

INVESTERINGSFORENINGEN MAJ INVEST

# KVARTALSNYT

ANDET KVARTAL 2017

INVESTERINGSFORENINGEN

MAJ  
INVEST

## SÅDAN ARBEJDER MAJ INVEST

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## NYT I ANDET KVARTAL

### MIFID II OG NYE ANDELSKLASSER

Syv nye unoterede andelsklasser er Maj Invests svar på det nye forbud mod at pengeinstitutter modtager og beholder provisioner for kunder i fuldmagtsordninger. Forbuddet følger af EU-direktivet MiFID II.

Kunder med fuldmagtsaftaler i en distributionsbank har 13. juni fået konverteret deres investeringsbeviser til den nye unoterede an-

delsklasse. De nye andelsklasser udløser ikke provisioner til distributøren. Konverteringen er sket ud fra de instrukser, det enkelte pengeinstitut har givet til VP Securities. Beviserne er konverteret i forholdet en-til-en.

Den børsnoterede andelsklasse har beholdt den eksisterende ISIN-kode og det eksisterende navn. Den unoterede andelsklasse har fået tilføjet

W til navnet og er forbeholdt medlemmer med fuldmagtsordninger. Porteføljen er præcis den samme for de to andelsklasser. Afkast og omkostninger i de unoterede andelsklasser kan ses på [majinvest.dk/unoterede](http://majinvest.dk/unoterede).

### NYT NAVN OG NYT FOKUS

Afdeling Globale Aktier har ændret navn til Vækstaktier og porteføljen er omlagt i juni 2017. Se side 10.

# INDHOLDSFORTEGNELSE

## MAKROØKONOMI

Deja-vu ved årsskiftet . . . . .	4
Obligationsmarkederne . . . . .	6
Aktiemarkederne . . . . .	7

## AKTIEAFDELINGER

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

## OBLIGATIONSAFDELINGER

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

## BLANDEDE AFDELINGER

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

## FAKTA

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

	MORNING-STAR RATING™	AFKAST						SIDEN START		PERFORMANCE I FORHOLD TIL MORNINGSTAR KATEGORI™		
		2012	2013	2014	2015	2016	1. halvår 2017	Afkast	Performance	3 år	5 år	10 år
Danske Aktier	★★★	26,0	35,7	15,3	31,3	1,2	12,5	239,6	+16,4	-11,8	-19,9	-8,7
Vækstaktier	★★★★	8,2	20,3	8,6	10,1	7,5	4,3	112,5	+11,0	-2,8	-1,7	+45,4
Value Aktier	★★★★★	12,0	19,0	26,3	14,9	14,3	-3,4	164,4	+62,8	+16,7	+26,2	+87,6
Value Aktier Akk.	★★★★★	-	-	-	-4,6	14,2	-3,5	6,8	-5,6	+16,2	+25,5	+86,8
Emerging Markets	★	-	1,2	9,7	-11,3	8,2	10,1	18,0	-15,4	-12,1	-	-
Global Sundhed	Ikke rated	-	-	23,9	11,3	-0,1	8,1	79,9	+9,6	-	-	-
Danske Obl.	★★★★★	5,9	3,0	4,8	1,4	3,6	1,4	61,6	+12,5	+1,9	+7,6	+12,3
Globale Obl.	★★★★★	10,5	0,2	6,9	3,0	4,1	0,9	67,2	+18,0	+5,8	+10,8	+35,0
High Income Obl.	Ikke rated	-	-	-	-0,3	7,0	1,9	8,7	-4,2	-	-	-
Pension	★★★★★	10,5	8,5	7,4	5,9	9,3	-0,6	86,8	-	+7,9	+14,5	+65,8
Kontra	Ikke rated	-0,4	-6,8	9,0	1,9	5,2	-1,7	75,6	-	-	-	-
Makro	★★★★★	-	2,2	13,6	5,8	10,4	3,3	40,3	-	+21,5	-	-

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



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

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

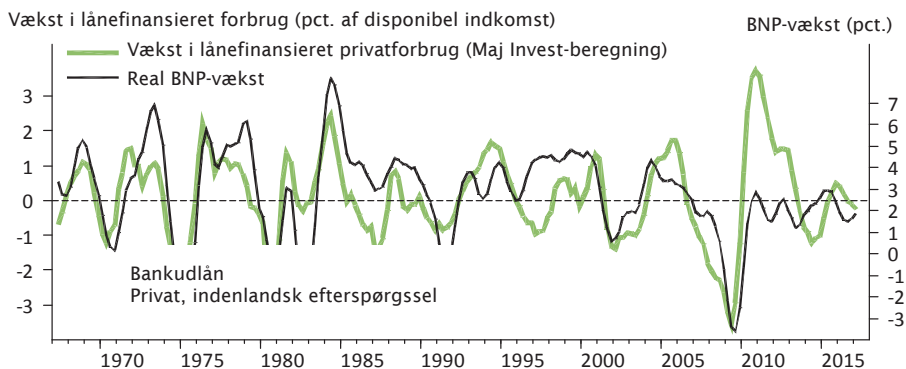
## DEJA-VU VED ÅRSSKIFTET

Der er blandt investorerne en voksende tro på, at det økonomiske opsving i euroområdet gradvist vinder styrke, og at opsvinget i USA kan fortsætte lang tid endnu. Dette er efter Maj Invests opfattelse velbegrunder, men ikke desto mindre ser vi mod slutningen af året voksende risiko for, at kortsigtede udsving i industrikonjunktoren kan afføde en ny runde med markant voksende recessionsfrygt.

### Amerikansk konjunktur: langsigtet holdbarhed

Den egentlige drivkraft bag en økonomisk ekspansion er en krediteksponering, og her er forbrugernes lyst til at købe på afbetaling uden tvivl den vigtigste enkeltstående faktor. Det er illustreret i figuren herunder, der viser, i hvor høj grad de overordnede udsving i BNP-væksten er drevet af væksten i afbetalingskøbene (eller manglen på samme). I USA starter et økonomisk opsving, når husholdningerne begynder at købe på kredit, og slutter, når de holder op igen.

### USA: konjunkturcyklus vs. låncyklus



Kilde: IHS Global Insight.

Ekspansionen i forbrugsgælden taber fart, når den udestående gæld har vokset sig stor i forhold til de løbende indkomster. Normalt har centralbanken på dette tidspunkt også gennemført en serie stramninger, der har hævet renten markant og gjort det dyrt at ligge med den store gæld. Derfor sker der almindeligvis det, at husholdningerne ikke blot stopper med at udvide gælden, men også begynder at reducere den. Det faldende forbrug betyder stigende arbejdsløshed, der accelererer gældsnedbringelsen, og dermed er recessionen en realitet.

Den aktuelle situation adskiller sig fra normalen derved, at centralbanken reelt kun har hævet renten ganske lidt. Derfor er der heller ikke overhængende risiko for en egentlig vending i kreditlejnen, men snarere udsigt til en stabilisering på et højt niveau. Det mest sandsynlige scenarion er således en begrænset deceleration i låntagningen, indtil gælden begynder at vokse i takt med indkomsterne. Der er således udsigt til en *soft landing* for amerikansk økonomi i de kommende par år, og dermed kan opsvinget i Europa fortsat vinde momentum.

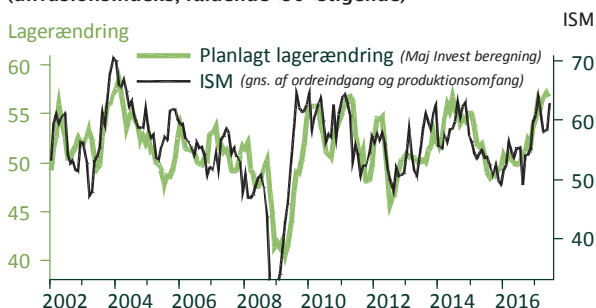
Recessionen kommer på et tidspunkt, og den forestående deceleration i låntagningen er ikke uden risici, men de omstændigheder, der normalt sender økonomien i recession, er endnu langt fra til stede.

**Amerikansk konjunktur: kortsigtede udsving**

De kortsigtede udsving i industrikonjunktoren, sådan som de kommer til udtryk i blandt andet ISM-indekset, er i overvejende grad blot et spejlbillede af udsving i la-

at der sendes flere halvfabrikata til samlefabrikkerne i Kina. Det fremgår af figuren, hvor Kinas import generelt *leader* lagercyklen i USA med ca. fem måneder (den ekstraordinært kraftige vækst i Kinas udenrigshandel frem til 2010 betød, at Kinas import her voksede ca. 30 pct. hurtigere end i de senere år). De ekstreme lagerudsving under og umiddelbart efter finanskrisen var ikke planlagte, men drevet af helt akutte behov, og havde markant kortere *lead-time*.

**USA: lagercykel vs. ISM**  
(diffusionsindeks, faldende <50<stigende)



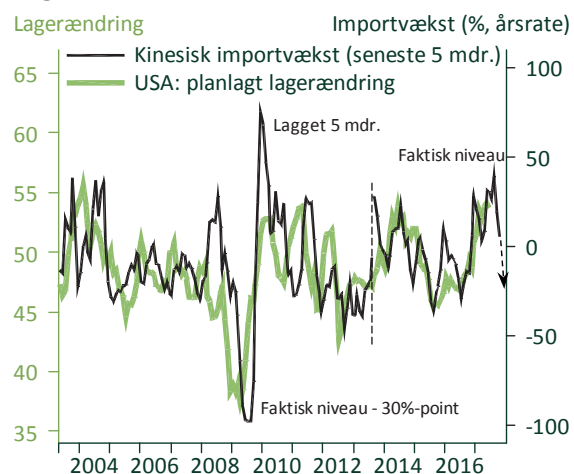
Kilde: IHS Global Insight.

gercyklen. Således afspejlede afmatningen i industrikonjunktoren gennem 2015 blot afslutningen på en længere periode med lageropbygning, mens de aktuelt meget høje niveauer for ISM afspejler en ny lageropbygning.

Kinas placering i centrum af den globale *supply chain* betyder, at kortsigtsudsvingene i importen helt domineres af de lagerdrevne udsving i den globale industrikonjunktur. Samtidigt er Kinas import det første sted, disse udsving viser sig, idet en lageropbygning starter med,

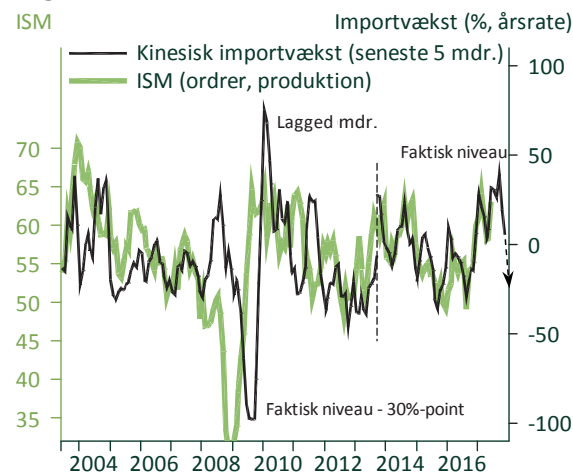
Samtidig *leader* lagercyklen ISM med en måned, og det betyder, at Kinas import så *leader* ISM med seks måneder (jf. figuren). Det seneste dyk i Kinas import genfindes i eksportstatistikkerne fra eksempelvis Japan og Taiwan, hvor eksporten til Kina nu dykker markant. Denne Kina-centrerede opbremsning i intraasiatisk handel tyder på, at der nu atter sendes færre halvfabrikata til Kina. Lageropbygningen vil derfor antageligt begynde at klinge af mod slutningen af året, hvor ISM så står til at skuffe markant. Sammenhængen mellem Kinas import og den globale industrikonjunktur er sådan set velkendt i markedet, men også grundlæggende fejlopfattet. I markedets mytologi kædes udsvingene i Kinas import sammen med udsving i Kinas interne efterspørgsel som følge af *stop-go*-politikken på kreditområdet. Derfor medfører udsving i lagercyklen ofte en eksistentiel krise på finansmarkederne, hvor man tror, det er en afsvækkelse i Kina, der er ved at sende verdensøkonomien i recession. Det oplevede vi eksempelvis i slutningen af 2015 og starten af 2016, og vi risikerer altså nu et dejavu henover årsskiftet 2017-18.

**Lagercykel vs. kinesisk import (1)**



Kilde: IHS Global Insight.

**Lagercykel vs. kinesisk import (2)**



Kilde: IHS Global Insight.

# OBLIGATIONSMARKEDERNE

## Aktuel prissætning

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

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

De mange *risk off*-episoder afspejler en grundlæggende mistro til holdbarheden af det økonomiske opsving i USA og (især) Europa. Denne mistro er efter vores opfattelse malplaceret, men fik i slutningen af 2015 og starten af 16 ny næring af opbremsningen i Kinas økonomi, som man frygtede ville bremse opsvinget i USA og Europa.

## Forventninger til prissætningen

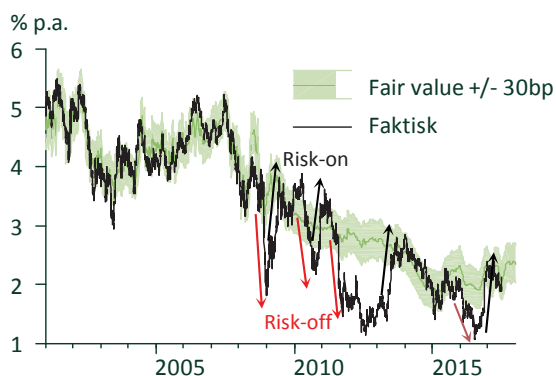
Beskæftigelsen i USA nærmer sig et niveau, hvor arbejdsgiverne begynder at få problemer med at finde egnede medarbejdere, og Fed har efter alt at dømmet et ønske om gradvist at hæve styringsrenten. Det vil formodentlig ske i et særdeles afdæmpet tempo og vil i givet fald kun medføre en begrænset stigning i de lange renter. En, formodentlig midlertidig, opbremsning i inflationstakten har på ny fået markedet til at sætte spørgsmålstegn ved Feds vilje til at stram-

me pengepolitikken, og det holder p.t. de lange renter på et lidt lavere niveau.

Både investorerne og ECB anerkender nu holdbarheden af det europæiske opsving, og der er efterhånden ret udbredte forventninger om, at ECB vil afvikle sit QE-program gennem første halvdel af 2018. Alligevel ligger de lange renter i Europa fortsat på et meget lavt niveau.

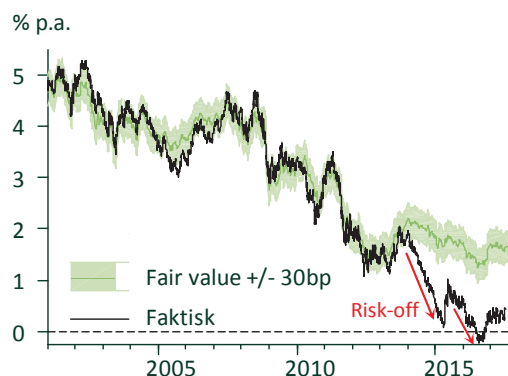
Det illustrerer meget godt, hvordan ECB aktuelt køber en så stor del af *free flow* i markedet, at prisdannelsen langt fra afspejler markedets forventninger. Det illustrerer dermed også potentialet for rentestigninger i Europa, med afledt effekt på amerikanske/globale renter, når ECB på et tidspunkt trækker sig fra markedet.

USA: renten på en 10-årig statsobligation



Kilder: IHS Global Insight og Maj Invest-beregninger.

Tyskland: renten på en 10-årig statsobligation



Kilder: IHS Global Insight og Maj Invest-beregninger.

# AKTIEMARKEDERNE

## Aktuel prissætning

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

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

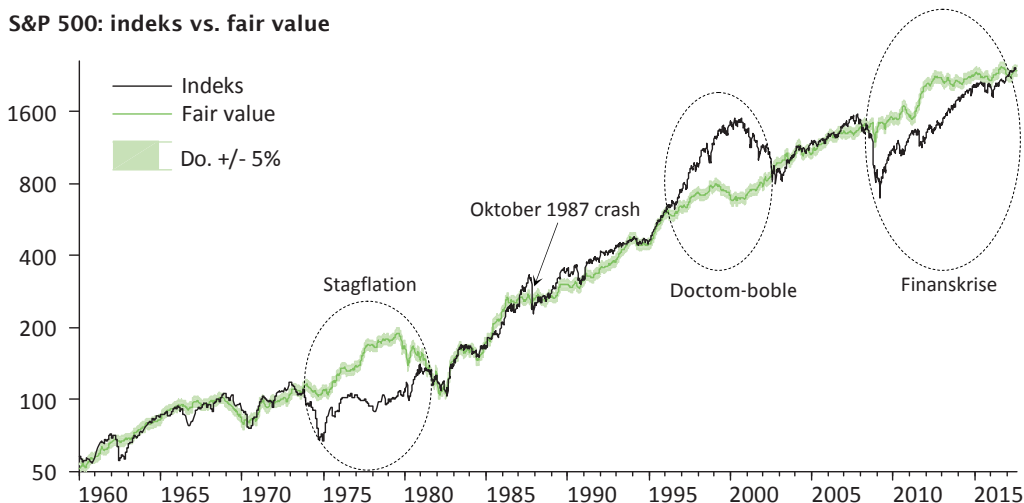
Investorerens tillid til holdbarheden af det økonomiske opsving er da også på vej frem igen, og S&P 500 handler således nu for første gang siden finanskrisen tæt på fair værdi. Prissætningen af amerikanske aktier er normalt retningsgivende for prissætningen af globale aktier, og tilsvarende forhold vil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

## Forventninger til prissætningen

Den stærke dollar presser indtjeningen i amerikanske virksomheder, og trods udsigt til fortsat økonomisk vækst forventer vi i udgangspunktet kun begrænset fremgang i fair værdi for S&P 500. På plussiden kan Trumps planer om at lette selskabsskatten umiddelbart øge fair værdi med omkring 10 pct., hvis de gennemføres fuldt ud. På negativsiden kan protektionistiske tiltag til gengæld risikere at ramme indtjeningen i virksom-

heder med en global *supply chain* ganske hårdt. Under alle omstændigheder begunstiges aktieinvesteringer dog af det forhold, at alternativafkastet på statsobligationer stadig er utilfredsstillende set fra et investorsynspunkt. Sammenlignet med amerikanske aktier er både indtjeningsforventning og prissætning for europæiske aktier efter Maj Invests vurdering umiddelbart mere attraktiv. Det er dog ikke entydigt, hvorledes denne skævhed i prissætningen i givet fald vil blive udlignet. Den lave prissætning af europæiske aktier er delvist et spejlbillede af den meget høje prissætning af alternativet (europæiske statsobligationer). En markant rentestigning i Europa vil således udligne en del af skævheden i prissætningen af europæiske aktier relativt til amerikanske ditto. Samtidig kan en eventuel europæisk rentestigning blive ledsaget af en styrket euro, hvilket yderligere vil begrænse kurspotentialer på europæiske aktier i lokal valuta.

S&P 500: indeks vs. fair value



Kilder: IHS Global Insight og Maj Invest-beregninger.



**Keld Henriksen**  
Aktiechef



**Peter Stenholt**  
Seniorporteføljemanager

Keld og Peter er ansvarlige for Maj Invest Danske Aktier.

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

## MAJ INVEST DANSKE AKTIER

### KÆRE INVESTOR

Afkast bør altid vurderes på mindst tre års sigt, men isoleret set er et kvartalsafkast for afdelingen på 4,3 pct. meget tilfredsstillende, om end det er lavere end den generelle markedsudvikling på 6,7 pct. i samme periode.

Også andet kvartal var generelt præget af positive aktiemarkeder og historisk lav volatilitet. Valg i både Holland og Frankrig bekræftede, at EU ikke står over for et umiddelbart sammenbrud. Markedet reagerede med et skuldertræk på, at Donald Trump som forventet trak USA ud af FN's klimaaftale.

Regnskabsæsonen for første kvartal er overstået uden de store overraskelser. Hos de indenlandske banker sås generelt et billede af, at udlånsvæksten så småt er i gang, men konkurrencen er benhård, så samlet set skuffede nettorenteindtægterne. Gebysiden var derimod stærk, og hensættelser til tab på udlån er stort set ikke-eksisterende. Selv landbrugssektoren har det en smule bedre, selvom det stadig er *early days*.

Blandt de større danske virksomheder kom både Danske Bank og Novo Nordisk fint gennem regnskabsaflæggelsen. Danske Bank kom bedre ud end ventet på stort set alle områder. Ikke mindst grundet vækst i Norge og Sverige, hvor nyligt indgåede kundeaftaler med fagforbund for alvor begynder at kaste forretning af sig. Efter en hård periode var Novo Nordisks regnskab ventet med spænding, og markedet åndede lettet op, da man viste vækst på 3 pct. i et svært kvartal.

A.P. Møller - Mærsk blev udsat for det globale hackerangreb Petya, hvilket ramte virksomheden ganske hårdt, særligt i divisionerne Mærsk Line og Mærsk Terminals. Efter få dage kunne Mærsk dog meddele kunder, at man stort set var tilbage for fuld styrke, og aktiemarkedet tog heller ikke væsentlig notits af problemet. Derudover forlyder det, at der i kulissen arbejdes på en børsnotering af Mærsk Oil, der er en af de fire divisioner, man planlægger at udskille fra hovedselskabet.

### ■ Afkast

Morningstar Rating™  
Aktier – Danmark

★★★

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)

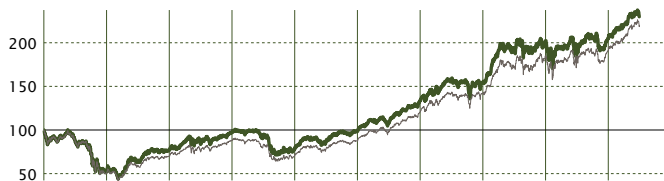
Startdato: 16-12-2005

Fondscode: DK0060005171

Udbyttetype: Udbyttebetalende

Indeks: NASDAQ OMX Copenhagen Cap GR  
DKK

Indeks = 100  
■ Fond  
■ Indeks



Afkast	Fond	Indeks	Diff.
Seneste kvartal	4,3 %	6,7 %	-2,4 %
3 år ann.	13,6 %	15,9 %	-2,2 %
5 år ann.	21,6 %	23,0 %	-1,5 %
10 år ann.	7,9 %	7,7 %	0,2 %

Årlige afkast % (DKK)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	30-06
Fond	-47,7	47,4	26,1	-19,8	26,1	35,7	15,3	31,4	1,3	12,5
Indeks	-49,3	38,5	25,3	-19,9	23,8	38,3	17,2	30,8	3,2	15,3
Morningstar Kategori™	-49,0	45,0	30,0	-20,2	23,0	38,6	18,5	36,9	1,9	13,6



## ■ 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.

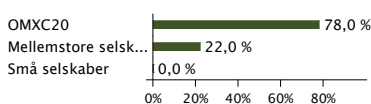
### Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

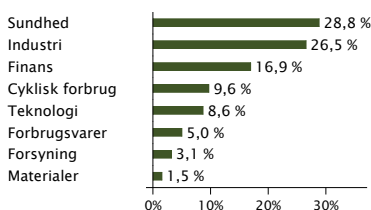
## ■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 31-05-2017

### Selskabsfordeling



### Sektorfordeling for aktier



### Nøgletal

Info ratio	-0,8
Kurs / Indtjening	17,7
Kurs / Indreværdi	2,7
ROE	28,3

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

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

Største positive bidrag til den relative performance kom fra Københavns Lufthavne, som afdelingen ikke er investeret i. Efter en forrygende udvikling igennem 2016 tog aktiekursen sig en forstælig puster blandt andet fremkaldt af en udmelding fra den største aktionær, Maquarie European Infrastructure Fund III, om, at man overvejer et salg af sin aktiepost på knap 60 pct. af Københavns Lufthavne. Investeringer i medtech-virksomhederne Össur og GN Store Nord samt undervægt i Novozymes bidrog ligeledes positivt.

Ligesom i første kvartal kom største negative performancebidrag fra investeringen i smykkevirksomheden Pandora, hvis aktiekurs faldt yderligere 20 pct. i andet kvartal. Regnskabet gav som sådan ikke grund til yderligere bekymring, men temaet om det svage amerikanske marked blev heller ikke manet til jorden, så udenlandske hedgefonde fortsætter i stor stil med at *shorte* aktien. Investeringerne i IC Group, SimCorp og Per Aarsleff bidrog sammen med undervægt i Ambu og Rockwool Intl. ligeledes negativt.

Absolut set har afdelingen sine største investeringer i A.P. Møller - Mærsk, Novo Nordisk, Danske Bank, Vestas Wind Systems og Pandora. I forhold til sammenligningsindekset har afdelingen sine største overvægte i Pandora, Jyske Bank, Sydbank, SimCorp, GN Store Nord og NKT Holding, mens de største undervægte findes i Novozymes, Københavns Lufthavne, H. Lundbeck, Chr. Hansen og Tryg.

## ■ 10 største investeringer

Pr. 31-05-2017

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

## ■ Juridisk information

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

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



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

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

## MAJ INVEST VÆKSTAKTIER

### KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i andet kvartal 2017 et afkast på -1,6 pct. Afkastet er mindre tilfredsstillende, men bedre end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI Verden, der omregnet til danske kroner havde et afkast på -2,5 pct. Afdelingens afkast bør dog som altid ses over minimum 3 år.

Den 13. juni ændrede afdelingen navn fra Globale Aktier til Vækstaktier. Navneskiftet markerer en ændret investeringsstrategi i afdelingen, der nu fokuserer på at investere i selskaber, der vokser hurtigere end markedet generelt. Der investeres fortsat globalt og på tværs af sektorer, dog ikke i selskaber med hovedforretningsområder inden for udvinding eller forbrænding af fossile brændsler, tobak eller gambling.

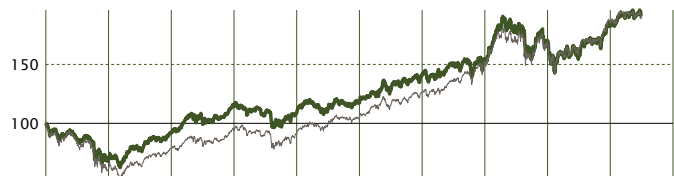
I årets andet kvartal var der kursstigninger i lokal valuta i alle store regioner, men afkastet for det globale marked var alligevel negativt, målt i kroner. Dette skyldes, at euroen, og dermed kroner, blev styrket markant over for dollar og yen. Situationen var omvendt i 2015 og 2016, hvor fald i euroen over for dollar og yen betød, at afkastene fra USA og Japan blev højere for investorer med afregning i euro eller relaterede valutaer. Mens mange makroøkonomiske nøgletal kom ud lidt under forventningerne, var meldingerne fra de børsnoterede selskaber verden over fortsat ganske positive i de regnskaber, der blev præsenteret i kvartalet. I både USA og Europa var andelen af selskaber, der slog markedets forventninger til indtjening og salg, på det højeste niveau i fem år. Fremgangen var særligt stærk i de cykliske sektorer som f.eks. industri og finans, men generelt bredt funderet på tværs af sektorerne. Hvor de to foregående kvartaler var kendetegnede ved stor forskel i afkastene på selskaber med henholdsvis høj eller lav eksponering mod konjunktur og rente, var udviklingen mere ensartet i andet kvartal, dog med en bedre udvikling for rentefølsomme aktier mod slutningen af kvartalet. Det største udsving stod energisektoren for, da sektoren faldt med mere end 10 pct., i takt med at olieprisen faldt tilbage. IT-aktierne, der i første kvartal var dem, der klarede sig bedst, udviklede sig i andet kvartal kun en smule bedre end markedet, mens finansaktierne kom stærkt igen i juni måned. De seneste udmeldinger fra centralbankerne i USA og Europa blev af markedet tolket som mere optimistiske end ventet, og renten steg lidt til gavn for særligt bankerne.

### ■ Afkast

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

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

Indeks = 100  
■ Fond  
■ Indeks



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

Årlige afkast % (DKK)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	30-06
Fond	-29,3	30,1	24,3	-4,7	8,3	20,1	8,6	10,1	7,6	4,3
Indeks	-37,8	25,9	19,7	-2,6	14,5	21,2	19,3	10,7	10,3	2,3
Morningstar Kategori™	-40,0	28,6	16,9	-8,1	12,7	17,5	15,0	9,1	6,2	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.

### Investeringshorisont:

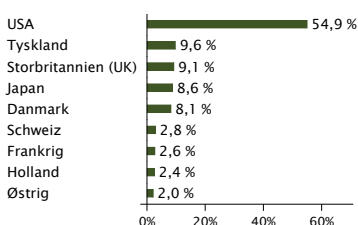
Anbefalet minimum 3 år.

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

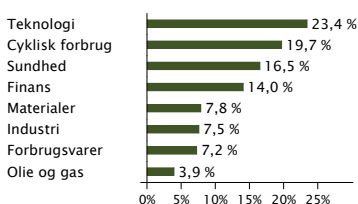
## ■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 31-05-2017

### Top 10 Lande



### Sektorfordeling for aktier



### Nøgletal

Info ratio	-0,8
Kurs/Indtjening	17,5
Kurs/Indreværdi	2,3
ROE	19,8

I andet kvartal var afdelingens relative afkast positivt påvirket af især investeringerne i Volvo (Sverige, industri), Novo Nordisk (Danmark, sundhed) og Acuity Brands (USA, industri). Omvendt bidrog investeringerne i Pandora (Danmark, varigt forbrug), TJX (USA, varigt forbrug) og Isuzu (Japan, industri) negativt.

I forbindelse med omlægningen til ny strategi blev der i afdelingen foretaget en større mængde omlægninger svarende til ca. 2/3 af den hidtidige portefølje. Den nye portefølje bestod ved kvartalets udgang af 35 aktier, hovedsageligt inden for IT, varigt forbrug, sundhed og industri. Geografisk har porteføljen en højere vægt af europæiske og japanske aktier end sammenligningsindekset, mens der er en lavere vægt af amerikanske aktier. Andre væsentlige karakteristika er en højere vægt af små og mellemstore selskaber (kursværdier under 10 mia. dollar) samt en højere gennemsnitlig indtjeningsmultiplend sammenligningsindekset. Fællesnævneren for alle investeringer er, at de vokser hurtigere end markedet og vurderes til at være attraktivt prissat relativt til værdien af den vækst, de vurderes at kunne realisere.

## ■ 10 største investeringer

Pr. 31-05-2017

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Applied Material	Teknologi	USA	3,5 %	Reckitt Benckiser Group PLC	Forbrugsvarer	GBR	2,8 %
Samsonite International SA	Cyklisk forbrug	USA	3,2 %	Novartis	Sundhed	CHE	2,8 %
Vestas Wind Systems	Industri	DNK	3,1 %	American International Group	Finans	USA	2,8 %
Pandora A/S	Cyklisk forbrug	DNK	3,0 %	Merck & Co Inc/NJ	Sundhed	USA	2,7 %
Oracle	Teknologi	USA	2,8 %	Monsanto Co	Materialer	USA	2,7 %

## ■ Juridisk information

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

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



**Kurt Kara**  
Aktiechef



**Ulrik Jensen**  
Seniorporteføljemanager

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

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



## MAJ INVEST VALUE AKTIER OG VALUE AKTIER AKKUMULERENDE

### KÆRE INVESTOR

Afdelingerne gav i andet kvartal 2017 et afkast på -4,0 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 -2,5 pct. Afdelingernes afkast bør dog som altid ses over minimum 3 år.

Afkastet for kvartalet var negativt, hvilket primært var resultatet af, at dollar og yen blev betydeligt svækket i løbet af kvartalet. Et markant fald, som blandt andet skyldtes faldende forventninger til den amerikanske renteutvikling i kølvandet på en række svage makroøkonomiske nøgletal samt manglende politiske fremskridt og resultater under den nye Trump-administration. Derudover bidrog chefen for Den Europæiske Centralbank, Mario Draghi, til valutakursudviklingen, da han signalerede potentielle stramninger i løbet af det næste års tid som følge af en forbedret økonomisk udvikling i Europa. Den optimistiske tone i Europa blev yderligere understøttet af valgresultatet i Frankrig, hvor den midtersøgende Macron vandt klart over det populistiske og EU-skeptiske alternativ og dermed fjernede en del bekymringer om den politiske udvikling i de toneangivende EU-lande.

Hvis man ser bort fra valutakursudviklingen, var det ottende måned i træk, at det globale aktiemarked havde fremgang. Billedet var i store træk det samme som i starten af året, hvor det i høj grad var selskaber, der på den korte bane viste indtjeningsfremgang, som blev belønnet kursmæssigt. Desuden rystede detailmarkedet på ny, da den amerikanske internetmastodont Amazon fortsatte med at udfordre mange af de traditionelle udbydere af handelsvarer og nu også supermarkeder efter købet af Whole Foods. Et træk, der fik globale supermarkeds kæder til at falde i pris og satte spekulationer i gang om, hvor næste detailkamp kommer til at stå.

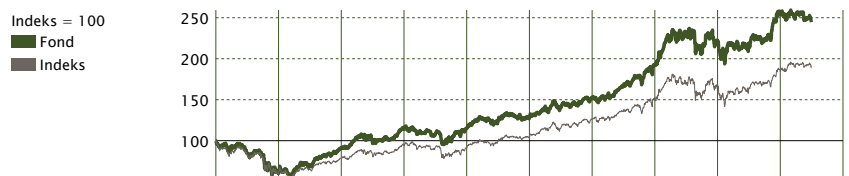
Afdelingen havde ved udgangen af kvartalet fortsat en betydelig andel af investeringer i USA, om end andelen er faldet de seneste 12 måneder. Afkastet vil fortsat på den korte bane være påvirket af udsving i dollar over for andre landes valutaer. På længere sigt vil denne effekt være mere eller mindre 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

Afkast	Fond	Indeks	Diff.
Seneste kvartal	-4,0 %	-2,5 %	-1,5 %
3 år ann.	13,7 %	11,7 %	2,0 %
5 år ann.	14,6 %	13,8 %	0,8 %
10 år ann.	8,7 %	5,7 %	2,9 %

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



Årlige afkast % (DKK)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	30-06
Fond	-36,2	42,3	25,5	0,7	12,0	19,0	26,3	14,9	14,3	-3,4
Indeks	-37,8	25,9	19,7	-2,6	14,5	21,2	19,3	10,7	10,3	2,3
Morningstar Kategori™	-40,0	28,6	16,9	-8,1	12,7	17,5	15,0	9,1	6,2	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.

### Investeringshorisont:

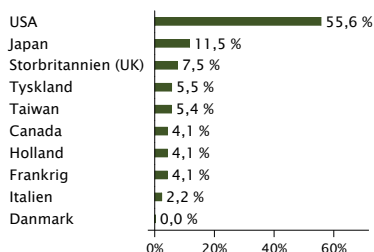
Anbefalet minimum 3 år.

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

## ■ Investeringsvalg - Maj Invest Value Aktier

Figurer opdateret pr. 31-05-2017

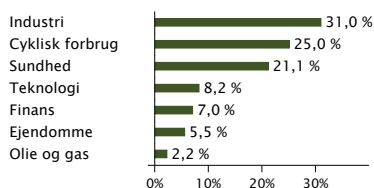
### Top 10 Lande



Kvartalets bedste aktier var den franske modegigant Christian Dior, der steg med over 15 pct. Derudover steg de to amerikanske sundhedsforsikringsselskaber Cigna Corp og UnitedHealth Group begge med over 5 pct. i kvartalet.

Periodens dårligste aktier var den amerikanske forhandler af bilreserverdele Autozone, der faldt med over 20 pct. efterfulgt af medievirksomheden Scripps Network Interactive og Gentex Corp., der begge faldt med over 15 pct.

### Sektorfordeling for aktier



Vi solgte i kvartalet helt ud af traktorproducenten Deere & Co., tøjfirmaet Polo Ralph Lauren og den franske modegigant Christian Dior, hvor hovedaktionæren valgte at købe hele selskabet ud. Derudover blev der solgt helt ud af Microsoft. Provenuet fra disse salg blev, udover som supplement i eksisterende positioner, brugt til at købe op i den amerikanske bilproducent General Motors Co. og det amerikanske sundhedsforsikringsselskab Aetna. Tillige blev der købt op i det japanske handelskonglomerat ITOCHU Corp.

### Nøgletal

Info ratio	0,4
Kurs/Indtjening	15,1
Kurs/Indreværdi	2,5
ROE	24,4

## ■ 10 største investeringer - Maj Invest Value Aktier

Pr. 31-05-2017

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Davita Inc.	Sundhed	USA	5,9 %	United Health Group	Sundhed	USA	4,8 %
MTU Aero Engines Holding AG	Industri	DEU	5,5 %	Scripps Networks Inter-CL A	Cyklisk forbrug	USA	4,6 %
Daito Trust Construct Co. Ltd	Ejendomme	JPN	5,5 %	Central Japan Railway CO.	Industri	JPN	4,5 %
Taiwan Semiconductor	Teknologi	TWN	5,4 %	Union Pacific Corp	Industri	USA	4,2 %
United Tech. Corp	Industri	USA	5,1 %	Autozone	Cyklisk forbrug	USA	4,2 %

## ■ 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.



**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 andet kvartal 2017 et afkast på -0,1 pct. Afkastet er mindre tilfredsstillende, men bedre end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI Global Emerging Market, der omregnet til danske kroner havde et afkast på -0,4 pct. Som altid bør afkastet ses over en periode på minimum tre år, der er den korteste anbefalede investeringshorisont.

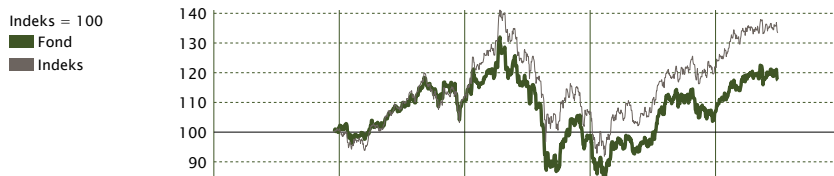
Emerging markets-aktier fortsatte den positive trend i andet kvartal drevet af en fortsat positiv indtjeningsudvikling. Målt i dollar steg emerging markets med 6,3 pct. i andet kvartal. Men mistet tillid til præsident Trumps mulighed for at skabe vækst kombineret med en positiv politisk udvikling i Europa med valget af den franske præsident Macron svækkede dollar over for euro, og dermed danske kroner, med hele 6,8 pct. i andet kvartal. Som i første kvartal blev over 15 milliarder dollar investeret i emerging markets-fonde globalt set i andet kvartal, hvilket bringer det samlede beløb for investeringer i emerging markets-fonde i 2017 op på over 30 milliarder dollar. Den stigende optimisme skyldes primært, at revisionen af indtjeningsforventningerne for emerging markets er pænt stigende igen, og der forventes nu, at indtjeningen samlet set vil stige 20,4 pct. i 2017. Vi deler markedets optimisme og har en klar vækstbaseret strategi, der står til at få gavn af den positive økonomiske udvikling i emerging markets.

Det positive resultat i andet kvartal blev primært skabt i afdelingens portefølje af kinesiske aktier, hvor selskaber som Longfor og Ping An Insurance steg med henholdsvis 27 pct. og 10 pct., primært som følge af gode resultatannonceringer. Afdelingens store undervægt i Rusland bidrog positivt til det relative merafkast, da det russiske aktiemarked faldt 15 pct. i andet kvartal. Omvendt gav investeringerne i argentinske YPF og brasilianske Hypermecas de største negative bidrag til det relative merafkast. YPF faldt 15 pct. i andet kvartal i takt med et tilsvarende fald i olieprisen. I Brasilien blev den nye præsident Temer anklaget for korruption, hvilket sendte det brasilianske aktiemarked voldsomt ned i dagene efter anklagen.

### ■ Afkast

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

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



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

Årlige afkast % (DKK)	2013	2014	2015	2016	30-06
Fond	-	9,5	-11,3	8,3	10,1
Indeks	-	11,2	-5,0	14,1	9,5
Morningstar Kategori™	-	10,5	-4,4	12,0	9,3

## ■ Investeringsområde

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

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

### Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

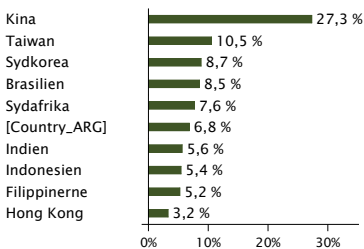
### Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

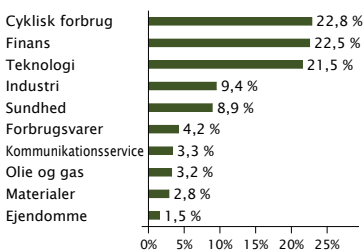
## ■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 31-05-2017

### Top 10 Lande



### Sektorfordeling for aktier



### Nøgletal

Info ratio	-0,6
Kurs / Indtjening	16,7
Kurs / Indreværdi	2,3
ROE	17,1

## ■ 10 største investeringer

Pr. 31-05-2017

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Largan Precision Co Ltd	Teknologi	TWN	6,3 %	Marcopolo SA	Cyklisk forbrug	BRA	4,0 %
Ping An Insurance Group Co Of	Finans	CHN	6,1 %	Hypermarcas SA	Sundhed	BRA	4,0 %
Axis Bank Ltd	Finans	IND	5,3 %	Taiwan Semiconductor Manufac	Teknologi	TWN	3,7 %
GT Capital Holdings Inc	Cyklisk forbrug	PHL	4,9 %	Naspers Ltd	Teknologi	ZAF	3,5 %
Tencent Holdings Ltd	Teknologi	CHN	4,2 %	China Everbright International	Industri	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.

Det kinesiske aktiemarked handlet på Hong Kong-børsen har i de sidste par år været det billigste aktiemarked i emerging markets-universet. Af denne årsag har afdelingen været kraftigt overvægtet i Kina i denne periode. Men siden det kinesiske aktiemarked bundede ultimo januar 2016, er afdelingens kinesiske aktieportefølje steget med næsten 40 pct. målt i danske kroner. Vi har derfor reduceret vægten mod Kina til neutral vægt set i forhold til Kinas vægt i sammenligningsindekset. I løbet af andet kvartal investerede vi i stedet i en af Polens største banker Pekao, som vi forventer får gavn af den stigende vækst i Europa og i Polen i særdeleshed. Vi investerede også i tre nye selskaber i Indien: Tata Consultant Service, Adani Ports og Shriram Transport Finance. Indien er blevet et meget dyrt aktiemarked, hvor mange indiske aktier har nået en værdiansættelse som de japanske aktier i 1988. De tre aktier købt til porteføljen handler alle væsentlig billigere end det øvrige marked. Dertil investerede vi i Remgro, et meget veldrevet konglomerat i Sydafrika. Også i Mexico øgede vi vægten ved at tilbagekøbe Mexicos største detailforhandler, Liverpool, efter at aktien er faldet cirka 35 pct., siden vi solgte den i 2015.

I Argentina faldt aktiemarkedet i andet kvartal, som følge af at Argentina ikke blev medlem af Morgan Stanleys emerging markets-indeks. Argentinas nye præsident, den konservative Mauricio Macri, har på blot et år fået stabiliseret økonomien og fået vendt Argentina i en særdeles sund retning. Vi forventer, at korrektionen i Argentina vil være kortvarig, og er fortsat positive på markedet.



**Mads Peter Søndergaard**  
Porteføljemanager  
Ansvarlig for Maj Invest Global Sundhed.

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

## MAJ INVEST GLOBAL SUNDHED

### KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i andet kvartal 2017 et afkast på 1,5 pct. Afkastet er tilfredsstillende og bedre end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI Verden, der omregnet til danske kroner havde et afkast på -2,5 pct. Afdelingens afkast bør dog som altid ses over minimum tre år.

I årets andet kvartal var der kursstigninger i lokal valuta i alle store regioner, men afkastet for det globale marked var alligevel negativt, målt i kroner. Dette skyldes, at euroen, og dermed kroner, blev styrket markant over for dollar og yen. Situationen var omvendt i 2015 og 2016, hvor fald i euroen over for dollar og yen betød, at afkastene fra USA og Japan blev højere for investorer med afregning i euro eller relaterede valutaer.

Donald Trump besluttede i juni at trække USA ud af Parisaftalens forpligtende samarbejde om reduktion af CO<sub>2</sub>-udledninger. Dette førte imidlertid ikke til væsentlige tilbagefald for afdelingens investeringer inden for miljø- og klimaområdet. Det signalerer, at den underliggende bevægelse mod vedvarende energi og mere ressourceeffektive produktionsformer er drevet af mere og andet end politiske mål alene. Vedvarende energi i form af især sol og vind har formået at sænke omkostningerne i et tempo, der gør det konkurrencedygtigt med elektricitetsproduktion baseret på fossile brændsler, og samtidigt er der i flere store byer verden over et væsentligt behov for at nedbringe luftforurening. Det skaber øget efterspørgsel efter ny teknologi inden for f.eks. transport og produktion.

Sektoren for sundhedspleje, der sidste år klarede sig dårligt pga. frygt for øget regulering efter det amerikanske præsidentvalg, var i kvartalet den bedste sektor på det globale aktiemarked. Det står nemlig efterhånden klart, at et egentligt opgør med medicinalindustrien ikke står højt på Donald Trumps politiske agenda, men at nye tiltag nærmere vil hjælpe sektoren, f.eks. i form af hurtigere godkendelsesprocedurer for nye farmaprodukter hos de amerikanske myndigheder.

### ■ Afkast

Morningstar Rating™  
Sektor – Øvrige, Aktier

Startdato: 10-11-2008

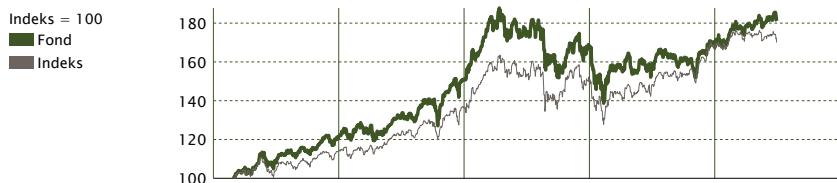
Fondskode: DK0060157196

Udbyttetype: Udbyttebetalende

Indeks: MSCI World Index inkl. nettoudbytter

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

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



Årlige afkast % (DKK)	2013	2014	2015	2016	30-06
Fond	-	23,9	11,3	0,0	8,1
Indeks	-	19,3	10,7	10,3	2,3
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:

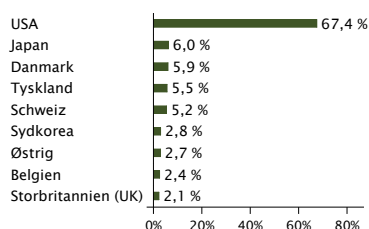
Anbefalet minimum 3 år.

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.

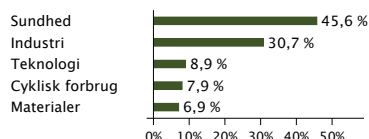
## ■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 31-05-2017

### Top 10 Lande



### Sektorfordeling for aktier



### Nøgletal

Info ratio	-0,1
Kurs/Indtjening	20,0
Kurs/Indreværdi	2,8
ROE	18,7

I kvartalet blev afkastet især positivt påvirket af investeringerne i First Solar (USA, solenergi), Novo Nordisk (Danmark, pharma), Samsung SDI (Korea, batterier) og Intuitive Surgical (USA, operationsudstyr). Afkastet blev negativt påvirket af Stericycle (USA, affaldshåndtering), GEA (Tyskland, fødevarerproduktion), Denso (Japan, autokomponenter) og Shire (UK, pharma).

Udover justeringer i porteføljeselskabernes vægte blev der i kvartalet solgt ud af en enkelt investering og foretaget to nye. Den frasolgte position var i amerikanske Borgwarner, som producerer komponenter til at gøre bilmotorer mere brændstofeffektive. Niveaet for bilsalget i USA har formentlig toppet i denne konjunkturcyklus, hvorfor vi valgte at nedbringe eksponeringen mod sektoren en anelse. I stedet tilføjede vi det japanske biotekselskab PeptiDream og den franske industrivirksomhed Schneider Electric. PeptiDream har udviklet en proprietær teknologi til udvikling af nye farmaceuter, der er så attraktiv, at flere af de helt store farmaselskaber i verden som f.eks. Merck og Astra Zeneca har valgt at købe en licens til at kunne bruge den i deres interne forskning. Hvis denne forskning fører til nye produkter, vil PeptiDream være berettiget til at modtage løbende licensbetalinger fra salget. Det betyder, at vækstudsigterne potentielt kan være meget store. Schneider Electric leverer udstyr til bl.a. eldistribution og automatisering, hvorfor selskabets produkter bidrager til såvel øget integration af vedvarende energi som til mere effektiv produktion.

## ■ 10 største investeringer

Pr. 31-05-2017

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Agilent Technologies	Sundhed	USA	3,1 %	Novartis	Sundhed	CHE	2,9 %
Novo Nordisk A/S	Sundhed	DNK	3,1 %	Samsung SDI Co Ltd	Teknologi	KOR	2,8 %
PerkinElmer Inc	Sundhed	USA	3,0 %	Regal Beloit	Industri	USA	2,7 %
Delphi Automotive PLC	Cyklisk forbrug	USA	2,9 %	GEA Group AG	Industri	DEU	2,7 %
Pentair PLC	Industri	USA	2,9 %	Andritz AG	Industri	AUT	2,7 %

## ■ Juridisk information

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

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



## ■ Investeringsområde

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

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

### Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

### Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

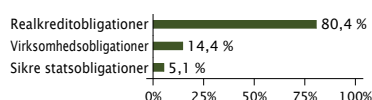
Afdelingen investerer i obligationer, der er udstedt i danske kroner. Dog kan obligationer udstedt i euro udgøre op til 20 pct. af afdelingen. Der er således meget begrænset valutarisiko ved at investere i afdelingen.

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

## ■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 31-05-2017

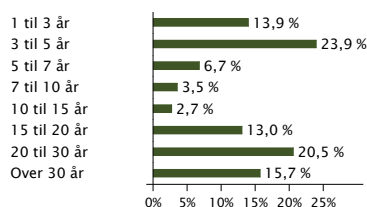
### Fordeling på obligationstyper



### Obligationsstil

Effektiv varighed

### Løbetid - eksponering



I andet kvartal gav porteføljens andel af kreditobligationer igen det højeste afkast med ca. 3 pct. i kvartalet, mens realkreditobligationer gav ca. 0,3 pct., og statsobligationerne et mindre negativt afkast. Det gode afkast i porteføljen af kreditobligationer kan især forklares ved, at vi for godt to år siden investerede en meget lille andel af formuen i en subordineret obligation udstedt af Vestjysk Bank. Obligationen var ligestillet med statens indskud under bankpakke to. Vestjysk Bank havde det ikke godt, men prisen på 22,5 virkede attraktiv, og skulle de blive reddet, var der et meget stort potentiale. I begyndelsen af juni måned blev der fremsat et købstilbud på statens aktier i Vestjysk Bank af et konsortium, som samtidig vil rekapitalisere banken og indfri den eksisterende ansvarlige gæld. Det betyder, at obligationen er blevet opskrevet fra kurs 22,5 til 90 og dermed gav et afkast på 300 pct. Gennem årene har vi tjent rigtig gode penge på efterladenskaber fra finanskrisen. Dette var desværre den sidste, vi havde i porteføljen.

Vi fastholder porteføljens strategi ved indgangen til andet halvår. I lyset af de lave risikopræmier på konverterbare realkreditobligationer har vi nedbragt deres andel i porteføljen, og eksponeringen er også mere defensiv end for eksempelvis seks måneder siden. Såfremt vi ser en stigning i risikopræmier eller obligationsrenter generelt, er vi parate til at øge risikoen i porteføljen.

## ■ 10 største investeringer

Pr. 31-05-2017

Navn	Type	Vægt	Navn	Type	Vægt
NYK CF 5'38	Realkreditobligationer	7,4 %	BRF 1'32	Realkreditobligationer	3,4 %
RD 1'22 apr	Realkreditobligationer	6,2 %	DLR 3m Cibar+60 Okt'19 JCB	Virksomhedsobligationer	2,9 %
DGBi 0.1 2023 Linker	Sikre statsobligationer	4,9 %	NYK 2'47	Realkreditobligationer	2,6 %
Nordea 1'22 apr	Realkreditobligationer	3,6 %	RD Konv. 3.5 2044 SDRO	Realkreditobligationer	2,6 %
Nordea 2'47	Realkreditobligationer	3,6 %	Nyk 1'21 apr G	Realkreditobligationer	2,2 %

## ■ Juridisk information

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

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



### 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 andet kvartal 2017 et afkast på -0,6 pct. Afkastet er mindre tilfredsstillende og lavere end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset, der gav -0,4 pct. Afdelingens tidligere sammenligningsindeks, EFFAS 1-10, er udgået og afløst af Bloomberg DK Gov 1-10. Vi har implementeret dette pr. 1. maj 2017. Afdelingens afkast bør altid ses over en periode på minimum tre år.

Andet kvartal bød på noget, der mindede om en dans på stedet. Renterne faldt for så at stige en anelse igen i slutningen af kvartalet. Renterne var ved udgangen af kvartalet stadig absurd lave de fleste steder, og det løbende renteaftast er i langt de fleste tilfælde meget begrænset. Det lader til, at de fleste investorer stadig holder fast i de mere risikable investeringer, da alternativet, i hvert fald på den korte bane, er endnu værre. Det er også sværere og sværere at opretholde en lav varighed og risiko, jo længere tid der går, uden ulykker. Vi holder fast og opretholder en lav varighed i porteføljen. Samtidig reducerer vi løbende risikoen i porteføljen af kreditobligationer. Det er vores forventning, at når (hvis) renterne stiger, vil det ramme langt de fleste typer af obligationer, ikke mindst kreditobligationer, som efterhånden vel ikke er set dyrere siden 2007.

Danske realkreditobligationer er også blevet meget dyre set i et historisk perspektiv. Det har i stor udstrækning været drevet af udenlandske investorer, der har købt danske realkreditobligationer som et alternativ til andre endnu dyrere obligationer. Med den nuværende prisfastsættelse er der meget få indenlandske investorer, som har lyst til at købe obligationer. Heller ikke os. Vi har derfor reduceret risikoen i vores portefølje af realkreditobligationer. Under normale forhold ville det være et tidspunkt, hvor vi udskiftede en betydelig mængde af realkreditobligationerne med danske eller europæiske statsobligationer. Den negative rente betyder, at det er meget lidt attraktivt. Derfor har vi i stedet reduceret risikoen og forsøger at finde attraktive alternativer til danske realkreditobligationer. Indtil videre har vi ikke fundet noget rigtigt interessant.

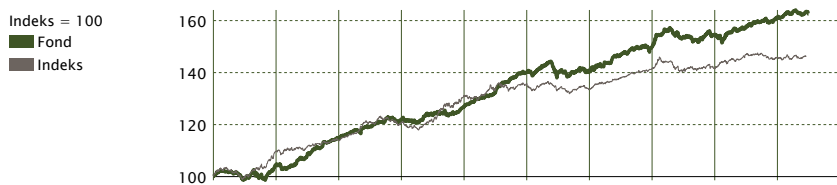
### ■ Afkast

Morningstar Rating™ ★★★★★  
Obligationer – Globale EUR Fokus

Startdato: 16-12-2005  
Fondskode: DK0060004950  
Udbyttetype: Udbyttebetalende  
Indeks: Bloomberg-EFFAS 1 – 10 år

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

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



Årlige afkast % (DKK)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	30-06
Fond	4,5	9,8	6,4	3,9	10,5	0,2	6,9	3,0	4,2	0,9
Indeks	9,6	3,8	6,1	8,7	3,4	-1,5	5,9	0,0	3,0	-
Morningstar Kategori™	0,2	6,4	4,6	0,8	7,7	-0,1	5,8	0,8	2,3	-0,3

## ■ Investeringsområde

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

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

### Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

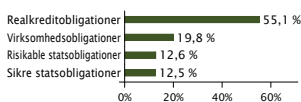
### Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

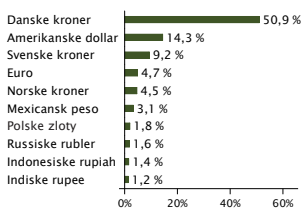
## ■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 31-05-2017

### Fordeling på obligationstyper



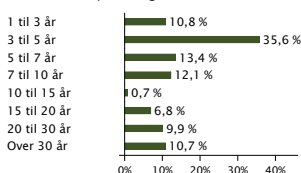
### Fordeling på valuta



### Obligationstilt

Effektiv varighed

### Løbetid - eksponering



## ■ 10 største investeringer

Pr. 31-05-2017

Navn	Type	Vægt	Navn	Type	Vægt
SHYP 1.5 dec'21 #1585	Realkreditobligationer	4,1 %	SGBi 1.0 Juni'25 Linker	Sikre statsobligationer	2,8 %
2% US GOVT 15/1-26	Sikre statsobligationer	3,9 %	DLR 6m Cibar-15bp juli'18 IO	Realkreditobligationer	2,7 %
RD 1'22 apr	Realkreditobligationer	3,6 %	EIB 4.875% 05/25/21 NOK	Sikre statsobligationer	2,6 %
BRF 1'21 apr	Realkreditobligationer	3,6 %	NYK 2'18apr G RO2	Realkreditobligationer	2,4 %
RD 1'21 apr	Realkreditobligationer	3,1 %	Mexico Statsobl. 6.5% 2022	Risikable statsobligationer	2,1 %

## ■ Juridisk information

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

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

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

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

Afkastet i andet kvartal var kraftigt negativt påvirket af valutakursudviklingen. Den amerikanske dollar blev svækket forholdsvis kraftigt i løbet af andet kvartal. Selv om vi efter afdækning kun har haft omkring 5 pct. i dollareksponering, blev en række emerging markets-valutaer, som normalt følger dollar forholdsvis tæt, også svækket i forhold til danske kroner. Derudover havde især norske kroner et svært andet kvartal. Det betød, at porteføljen af statsobligationer (24 pct.) gav et afkast på ca. -3 pct., realkreditobligationerne (54 pct.) gav et positivt afkast på 0,3 pct., mens kreditobligationerne (19 pct.) gav et afkast på -0,7 pct. For hele porteføljen var afkastet i lokal valuta ca. 1 pct. Da afkastet i danske kroner var -0,6 pct., viser dette, hvor meget valutakursudviklingen har betydet. Vi øgede i slutningen af andet kvartal eksponeringen mod dollar fra ca. 5 pct. af porteføljen til ca. 10 pct. som følge af det forholdsvis store fald i andet kvartal. Det betyder ikke, at euro og danske kroner ikke kan styrkes mere, men umiddelbart ser det mere attraktivt ud at have eksponering mod dollar på disse niveauer.

En betydelig positiv bidragsyder til afkastet i andet kvartal var en meget lille position i en subordineret obligation udstedt af Vestjysk Bank. Obligationen blev købt for godt to år siden til kurs 22,5. I forbindelse med at der er afgivet købstilbud på banken, er obligationen steget til kurs 90 og har dermed givet et afkast på 300 pct. og bidrog med 0,14 procentpoint af afkastet.



**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 andet kvartal 2017 et afkast på -1,0 pct., hvilket isoleret set er tilfredsstillende og bedre end sammenligningsindekset Merrill Lynch Global High Yield, der omregnet til danske kroner faldt 3,3 pct. Afdelingens afkast bør dog som altid ses over minimum 3 år.

Årets andet kvartal var overordnet set noget blandet, når man ser på rentemarkedet. I USA var renterne mere eller mindre uændrede ved kvartalets udgang, hvorimod de især i slutningen af kvartalet var steget i eurolandene. Dette betyder bl.a., at rentespændet mellem de amerikanske og tyske statsobligationer blev indsnævret i løbet af kvartalet og nåede et niveau, vi sidst så lige før det amerikanske præsidentvalg i slutningen af sidste år. Dette medførte også, at der var en forholdsvis kraftig svækkelse af dollar, som blev svækket med 6,8 pct. Overordnet set var dette ikke godt for risikoobligationer. Ser man på virksomhedsobligationerne klarede de amerikanske virksomhedsobligationer det fornuftigt målt i lokal valuta, men pga. svækkelsen i dollar, havde de det noget svært. Ser man på de europæiske virksomhedsobligationer gjorde de det fornuftigt frem til midten af juni, hvorefter de også havde det svært bl.a. pga. af de stigende renter.

For emering markets-obligationer er historien lidt den samme. Her var det bl.a. frygten for en afdæmpet vækst i Kina og tiltagende politiske spændinger i udvalgte emerging markets-lande, der påvirkede aktivklassen. På trods af dette havde aktivklassen fortsat inflow af nye penge, og det med god grund, da det er svært at finde alternative aktivklasser, der har et attraktivt afkastpotentiale.

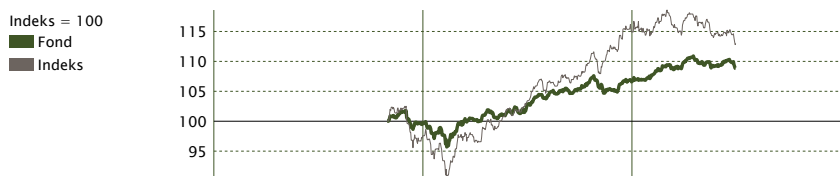
Vi forsøger fortsat at holde risikoen i porteføljen moderat. Varigheden i porteføljen lå ved udgangen af kvartalet lige under 3 år, og vi investerer kun i obligationer, vi i "værste fald" kan holde til udløb. Ved indgangen til andet halvår så vi mest værdi i emerging markets-obligationer i lokal valuta. Aktivklassen udgjorde ved udgangen af kvartalet ca. 41 pct. af den samlede portefølje.

### ■ Afkast

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

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

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



Årlige afkast % (DKK)	2015	2016	30-06
Fond	-	7,0	1,9
Indeks	-	17,8	-1,7
Morningstar Kategori™	-	13,9	-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:

Både frie midler og pensionsmidler.

### Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

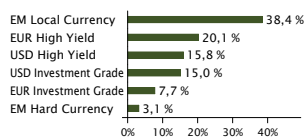
Afdelingen investerer fortrinsvis i højtforrentede globale stats- og virksomhedsobligationer med høj risiko, også kaldet risikobligationer. Det gør afdelingen til et oplagt supplement til de øvrige obligationsafdelinger for investorer, der ønsker højere risiko og større afkastmuligheder.

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. 31-05-2017

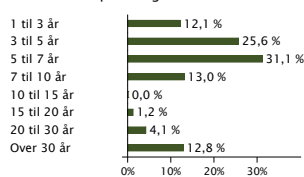
### Fordeling på obligationstyper



### Obligationstil

Effektiv varighed

### Løbetid – eksponering



I porteføljen var det de europæiske virksomhedsobligationer og valutaafdækningen i dollar, der klarede det bedst. Virksomhedsobligationer udstedt i dollar klarede det fint målt i lokal valuta, men afkastet blev trukket ned som følge af den svækkede dollar. Det samme gjorde sig gældende for emerging markets-obligationerne, der i lokal valuta også klarede det fornuftigt. Virksomhedsobligationerne gav -1,5 pct. i afkast i andet kvartal.

De europæiske high yield-virksomhedsobligationer klarede sig bedst med et afkast på 1,3 pct., og de europæiske investment grade-obligationer gav 0,7 pct. Tilsammen bidrog de to aktivklasser med 0,3 procentpoint til det samlede afkast. Amerikanske investment grade- og high yield-obligationer gav pga. den svækkede dollar et afkast på hhv. -3,7 pct. og -4,1 pct. Emerging markets-obligationerne gav et afkast på -3,5 pct. i andet kvartal. De tjekkiske og mexicanske statsobligationer gjorde det bedst i kvartalet. Med afkast på hhv. 3,9 pct. og 0,1 pct. bidrog de med 0,2 procentpoint til det samlede afkast.

De obligationer, der klarede det mindre godt i kvartalet, var de russiske, colombianske og argentinske obligationer, der tilsammen bidrog med -0,9 pct. til det samlede afkast. Afdækningen i dollar bidrog med 1,5 pct. af det samlede afkast. Der var ved udgangen af kvartalet afdækket samlet 20 pct. af eksponeringen mod dollar i porteføljen.

## ■ 10 største investeringer

Pr. 31-05-2017

Navn	Type	Vægt	Navn	Type	Vægt
CZECK 3.75 Sep'20 CZK	EM Local Currency	5,5 %	COLOM 7.75% April'21 (COP)	EM Local Currency	2,9 %
Mexico Statsobl. 6.5% 2022	EM Local Currency	4,9 %	Dominikanske Rep. 11.5% 2024	EM Local Currency	2,8 %
EIB 7.2 2019 (IDR)	EM Local Currency	3,6 %	IADB 7.25 2017 (IDR)	EM Local Currency	2,7 %
IFC 6.3 2024 (INR)	EM Local Currency	3,1 %	ARGTES 16 Okt'23 (ARS)	EM Local Currency	2,7 %
Mexico 8% 2020	EM Local Currency	2,9 %	Rusland Statsobl. 7% 2023	EM Local Currency	2,6 %

## ■ Juridisk information

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

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



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

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

## MAJ INVEST PENSION

### KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i andet kvartal 2017 et afkast på -1,8 pct. Afkastet er mindre tilfredsstillende. Afdelingen har ikke et sammenligningsindeks, men afdelingerne i den sammenlignelige Morningstar Kategori™ gav et gennemsnitligt afkast på 0,0 pct. i kvartalet. Afdelingens afkast bør som altid ses over minimum tre år.

Vi fastholdt i andet kvartal en aktieandel på ca. 37 pct. Det er ca. midt i det interval på 25-50 pct. aktier, som afdelingen kan investere i, og svarer til en neutral eksponering mod aktier. Som nogen måske kan huske, var det i første kvartal, at vi for første gang i mange år gik fra en overvægt af aktier til en neutral vægtning.

Aktieporteføljen i afdelingen gav et negativt afkast i kvartalet, hvilket primært var resultatet af, at dollar og yen blev betydeligt svækket. Hvis man ser bort fra valutakursudviklingen, var det ottende måned i træk, at det globale aktiemarked havde fremgang. Billedet var i store træk det samme som i starten af året, hvor det i høj grad var selskaber, der på den korte bane viste indtjeningsfremgang, som blev belønnet kursmæssigt. Ved udgangen af kvartalet var en betydelig andel af aktieinvesteringerne fortsat i USA, om end denne andel er faldet de seneste 12 måneder. Afkastet vil fortsat på den korte bane være påvirket af udsving i dollar over for andre landes valutaer. På lidt længere sigt vil denne effekt være mere eller mindre neutral, hvilket skyldes, at afdelingen har store investeringer i bl.a. amerikanske eksportselskaber.

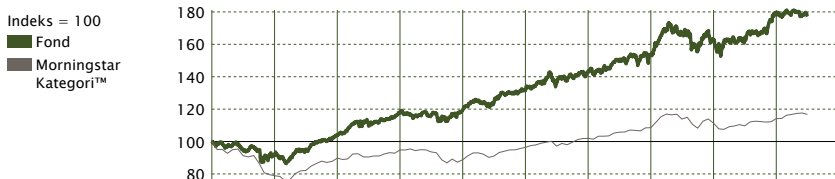
På obligationsmarkederne var udsvingene forholdsvis begrænsede, når man ser på hele andet kvartal. Renterne var ved udgangen af kvartalet stadig absurd lave de fleste steder, og da kreditspænd ligeledes var til den lave side, var det meget svært at finde attraktive investeringsmuligheder. I relation til obligationsporteføljen var det også udviklingen på valutamarkederne, som havde den største indflydelse. Dollar faldt med ca. 7 pct. i forhold til danske kroner. Selvom bevægelserne andre steder var mindre udtalt, blev svenske kroner, norske kroner og en række emerging markets-valutaer også svækket i forhold til euro.

### ■ Afkast

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

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

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



Årlige afkast % (DKK)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	30-06
Fond	-7,9	12,6	13,3	1,4	10,5	8,4	7,5	5,9	9,3	-0,6
Morningstar Kategori™	-20,8	14,3	6,0	-6,3	9,0	6,5	6,6	2,7	2,7	2,3



## ■ 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:**  
Pensionsmidler.

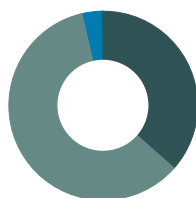
**Investeringshorisont:**  
Anbefalet minimum 3 år.

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.

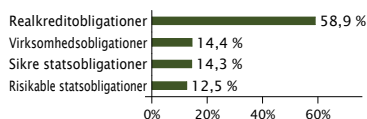
## ■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 31-05-2017



■ Aktier	36,5 %
■ Obligationer	59,9 %
■ Kontant o. lign.	3,2 %
■ Andet	0,5 %

Fordeling på obligationstyper



Obligationstil

Effektiv varighed	-
Løbetid over 10 år	36,3

Nøgletal

Info ratio	-
Kurs/Indtjening	15,1
Kurs/Indreværdi	2,5
ROE	24,4

De omtalte valutakursbevægelser var den primære årsag til, at obligationsporteføljen gav et negativt afkast i andet kvartal. Ikke overraskende var det statsobligationerne, som primært er udstedt i fremmed valuta, der havde det sværest. Afdelingen havde en ikke ubetydelig andel af eksponeringen mod dollar i obligationsbeholdningen valutaafdækket. Som følge af det relativt store fald reducerede vi i slutningen af kvartalet denne afdækning en anelse.

Kvartalets bedste aktier var den franske modegigant Christian Dior, der steg med over 15 pct. Derudover steg de to amerikanske sundhedsforsikringsselskaber Cigna Corp og UnitedHealth Group begge med over 5 pct. i kvartalet. Periodens dårligste aktier var den amerikanske forhandler af bilreservedele Autozone, der faldt med over 20 pct., efterfulgt af medievirksomheden Scripps Network Interactive og Gentex Corp., der begge faldt med over 15 pct.

Vi solgte i kvartalet helt ud af traktorproducenten Deere & Co., tøjfirmaet Polo Ralph Lauren og modegiganten Christian Dior, hvor hovedaktionæren valgte at købe hele selskabet ud. Derudover blev der solgt helt ud af Microsoft. Provenuet fra disse salg blev, udover som supplement i eksisterende positioner, brugt til at købe op i den amerikanske bilproducent General Motors Co. og det amerikanske sundhedsforsikringsselskab Aetna. Tillige blev der købt op i det japanske handelskonglomerat ITOCHU Corp.

## ■ 5 største obligationer 5 største aktier

Pr. 31-05-2017

Navn	Type	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
NYK 2'47	Realkreditobligationer	6,8 %	Davita Inc.	Sundhed	USA	2,2 %
SHYP 1.5 dec'21 #1585	Realkreditobligationer	3,4 %	MTU Aero Engines Holding AG	Industri	DEU	2,0 %
Nordea 2.5 '37	Realkreditobligationer	2,7 %	Daito Trust Construct Co. Ltd	Ejendomme	JPN	2,0 %
2% US GOVT 15/1-26	Sikre statsobligationer	2,7 %	Taiwan Semiconductor	Teknologi	TWN	2,0 %
RD 1'21 apr	Realkreditobligationer	2,1 %	United Tech. Corp	Industri	USA	1,9 %

## ■ Juridisk information

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

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



**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 andet kvartal 2017 et afkast på -2,9 pct., og afkastet for første halvår blev -1,7 pct. Afkastet er mindre tilfredsstillende, men bør som altid ses over minimum tre år.

Afdeling Kontra havde det svært i andet kvartal. De finansielle markeder var præget af en positiv stemning, og efterspørgslen på Kontra-aktiver var meget begrænset. Det betød, at Kontra samlet set gav et negativt resultat.

Der var flere ting, som drev den positive stemning. For det første endte det franske præsidentvalg med et resultat, som på kort sigt styrkede sandsynligheden for euroens overlevelse, idet den EU-venlige Macron blev valgt. Det var sådan set ikke en overraskelse, men finansmarkederne var blevet ret paranoide efter Brexit og Trump. Det betød, at resultatet var positivt for især europæiske aktier og syd-europæiske obligationer. Derudover var den positive stemning drevet af, at der endelig kom positive økonomiske nøgletal fra Europa. Disse to ting kombineret øgede efterspørgslen efter europæiske aktier og var med til at styrke euroen markant. I andet kvartal blev euro styrket med næsten 7 pct. i forhold til dollar.

Hvor længe den gode stemning holder, er svært at spå om. Der er ingen tvivl om, at investorerne ved udgangen af kvartalet var meget positive og i høj grad fokuserede på gevinstmuligheder helt generelt, men også i mere eller mindre spekulative enkeltaktier. Det lader til, man køber det, som er steget, og krydser fingre for, at det stiger mere. Selvom den økonomiske situation i Europa på overfladen ser lidt bedre ud, er det heller ikke problemfrit. Det betyder, at presset på Den Europæiske Centralbank for at stramme pengepolitikken og neddrøse obligationsopkøbene stiger.

Udfordringen er, at ingen ved, hvad der sker, når ECB ikke længere er "bagstopper" for de sydeuropæiske landes obligationsmarkeder. Det er dog givet, at renterne vil stige fra de nuværende niveauer. Spørgsmålet er bare, om der vil være købere.

### ■ Afkast

Morningstar Rating™  
Alternative – Øvrige  
Startdato: 16-06-2006  
Fondskode: DK0060037455  
Udbyttetype: Akkumulerende  
Indeks: –

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

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



## ■ Investeringsområde

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

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

### Målgruppe:

Frie midler, pensionsmidler og midler under virksomhedsskatteordningen.

### Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

## ■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 31-05-2017

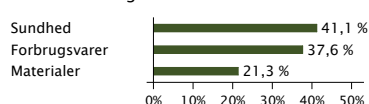


■ Aktier	11,8 %
■ Obligationer	55,6 %
■ Kontant o. lign.	5,5 %
■ Andet	27,1 %

### 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	18,9
Kurs/Indreværdi	3,0

## ■ 5 største obligationer 5 største aktier

Pr. 31-05-2017

Navn	Type	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Gold Bullion Securities LTD	Guld-ETF'er	8,0 %	Reckitt Benckiser Group PLC	Forbrugsvarer	GBR	1,0 %
Source Physical Gold P-ETC	Guld-ETF'er	8,0 %	Cia De Minas Buenaventura SA	Materialer	PER	1,0 %
ETFS Physical Silver	Andre aktier	6,1 %	Newmont Mining Corp.	Materialer	USA	0,9 %
SHYP 1.5 dec'21 #1585	Obligationer	5,3 %	Johnson & Johnson	Sundhed	USA	0,9 %
ISHARES Physical Gold ETC	Guld-ETF'er	4,5 %	Davita Inc.	Sundhed	USA	0,9 %

## ■ Juridisk information

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

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

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

Det negative afkast for kvartalet er selvfølgelig skuffende. Stemningen på de finansielle markeder var meget positiv, og da vi vurderer, at risikoen på finansmarkederne er betydelig, har vi en forholdsvis høj andel af Kontra-aktiver i porteføljen. Derfor er det ikke overraskende, at Kontra havde det svært. En ringe trøst er, at afdeling Kontra generelt har klaret sig godt i de perioder, hvor der har været negativ stemning.

Aktiederivatene var som følge af de fortsatte aktiekursstigninger årsag til en betydelig del af det negative afkast. Samlet set skyldes 0,9 procentpoint af afkastet derivaterne. Derudover havde guldet det svært. Målt i danske kroner faldt guld med næsten 7 pct. Det skyldes primært en svækkelse af dollar, og da hovedparten af eksponeringen mod dollar har været afdækket, var effekten ikke så dramatisk. Samlet set påvirkede svækkelsen af dollar dog afkastet negativt.

Ved udgangen af kvartalet fastholdt vi indtil videre den positionering, som afdelingen har haft gennem andet kvartal. Dvs. en forholdsvis høj eksponering mod ædelmetaller og en aktieafdækning på godt 20 pct. af porteføljen. Som følge af det betydelige fald i dollar gennem det seneste kvartal har vi valgt at reducere valutaafdækningen, således at eksponeringen mod dollar er steget fra godt 10 pct. til knap 20 pct.



**Peter Mosbæk**  
CIO, obligasjonschef



**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 andet kvartal 2017 et afkast på -0,5 pct. Afkastet er tilfredsstillende. Afdelingen har intet sammenligningsindeks, men er hos Morningstar blevet inkluderet i kategorien fleksibel aktivallokering. I andet kvartal gav afdelingen et afkast, som er 0,3 procentpoint lavere end gennemsnittet for 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 andet kvartal fastholdt vi en neutral allokering til aktier, hvilket svarer til ca. 50 pct. af formuen. Dermed er 50 pct. ligeledes investeret i obligationer. Det potentielle fremtidige afkast for de fleste obligationstyper er meget begrænset med den nuværende prisfastsættelse, men aktierne er heller ikke længere billige og har efterhånden nået en prisfastsættelse, som betyder, at risikoen for tilbagefald er betydelig.

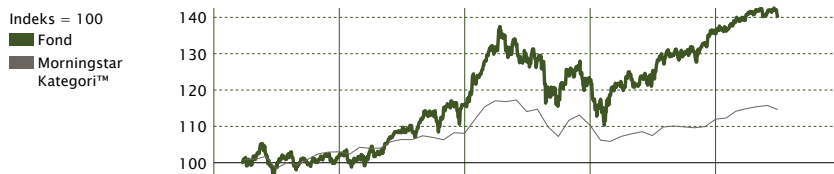
På obligationsmarkederne bød andet kvartal på en yderligere indsnævring i kreditpræmierne på mange typer af obligationer, ikke mindst i danske realkreditobligationer, som i løbet af andet kvartal opnåede den dyreste prisfastsættelse siden før finanskrisen. Indsnævringen af kreditpræmierne er et resultat af, at investorerne desperat leder efter obligationer, der giver blot en smule i rente. Centralbankernes opkøbsprogrammer gør ikke dette til en nem opgave.

Afkastet for kvartalet var negativt, hvilket primært var resultatet af, at dollar og yen blev betydeligt svækket i løbet af kvartalet. Et markant fald som blandt andet skyldtes faldende forventninger til den amerikanske renteutvikling i kølvandet på en række svage makroøkonomiske nøgletal samt manglende politiske fremskridt og resultater under den nye Trump-administration. Derudover bidrog chefen for Den Europæiske Centralbank, Mario Draghi, til valutakursudviklingen, da han signalerede potentielle stramninger i løbet af det næste års tid som følge af en forbedret økonomisk udvikling i Europa.

### ■ Afkast

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

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



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

Årlige afkast % (DKK)	2013	2014	2015	2016	30-06
Fond	-	13,6	5,8	10,4	3,3
Morningstar Kategori™	-	5,1	2,3	1,8	2,4

■ **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:**

Frie midler, pensionsmidler og midler under virksomhedsskatteordningen.

**Investeringshorisont:**

Anbefalet minimum 3 år.

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

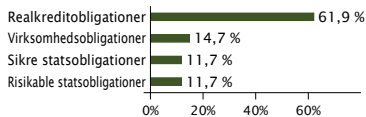
■ **Investeringsvalg**

Figurer opdateret pr. 31-05-2017



Aktier	49,2 %
Obligationer	50,4 %
Kontant o. lign.	0,3 %
Andet	0,0 %

**Fordeling på obligationstyper**



**Obligationstil**

Effektiv varighed	-
Løbetid over 10 år	39,1

**Nøgletal**

Info ratio	-
Kurs/Indtjening	16,7
Kurs/Indreværdi	2,6
ROE	20,6

Aktierne gav et afkast på -1,8 pct., mens obligationerne gav et afkast på -0,4 pct. Vi har haft en betydelig del af eksponeringen mod dollar afdækket via valutaterminsforretninger. Denne afdækning gav et betydeligt positivt afkast, således at det samlede afkast endte på -0,5 pct. Vi reducerede i slutningen af måneden afdækningen en anelse, men havde ved udgangen af kvartalet stadig en væsentlig del af dollareksponeringen afdækket. De bedste aktier var modegiganten Christian Dior, som steg over 15 pct., samt Samsonite International og sundhedsforsikringselskabet Cigna, der begge steg over 5 pct. Der var mindre, positive bidrag fra de to makrotemaer effektiv transport og sundhed. Det negative afkast var drevet af et markant fald i AutoZone på over 25 pct., faldende kurser i Ralph Lauren og Gentex på over 15 pct. samt et fald i Pandora på over 10 pct. Desuden var der negativt bidrag på mere end 5 pct. fra makrotemaet guld. I kvartalet blev der solgt helt ud af Ralph Lauren og Royal Dutch Shell, ligesom Christian Dior blev afhændet efter overtagelsestilbuddet fra Groupe Arnault. I stedet blev der etableret nye positioner i den amerikanske bilproducent General Motors og den tyske kemiproducent Lanxess AG. Der blev købt op i det danske smykkefirma Pandora og åbnet et nyt makrotema på guld. Selvom afdelingen havde dollar afdækket, blev en række emerging markets-valutaer svækket i forhold til danske kroner, hvilket bidrog negativt til afkastet. Statsobligationerne gav et afkast på -3,2 pct., realkreditobligationerne gav 0,3 pct., og virksomhedsobligationerne gav 1,5 pct. Blandt virksomhedsobligationerne var den absolut største bidragsyder en meget lille position i Vestjysk Bank, som gav 300 pct. og bidrog med 0,2 procentpoint af det samlede afkast for hele afdelingen.

■ **5 største obligationer 5 største aktier**

Pr. 31-05-2017

Navn	Type	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Nordea 2.5 '37	Realkreditobligationer	8,9 %	Cigna Corp	Sundhed	USA	2,3 %
RD 1'22 apr	Realkreditobligationer	4,9 %	Christian Dior	Cyklisk forbrug	FRA	2,3 %
NYK CF 5'38	Realkreditobligationer	4,1 %	Davita Inc.	Sundhed	USA	2,1 %
RD 1'32	Realkreditobligationer	2,8 %	MTU Aero Engines Holding AG	Industri	DEU	2,1 %
SHYP 1.5 dec'21 #1585	Realkreditobligationer	2,3 %	Samsonite International SA	Cyklisk forbrug	USA	2,0 %

■ **Juridisk information**

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

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

## MAJ INVEST OG OMKOSTNINGERNE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### ÅOP består af:

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

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

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

OMKOSTNINGER I BØRSNOTEREDE PRODUKTER	ÅOP		Realiserede adm.omk 2016	Højeste emissions- tillæg	Højeste indløsnings- fradrag
	Maj Invest Estimeret 2017	Andre foreninger			
<b>Specialafdelinger</b>					
Danske Aktier	1,35	1,64	1,18	0,25	0,25
Vækstaktier	1,46	1,71	1,38	0,25	0,25
Value Aktier	1,56	1,71	1,39	0,25	0,25
Value Aktier Akk.	1,69	1,71	1,45	0,25	0,25
Emerging Markets	1,90	2,05	1,58	0,75	0,75
Global Sundhed	1,66	1,71	1,47	0,25	0,25
Kontra	1,40	1,39	1,29	0,20	0,20
<b>Basisafdelinger</b>					
Danske Obligationer	0,28	0,54	0,24	0,05	0,10
Globale Obligationer	0,42	0,93	0,33	0,10	0,15
High Income Obligationer	0,75	0,86	0,62	0,20	0,25
Pension	0,64	1,39	0,55	0,15	0,20
Makro	0,89	1,39	0,74	0,20	0,20

Noter: ÅOP for andre foreninger er medianen af ÅOP for sammenlignelige afdelinger opgjort af Investeringsfondsbranchen, IFB, den 3. juli 2017. ÅOP for øvrige investeringsforeninger i Danmark kan findes på [www.investering.dk](http://www.investering.dk). Omkostninger for unoterede andelsklasser i Maj Invest kan ses på [www.majinvest.dk/unoterede](http://www.majinvest.dk/unoterede).

# OVERSIGT—BØRSNOTEREDE PRODUKTER

AFKAST I PROCENT												1. halvår	Siden
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	start
Danske Aktier	41,8	4,0	-47,7	47,4	26,1	-19,8	26,1	35,7	15,3	31,3	1,3	12,5	239,6
Vækstaktier <sup>1)</sup>	7,5	4,0	-29,3	30,1	24,4	-4,7	8,3	20,1	8,6	10,1	7,6	4,3	112,5
Value Aktier	8,7	-0,4	-36,2	42,3	25,5	0,6	12,0	19,0	26,3	14,9	14,3	-3,5	164,4
Value Aktier Akk. <sup>2)</sup>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-4,6	14,2	-3,6	6,8
Emerging Markets <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	-	1,2	9,5	-11,3	8,3	10,0	18,0
Global Sundhed <sup>4)</sup>	-	-	-11,4	41,4	5,5	-16,1	13,9	26,4	23,9	11,3	0,0	8,1	79,9
Danske Obl.	1,1	1,9	7,9	6,3	5,6	6,6	5,9	2,9	4,8	1,4	3,6	1,4	61,6
Globale Obl.	1,3	1,6	4,5	9,8	6,4	3,9	10,5	0,2	6,9	3,0	4,2	0,9	67,2
High Income Obl. <sup>5)</sup>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,3	7,0	1,8	8,7
Pension	3,3	2,2	-7,9	12,6	13,3	1,4	10,5	8,5	7,5	5,9	9,3	-0,6	86,8
Kontra <sup>6)</sup>	2,2	1,1	21,7	8,6	12,3	7,3	-0,3	-6,9	9,0	1,9	5,2	-1,7	75,6
Makro <sup>7)</sup>	-	-	-	-	-	-	-	1,9	13,6	5,8	10,4	3,3	40,3

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

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

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



## STAMDATA

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

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

## INDEN DU INVESTERER

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

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

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

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



## NÅR DU ER KLAR TIL AT INVESTERE

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

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

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

# SAMARBEJDSBANKER

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

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

## HOTLINE 33 38 73 33

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

INVESTERINGSFORENINGEN

**MAJ  
INVEST**

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

### Medlemmer

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

### Porteføljerådgiver:

**Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S**  
Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S (Fondsmæglerselskabet Maj Invest)

er 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 daglige drift af foreningen.

### Depotbank:

#### Skandinaviska Enskilda Banken AB

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

### Tilsyn: Finanstilsynet

Investeringsforeningen Maj Invest er under tilsyn af Finanstilsynet.





# THE BIG PICTURE

## MØD MAJ INVEST

Tilbring en aften med Maj Invest. På vores Big Picture-møder giver adm. direktør Jeppe Christiansen sin aktuelle vurdering af global økonomi. Læs mere og tilmeld dig på [www.majinvest.dk/infoaften](http://www.majinvest.dk/infoaften)

**AARHUS - 19. SEPTEMBER 2017**  
Investorcafé  
The Big Picture v. Jeppe Christiansen  
Oplæg fra porteføljemanager

**KØBENHAVN - 3. OKTOBER 2017**  
Investorcafé  
The Big Picture v. Jeppe Christiansen  
Oplæg fra porteføljemanager

**AALBORG - 21. SEPTEMBER 2017**  
Investorcafé  
The Big Picture v. Jeppe Christiansen  
Oplæg fra porteføljemanager

**HELLERUP - 4. OKTOBER 2017**  
Investorcafé  
The Big Picture v. Jeppe Christiansen  
Oplæg fra porteføljemanager

**RUNGSTED - 2. OKTOBER 2017**  
Investorcafé  
The Big Picture v. Jeppe Christiansen  
Oplæg fra porteføljemanager

**MIDDELFART - 11. OKTOBER 2017**  
Investorcafé  
The Big Picture v. Jeppe Christiansen  
Oplæg fra porteføljemanager