67	1,16	0,80	-	0,40	0,30
Pension	0,82	1,51	0,65	0,47	1,30	0,35
Makro	1,06	1,51	0,90	0,72	1,30	0,35

Noter: ÅOP for andre foreninger er medianen af ÅOP for sammenlignelige afdelinger opgjort af Investeringsfundsbranchen, IFB, den 1. marts 2016. ÅOP for alle investeringsforeninger i Danmark kan findes på [www.investering.dk](http://www.investering.dk).

# AFKAST, UDBYTTE OG STAMDATA

AFKAST I PROCENT											1. kvartal Siden	
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	start
Danske Aktier	41,8	4,0	-47,7	47,4	26,1	-19,8	26,0	35,7	15,3	31,3	-3,9	186,8
Globale Aktier	7,5	4,0	-29,3	30,1	24,4	-4,7	8,2	20,1	8,6	10,1	-7,0	76,3
Value Aktier	8,7	-0,4	-36,2	42,3	25,5	0,6	12,0	19,0	26,3	14,9	-3,0	132,4
Value Aktier Akk. <sup>1)</sup>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-4,6	-2,8	-5,7
Emerging Markets <sup>2)</sup>	-	-	-	-	-	-	-	1,2	9,7	-11,3	-2,0	-2,9
Global Sundhed <sup>3)</sup>	-	-	-11,4	41,4	5,5	-16,1	13,9	26,4	23,9	11,3	-6,1	56,0
Danske Obl.	1,1	1,9	7,9	6,3	5,6	6,6	5,9	2,9	4,8	1,4	1,0	55,4
Globale Obl.	1,3	1,6	4,5	9,8	6,4	3,9	10,5	0,2	6,9	3,0	0,6	60,1
High Income Obl. <sup>4)</sup>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,3	0,5	0,2
Pension	3,3	2,2	-7,9	12,6	13,3	1,4	10,5	8,5	7,4	5,9	-0,7	70,8
Kontra <sup>5)</sup>	2,2	1,1	21,7	8,6	12,3	7,3	-0,4	-6,9	9,0	1,9	5,3	78,7
Makro <sup>6)</sup>	-	-	-	-	-	-	-	1,9	13,6	5,8	-0,9	21,9

Noter: Regnskabsåret 2006 omfatter perioden 18.12.2005 til 31.12.2006. 1) Siden 29.06.2015. 2) Siden 16.12.2013. 3) Afkast i 2008 vedrører perioden 7.11.2008 til 31.12.2008. Afdelingen skiftede i februar 2013 navn og investeringsområde. 4) Siden 04.11.2015. 5) Afkast i 2006 vedrører perioden 16.6.2006 til 31.12.2006. 6) Siden 22.3.2013.

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

Udbytte for året	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Danske Aktier	15,00	1,75	0,00	0,00	0,00	1,50	7,80	18,30	39,10
Globale Aktier	7,25	2,25	1,50	1,00	2,00	9,00	8,90	11,10	7,90
Value Aktier	1,50	1,75	0,00	1,25	1,00	11,25	7,20	11,20	32,80
Value Aktier Akk.	Afdelingen er akkumulerende og udbetaler ikke udbytte.								
Emerging Markets	-	-	-	-	-	-	-	0,70	0,00
Global Sundhed	-	0,00	0,00	2,50	2,25	1,50	7,90	1,90	27,90
Danske Obligationer	3,50	5,75	4,50	7,00	4,00	6,25	4,40	4,30	1,80
Globale Obl.	3,25	3,25	6,50	5,75	4,75	6,00	4,80	3,90	3,90
High Income Obl.	-	-	-	-	-	-	-	-	0,50
Pension	3,25	3,75	3,75	3,75	4,00	5,75	6,60	5,40	9,50
Kontra	Afdelingen er akkumulerende og udbetaler ikke udbytte								
Makro	Afdelingen er akkumulerende og udbetaler ikke udbytte								

Udbytterne 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, du har købt i denne afdeling. Udbytter udbetales fire bankdage efter, at de er vedtaget på foreningens generalforsamling. Den skattemæssige fordeling er for personer, der har investeret frie midler.

## STAMDATA

	Fondskode	Børsnoteret	Valuta	Stykstørrelse	Type	Startdato
Danske Aktier	DK0060005171	Ja	Danske kroner	100	Udloddende	16. dec. 2005
Globale Aktier	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

## 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.



## NÅR DU ER KLAR TIL AT INVESTERE

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

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

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

## SAMARBEJDSBANKER

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

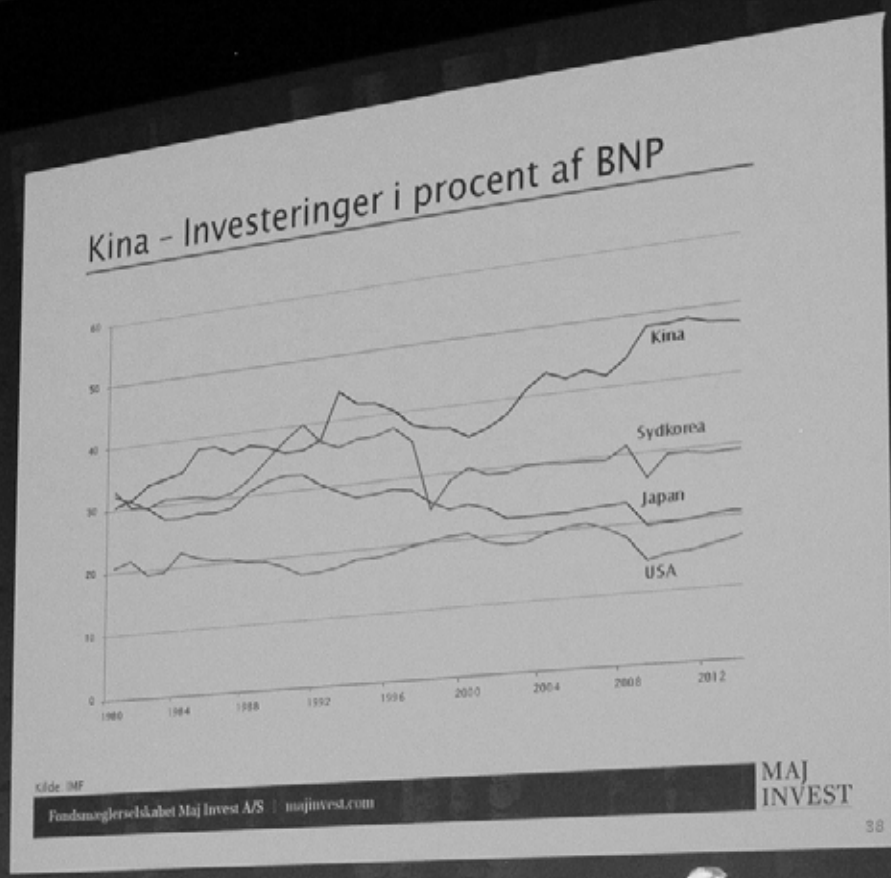
- Arbejdernes Landsbank
- BankNordik
- BIL Bank Danmark
- Carnegie Bank
- Den Jyske Sparekasse
- Djurslands Bank
- Forvaltningsinstituttet for Lokale Pengeinstitutter
- Fynske Bank
- Hvidbjerg Bank
- Jutlander Bank
- Lollands Bank
- Lægernes Pensionsbank
- Lån & Spar Bank
- Maj Bank
- Middelfart Sparekasse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

### ØNSKER DU MERE INFORMATION?

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

**33 38 73 00**

**info@majinvest.dk**

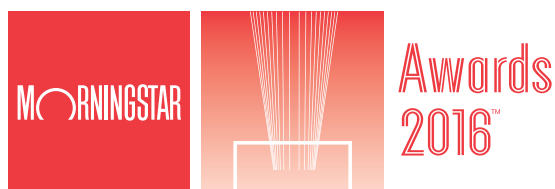


**Der var fuldt hus til informationsmødet i Den Sorte Diamant, da adm. direktør Jeppe Christiansen fra foreningens rådgiver gav sin aktuelle vurdering af den globale økonomi.**

**Tilmeld dig nyhedsbrevet på [www.majinvest.dk/nb](http://www.majinvest.dk/nb) og bliv inviteret til informationsmøderne i 2016.**



# DANMARKS BEDSTE DANSKE OBLIGATIONER



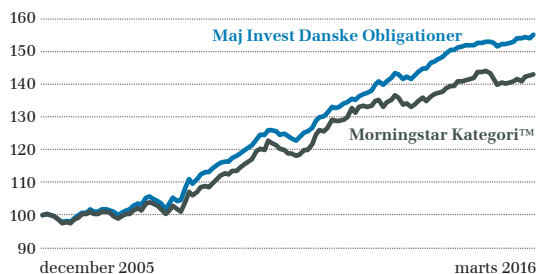
Investeringsforeninger er ikke ens. Maj Invest Danske Obligationer er en af dem, der skiller sig ud.

I 2016 er **Maj Invest Danske Obligationer** blevet hædret med en Morningstar Award for bedste afdeling i Danmark i kategorien DKK Bond.

Afdelingen fik også en Morningstar Award i 2011, 2013 og 2014. Afdelingen var nomineret i 2015, og har dermed været nomineret i fem af de seks år, hvor afdelingen har haft tilstrækkelig historik til at komme i betragtning.

Læs mere om mulighederne med Maj Invest på [www.majinvest.dk](http://www.majinvest.dk) eller ring 33 38 73 00.

Siden lanceringen i december 2005 er 100 kr. blevet til 155 kr.



Note: Historiske afkast er naturligvis ingen garanti for fremtidige afkast.