

---

INVESTERINGSFORENINGEN MAJ INVEST

# KVARTALSNYT

---

FØRSTE KVARTAL 2019

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

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

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

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

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

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

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

INVESTERINGSFORENINGEN

# MAJ INVEST

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

#### Medlemmer

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

#### Porteføljerådgiver:

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

er 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.

# INDHOLDSFORTEGNELSE

## MAKROØKONOMI

Global vækst i lavere gear . . . . .	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™		
		2014	2015	2016	2017	2018	1. kvartal 2019	Afkast	Perfor- mance	3 år	5 år	10 år
Danske Aktier	★★★	15,3	31,3	1,2	18,8	-14,6	14,2	249,8	+8,6	+5,7	-2,1	-10,7
Vækstaktier	★★★	8,6	10,1	7,5	13,3	-12,1	20,3	144,2	+10,8	+11,5	+3,7	+29,4
Value Aktier	★★★★★	26,3	14,9	14,3	5,5	-6,5	13,3	205,9	+72,4	+4,5	+31,9	+165,2
Value Aktier Akk.	★★★★★	26,3	14,8	14,2	5,3	-6,6	13,3	205,0	+71,5	+3,9	+31,4	+163,7
Value Aktier SRI+	Ikke ratet	-	-	-	-	-	13,8	-0,1	-0,5	-	-	-
Emerging Markets	★	9,7	-11,3	8,2	18,6	-12,2	10,5	21,6	-26,4	-6,2	-19,4	-
Global Sundhed	Ikke ratet	23,9	11,3	-0,1	11,3	-7,8	12,0	92,6	-4,7	-	-	-
Danske Obligationer.	★★★	4,8	1,4	3,6	2,7	0,2	0,7	65,2	+11,6	-0,0	+0,2	+6,7
Globale Obligationer	★★★★★	6,9	3,0	4,1	0,4	0,1	2,0	70,2	+16,6	+4,5	+8,2	+26,6
High Income Obl.	★	-	-0,3	7,0	0,3	-0,8	3,9	10,4	-5,8	-11,1-	-	-
Pension	★★★★★	7,4	5,9	9,3	2,8	-1,7	5,8	101,0	+18,3	+9,2	+16,2	+59,8
Kontra	Ikke ratet	9,0	1,9	5,2	-4,8	2,2	-2,6	69,4	-	-	-	-
Makro	★★★★★	13,6	5,8	10,4	9,0	-6,5	5,5	46,1	-1,0	+13,4	+31,2	-

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



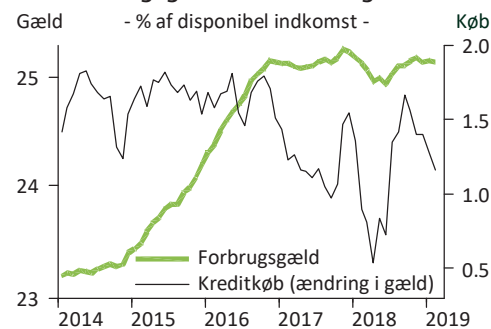
**Arvid Stentoft Jakobsen**  
 Cheføkonom i  
 Fondsmæglerselskabet Maj Invest

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

## GLOBAL VÆKST I LAVERE GEAR

Der er fortsat ikke væsentlige ændringer i vores syn på perspektiverne for den makroøkonomiske udvikling. Den amerikanske centralbank, Fed, har opnået en blød landing for amerikansk økonomi, og generelt er der gode chancer for fortsat – om end moderat – fremgang i global økonomi. Aktuelt oplever vi – som forventet – en periode med generelt skuffende økonomiske nøgletal, og især for USA venter vi en yderligere forværring i de kommende måneder. Tilbagegangen er dog efter vores opfattelse drevet af midlertidige faktorer, og vi forventer ny fremgang senere på året.

### USA: Forbrugsgæld vs. afbetalingskøb



Kilder: IHS Markit og Maj Invest.

Den bløde landing for amerikansk økonomi er nu en realitet. Det betyder ikke, at økonomien er immun over for tilbageslag, men den opbremsning i kreditekspansionen, der historisk ofte ender i recession, er nu veloverstået. Den kreditfinansierede del af privatforbruget (den sorte kurve i figuren) har i en del år ligget på 1½-2 pct. af indkomsterne, og det har medført en betydelig opbygning af gæld.

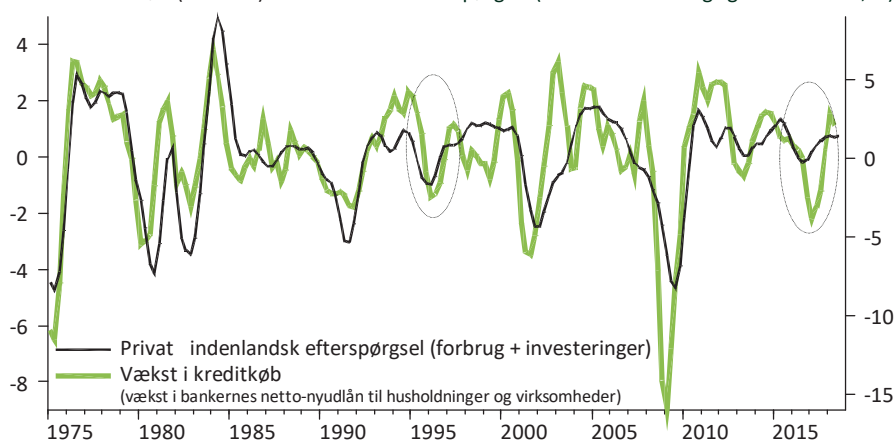
Den kritiske fase i en kreditekspansion kommer, når man efterhånden ikke ønsker at bygge gælden yderligere op og derfor sænker kreditkøbene. Ofte sker dette dyk i forbruget meget abrupt, og økonomien taber derved så meget momentum, at det starter en recession. Den meget beherskede stramning af pengepolitikken har imidlertid denne gang muliggjort en mere gradvis nedbremsning af kreditkøbene til et niveau, så gælden nu vokser i takt med de disponible indkomster.

Figuren nederst viser sammenhængen mellem kreditekspansionen (den grønne kurve i figuren) og den generelle økonomiske ekspansion. Det er, når kreditekspansionen bremser op, at recessionen starter. Ligesom i 1996-97 har vi også denne gang fået en blød opbremsning i kreditekspansionen og dermed også opnået en blød landing for økonomien. Base case er nu, at den økonomiske eks-

### USA: Kreditcyklus vs. vækstcyklus

Vækst i kreditkøb (% af BNI)

Efterspørgsel (aktuel vækst - langsigtet vækstrate, %)



Kilde: IHS Markit.

pansion i USA fortsætter i moderat tempo (BNP-vækst på op mod 2 pct.) frem mod 2020. Væksten fremover ventes således at blive noget lavere end de 3½-4 pct., den har ligget på i 2. og 3. kvartal 2018. Det skyldes især, at vækstimpulsen fra Trumps skattelettelser er overstået, men der må samtidig påregnes en noget svagere udvikling i både erhvervs- og boliginvesteringer.

Opsvinget i Europa blev betydeligt forsinket på grund af statsgældskrisen, der begrænsede bankernes udlånscapacitet. Først i 2013 kom der endelig gang i en krediteks-pansion og dermed også i den økonomiske ekspansion. Den er nu veletableret og burde kunne fortsætte i en år-række, så også for Europa er der udsigt til fortsat vækst frem mod 2020. I Kina er krediteks-pansionen efter vores vurdering nu definitivt i bobleterritorie, men det er myndighederne, der kontrollerer udviklingen, og de ser næppe noget alternativ til at fortsætte videre ad samme spor.

Vi ser således grundlæggende gode muligheder for fortsat fremgang i global økonomi, og det afspejler først og fremmest en vellykket eksekvering af pengepolitikken.

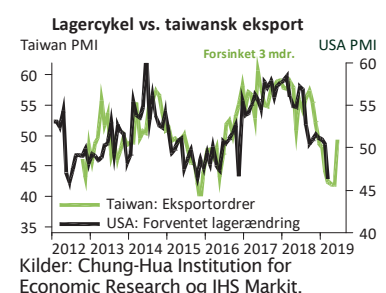
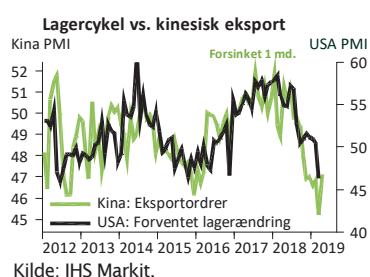
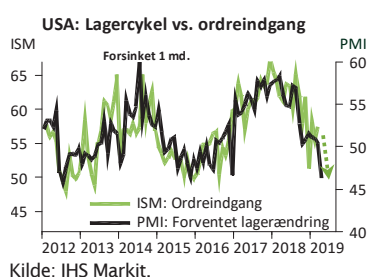
Det ændrer dog ikke ved, at der gennem de senere måneder er indtruffet en opbremsning i global økonomi. Opbremsningen viste sig først i Europa og Fjernøsten og bredte sig mod slutningen af 2018 til USA. Generelt opfattes afmatningen uden for USA som drevet af handelskrigen, og afmatning i USA opfattes så som drevet af udviklingen i resten af verden. Det er altså handelskrigen, der har ramt USA som en boomerang. Denne udlægning bytter efter vores opfattelse om på årsag og virkning. Udviklingen i USA er drevet af den amerikanske lager-cykel, men denne udvikling transmitteres - via en global forsyningskæde - videre til Fjernøsten og Europa.

Som det fremgår af de tre figurer herunder, er der således en tydelig sammenhæng mellem lagercyklen i USA og ikke bare aktiviteten i amerikansk industri, men med aktiviteten i hele den globale forsyningskæde.

Til PMI-opgørelsen af de forventede lagerændringer bliver indkøbscheferne i USA bedt om at vurdere lagerudviklingen på seks måneders sigt, men reelt begynder planlægningen af udviklingen tidligere end det. Forestiller man sig eksempelvis, at en amerikansk elektronikforhandler planlægger at øge sit julesalg, så kunne det første, der skulle ske, typisk være, at en taiwansk elektronikvirksomhed skulle levere flere komponenter til en kinesisk samlefabrik. Producenten i Taiwan ville så normalt modtage ordrerne i starten af året, og det er således ikke overraskende, at kinesiske og især taiwanske eksportordrer normalt giver de tidligste indikationer om ændringer i den globale industrikonjunktur.

Den seneste udvikling i de tre figurer indikerer, at lagercyklen er ved at tage et nyt dyk. Da den sorte kurve i figurerne i slutningen af 2018 faldt til indeks 50, var det et signal om, at lageropbygningen ville begynde at gå i stå, og det seneste dyk i den sorte kurve indikerer, at man nu faktisk planlægger at mindske lagrene (indeks 50 svarer til en forventning om uændrede lagre). Det er i virkeligheden et helt almindeligt forløb. Kapacitetsudnyttelsen og dermed leveringstiderne stiger normalt under en lageropbygning, og det giver så behov for et endnu større lagerberedskab. Når lageropbygningen efterfølgende går i stå, falder leveringstiderne igen, og dermed falder også behovet for lagre.

I løbet af den seneste runde lageropbygning er leveringstiderne steget ekstraordinært meget, og nu falder de så tilsvarende hurtigt. Det giver mulighed for at modgøre en del af lageropbygningen. De forudgående fald i Kinas og Taiwans eksportordrer - og et kraftigt fald i tyske eksportordrer i februar - tyder også på et yderligere dyk i lagercyklen. Det peger alt sammen mod endnu et fald i de amerikanske ISM-indeks, inden lagercyklen antagelig bundet ud henover sommeren.



# OBLIGATIONSMARKEDERNE

## Aktuel prissætning

Den lange rente afspejler primært markedets forventninger til den korte rente i fremtiden, og vores "fair værdi" viser, hvor den lange rente normalt vil ligge, givet markedets forventninger til pengepolitikken. *Risk off*-perioderne, hvor renten dykker markant under fair value, kan opfattes som et nyt mønster for forventningsdannelsen, hvor markedet begynder at inddiskontere et scenario med permanent lavvækst og permanent nulrentepolitik. Tilsvarende kan *risk on* ses som udtryk for, at markedet opgiver troen på nulrentescenariet igen.

Mange opfatter disse "Ro/Ro"-episoder som drevet af centralbankernes QE-programmer, men efter vores vurdering spiller selve obligationsopkøbene normalt en begrænset rolle. Det er mere markedets fokus på opkøbsprogrammerne – og på at "front runne" centralbankerne – der tvinger renterne ned. Problemet er, at denne fokus kan være flygtig, sådan som rentestigningen i USA i foråret 2013 – den såkaldte "taper tantrum" – viste det. I Europa ser det dog ud til, at ECB efterhånd-

den sidder på en så stor del af markedet, at QE har en væsentlig effekt i sig selv.

## Forventninger til prissætningen

Beskæftigelsen i USA har nået et niveau, hvor arbejdsgiverne begynder at få problemer med at finde egnede medarbejdere, og det giver et vist lønpres. Konkurrencen fra internethandelen betyder imidlertid, at detailhandelsavancerne er under voksende pres, og det holder inflationen nede. Fed har signaleret, at man forholder sig afventende, og vi venter ingen yderligere stramninger af pengepolitikken foreløbig.

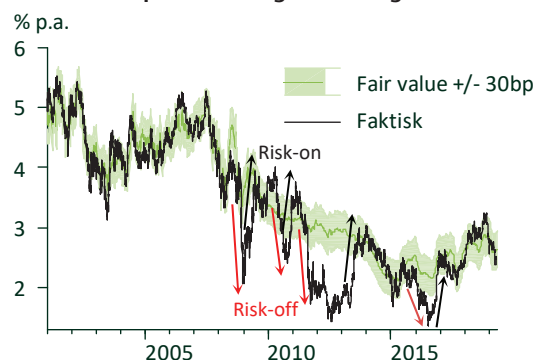
I Europa har ECB nu afviklet sit QE-program, og alligevel ligger de lange renter i Europa fortsat på et meget lavt niveau. Det illustrerer meget godt, hvordan ECB aktuelt beslaglægger en så stor del af "free flow" i markedet, at prisdannelsen langt fra afspejler markedets forventninger. Det illustrerer dermed også potentialet for rentestigninger i Europa – med afledt effekt på amerikanske/globale renter – når de løbende underskud

på statsbudgetterne igen har skabt et tilstrækkeligt obligationsudbud til, at markeds kræfterne kan få frit spil. Rentestigningen vil imidlertid næppe komme lige så pludseligt som i USA under taper tantrum, men væsentligt mere gradvist, i takt med at free flow i markedet øges.

Kombinationen af skuffende økonomiske nøgletal og mere forsigtige signaler fra både Fed og ECB har medført noget lavere obligationsrenter i USA og Europa. Nøgletallene vil antageligt fortsat skuffe nogle måneder endnu, og vi ser en risiko for, at der igen breder sig en egentlig recessionsfrygt.

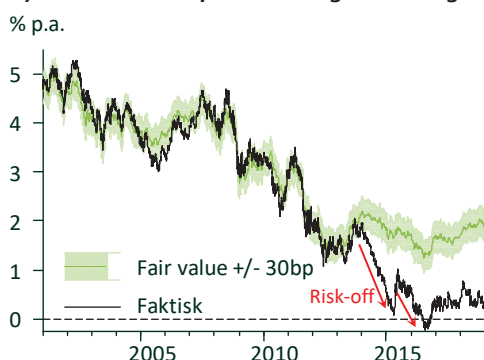
Det kan i en periode medføre et vist yderligere fald i statsrenterne. I andet halvår venter vi imidlertid en bedring af de økonomiske nøgletal, og i givet fald ventes renterne så atter at stige, i takt med at markedet begynder at indprise et scenario med mere balancerede udsigter for pengepolitikken.

USA: renten på en 10-årig statsobligation



Kilder: IHS Markit og Maj Invest-beregninger.

Tyskland: renten på en 10-årig statsobligation



Kilder: IHS Markit og Maj Invest-beregninger.

# AKTIEMARKEDERNE

## Aktuel prissætning

Aktier handler normalt forholdsvist tæt på den underliggende historiske norm for deres prissætning ("fair værdi", Maj Invest-beregning). Under dot.com-boblen steg aktier dog til næsten det dobbelte af fair værdi, ligesom de på bunden af finanskrisen faldt til halvdelen.

Perioden siden finanskrisen har været præget af en underliggende langsigtet bevægelse tilbage mod fair værdi, afbrudt af midlertidige tilbageslag. Basalt set handler det om, at der i kølvandet på finanskrisen bredte sig en forestilling 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 periodevist fik ny næring af problemer i Kinas økonomi, som man frygtede ville bremse opsvinget i USA og Europa.

Investorerne har dog efterhånden opgivet deres tro på den ny normal, og det amerikanske S&P 500-indeks

handler nu atter tæt på sin fair værdi. Prissætningen af amerikanske aktier er normalt retningsgivende for prissætningen af globale aktier, og tilsvarende forhold ville således også typisk gælde for europæiske – herunder danske – aktier. Dog er det vores vurdering, at prissætningen af europæiske aktier fortsat er præget af en mere markant risikoversion.

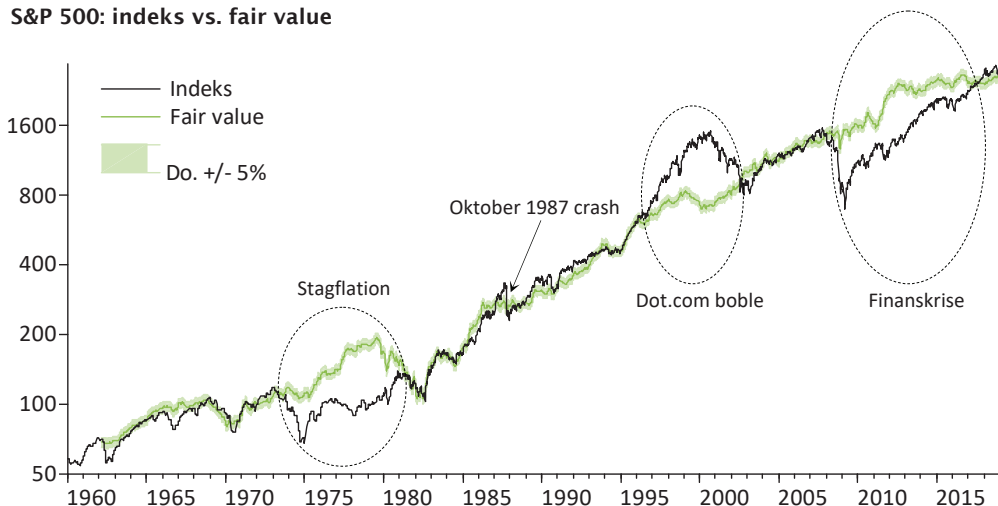
## Forventninger til prissætningen

Mod slutningen af 2018 blev investorerne grebet af recessionsfrygt, og det udløste markante kursfald på de globale aktiemarkeder. Recessionsfrygten skyldtes skuffende nøgletal for den globale økonomi og frygt for, at denne afmatning skulle brede sig til USA. Markederne opfatter handelskrigen som den væsentligste årsag til den negative udvikling, og selv om nøgletallene fra USA faktisk efterfølgende er begyndt at skuffe, har forhåbninger om et positivt resultat af forhandlingerne mellem USA

og Kina – i hvert fald foreløbig – overtruffet de skuffende nøgletal ved kvartalsskiftet.

Vi ser dog tegn på, at især de amerikanske konjunkturindikatorer kan skuffe yderligere over de kommende måneder, og det kan potentielt udløse en ny runde med recessionsfrygt og fornyede kursfald på aktiemarkederne. I givet fald ser vi dog pæne muligheder for, at prissætningen af aktier kan vende tilbage til fair værdi gennem andet halvår 2019, hvor vi ser god mulighed for en vending i de økonomiske nøgletal. Til gengæld ser vi kun ret begrænsede muligheder for virksomhederne til at øge indtjeningen, og det vil begrænse væksten i fair værdi for aktier i de kommende kvartaler.

S&P 500: indeks vs. fair value



Kilder: IHS Global Insight og Maj Invest-beregninger.

**Baggrund:** Fondsmæglerselskabet Maj Invest estimerer "fair value" ud fra virksomhedernes indtjening og det risikofri alternativafkast (rente på 10-årig statsobligation). Vi anvender et indtjeningsbegreb, der i modsætning til det normalt anvendte "earnings per share" er opgjort efter ensartede principper over hele perioden. Indtjeningen er rensset for en lang række hensættelser og op- og nedskrivninger og svarer nærmest til "resultat før justeringer over balancen". Dette indtjeningsbegreb er et bedre mål for virksomhedernes underliggende evne til at tjene penge, som er det, aktiemarkedet under normale omstændigheder prissættes efter.



**Keld Henriksen**  
Aktiechef



**Karsten Søndermølle**  
Aktiechef



**Peter Stenholt**  
Seniorporteføljemanager

Keld, Karsten og Peter er ansvarlige for Maj Invest Danske Aktier.

Keld og Karsten har begge mere end 25 års erfaring med aktieinvesteringer og har de seneste mange år 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 3 års sigt, men isoleret set er et kvartalsafkast for afdelingen på 14,2 pct. meget tilfredsstillende. Sammenligningsindekset steg i samme periode med 12,6 pct.

På trods af bekymringer om et lavere vækstmomentum i verdensøkonomien samt et kaotisk forløb omkring Brexit steg aktiemarkeder verden over kraftigt i første kvartal. Generelt var regnskaberne for fjerde kvartal lidt skuffende, og da virksomhedernes forventninger til 2019 også lå til den svage side, blev danske aktier over en kam dyrere prissat i første kvartal. Ørsted blev fra årets start udfordret af det, administrerende direktør Henrik Poulsen kaldte "den politiske virkelighed", da Finansministeriet meget sent i forløbet meddelte, at der ikke længere var opbakning fra Christiansborg til at frasælge den danske eldistributions- og privatkundeforretning. Ørsted stoppede salgsprocessen, men arbejder videre på at finde en løsning. Med baggrund i det lave renteniveau og øget regulering kæmper den danske pengeinstituttosektor med indtjeningen i disse år. Senest har Jyske Bank sænket bunden af sin målsætning for egenkapitalforrentning med to procentpoint til 6-10 pct. Et logisk modtræk er ønsket om konsolidering og synergier. Dette besværliggøres af, at alle ønsker at sidde for bordenden og være den overtagende part. Således forsøgte Spar Nord Bank sig med et uinviteret bud på Danske Andelskassers Bank, men overtagelsen mislykkedes, da de bagvedliggende ejerfonde deltog i en rettet kapitaludvidelse og dermed udvandede Spar Nords ejerandel. Vi forventer flere konsolideringsforsøg i sektoren fremadrettet.

Strategien, der er fastholdt siden afdelingens start i 2005, fortsættes uforandret med en købmandsmæssig og pragmatisk tilgang, hvor der kontinuerligt afsøges investeringsmuligheder i det danske aktiemarked på tværs af sektorer, selskabsstørrelser og -typer. Fokus er på stockpicking frem for valg baseret på temaer eller makroøkonomiske forhold. Prisfastsættelsen af den enkelte aktie er et væsentlig parameter, hvor selskaberne vurderes enkeltvis ud fra en langsigtet fundamental betragtning. Yderligere parametre i selskabsudvælgelsen er ledelseskvalitet, forståelig strategi, konsekvent eksekvering samt en stærk markedsposition. Der lægges stor vægt på at vedligeholde kendskabet til det enkelte selskab; dels med jævnlige møder med selskabsledelsen, dels ved hjælp af andre kilder, der bringer forståelse for virksomheden og dens omgivende miljø.

### ■ Afkast

Morningstar Rating™  
Aktier – Danmark

★★★

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)

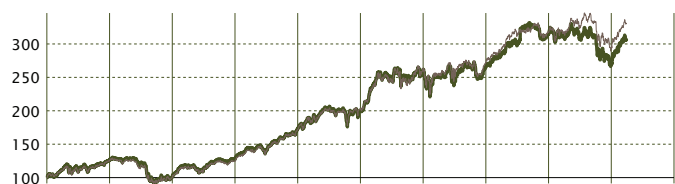
Startdato: 16-12-2005

Fondskode: DK0060005171

Udbyttetype: Udbyttebetalende

Indeks: NASDAQ OMX Copenhagen Cap GR  
DKK

Indeks = 100  
Fond  
Indeks



Afkast	Fond	Indeks	Diff.
Seneste kvartal	14,2 %	12,6 %	1,6 %
3 år ann.	6,8 %	9,1 %	-2,2 %
5 år ann.	10,1 %	11,9 %	-1,8 %
10 år ann.	17,3 %	17,6 %	-0,3 %

Årlige afkast % (DKK)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	31-03
Fond	26,1	-19,8	26,1	35,7	15,3	31,3	1,3	18,6	-14,5	14,2
Indeks	25,3	-19,9	23,8	38,3	17,2	30,8	3,2	16,8	-7,5	12,6
Morningstar Kategori™	30,0	-20,2	23,0	38,6	18,5	36,9	1,9	13,1	-11,3	11,7



## ■ Investeringsområde

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

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

### Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

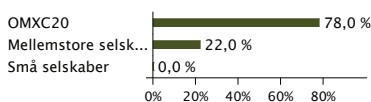
### Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

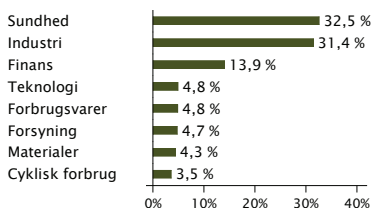
## ■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 28-02-2019

### Selskabsfordeling



### Sektorfordeling for aktier



### Nøgletal

Info ratio	-0,5
Kurs/Indtjening	14,3
Kurs/Indreværdi	2,2
ROE	28,0

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

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

Da stockpicking er fundamentet i afdelingen, skal afkastforskellen i forhold til det generelle aktiemarked findes i den enkelte akties udvikling. Afdelingens største positive performancebidrag kom fra Vestjysk Bank, hvor Maj Invest for knap to år siden deltog i et konsortium, der rekapitaliserede banken. På trods af modvind fra en stor landbrugseksposering har Vestjysk Bank klaret sig bedre end ventet og har allerede i 2019 opjusteret forventningerne ad to omgange. Investering i DSV, SimCorp og NKT Holding bidrog sammen med undervægt i H. Lundbeck ligeledes positivt. H. Lundbeck vil i løbet af en kortere årrække komme til at lide under patentudløb og en tynd pipeline. En ny strategi har investering, opkøb og indicensering som væsentlige parametre. Disse usikkerheder bryder aktiemarkedet sig ikke om. Største negative performancebidrag kom fra Danske Bank, der skuffede både i forhold til det aflagte regnskab samt forventninger for 2019, hvor omkostningerne guides højere end forudsat af aktiemarkedet. Investeringer i DFDS, FLSmidth og Rockwool Intl. bidrog ligesom undervægt i Ørsted negativt. Aktiekursen i Ørsted ligger på trods af de ovenfor nævnte udfordringer ganske stærkt, godt hjulpet af temainvesteringer i grøn energi.

Absolut set var afdelingens største investeringer i Novo Nordisk, Vestas Wind Systems, DSV, A.P. Møller-Mærsk og Danske Bank. I forhold til sammenligningsindekset var de største overvægte i Vestjysk Bank, DFDS, Per Aarsleff, ALK og Vestas Wind Systems, mens de største undervægte var i Ørsted, H. Lundbeck, Københavns Lufthavne, Chr. Hansen og Coloplast.

## ■ 10 største investeringer

Pr. 28-02-2019

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Novo Nordisk A/S	Sundhed	DNK	9,6 %	Vestjysk Bank	Finans	DNK	4,9 %
Vestas Wind Systems	Industri	DNK	6,9 %	Carlsberg B	Forbrugsvarer	DNK	4,7 %
DSV A/S	Industri	DNK	6,6 %	Ørsted	Forsyning	DNK	4,6 %
Danske Bank	Finans	DNK	6,2 %	A P Møller - Mærsk A	Industri	DNK	4,6 %
A. P. Møller - Maersk A/S A	Sundhed	DNK	5,0 %	William Demant Holding A/S	Sundhed	DNK	4,3 %

## ■ Juridisk information

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

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



## ■ 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:

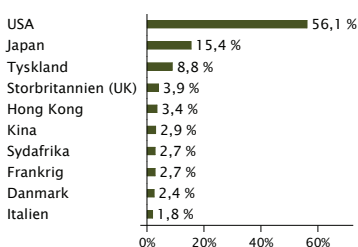
Anbefalet minimum 3 år.

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.

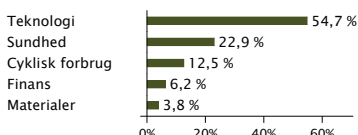
## ■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 28-02-2019

### Top 10 Lande



### Sektorfordeling for aktier



### Nøgletal

Info ratio	0,0
Kurs/Indtjening	21,3
Kurs/Indreværdi	3,2
ROE	24,3

To ud af tre af afdelingens investeringer klarede sig bedre end markedet i kvartalet. Det største positive bidrag til afdelingens afkast kom fra amerikanske Versum Materials, der leverer specialiserede kemikalier og gasser til produktion af mikrochips. To konkurrerende selskaber annoncerede købstilbud på selskabets aktier, hvilket pressede kursen op. Der var også væsentlige positive bidrag fra amerikanske Universal Display Corp., IPG Photonics og TJX Companies, der steg i forbindelse med regnskabsaflæggelser.

I bunden af afkastskalaen befandt amerikanske Centene sig, der administrerer sundhedsforsikringer for millioner af amerikanere. Selskabets aktiekurs blev tynget af politiske forslag fra såvel dele af den demokratiske opposition som fra Trump-administrationen om gennemgribende ændringer af det amerikanske sundhedssystem. Samtidig annoncerede Centene et stort opkøb af en konkurrent, hvilket markedet heller ikke så positivt på. Den tyske producent af belysning, sensorer og LED-chips, Osram, og det engelske it-sikkerhedsselskab Sophos bidrog også negativt.

Der blev i kvartalet foretaget fire frasalg og to nye investeringer. Investeringerne i engelske Asos og Merlin Entertainments blev solgt fra sammen med investeringerne i de to japanske selskaber Japan Lifeline og Sundrug. Ind i porteføljen kom til gengæld den japanske computerspilproducent Nintendo samt det danske it-serviceselskab Netcompany.

## ■ 10 største investeringer

Pr. 28-02-2019

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Centene Corp	Sundhed	USA	4,8 %	AIA Group Ltd	Finans	HKG	3,3 %
TJX Cos.	Cyklisk forbrug	USA	4,5 %	Cognizant Tech Solutions CRP	Teknologi	USA	3,2 %
Alphabet Inc C	Teknologi	USA	4,2 %	Keyence Corp.	Teknologi	JPN	3,2 %
Anthem Inc	Sundhed	USA	3,8 %	SAP AG	Teknologi	DEU	3,0 %
Versum Materials Inc	Materialer	USA	3,7 %	IPG Photonics Corp	Teknologi	USA	3,0 %

## ■ 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.



**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 første kvartal 2019 et afkast på 13,3 pct., mens sammenligningsindekset MSCI World omregnet til danske kroner steg 14,6 pct. Afkastet bør som altid ses over en periode på mindst tre år, der er den korteste anbefalede investeringsperiode.

Efter en meget negativ afslutning på 2018 og betydelige fald i fjerde kvartal vendte markedet rundt på en tallerken i begyndelsen af året og har igennem det meste af årets første kvartal leveret betydelige stigninger over en bred kam. Den amerikanske centralbankchef Jerome Powells udmeldinger om, at man nu indtog en "vent og se"-position i forhold til yderligere rentestigninger, medførte globale rentefald. Det var en besked, som investorerne tog positivt imod. Kombineret med fornuftige årsregnskabstal fra virksomhederne lagde det kimen til en øget købsinteresse for globale aktier. Den positive stemning og de stigende aktiekurser var endvidere understøttet af forventningen om en snarlig løsning, helt eller delvis, på handelskrigen mellem USA og Kina. Det betød mindre i markedet, at EU og England fortsat befinder sig i en politisk krise omkring den endelige model for Brexit. Investorerne ser således ud til at have indfundet sig med den aktuelle situation i britisk politik og har i nogen grad formodentlig indregnet store dele af de mulige udtrædelsesscenarier.

På valutamarkedet var der fremgang at spore blandt både den amerikanske dollar og den japanske yen over for europæiske euro og dermed danske kroner. Det på trods af signaler om, at yderligere rentestigninger i USA nu er sat på hold af The Federal Reserve Bank.

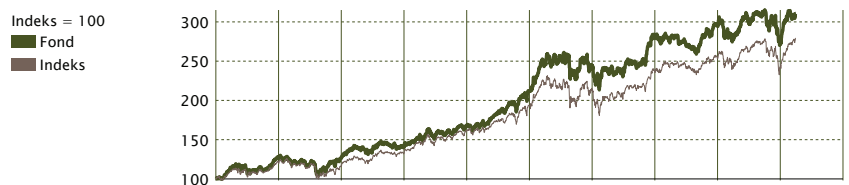
Afdelingerne har fortsat en betydelig andel af investeringer i USA. Selvom denne vægt i et historisk perspektiv er blevet mindre i løbet af de seneste år, vil afdelingen på den korte bane være påvirket af udsving i dollar over for andre landes valutaer. Dog er denne effekt på lidt længere sigt temmelig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

### ■ Afkast - Maj Invest Value Aktier

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

Afkast	Fond	Indeks	Diff.
Seneste kvartal	13,3 %	14,6 %	-1,2 %
3 år ann.	9,6 %	11,3 %	-1,7 %
5 år ann.	12,6 %	11,2 %	1,3 %
10 år ann.	16,4 %	14,3 %	2,1 %

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



Årlige afkast % (DKK)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	31-03
Fond	25,3	0,7	12,0	19,0	26,3	14,9	14,3	5,4	-6,5	13,3
Indeks	19,7	-2,6	14,5	21,2	19,3	10,7	10,3	7,7	-3,9	14,6
Morningstar Kategori™	16,9	-8,1	12,7	17,5	15,0	9,1	6,2	8,4	-7,5	13,3

## ■ 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:

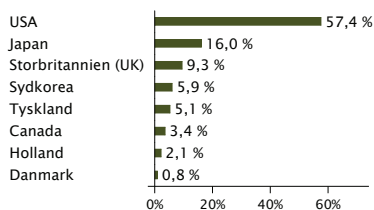
Anbefalet minimum 3 år.

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.

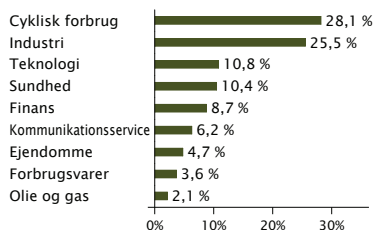
## ■ Investeringsvalg - Maj Invest Value Aktier

Figurer opdateret pr. 28-02-2019

### Top 10 Lande



### Sektorfordeling for aktier



### Nøgletal

Info ratio	-0,4
Kurs/Indtjening	11,6
Kurs/Indreværdi	2,2
ROE	26,5

Periodens bedste aktie var den britiske tøj kæde Next Plc., som steg med over 45 pct. Derudover steg amerikanske Aptiv med 32 pct. på grund af et stærkt regnskab og i forventning om en snarlig løsning på handelskrigen mellem USA og Kina. Slutteligt steg den britiske kioskkæde WH Smith Plc med 31 pct. i kølvandet på et bedre end forventet regnskab.

Kvartalets ringeste aktier var de to sundhedsforsikrings selskaber CVS Caremark og Cigna Corp., der faldt med henholdsvis 16 og 14 pct. som følge af en række politiske udmeldinger om den fremtidige retning for det amerikanske sundhedssystem. Derudover kunne konkurrenten United Health Group heller ikke følge med den generelle markedsudvikling, og aktien oplevede kun en beskedne stigning på 1 pct. i løbet af årets første tre måneder.

I løbet af kvartalet er der foretaget to større omlægninger. For det første blev det japanske handelsselskab Itochu Corp. solgt helt ud af porteføljen til fordel for en investering i det japanske teleselskab Nippon Telegraph & Telephone Co. (NTT). Derudover blev der solgt delvist ud af forskellige positioner, og proventuet fra disse handler blev anvendt til at etablere en ny position i det amerikanske varehus Kohl's Corp.

## ■ 10 største investeringer - Maj Invest Value Aktier

Pr. 28-02-2019

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Samsung Electronics – GDR 144A	Teknologi	KOR	5,8 %	Union Pacific Corp	Industri	USA	4,8 %
Southwest Airlines	Industri	USA	5,6 %	Goldman Sachs Group Inc.	Finans	USA	4,7 %
MTU Aero Engines Holding AG	Industri	DEU	5,1 %	Daito Trust Construct Co. Ltd	Ejendomme	JPN	4,7 %
General Motors Co	Cyklisk forbrug	USA	4,9 %	Central Japan Railway CO.	Industri	JPN	4,6 %
Intel Corp	Teknologi	USA	4,8 %	O'Reilly Automotive Inc.	Cyklisk forbrug	USA	4,0 %

## ■ Juridisk information

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

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



## ■ 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.

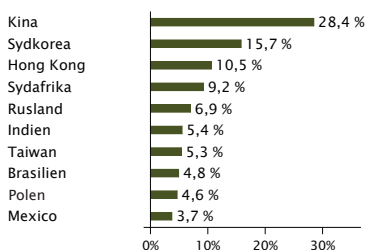
### Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

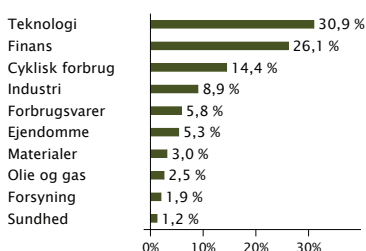
## ■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 28-02-2019

### Top 10 Lande



### Sektorfordeling for aktier



### Nøgletal

Info ratio	-0,7
Kurs/Indtjening	8,7
Kurs/Indreværdi	1,0
ROE	19,8

## ■ 10 største investeringer

Pr. 28-02-2019

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Naspers Ltd	Teknologi	ZAF	5,2 %	China Overseas Land og Investme	Ejendomme	CHN	2,5 %
China Construction Bank – H	Finans	CHN	5,1 %	Sberbank RF-\$US	Finans	RUS	2,4 %
Samsung Electronics	Teknologi	KOR	5,1 %	Housing Development Finance Co	Finans	IND	2,3 %
Taiwan Semiconductor Manufac	Teknologi	TWN	3,8 %	China Merchants Holdings Intl.	Industri	CHN	2,2 %
Ping An Insurance Group Co Of	Finans	CHN	3,3 %	China Communications Construct	Industri	CHN	2,2 %

## ■ Juridisk information

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

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

Afdelingen 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 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.

Omlægningen af porteføljen betød, at vægten af kinesiske virksomheder blev øget efter en vurdering af, at et negativt scenario for resultatet af handelsforhandlingerne mellem USA og Kina allerede var priset ind i aktiekurserne. Kinesiske industriselskaber forekom at være meget lavt prissat i forhold til, at mange af dem fortsat har skabt betydelige pengestrømme og betalt høje udbytter.

Undervægten inden for råvarer blev fastholdt efter en vurdering af prisniveauet i forhold til den fremskredne fase af konjunkturcyklen.

Russiske aktier er overvægtet. Ved kvartalsskiftet var der fortsat betydelige politiske risici, men de blev vurderet at være priset ind i aktiekurserne. Den makroøkonomiske situation i Rusland var fortsat gunstig med lave gældsni-veauer, samtidig med at centralbanken har rum til at sænke renten.

Eksponeringen mod Brasilien blev reduceret, da vi vurderede, at markedet negligerede politiske og makroøkonomiske risici. Vores begrænsede eksponering er koncentreret mod selskaber som Vale og Petrobras, hvis primære indtjening er i dollar. Regeringen under den nyvalgte præsident, Jair Bolsonaro, er med stor sandsynlighed ikke stærk nok til at tackle et finanspolitisk underskud på syv procent og en offentlig gæld på 85 pct. af BNP.



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

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

## MAJ INVEST GLOBAL SUNDHED

### KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i første kvartal 2019 et afkast på 12,0 pct., mens sammenligningsindekset MSCI World omregnet til danske kroner steg 14,6 pct. Afkastet bør som altid ses over en periode på mindst tre år, der er den korteste anbefalede investeringsperiode.

Første kvartal var præget af positiv stemning på de globale aktiemarkeder med høje afkast, hvilket også smittede positivt af på afkastet i Global Sundhed. Sektormæssigt var afkastet i sundhedspleje dog lavere end det generelle marked på grund af bekymringer om prispress og sværere markedsvilkår for leverandører til det offentlige sundhedssystem i USA. Dette påvirkede i sagens natur også afdelingens afkast. Klima- og miljøområdet klarede sig samlet set for sektoren en anelse bedre end markedet. Det dækker over både et forbedret vindmarked og et svært transportmarked, hvor aktier med fokus på mindre udledning fra biler var påvirket af en lavere aktivitet og bekymringer vedrørende den manglende handelsaftale mellem USA og Kina.

Sundhedsplejesektoren, der udgør 60 pct. af porteføljen, udviklede sig i perioden 4,4 procentpoint svagere end sammenligningsindekset. Sektoren var ramt af bekymringer om lavere priser og avancer i USA. Sundhedsudgifterne fylder meget på statsbudgettet i USA, og med flere ældre mennesker bevæger udgifterne sig opad, hvilket flere politikere gerne vil have gjort noget ved. Markedet har allerede indregnet, at der vil komme til at ske noget på dette punkt, uden at der dog er tegn på konkrete ændringer.

Klima- og miljøsektoren, der udgør 40 pct. af porteføljen, udviklede sig i kvartalet 0,6 procentpoint bedre end sammenligningsindekset, men med store udsving inden for de enkelte sektorer. Vindsektoren viste fortsatte tegn på bedring med en fortsat positiv ordreindgang til stabiliserede priser. Underleverandører til bilproducenter inden for alle områder, inkl. energieffektivitet og skiftet til elbiler, havde det derimod svært i perioden, idet handelskrigen fik aktiviteten til at falde, samtidig med at der var frygt for, at marginerne vil komme under pres.

### ■ Afkast

Morningstar Rating™  
Aktier - Øvrige

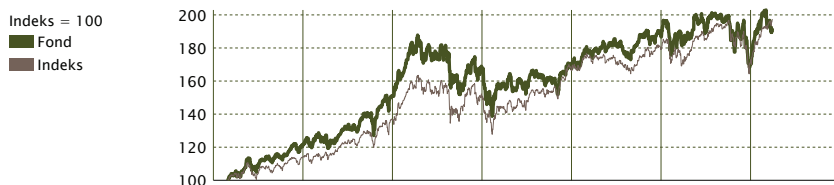
Startdato: 10-11-2008

Fondskode: DK0060157196

Udbyttetype: Udbyttebetalende

Indeks: MSCI World Index inkl. nettoudbytter

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



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

Årlige afkast % (DKK)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	31-03
Fond	-	23,9	11,3	0,0	11,4	-7,8	12,0
Indeks	-	19,3	10,7	10,3	7,7	-3,9	14,6
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:

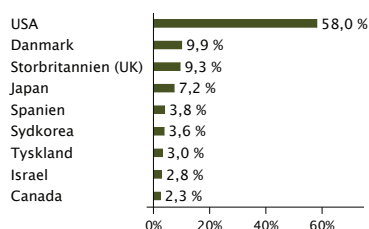
Anbefalet minimum 3 år.

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

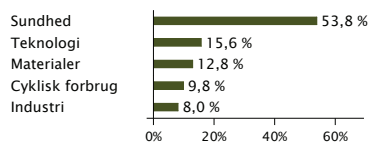
## ■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 28-02-2019

### Top 10 Lande



### Sektorfordeling for aktier



### Nøgletal

Info ratio	-0,6
Kurs/Indtjening	13,4
Kurs/Indreværdi	2,5
ROE	20,1

I kvartalet var afkastet især positivt påvirket af investeringerne i Celgene (USA, medicinal), Siemens Gamesa (Spanien, vindenergi), Sunrun (USA, solenergi), Alexion Pharmaceuticals (USA, medicinal) og Takeda (Japan, medicinal).

Afkastet var især negativt påvirket af Tenneco (USA, energieffektivitet), CVS Health (USA, apotek/forsikringer), Cigna (USA, forsikringer), Biogen (USA, biopharma) og Samsung SDI (Sydkorea, batterier til elbiler).

Der er i kvartalet frasolgt otte aktier og købt seks nye. Afdelingens aktieandel inden for sundhedspleje er i den forbindelse øget med 7 procentpoint til 60 pct., mens klima- og miljøaktiernes andel blev mindsket til 40 pct. Sundhedsplejeaktier vil efter vores vurdering langsigtet kunne klare sig bedre end markedet generelt pga. en relativt stabil vækst i sektoren. Klima- og miljøaktier vurderede vi ligeledes til at være et attraktivt langsigtet investeringsområde.

Afdelingen fastholder strategien om en eksponering mod flere stærke globale tendenser med fokus på flere ældre mennesker og en stigende efterspørgsel efter sundhedspleje samt politisk bestemte mål om, at den menneskeskabte CO<sub>2</sub>-udledning skal nedbringes. Fordelingen mellem sundhedspleje og klima- og miljøeksponerede selskaber var ved udgangen af kvartalet på 60 pct. og 40 pct. fordelt på henholdsvis 23 og 14 selskaber.

## ■ 10 største investeringer

Pr. 28-02-2019

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Siemens Gamesa Renewable Energy SA	Industri	ESP	3,8 %	First Solar Inc	Teknologi	USA	3,4 %
Genmab A/S	Sundhed	DNK	3,7 %	Sunrun Inc	Teknologi	USA	3,4 %
Samsung SDI Co Ltd	Teknologi	KOR	3,6 %	Delphi Technologies PLC	Cyklisk forbrug	GBR	3,4 %
Takeda Pharmaceutical Co Ltd	Sundhed	JPN	3,6 %	Alexion Pharmaceuticals Inc	Sundhed	USA	3,3 %
AMG Advanced Metallurgical Gro	Materialer	USA	3,5 %	William Demant Holding A/S	Sundhed	DNK	3,3 %

## ■ Juridisk information

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

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



### Gustav Bundgaard Smidth

Obligationsschef

Ansvarlig for Maj Invest Danske Obligationer

Gustav har 14 års erfaring inden for obligationsområdet, herunder forvaltning, rådgivning og analyse.

### AWARDS

Afdeling Danske Obligationer er i 2019 for fjerde år i træk blevet tildelt en pris af Dansk Aktionærforening i kategorien "Obligationer/Lav risiko".



## MAJ INVEST DANSKE OBLIGATIONER

### KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i første kvartal 2019 et afkast på 0,7 pct., mens sammenligningsindekset Bloomberg Danmark SBI 1-10 år steg 1,5 pct. Afdelingens afkast bør altid ses over en periode på minimum tre år.

Rentefaldet i det danske og europæiske obligationsmarked begyndte i fjerde kvartal sidste år i kølvandet på negative aktiemarkeder og økonomiske nøgletal, der indikerede en vækstnedgang. I løbet af årets første tre måneder er dette rentefald for alvor taget til som konsekvens af nye og mere lempelige udmeldinger fra både den amerikanske (Fed) og europæiske centralbank (ECB). Konsekvensen på de globale obligationsmarkeder har da heller ikke været til at tage fejl af. Den 10-årige amerikanske statsobligationsrente er faldet fra 2,7 pct. ved indgangen til 2019 til 2,4 pct. pr. ultimo marts. Renten på 10-årige danske statsobligationer faldt fra 0,2 pct. til -0,2 pct., mens renten på de tilsvarende tyske statsobligationer faldt fra 0,2 pct. til -0,1 pct. Det betyder, at obligationsmarkedet nu forventer, at Fed sænker renten inden for de kommende 12 måneder, hvor der til sammenligning var inddiskonteret omkring to renteforhøjelser tilbage i november 2018. Faldet i tyske og danske statsobligationsrenter betyder, at den 10-årige tyske statsobligationsrente ved kvartalskiftet var på niveau med den tilsvarende japanske statsobligationsrente. Det er senest sket i 2015 og 2016, men kun kortvarigt.

I realkreditmarkedet betød rentefaldet, at realkreditinstitutterne åbnede en ny 30-årig fastforrentet realkreditobligation med en rente på 1 pct., da obligationen med rente på 1,5 pct. kom over kurs 100. Det gik tankevækkende hurtigt, da kun få tre måneder tidligere forventede, at 1,5 pct.-obligationen overhovedet ville komme højt nok i kurs til at blive "attraktiv nok".

### ■ Afkast

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

Startdato: 16-12-2005

Fondskode: DK0060005098

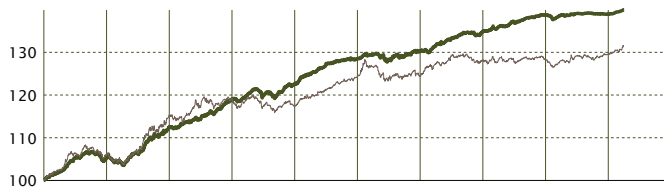
Udbyttetype: Udbyttebetalende

Indeks: Bloomberg Denmark Sovereign Bond Index 1 to 10 Year

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

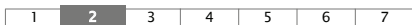
### Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)

Indeks = 100  
■ Fond  
■ Indeks



Årlige afkast % (DKK)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	31-03
Fond	5,6	6,6	5,9	2,9	4,8	1,4	3,6	2,7	0,2	0,7
Indeks	6,1	8,7	3,4	-1,5	5,9	0,0	3,0	0,1	0,9	1,5
Morningstar Kategori™	5,4	7,9	4,3	-0,4	5,9	-0,6	3,5	2,0	0,8	2,0

## ■ Investeringsområde



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

### Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

### Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

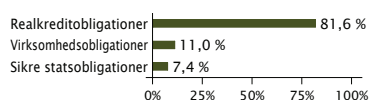
Afdelingen investerer i obligationer, der er udstedt i danske kroner. Dog kan obligationer udstedt i euro udgøre op til 20 pct. af afdelingen. Der er således meget begrænset valutarisiko ved at investere i afdelingen.

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. 28-02-2019

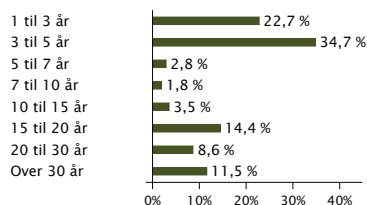
### Fordeling på obligationstyper



### Obligationstil

Effektiv varighed 1,6

### Løbetid – eksponering



Afdelingen investerer i tre obligationstyper: statsobligationer, realkreditobligationer og kreditobligationer, der i første kvartal alle gav positive afkast. Højest på konverterbare realkreditobligationer og sekundært på kreditobligationer. Samlet set gav konverterbare obligationer med høj varighed et afkast på knap 5 pct. Dog havde afdelingen kun en begrænset andel af disse, der dog blev øget med 4 procentpoint omkring årsskiftet. I lyset af markedsudviklingen havde en større andel været fordelagtigt.

Bortset fra mindre omlægninger blev der ikke ændret nævneværdigt på porteføljens sammensætning i kvartalet. Statsobligationer udgjorde ultimo kvartalet 7 pct. af porteføljen mod 6 pct. ved indgangen til året. De konverterbare realkreditobligationer udgjorde 22 pct. ved indgangen til andet kvartal, hvilket er omtrent samme andel, som de har udgjort det seneste år. Andelen af kreditobligationer blev øget en smule og udgjorde ultimo kvartalet 12 pct. mod 7 pct. ved indgangen til kvartalet. Der blev blandt andet investeret i nye seniorgældsudstedelser fra Danske Bank, Sydbank og Nykredit, som vi vurderede kom på relativt attraktive niveauer.

Overordnet set er eksponeringen i porteføljen ved kvartalsskiftet fortsat relativt defensiv og mere eksponeret til rentestigninger end rentefald. Porteføljevareigheden var 1,3 år, hvilket var det laveste i mange år.

## ■ 10 største investeringer

Pr. 28-02-2019

Navn	Type	Vægt	Navn	Type	Vægt
DGBi 0.1 2023 Linker	Sikre statsobligationer	7,4 %	Nordea 1'24jan	Realkreditobligationer	3,1 %
NDEA 6m Cita+36bp Jul'23	Realkreditobligationer	4,8 %	RD 1'22 apr	Realkreditobligationer	3,0 %
BRF 1 apr'19	Realkreditobligationer	3,9 %	BRF 1'19 apr	Realkreditobligationer	3,0 %
RD 1'21 apr	Realkreditobligationer	3,8 %	LRF 1'19apr	Realkreditobligationer	2,9 %
NYK CF 5'38	Realkreditobligationer	3,6 %	NYK 2 01Oct50 IO (E)	Realkreditobligationer	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.



**Gustav Bundgaard Smidth**  
Obligationsschef  
Ansvarlig for Maj Invest Globale Obligationer

Gustav har 14 års erfaring inden for obligationsområdet, herunder forvaltning, rådgivning og analyse.

## MAJ INVEST GLOBALE OBLIGATIONER

### KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i første kvartal 2019 et afkast på 2,0 pct., mens sammenligningsindekset Bloomberg Danmark SBI 1-10 år steg 1,5 pct. Dog bør afdelingens afkast altid ses over en periode på minimum tre år.

De globale obligationsmarkeder har i første kvartal 2019 været præget af den amerikanske (Fed) og den europæiske centralbank (ECB), der begge foretog markante U-vendinger i deres retorik i forhold til 2018.

På Feds rentemøde lige før jul 2018 hævdede de renten 0,25 procentpoint, sænkede forventningerne lidt til fremtidige renteforhøjelser og fastholdt deres plan for kvantitative stramninger (tilbagesalg af tidligere opkøbte obligationer til markedet). I løbet af første kvartal 2019 har Fed annonceret, at de stopper deres kvantitative stramninger i september i år og ikke forventer at hæve renten i 2019. Obligationsmarkedet har sendt de amerikanske obligationsrenter markant ned, således at den 10-årige amerikanske statsobligationsrente nu er 2,41 pct. mod 2,72 pct. ved årsskiftet. Ydermere er rentekurven inverteret, hvilket betyder, at obligationsmarkedet nu forventer rentenedsættelser fra Fed i 2019.

ECB har fulgt trop og været lige så lempelig og forventer nu ikke at sætte renten op i flere år. Også her er obligationsrenterne faldet, eksempelvis den 10-årige tyske statsobligationsrente, som endte kvartalet på -0,1 pct. mod 0,28 pct. ved indgangen til året. Dermed er den tyske statsobligationsrente på niveau med den japanske, på trods af at Japan har døjet med nulrenter, deflation og kronisk lavvækst i mere end to årtier. Tankevækkende.

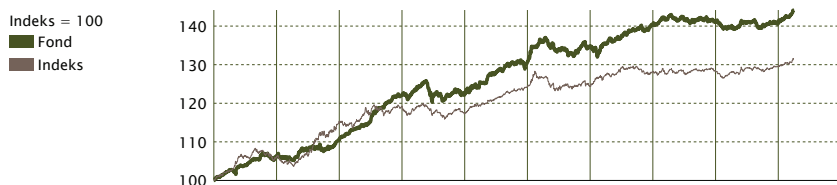
Ud over markante rentefald har vi i første kvartal set solid performance i flere emerging markets-lande samt indsnævring af creditspænd på alle fronter.

### ■ Afkast

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

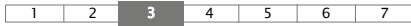
Afkast	Fond	Indeks	Diff.
Seneste kvartal	2,0 %	1,5 %	0,5 %
3 år ann.	2,1 %	1,1 %	1,0 %
5 år ann.	2,9 %	1,9 %	0,9 %
10 år ann.	4,7 %	3,0 %	1,7 %

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



Årlige afkast % (DKK)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	31-03
Fond	6,4	3,9	10,5	0,2	6,9	3,0	4,2	0,4	0,2	2,0
Indeks	6,1	8,7	3,4	-1,5	5,9	0,0	3,0	0,1	0,9	1,5
Morningstar Kategori™	4,6	0,8	7,7	-0,1	5,8	0,8	2,3	-0,3	-1,7	2,2

## ■ Investeringsområde



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

### Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

### Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

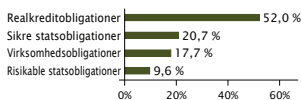
Afdelingen kan investere i alle obligationstyper uanset kreditvurdering og valuta. Det betyder, at afdelingen kan investere i emerging markets-obligationer og op til 35 procent af formuen i high yield-obligationer. Da disse investeringer er forbundet med en større risiko end danske obligationer, må afdelingen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

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

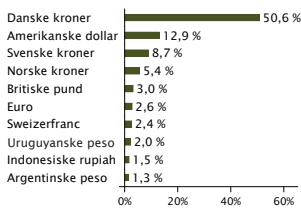
## ■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 28-02-2019

### Fordeling på obligationstyper



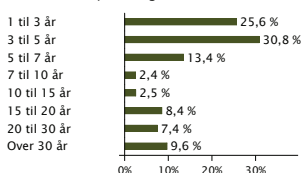
### Fordeling på valuta



### Obligationstil

Effektiv varighed 3,1

### Løbetid - eksponering



Porteføljens afkast i første kvartal kan tilskrives et generelt rentefald samt solid performance på både kreditobligationer og emerging markets-obligationer. Porteføljens kvartalsafkast var det højeste siden første kvartal 2015. Især porteføljens eksponering mod faldende statsobligationsrenter i USA og Australien har bidraget positivt, men også porteføljerne af kreditobligationer og emerging markets-obligationer med afkast på henholdsvis 4,4 og 5,1 pct. trak porteføljens afkast op.

Overordnet set blev der ikke ændret væsentligt på porteføljens allokering hen over kvartalet. Porteføljens eksponering mod kreditobligationer blev øget en smule og udgør ved kvartalsskiftet 17 pct. af porteføljen mod 15,7 pct. ultimo 2018. Der er ved kvartalsskiftet fortsat tale om en relativt defensiv sammensat portefølje af kreditobligationer.

Porteføljens andel af emerging markets-obligationer blev øget ca. 0,5 procentpoint til 9 pct., hovedsageligt via køb af en mexicansk statsobligation med udløb i 2042. Mexico var blandt de emerging markets-lande med de højeste realrenter ved kvartalsskiftet, og vi vurderede, at det ville kunne medføre et betydeligt rentefald over en årrække.

Vi reducerede lidt i en russisk statsobligation, som med afkast på ca. 11 pct. i første kvartal var porteføljens bedste investering.

## ■ 10 største investeringer

Pr. 28-02-2019

Navn	Type	Vægt	Navn	Type	Vægt
DGBi 0.1 2023 Linker	Sikre statsobligationer	5,2 %	BRF 1'21 apr	Realkreditobligationer	3,3 %
NYK 2 01Oct50 IO (E) RD	Realkreditobligationer	4,4 %	UKT 1.5 Jan'21	Sikre statsobligationer	3,0 %
1'22 apr	Realkreditobligationer	4,0 %	EIB 2.125 2020 (CHF) SGBi 1.0	Sikre statsobligationer	2,4 %
SHYP 1.5 dec'21 #1585	Realkreditobligationer	3,6 %	Juni'25 Linker	Sikre statsobligationer	2,4 %
2% US GOVT 15/1-26	Sikre statsobligationer	3,5 %	EIB 4,875% 05/25/21 NOK	Sikre statsobligationer	2,3 %

## ■ Juridisk information

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

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



**Gustav Bundgaard Smidth**  
Obligationsschef  
Ansvarlig for Maj Invest High  
Income Obligationer

Gustav har 14 års erfaring inden for obligationsområdet, herunder forvaltning, rådgivning og analyse.

## MAJ INVEST HIGH INCOME OBLIGATIONER

### KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i første kvartal 2019 et afkast på 3,9 pct., mens sammenligningsindekset steg 5,7 pct. omregnet til danske kroner. Afkastet bør som altid ses over mindst tre år, der er den korteste anbefalede investeringsperiode i afdelingen.

Årets første kvartal var præget af en positiv stemning på de finansielle markeder, drevet af en vending i både Feds og ECBs udmeldinger, der blev meget "dueagtige". Især Feds indikation af, at der ikke forventes flere rentestigninger, og at balancen ikke vil blive reduceret yderligere, styrkede risikoappetitten. Brexit, handelskrig og italiensk statsgæld har derimod ikke haft den store betydning. Det er faktisk svært at finde en aktivklasse, der ikke har givet et positivt afkast i kvartalet, og for visse segmenter af virksomhedsobligationer er der tale om det bedste afkastmæssige kvartal siden reboundet efter finanskrisen i begyndelsen af 2009.

Udviklingen betød, at risikoobligationer generelt fik en flot start på året. Kreditpræmierne på samtlige segmenter inden for virksomhedsobligationer blev indsnævret væsentligt, og det samtidig med at basisrenterne også faldt pænt. Bedst har de amerikanske og europæiske high yield-virksomhedsobligationer gjort det, og deres kreditpræmier faldt med 1,20-1,35 procentpoint i løbet af kvartalet. Til sammenligning er kreditpræmierne for de tilsvarende investment grade-obligationer faldet med 0,30-0,35 procentpoint i løbet af kvartalet. Markederne nærmer sig så småt de samme absolutte niveauer, som vi så i begyndelsen af 2018. Forskellen er, at denne gang skyldes det mere de lave basisrenter end de rekordlave kreditpræmier, om end disse også nærmer sig med hastige skridt.

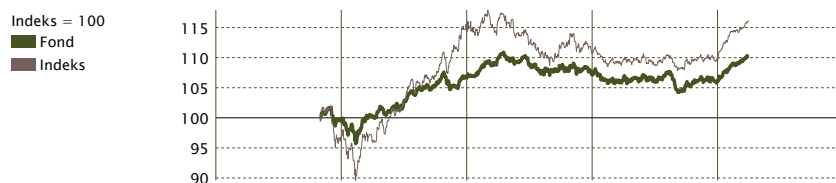
Emerging markets-obligationer fik også en god start på 2019. Det var obligationer i hård valuta, der gjorde det bedst, og som på indeksniveau endte med et afkast på ca. 8,4 pct. målt i danske kroner. Obligationer i lokal valuta endte med et afkast på ca. 5,5 pct. målt i danske kroner i første kvartal 2019. I lokal valuta var det kun enkelte landes obligationer, der ikke endte kvartalet med pæne plusser. Det drejer sig primært om "specialtilfælde" med et meget idiosynkratisk risikobillede, f.eks. Argentina og Tyrkiet.

### ■ Afkast

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

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

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



Årlige afkast % (DKK)	2015	2016	2017	2018	31-03
Fond	-	7,0	0,3	-0,8	3,9
Indeks	-	17,8	-3,1	-0,8	5,7
Morningstar Kategori™	-	13,9	-5,7	1,4	7,8

## ■ 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.

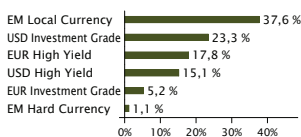
Afdelingen investerer fortrinsvis i højtforrentede globale stats- og virksomhedsobligationer med høj risiko, også kaldet risikobligationer. Det gør afdelingen til et oplagt supplement til de øvrige obligationsafdelinger for investorer, der ønsker højere risiko og større afkastmuligheder.

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. 28-02-2019

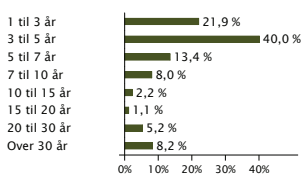
### Fordeling på obligationstyper



### Obligationstil

Effektiv varighed 2,5

### Løbetid – eksponering



Afkastet i første kvartal skyldes et generelt rentefald kombineret med en overordnet set positiv udvikling for de fleste risikobligationer. Ser man på porteføljens virksomhedsobligationer, gjorde de amerikanske investment grade- og high yield-obligationer det bedst i kvartalet. Med afkast på henholdsvis 5,7 og 7,0 pct. bidrog disse tilsammen med 2,3 procentpoint til porteføljens samlede afkast. De tilsvarende europæiske investment grade- og high yield-obligationer gav afkast på henholdsvis 2,6 og 3,1 pct. og et samlet afkastbidrag på 0,7 procentpoint.

Porteføljens emerging markets-obligationer gav afkast på 4,9 pct. som følge af den positive stemning, der var omkring aktivklassen. Kun enkelte lande endte kvartalet med negative afkast. Argentina og Tjekkiet gav afkast på henholdsvis -6,9 og -0,7 pct. og et samlet afkastbidrag på -0,2 procentpoint. Rusland, Indonesien, Indien og Mexico bidrog mest til porteføljen og gav tilsammen et afkastbidrag på 1,4 procentpoint. Porteføljens dollarafdækning bidrog negativt med -0,6 procentpoint, da dollar blev styrket med 2,2 pct. over for kroner i kvartalet. Det bør nævnes, at afdækningen skal ses som element i den samlede investeringsbeslutning og overordnede strategi, hvor afdelingens investeringer i amerikanske virksomhedsobligationer indebærer en vis afdækning, der kan variere over tid.

## ■ 10 største investeringer

Pr. 28-02-2019

Navn	Type	Vægt	Navn	Type	Vægt
URUGUAY 8.5% mar'28 (UYU)	EM Local Currency	4,3 %	Dominikanske Rep. 8.9% 2023	EM Local Currency	2,8 %
CZECK 3.75 Sep'20 CZK	EM Local Currency	3,8 %	Vestjysk 8.5 pct. T1 2022/perp	EUR High Yield	2,5 %
Rusland Statsobl. 7% 2023	EM Local Currency	3,3 %	EBRD 35 2019 (ARS)	EM Local Currency	2,4 %
IFC 6.3 2024 (INR)	EM Local Currency	3,1 %	Express Scripts 3.5% 06/2024	USD Investment Grade	2,2 %
EIB 7.2 2019 (IDR)	EM Local Currency	2,8 %	Ericsson 4.125% 05/2022	USD High Yield	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.



**Gustav Bundgaard Smidth**  
Obligationsschef  
Ansvarlig for Maj Invest Pension

Gustav har 14 års erfaring inden for obligationsområdet, herunder forvaltning, rådgivning og analyse.

## MAJ INVEST PENSION

### KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i første kvartal 2019 et afkast på 5,8 pct., mens afdelingens sammenligningsindeks steg 6,0 pct. Afkastet bør bedømmes over en periode på mindst tre år, der er den korteste anbefalede investeringsperiode.

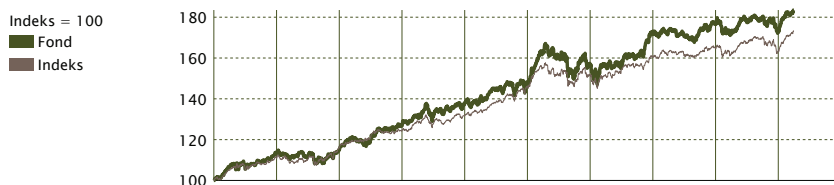
Ved indgangen til første kvartal var porteføljens aktieeksponering omkring 30 pct., hvilket den omtrent har været, siden vi nedvægtede aktieandelen i slutningen af april 2018. Det er i den lavere del af intervallet på 25-49 pct. aktier, som er afdelingens rammer, og det afspejlede, at vi var – og ved kvartalskiftet fortsat er – lidt bekymrede for den fremtidige udvikling på finansmarkederne. Den lavere aktieandel har været ugunstig i første kvartal, da de globale aktiemarkeder er steget markant, og de fleste aktieindeks er ikke langt fra niveauerne før korrektionen i fjerde kvartal 2018. Det brede verdensindeks MSCI World er steget 14,6 pct. opgjort i danske kroner – delvist trukket op af en svækket euro (og dermed danske kroner). Ved udgangen af kvartalet var porteføljens aktieandel 32 pct.

På obligationssiden har kvartalet budt på kraftigt faldende renter på sikre statsobligationer i både USA og Europa efter en mere lempelig retorik fra Fed og ECB. Samtidigt blev kreditspændene på erhvervsobligationer kørt betydeligt ind. Udviklingen i kreditspændene siden efteråret 2018 minder på mange måder om bevægelserne i aktiemarkederne, hvor vi først så en betydelig negativ performance og en udvidelse af kreditspænd i fjerde kvartal 2018 – særligt i december – for så at se en reversering i første kvartal 2019. Kreditspændene var ved udgangen af første kvartal ikke helt tilbage på niveauerne fra før fjerde kvartal, men da renteniveauerne generelt er faldet betydeligt – især i USA – siden fjerde kvartal, handler kreditobligationerne nu tæt på samme absolutte renter som før fjerde kvartal. Emerging markets-obligationer har ligesom kreditobligationer generelt klaret sig rigtig flot i første kvartal, primært som konsekvens af en øget risikovillighed blandt investorerne samt de mere lempelige signaler fra Fed, som typisk er positivt for mange emerging markets-landes performance.

### ■ Afkast

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

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



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

Årlige afkast % (DKK)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	31-03
Fond	13,3	1,4	10,5	8,4	7,5	5,9	9,3	2,8	-1,6	5,8
Indeks	10,9	4,8	7,2	6,0	10,4	3,9	5,7	2,7	-0,6	6,0
Morningstar Kategori™	6,0	-6,3	9,0	6,5	6,6	2,7	2,7	4,6	-6,7	6,4



## ■ 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:**  
Pensionsmidler.

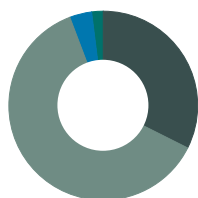
**Investeringshorisont:**  
Anbefalet minimum 3 år.

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

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

## ■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 28-02-2019



■ Aktier	32,4 %
■ Obligationer	61,8 %
■ Kontant o. lign.	3,8 %
■ Andet	2,0 %

### Fordeling på obligationstyper

Realkreditobligationer	55,1 %
Sikre statsobligationer	20,4 %
Virksomhedsobligationer	15,3 %
Risikable statsobligationer	9,2 %

### Obligationstil

Effektiv varighed	3,0
Løbetid over 10 år	24,4

### Nøgletal

Info ratio	0,4
Kurs/Indtjening	11,7
Kurs/Indreværdi	2,2
ROE	27,0

Afkastet på 5,8 pct. i første kvartal er fordelt på et obligationsafkast på 2,2 pct. og et aktieafkast på 13,5 pct.

I obligationsporteføljen har der været positive bidrag fra alle segmenter, med kreditobligationer og emerging markets-obligationer som de primære bidragsydere med afkast på henholdsvis 4,6 og 5,2 pct. Der var dog også betydelige positive afkast på porteføljen af sikre statsobligationer, hvor afdelingen nød godt af faldende statsobligationsrenter i USA. I realkreditporteføljen bidrog de 30-årige konverterbare obligationer med afkast over 5 pct. på enkelte obligationer. I aktieporteføljen var periodens bedste investering den britiske tøjkæde Next Plc., som steg 45 pct. Amerikanske Aptiv steg 32 pct. efter et stærkt regnskab og i forventning om en snarlig løsning på handelskrigen mellem USA og Kina. Den britiske kioskkæde WH Smith Plc steg 31 pct. efter et bedre end forventet regnskab. Kvartalets ringeste aktier var sundhedsforsikringselskaberne CVS Caremark og Cigna Corp., der faldt henholdsvis 16 og 14 pct. efter politiske udmeldinger om den fremtidige retning for det amerikanske sundhedssystem.

Der blev foretaget to større omlægninger: Det japanske handelsselskab Itochu Corp. blev solgt helt ud til fordel for en investering i det japanske teleselskab Nippon Telegraph & Telephone Co. (NTT). Derudover blev der solgt delvist ud af forskellige positioner, og provenuet herfra blev anvendt til at etablere en ny position i det amerikanske varehus Kohl's Corp.

## ■ 5 største obligationer og 5 største aktier

Pr. 28-02-2019

Navn	Type	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Nyk 3M Cbor+7bp Oct'22	Realkreditobligationer	4,4 %	Samsung Electronics – GDR 144A	Teknologi	KOR	1,9 %
NYK 1.5'50	Realkreditobligationer	3,7 %	Southwest Airlines	Industri	USA	1,9 %
DGBi 0.1 2023 Linker	Sikre statsobligationer	3,7 %	MTU Aero Engines Holding AG	Industri	DEU	1,7 %
NYK 2 01Oct50 IO (E)	Realkreditobligationer	3,7 %	Intel Corp	Teknologi	USA	1,6 %
RD 1'22 apr	Realkreditobligationer	3,5 %	General Motors Co	Cyklisk forbrug	USA	1,6 %

## ■ Juridisk information

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

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



**Gustav Bundgaard Smidth**  
Obligationsschef  
Ansvarlig for Maj Invest Kontra

Gustav har 14 års erfaring inden for obligationsområdet, herunder forvaltning, rådgivning og analyse.

## MAJ INVEST KONTRA

### KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i første kvartal 2019 et afkast på -2,6 pct. Afdelingens afkast bør dog som altid ses over minimum tre år.

I fjerde kvartal 2018 faldt globale aktier 12 pct. opgjort i danske kroner, mens afdelingen gav et positivt afkast på 7,5 pct. I første kvartal 2019 gav globale aktier målt i danske kroner et afkast på 14,5 pct., mens afdelingen gav et afkast på -2,6 pct. Naturligvis er det aldrig tilfredsstillende med negative afkast, men i lyset af den kraftige, positive korrektion vi så på de globale aktiemarkeder i første kvartal, var det ikke overraskende, at afdeling Kontra havde det lidt svært.

Efter et forfærdeligt fjerde kvartal for aktier indhentede de fleste aktieindeks det meste af det tabte igen i første kvartal. Det er altid svært at komme med entydige forklaringer på udviklingen i de finansielle markeder, men det positive *rebound* på aktiemarkederne skyldes formentlig dels en tiltro til, at handelskonflikten mellem USA og Kina ender med en aftale inden længe, dels at både den amerikanske (Fed) og den europæiske centralbank (ECB) har understøttet finansmarkederne med ændrede signaler. Fed meddelte i første kvartal, at de stopper deres tilbagesalg af opkøbte obligationer i september, og at de ikke forventer flere renteforhøjelser. ECB annoncerede nye likviditetstiltag til de europæiske banker, fjernede ethvert signal om mulige renteforhøjelser, og sidst, men ikke mindst, signalerede de et mulig todelt system for bankers indeståender hos ECB. Sidstnævnte var klart det vigtigste, idet de negative konsekvenser for bankerne ved negative renter kan opblødes, og dermed kan renten muligvis sænkes yderligere uden negativ påvirkning af bankerne. Resultatet har været massive globale rentefald, hvorved obligationsmarkedet nu inddiskonterer rentesænkninger fra Fed allerede i 2019. Den 10-årige tyske statsobligationsrente faldt til -0,04 pct. Det er et niveau, der ikke er set siden 2016, og den tyske statsobligationsrente var dermed på samme niveau som den japanske. Det er i øvrigt bemærkelsesværdigt, at obligationsmarkedet og aktiemarkedet priser to forskellige makrosценарier ind. Hvis obligationsmarkedet "får ret", og der kommer rentesænkninger på grund af realøkonomien, er det svært at se, at indtjeningsestimaterne i aktierne ikke skal justeres ned. Det kan give en ny negativ korrektion på aktier.

### ■ Afkast

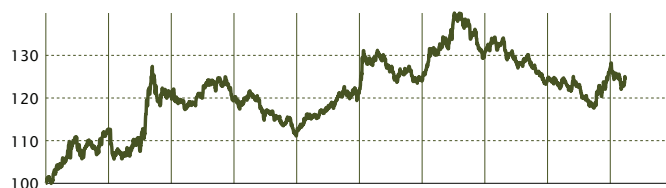
Morningstar Rating™  
Alternative – Øvrige

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

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

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

Indeks = 100  
■ Fond



Årlige afkast % (DKK)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	31-03
Fond	12,3	7,3	-0,3	-6,9	9,0	1,9	5,2	-4,8	2,3	-2,6

## ■ 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:

Frie midler, pensionsmidler og midler under virksomhedsskatteordningen.

### Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

## ■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 28-02-2019

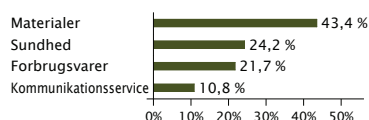


■ Aktier	6,8 %
■ Obligationer	51,3 %
■ Kontant o. lign.	10,0 %
■ Andet	31,9 %

### 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	18,8

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/ædelmetaller 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.

Afdeling Kontra investerer overordnet i fire aktivklasser: lange obligationer, stærke valutaer, guld/ædelmetaller og defensive aktier samt aktieafdækning, hvoraf sidstnævnte udgør den mest "direkte" afdækning i form af en såkaldt hedge mod faldende aktier. Ved indgangen til fjerde kvartal 2018 havde afdelingen en hedgegrad på 35 pct., hvilket løst sagt betyder, at afdelingens værdi alt andet lige ville stige 0,35 procentpoint for hver 1 procentpoints fald på aktiemarkedet. Ved udgangen af fjerde kvartal 2018 var hedgegraden nedbragt til 27 pct. I lyset af korrektionen på aktiemarkederne i første kvartal blev hedgegraden øget til 37 pct. ved udgangen af marts 2019.

Aktieafdækningen i afdelingen har i første kvartal trukket afdelingens afkast ned med ca. 3,7 procentpoint. Omvendt har defensive aktier bidraget med ca. 0,4 procentpoint til afdelingens afkast. Afdelingen nød godt af faldende amerikanske og australske statsobligationsrenter. De væsentligste bidragsydere i kvartalet var obligationsporteføljen, der bidrog med ca. 0,9 procentpoint af afdelingens afkast, og fysisk guld via ETF'er, der bidrog med ca. 0,6 procentpoint.

Vi har i slutningen af kvartalet øget afdelingens eksponering mod defensive aktier fra ca. 6 pct. til 10 pct. ved køb inden for pharma, utilities, consumer staples samt telecom. I samme anledning øgede vi afdelingens afdækning af australske aktier, så afdelingens samlede aktieeksponering var uændret.

## ■ 5 største obligationer/ædelmetaller og 5 største aktier

Pr. 28-02-2019

Navn	Type	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Source Physical Gold P-ETC	Guld-ETF'er	9,0 %	Newmont Mining Corp.	Materialer	USA	1,1 %
Gold Bullion Securities ETC	Guld-ETF'er	8,3 %	Cia De Minas Buenaventura SA	Materialer	PER	1,1 %
ISHARES Physical Gold ETC	Guld-ETF'er	8,2 %	Fresnillo PLC	Materialer	MEX	1,0 %
DGBi 0.1 2023 Linker	Obligationer	8,1 %	Barrick Gold corp.	Materialer	CAN	1,0 %
ETFs Physical Silver	Sølv-ETF'er	6,6 %	Johnson og Johnson	Sundhed	USA	0,6 %

## ■ 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.



**Gustav Bundgaard Smidth**  
Obligationschef



**Ulrik Jensen**  
Seniorporteføljemanager

Gustav og Ulrik er ansvarlige for Maj Invest Makro.

Gustav har 14 års erfaring inden for obligationsområdet, herunder forvaltning, rådgivning og analyse. Ulrik er uddannet cand.merc. og har 14 års erfaring med aktieanalyse og valueinvestering.

## MAJ INVEST MAKRO

### KÆRE INVESTOR

Maj Invest Makro gav i første kvartal 2019 et afkast på 5,5 pct., mens afdelingens sammenligningsindeks steg 7,9 pct. Afdelingens afkast bør som altid vurderes over investeringsperioder på minimum tre år.

Efter en hård afslutning på 2018 blev første kvartal mere opløftende set med aktieinvestorerens øjne. Aktiemarkedet blev understøttet af flere nyheder. For det første kom der mere ro om handelskonflikten mellem USA og Kina. Dernæst ændrede den amerikanske centralbank, Fed, sine signaler omkring likviditets- og rentestrategien. Og endelig annoncerede ECB likviditetstiltag til de europæiske banker og fjernede ethvert signal om mulige renteforhøjelser. Det hævede risikoappetitten til fordel for aktiemarkedet og de mere risikobetonede obligationer, mens renterne faldt. Første kvartal var således positiv for både obligations- og aktieinvestorerne. Det globale aktiemarked målt ved MSCI World omregnet til danske kroner steg 14,5 pct., mens de globale obligationer steg 1,5 pct., og de risikobetonede obligationer steg 5,6 pct.

Sammenligningsindekset, der består af 50 pct. aktier og 50 pct. obligationer, havde et afkast på 7,9 pct. Afdeling Makro er et balanceret produkt, der investerer i en blanding af aktier og obligationer. Fordelingen mellem aktier og obligationer styres aktivt og kan variere mellem 0 og 100 pct. I første kvartal har Maj Invest Makro haft en gennemsnitlig aktieandel på 36 pct.; betydeligt under sammenligningsindekset. Aktieundervægten har været hovedårsag til, at afdeling Makro har klaret sig dårligere end sammenligningsindekset. Årsagen til aktieundervægten er en vurdering af, at de makroøkonomiske konjunkturer, der i øjeblikket peger nedad, vil gøre det svært for et aktiemarked, der i forvejen er højt prissat.

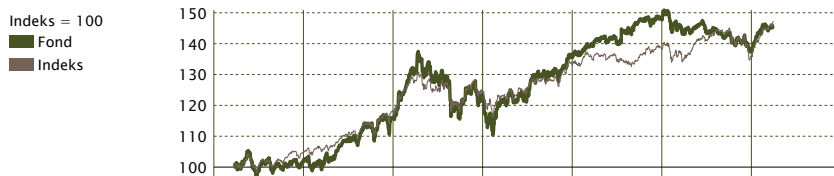
Vi har i første kvartal fastholdt de temaer, som er indarbejdet i porteføljen: effektiv transport, elektriske biler, faldende renter i USA og Australien samt udvalgte enkeltaktiehistorier. Alle temaer gav positive afkast i kvartalet.

### ■ Afkast

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

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

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



Årlige afkast % (DKK)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	31-03
Fond	-	13,6	5,8	10,4	9,0	-6,4	5,5
Indeks	-	12,4	5,5	6,8	3,9	-1,3	7,9
Morningstar Kategori™	-	5,1	2,3	1,8	5,2	-8,4	6,5

## ■ Investeringsområde

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

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

### Målgruppe:

Frie midler, pensionsmidler og midler under virksomhedsskatteordningen.

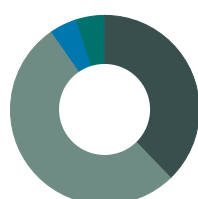
### Investeringshorisont:

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.

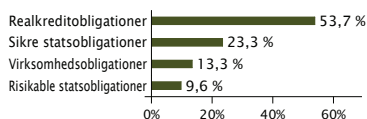
## ■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 28-02-2019



■ Aktier	37,8 %
■ Obligationer	52,5 %
■ Kontant o. lign.	4,6 %
■ Andet	5,1 %

### Fordeling på obligationstyper



### Obligationsstil

Effektiv varighed	3,0
Løbetid over 10 år	16,8

### Nøgletal

Info ratio	0,0
Kurs/Indtjening	11,1
Kurs/Indreværdi	1,9
ROE	23,8

De største bidragydere blandt de temabaserede aktieinvesteringer var udvalgte enkeltaktiehistorier, der gav 22,9 pct. i afkast, effektiv transport, der gav 23,2 pct., og elektriske biler, der gav 12,1 pct.

Blandt de individuelle investeringsvalg var højdespringerne Vestjysk Bank, den engelske boghandler WH Smith og den japanske producent af optiske komponenter Keyence Corp. De steg alle mere end 30 pct. Derimod trak farmaselskaberne Cigna Corp. og CVS Health Corp. og den tyske lysproducent Osram ned. Alle faldt med mere end 10 pct.

I løbet af kvartalet har der været udskiftninger i porteføljen. Centene, Aflac, Keyence, AIA, UnitedHealth, TJX Comp, Cognizant og Radware var nye selskaber. Det er primært selskaber, der hører til gruppen af vækstaktier, hvor vi udvidede antallet af investeringer, men opretholdt vægten. Sundrug, AIG og Itochu blev til solgt helt ud.

Obligationer gav som helhed et afkast på 2 pct. Særligt kreditobligationer og statsobligationer fra emerging markets-lande som Rusland og Indonesien bidrog gennem stigninger på mere end 5 pct. Realkreditobligationerne, der udgjorde 32 pct. af porteføljen, gav 0,6 pct. i afkast.

## ■ 5 største obligationer og 5 største aktier

Pr. 28-02-2019

Navn	Type	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
RD 1'22 apr	Realkreditobligationer	6,1 %	General Motors Co	Cyklisk forbrug	USA	3,1 %
NYK 1'21 jan	Realkreditobligationer	4,9 %	Vestjysk Bank	Finans	DNK	3,1 %
NYK 2 01Oct50 IO (E)	Realkreditobligationer	3,6 %	MTU Aero Engines Holding AG	Industri	DEU	1,9 %
SHYP 1.5 dec'21 #1585	Realkreditobligationer	3,5 %	Cigna Corp	Sundhed	USA	1,7 %
DGBi 0,1 2023 Linker	Statsobligationer	2,7 %	Daito Trust Construct Co. Ltd	Ejendomme	JPN	1,5 %

## ■ 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.

# MAJ INVEST OG OMKOSTNINGERNE

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

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

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

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

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

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

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

### ÅOP består af:

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

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

### Indirekte handelsomkostninger

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

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

OMKOSTNINGER I BØRSNOTEREDE PRODUKTER	AOP		Indirekte handels- omkostninger	Løbende adm.omk.	Højeste emissions- tillæg	Højeste indløsnings- fradrag
	Maj Invest Estimeret 2019	Andre foreninger				
<b>Specialafdelinger</b>						
Danske Aktier	1,26	1,59	0,01	1,16	0,25	0,25
Vækstaktier	1,35	1,63	0,02	1,22	0,25	0,25
Value Aktier	1,54	1,63	0,02	1,44	0,25	0,25
Value Aktier Akk.	1,56	1,63	0,02	1,45	0,25	0,25
Value Aktier SRI+	1,69	1,63	0,03	1,54	0,25	0,25
Emerging Markets	2,00	2,04	0,10	1,53	0,75	0,75
Global Sundhed	1,44	1,63	0,03	1,33	0,25	0,25
Kontra	1,55	1,46	0,02	1,49	0,20	0,20
<b>Basisafdelinger</b>						
Danske Obligationer	0,27	0,55	0,02	0,25	0,05	0,10
Globale Obligationer	0,39	0,92	0,04	0,35	0,10	0,15
High Income Obl.	0,73	0,86	0,11	0,67	0,20	0,25
Pension	0,59	1,46	0,05	0,52	0,15	0,20
Makro	0,83	1,46	0,06	0,74	0,20	0,20

Noter: AOP for andre foreninger er medianen af AOP for sammenlignelige afdelinger opgjort af FinansDanmark den 19. februar 2019. AOP for øvrige investeringsforeninger i Danmark kan findes på [www.investering.dk](http://www.investering.dk). Løbende administrationsomkostninger som defineret i dokumentet Central Investorinformation, der findes på [www.majinvest.dk/ci](http://www.majinvest.dk/ci). Omkostninger for noterede andelsklasser i Maj Invest kan ses på [www.majinvest.dk/unoterede](http://www.majinvest.dk/unoterede).

# OVERSIGT - BØRSNOTEREDE PRODUKTER

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

Noter: Regnskabsåret 2006 omfatter perioden 18.12.2005 til 31.12.2006. 1) Navn ændret fra Globale Aktier til Vækstaktier 13.06.2017.

2) Afdelingen skiftede i februar 2013 navn og investeringsområde. For unoterede produkter se majinvest.dk/unoterede.

UDBYTTTE I KR. PR. INVESTERINGSBEVIS AF NOMINEL VÆRDI PÅ 100 KR.													
Udbytte for året	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
Danske Aktier	15,00	1,75	0,00	0,00	0,00	1,50	7,80	18,30	39,10	26,80	25,20	8,70	
Vækstaktier	7,25	2,25	1,50	1,00	2,00	9,00	8,90	11,10	7,90	6,10	25,80	8,20	
Value Aktier	1,50	1,75	0,00	1,25	1,00	11,25	7,20	11,20	32,80	9,90	11,70	15,00	
Value Aktier Akk.	Afdelingen er akkumulerende og udbetaler ikke udbytte.												
Value Aktier SRI+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,00
Emerging Markets	-	-	-	-	-	-	-	0,70	0,00	0,00	20,70	2,70	
Global Sundhed	-	0,00	0,00	2,50	2,25	1,50	7,90	1,90	27,90	1,50	22,30	13,40	
Danske Obl.	3,50	5,75	4,50	7,00	4,00	6,25	4,40	4,30	1,80	1,60	2,00	1,00	
Globale Obl.	3,25	3,25	6,50	5,75	4,75	6,00	4,80	3,90	3,90	2,00	3,10	0,50	
High Income Obl.	-	-	-	-	-	-	-	-	0,50	3,20	7,80	0,00	
Pension	3,25	3,75	3,75	3,75	4,00	5,75	6,60	5,40	9,50	4,10	5,60	5,00	
Kontra	Afdelingen er akkumulerende og udbetaler ikke udbytte.												
Makro	Afdelingen er akkumulerende og udbetaler ikke udbytte.												

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



## STAMDATA

	Fondskode	Børsnoteret	Valuta	Stykstørrelse	Type	Startdato
Danske Aktier	DK0060005171	Ja	Danske kroner	100	Udloddende	16. dec. 2005
Vækstaktier	DK0060005254	Ja	Danske kroner	100	Udloddende	16. dec. 2005
Value Aktier	DK0060005338	Ja	Danske kroner	100	Udloddende	16. dec. 2005
Value Aktier Akk.	DK0060642726	Ja	Danske kroner	100	Akkumulerende	29. jun. 2015
Value Aktier SRI+	DK0061074432	Ja	Danske kroner	100	Udloddende	4. okt. 2018
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
- Lån & Spar Bank
- Maj Bank
- Merkur Andelskasse
- Middelfart Sparekasse
- Møns Bank
- Nordnet Bank
- Nordfyns Bank
- Nordjyske Bank
- Nykredit Bank
- Ringkjøbing Landbobank
- Saxo Bank
- Skjern Bank
- Sparekassen Kronjylland
- Sparekassen for Nr. Nebel og Omegn
- Sparekassen Sjælland-Fyn
- Sparekassen Thy
- Sparekassen Vendsyssel
- Spar Nord Bank
- Sydbank
- Vestjysk Bank

## HOTLINE 33 38 73 33

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

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

Nyhedsbrevet er gratis og udsendes 12-20 gange om året. Tilmeld dig på [majinvest.dk/nb](http://majinvest.dk/nb)



INVESTERINGSFORENINGEN  
**MAJ  
INVEST**



# TAK FOR ANERKENDELSEN



## MAJ INVEST DANSKE OBLIGATIONER

Maj Invest Danske Obligationer investerer i danske realkredit- og statsobligationer. Afdelingen kan også investere op til 25 pct. i kreditobligationer.

Fire år i træk har afdelingen modtaget Dansk Aktionærforenings pris for bedste obligationsafdeling i kategorien lav risiko. Tak for tilliden og anerkendelsen.

Prisen gives trods et beskedent afkast på 0,2 pct. i 2018, men i en situation med usædvanligt lave renter var det nok til at slå konkurrenterne i kategorien.

I de her år, hvor renter med lav risiko er nul eller lavere, så er omkostningerne tæt på at være vigtigere end afkastet. Maj Invest Danske Obligationer koster kun det halve af tilsvarende afdelinger i FinansDanmarks statistikker.

Få mere information på **33 38 73 33** eller [majinvest.dk/dko](http://majinvest.dk/dko)