

---

INVESTERINGSFORENINGEN MAJ INVEST

# ÅRSRAPPORT 2019

---

## INDHOLDSFORTEGNELSE

Finanskalender	2	<i>Beretning og årsregnskab for</i>	<i>Fælles noter:</i>	
Forord	3	<i>afdelinger og andelsklasser:</i>	Anvendt regnskabspraksis	104
Ledelsesberetning	4	Danske Aktier	Oversigt over udbytternes	
Global økonomi	4	Vækstaktier	skattemæssige fordeling	108
Årets afkast	9	Value Aktier	Revisionshonorar	108
Udbytter	14	Value Aktier Akkumulerende	Bestyrelshonorar	108
Omkostninger og ÅOP	18	Value Aktier SRI+	Væsentlige aftaler	109
Efterfølgende begivenheder	19	Emerging Markets	Ledelsespåtegning	111
Finansmarkederne	20	Global Sundhed	Den uafhængige revisors	
Afkast- og risikoprofiler	24	Danske Obligationer	revisionspåtegning	112
Ledelsens øvrige hverv	34	Globale Obligationer	Samarbejdsbanker	115
		High Income Obligationer		
		Maj Invest Pension		
		Maj Invest Kontra		
		Maj Invest Makro		

## SÅDAN LÆSES ÅRSRAPPORTEN

Investeringsforeningen Maj Invest består af 13 afdelinger. Otte afdelinger er opdelt i to andelsklasser, således at foreningen i alt tilbyder 21 produkter i forskellige afdelinger og andelsklasser. Hver afdeling og andelsklasse aflægger separat regnskab og beretning. Regnskaberne viser den økonomiske udvikling i året og giver en status ultimo året. I beretningerne kommenteres resultater i året samt de specifikke forhold, som gælder for den enkelte afdeling og andelsklasse.

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

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

## FINANSKALENDER

2. marts 2020  
Årsrapport offentliggøres

15. april 2020  
Ordinær generalforsamling

27. august 2020  
Halvårsrapport offentliggøres

### INVESTERINGSFORENINGEN MAJ INVEST

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

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

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

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

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

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

**Tilsyn:** Maj Invest er under tilsyn af Finanstilsynet. Det er den offentlige myndighed, der

også fører kontrol med bl.a. banker og forsikringselskaber.

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

## Kære investor og andre Maj Invest-interesserede

2019 blev for mange årtiets bedste år set som aktieinvestor, og 2019 står dermed i skarp kontrast til 2018, hvor stort set alle aktivklasser faldt i værdi. Det er en god illustration af, hvor vigtigt det er at tænke langsigtet.

De investorer, der mistede modet og solgte ud, efter aktiemarkederne faldt mere end 10 procent i fjerde kvartal 2018, er gået glip af kursstigninger på 20, 30 eller 40 procent i 2019. Alt efter hvilke dele af aktiemarkedet man har været investeret i.

Medlemmerne i Maj Invest er heldigvis gode til at investere langsigtet, og der var kun få indløsninger i 2019. Det tyder på, at mange gør brug af køb-og-behold-strategien, som vi de seneste mange år har beskrevet her i årsrapporten. Det er en effektiv måde at styre sine investeringer og undgå unødige omkostninger. Læs mere på side 17.

### Afkast og udbytter

Vi bliver ofte spurgt, hvorfor udbytterne er forskellige fra afkastet. Svaret er helt enkelt: I Maj Invest arbejder vi for at give medlemmerne det bedst mulige afkast inden for den enkelte afdelings rammer uden at løbe unødige risici. Skattereglerne dikterer, hvor meget af årets afkast der udbetales som udbytte, og hvor meget investor får som kursstigninger.

Vi har beskrevet sammenhængen i afsnittet 'udlodning' på side 105, men som investor er det måske bedre at interessere sig for mulighederne med automatisk geninvestering, der både kan give lavere omkostninger og mulighed for selv at bestemme størrelsen på sit 'udbytte'. Det har vi skrevet mere om på [majinvest.dk](http://majinvest.dk)

### Milepæle nået

I 2019 blev vi 1.051 flere medlemmer, så vi nu er 40.102 medlemmer, og den samlede formue steg til godt 25 mia. kr. ved årsskiftet. Velkommen og tak for den tillid, som både nye og eksisterende medlemmer viser os, når de vælger at placere en del af deres opsparede midler hos os.

Vores vigtigste opgave er at honorere denne tillid. Vi er sat i verden for at tilbyde enkle, gennemsikrelige og relevante produkter med gode resultater og rimelige omkostninger for den langsigtede investor.

### Hvordan måler man sig selv?

Derfor er det selvfølgelig også vigtigt, at vi løbende evaluerer, om vi når både de langsigtede og de mere kortsigtede mål for såvel omkostninger som afkast.

Omkostningerne er nemme at forholde sig til. Måske er det derfor, at særligt omkostningerne har været i fokus hos både politikere, myndigheder og presse. Det er meget tilfredsstillende, at vi igen i år kan konstatere, at afdelingerne fra Maj Invest med få undtagelser er i den billigste halvdel af sammenlignelige afdelinger i Danmark.

Det overordnede mål bør dog altid være, at medlemmerne får gode gennemsnitlige afkast over en årække, efter omkostningerne er betalt. Det er ikke nok, at det er billigt. Det skal også være godt. På side 9 og på side 13 bruger vi lidt energi på at forklare, hvordan vi evaluerer vores afkast, og hvordan vi udvælger de sammenligningsindeks, der er målestok for resultaterne.

Men det er ikke altid, at man behøver et sammenligningsindeks for at bedømme resultatet. Maj Invest Vækstaktier gav med 42 pct. det bedste afkast blandt alle investeringsforeningsafdelinger i 2019 børsnoteret i Danmark. Så kan vi et øjeblik se bort fra, at afkast altid bør bedømmes over en længere periode.

### Træerne vokser ikke ind i himlen

2020 kan meget vel gå hen og blive et år med beskedne afkast og stor volatilitet på aktiemarkederne. For den langsigtede investor er der efter vores vurdering fortsat mere værdi i aktier end i obligationer, mens den kortsigtede investor bør være forsigtig. Uanset din tidshorisont og risikovillighed bør du fra tid til anden kigge dine investeringer igennem og sikre dig, at de passer med din opsparingsprofil.

Henrik Normann  
Formand

# LEDELSESBERETNING

Investeringsforeningen Maj Invest blev lanceret i december 2005 og har gennem 14 år tilbudt produkter med fokus på høj kvalitet og rimelige omkostninger. I 2019 fortsatte foreningen sin vækst med stadig flere medlemmer og tilgang af nye midler. Det er beskrevet længere inde i årsrapporten.

## The Big Picture

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

Netop dette er omdrejningspunktet for de informationsmøder, vi holder hvert efterår. I 2019 havde foreningen fulde huse til syv møder rundt om i landet. Tilmeld dig nyhedsbrevet på [majinvest.dk/nb](http://majinvest.dk/nb) og bliv inviteret til foreningens møder i efteråret 2020.

På informationsmøderne i tredje kvartal 2019 fik deltagere et dybere indblik i Maj Invest Value Aktier, Maj Invest Kontra og obligationsmarkedet. Hovedindlægget var en aktuell vurdering af global økonomi og finansmarkederne.

## Global økonomi

Global økonomi har det ved årsskiftet 2019/2020 bedre, end man kan få indtryk af ved at følge nyhedsstrømmen. Der har gennem en lang periode været fokus på den negative udvikling i global handel og svage tal fra den globale industrisektor. Man overser let, at servicesektoren udvikler sig, som den skal, og at forbrugsefterspørgslen ikke viser tegn på opbremsning. Selvom vi har nulvækst i global handel, vokser globalt BNP med omkring tre procent årligt.

Der er ved årsskiftet ikke udsigt til hverken recession, finanskrise eller aktiekriser på den korte bane. Tværtimod synes global økonomi på vej mod en længere periode med ekstremt lave renter og en

”goldilock”-lignende situation, hvor væksten er stabil uden at skabe nævneværdig inflation. Det fortsætter næppe i 10 år, men måske i to til tre år.

De lave rentesatser gennem 2019 har givet mulighed for stor statsgæld, hvortil kommer at den rigelige og billige kapital har sikret en fortsat investeringsefterspørgsel. Det har givet en tiltrængt saltvandsindsprøjtning til boligbyggeriet overalt i verden. Selvom handelskonflikten mellem USA og Kina fyldte meget i 2019 og måske også vil gøre det i 2020, vil det næppe ødelægge væksten.

Det står også klart, at præsident Trump ikke har interesse i at skabe problemer (kursfald) for aktiemarkedet i et valgår, og derfor har han interesse i, at handelskonflikten ikke kommer ud af kontrol. Kineserne har gennemskuet hans forhandlingstaktik, og derfor vil USA næppe få nogen varig gevinst ud af den langvarige handelskonflikt.

Det globale banksystem har ved årsskiftet mere egenkapital og likviditet end set i mange år, og lovgivningen på området er blevet strammet over hele verden efter finanskrisen, som derfor næppe vil gentage sig. Men global økonomi har fortsat udfordringer. Politisk ustabilitet, herunder særligt den negative holdning til globalisering og internationalt samarbejde - som klart kommer til udtryk hos præsident Trump - er problematisk i den forstand, at det på længere sigt betyder lavere vækst, hvilket bl.a. gør det sværere at finansiere de meget betydelige og nødvendige investeringer i klimaløsninger.

## USA

Det er som altid USA, der er omdrejningspunktet i global økonomi. Den største usikkerhedsfaktor for de mere kortsigtede udsving i aktiekurserne er formentlig det amerikanske præsidentvalg til november. Amerikansk økonomi kører ved indgangen til 2020 på fuld damp. Kapacitetsudnyttelsen er tæt på 100 procent, og det betyder, at væksten næppe bliver højere end to procent i de kommende år. Det såkaldte *output gap*, som er et mål for ledig kapacitet, er på 0,5 pct.

Styrringsrenten på 1,75 pct. ved årsskiftet er forholdsvis lav, og finanspolitisk pumpes penge ud, som det normalt kun sker under kriser. Statsunderskuddet er

på fem procent af BNP, og statsgælden vokser. Men økonomien presses ikke af inflation, og derfor kan det nuværende væksttempo sagtens holde i yderligere to eller tre år. Et godt mål for USA's økonomiske styrke er udviklingen i beskæftigelsen, og der skabes primo 2020 fortsat omkring 150.000 nye job hver måned. Det samlede antal beskæftigede er ved årsskiftet oppe på 132 mio. Rygraden i amerikansk økonomi skabes på godt og ondt af den private forbruger.

I de senere år har gældsoptagelse været det store tema i amerikansk erhvervsliv. "Corporate America" har udnyttet lave renter og gode lånemuligheder, så gælden i erhvervslivet er steget markant. Likviditetsoverskuddene udbetales som udbytter eller bruges til tilbagekøb af aktier, og egenkapitalen er derfor ikke steget. Det betyder, at solvensen i erhvervslivet er svagere i begyndelsen af 2020, end den var under finanskrisen. Amerikansk erhvervsliv er ikke polstret til recession, men optimeret til lav rente. Det er næppe en selvstændig risikofaktor, men det er et forhold,

som vil give store udfordringer, når økonomien på et tidspunkt ikke længere kan holde væksttempoet.

De seneste tre års fremgang har været forstærket af skattelettelser og stor offentlig efterspørgsel. Det fortsætter ikke, og set under et er virksomhedernes indtjening stagnerende. Forventningen i aktiemarkedet primo 2020 om en årlig vækst i indtjeningen på 10 pct. er efter vores vurdering ikke mulig at realisere. Når økonomien vokser 2 pct., og inflationen er 1,5 pct., vil toplinjen i virksomhederne kunne vokse omkring 4 pct. årligt. Det svarer til en indtjeningsfremgang, der "på en god dag" ligger omkring 5 pct. årligt. Dette skal aktiemarkedet på et tidspunkt vænne sig til. Men det er som regel først under recessioner, at det går op for investorerne. Med andre ord vil den næste recession formentlig udløse en revurdering af mange virksomheders indtjeningspotentiale.

### Europa

På grund af den sydeuropæiske gældskrise, som toppede i 2012, har europæisk økonomi været fase-

## INTERNATIONAL KLASSE

### Sølv til value-afdelingerne

Maj Invest Value Aktier og søsterafdelingen Maj Invest Value Aktier Akkumulerende fik i 2019 igen vurderingen *Silver* i Morningstars kvalitative rating af udvalgte investeringsforeninger. Vurderingen gives af det internationalt anerkendte analysehus på baggrund af grundige analyser af den enkelte fond og rådgiver bag fonden. Bedømte fonde tildeles en af bedømmelserne *Negative*, *Neutral*, *Bronze*, *Silver* eller *Gold*.

Registrerede brugere af morningstar.dk kan læse en uddybende gennemgang af fondene på morningstars hjemmeside ligesom den kan findes på majinvest.dk. Analysen er skrevet på engelsk. Maj Invest Value Aktier og Maj Invest Value Aktier Akkumulerende var de første danske fonde, der modtog en Morningstar Kvalitativ Rating™.



### Langsigtede afkast

Maj Invest Value Aktier er nummer 6 blandt 543 sammenlignelige afdelinger i Europa målt på afkast siden lanceringen ultimo 2005. Tallene er for afdelingens Morningstar Kategori™ Globale Large-Cap Blend Aktier. Blandt afdelinger udbudt til private i Danmark er afdelingen nummer 1.

Maj Invest Pension er nummer 4 målt på afkast i samme periode blandt 334 i Europa inden for Morningstar-kategorien Balanceret EUR Moderat Risiko - Global. Blandt afdelinger, der udbydes til private i Danmark, er Maj Invest Pension nummer 1.

Maj Invest Danske Obligationer og Maj Invest Globale Obligationer er henholdsvis nummer 6 og 4 i deres Morningstar-kategorier i perioden blandt alle europæiske investeringsforeninger og fonde.

forskudt i forhold til USA. Eurozonens væksttempo ligger omkring et procentpoint lavere end det amerikanske, og den økonomiske politik er tilrettelagt anderledes. Styringsrenterne er negative, og det hjælper Italien med at finansiere sin statsgæld og samtidig få den økonomiske aktivitet op i gear. Det har indtil videre været en delvis succes i den forstand, at EU har undgået en egentlig recession. Men væksttempoet er lavt, særligt fordi finanspolitikken ikke er lempet tilstrækkeligt til at øge væksten. Som følge af det statsfinansielle regelsæt (Stabilitets- og Vækstpagten), som foreskriver, at statsbudget underskud ikke må overstige 3 pct. af BNP, og gældsætning ikke må overstige 60 pct. af BNP, har de fleste EU-lande været tvunget til at holde igen på de offentlige udgifter. Der er derfor næsten balance mellem udgifter og indtægter i EU.

### Kina

Den økonomiske politik i Kina er omvendt af den europæiske. De offentlige underskud er enorme, og finanspolitikken er den egentlige årsag til, at man har holdt væksten oppe på seks procent i 2019. Renteniveauet er med styringsrenter på omkring 4 pct. ved årsskiftet væsentligt højere end i EU og USA, og pengepolitikken kan derfor lempes langt mere, hvis det bliver nødvendigt. Alle større banker er børsnoterede, men samtidig statsstyrede. De har gennem 2019 fortsat ført en meget lempelig udlånspolitik. Det i en sådan grad, at det på et tidspunkt må føre til store tab og hensættelser, som kan udløse en kinesisk finanskrise. Det ligger efter vores vurdering nogle år ude i fremtiden, men finansielle tab kan næppe undgås.

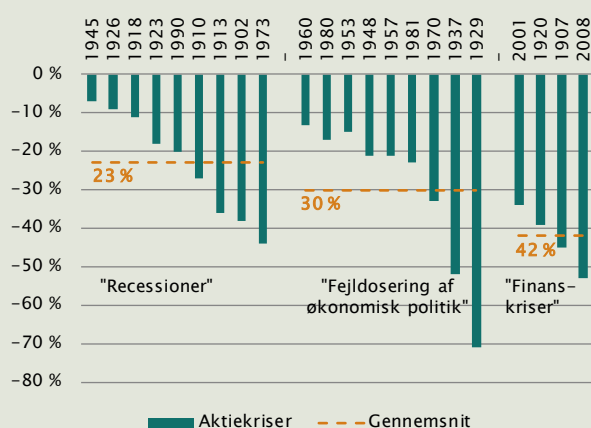
Kina har taget føringen, når det gælder elektriske biler og elektrificeringen af transportsystemerne. Teknologisk er Kina allerede en supermagt, og hastigheden, hvormed landets erhvervsliv udvikler sig, er imponerende. Hvad kvalitet og "moderne brands" angår, fører tysk bilindustri formodentlig stadigvæk, men de fleste andre lande sakker agterud i kapløbet om den bilteknologi, der tager over i takt med, at fossilt brændstof udfases. Men de store investeringer i produktionskapacitet i Kina kommer på et tidspunkt, hvor den globale bilefterspørgsel er stagnerende. Det betyder prispres, og det begrænser sig ikke til bilindustrien. Resultatet er, at inflationen bliver tæt på nul procent, og der er ved årsskiftet enkelte tegn på deflation i Kina.

### Emerging markets på vej frem

De fleste emerging markets-lande har været under pres i 2018 og 2019. Råvarepriserne har været i stagnation, den globale vækst faldt tilbage, og den risikovillige kapital søgte mod USA og den globale techindustri. Hertil kommer handelskonflikten mellem USA og Kina. Samtidig har udviklingen i nogle af de store emerging markets-lande været bekymrende. Argentina kom i finansielt kaos, Tyrkiet kom tæt på recession, og i Indien blev banksystemet hårdt presset af for mange udlån af tvivlsom kvalitet. De gennemsnitlige børskurser for emerging markets endte 2019 på samme niveau som ved indgangen til 2018.

Ved indgangen til 2020 peger den globale industrikonjunktur op, og især ASEAN-landene kan nyde godt af det skift væk fra Kina, som mange globale koncerner er i færd med. Store nyinvesteringer i pro-

## HVOR STOR ER RISIKOEN FOR EN AKTIEKRISE?



Figuren viser, hvor store kursfald der har været i aktiemarkedet under forskellige typer af aktiekriser. Aktiekriser, der skyldes en traditionel økonomisk recession, koster i gennemsnit 23 pct., mens kriser, der skyldes fejldosering af den økonomiske politik, i gennemsnit koster 30 pct. Aktiekriser, der opstår i forbindelse med finanskriser, er de dyreste og koster i gennemsnit 42 pct.

Så vidt vi kan vurdere i Maj Invest, er der meget beskeden risiko for alle tre typer af kriser i de kommende år. Men husk, at risikoen for udsving i aktiemarkedet på 10-15 pct. altid er til stede, uanset hvor godt økonomien har det.

duktionsanlæg sker blandt andet i Vietnam, Thailand, Indonesien, Polen, Ungarn og Mexico.

### Risici i finansmarkedet moderate

De helt fundamentale risici i finansmarkederne knytter sig til enten overdreven optimisme og tilhørende risikotagning eller til massiv gældsætning. I det første tilfælde stopper festen på toppen af en aktieboble, mens det andet tilfælde med gældsætning ofte afsluttes af en langvarig recession. I den nuværende situation har vi næsten alle faktorer i spil. Offensiv finanspolitik og gældsætning finansieret ved brug af lave renter og tilbagekøbsprogrammer for obligationer. Kombinationen af dette har skabt en lang og stabil vækstperiode med en forventning om, at de pengepolitiske myndigheder altid holder hånden under markedet. Det har skabt stor appetit på risiko og omfattende gearing af blandt andet ejendomsinvesteringer.

Global økonomi er præget af en fundamental uligevægt med for lav efterspørgsel og for høj opsparing. Samtidig ser vi en meget effektiv stabilisering skabt af lempelig finanspolitik i USA og Kina og en ekspansiv pengepolitik, der er helt uden historisk fortilfælde, og som føres i alle store lande samtidig. Vi ser derfor med stor sandsynlighed ind i yderligere to år med global økonomisk vækst og en positiv undertone i aktiemarkedene.

### Aktiekurser tæt på gennemsnittet

Aktiekurserne steg 30 pct. i 2019 målt ved MSCI World omregnet til danske kroner. Det betyder ikke, at aktiemarkedet er dyrt ved årsskiftet, når man sammenligner aktiepriser med de nuværende renteniveauer. Den gennemsnitlige P/E-værdi (prisen for at få del i en krone af virksomhedens overskud) i aktiemarkedet gennem de seneste 100 år er omkring 18. Ved årsskiftet 2019/2020 handler amerikanske

aktier i gennemsnit til en P/E-værdi på 20. Altså lidt over gennemsnittet. Samtidig er renten kun to procent mod normalt fem procent. Set i det lys er aktier ikke dyre, nærmere billige. Kigger vi på det europæiske marked og emerging markets, er det mere tydeligt, at aktier forekommer billige. Man skal dog være opmærksom på, at prissætningen af de enkelte aktier – og grupper af aktier – er meget forskellig.

Gennem de seneste år er særligt vækstaktier steget meget i kurs, mens udviklingen i valueaktier har været mere behersket. Flere af de store investeringsbanker har set denne markedsskævhed. Bemærk, at valueaktier har haft en lige så god underliggende indtjeningsudvikling som vækstaktier de seneste fem år. Når de ikke har kunnet følge med kursmæssigt, er det alene fordi, vækstaktierne værdisættes til stigende multipler.

Vores vurdering er, at der som langsigtet investor er grund til at være behersket optimistisk for 2020. Fortsat stabil global vækst. Lav inflation og lave renter, men mange gode investeringsmuligheder i aktiemarkedet.

### GIV DIN OPSPARING ET SERVICEEFTERSYN

Risikospredning er grundloven i investeringsverdenen. Mange glemmer denne læresætning i de perioder, hvor der har været fremgang på aktiemarkedet. Risikospredning er det vigtigste middel til at begrænse de risici, der findes i markederne. I Maj Invest vurderer vi, at man som langsigtet investor med fordel kan nedsætte sine forventninger til afkast i de kommende år. Det mest sandsynlige er porteføljeafkast mellem 0 pct. og 5 pct. årligt, hvilket er det holdbare niveau i en verden med lavinflation. For det andet bør man efter vores opfattelse overveje at holde en aktieandel på det neutrale niveau i forhold til ens personlige risikoprofil.

## MØD MAJ INVEST

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

Det har derfor været meget tilfredsstillende at byde flere end 2.500 interesserede velkommen til informationsmøder rundt om i landet i 2019.

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

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

Uagtet nulrente miljøet bør man som investor overveje at have en pæn andel af obligationer af højeste kreditkvalitet samt nogle investeringer i kategorier, der klarer sig godt under finansuro. Man kan efter vores vurdering med fordel holde sig fra lånefinansierede investeringer og gearede produkter. I stedet bør man sørge for at have likvide omsættelige papirer i sin portefølje.

Ingen kan forudsige fremtiden. De fleste store globale valueaktier handler ved årsskiftet til børskurser, som set i et meget langt perspektiv er fornuftige. Langsigtede investorer bør fortsat overveje at fastholde en pæn aktieandel, tæt på det neutrale niveau i ens personlige risikoprofil. Såfremt man har kort tidshorisont eller meget lav risikovillighed, bør man

have langt hovedparten af sine investeringer i den sikre del af obligationsmarkedet.

På majinvest.dk kan man finde redskaber, der kan være en støtte i denne vurdering. Er man i tvivl, bør man søge rådgivning. Tag fat i din bank- eller investeringsrådgiver eller ring på vores hotline 33 38 73 33. Vi yder ikke rådgivning, men besvarer gerne spørgsmål om vores produkter.

Læs også afsnittet "Finansmarkederne" side 20 om udsigterne for finansmarkederne i 2020.

### STJERNER FRA MORNINGSTAR

Ni af foreningens afdelinger bliver hver måned vurderet og ratet med stjerner af Morningstar. De resterende bliver ikke ratet, da de enten tilhører en kategori, der ikke rates, eller er lanceret inden for de seneste tre år. For afdelinger opdelt i andelsklasser rates den børsnoterede og den unoterede andelsklasse hver for sig. I det følgende omtales alene ratingen for børsnoterede produkter.

Blandt aktieafdelingerne fik afdeling Emerging Markets ved udgangen af 2019 en enkelt stjerne på baggrund af fem års resultater, hvilket ikke er tilfredsstillende. Maj Invest Danske Aktier fik tre stjerner baseret på resultaterne de seneste ti år, mens afdeling Vækst-aktier først rates, når strategien i sommeren 2020 opnår tre års historik. Valueafdelingerne fik begge fire stjerner på baggrund af ti års resultater. Afdeling Global Sundhed har på baggrund af sit særlige investeringsområde ikke en Morningstar Kategori™ og bliver derfor ikke ratet.

Blandt obligationsafdelingerne fik afdeling High Income Obligationer ved udgangen af 2019 tre stjerner. I bedømmelsen bør man være opmærksom på, at afdelingen rates i kategorien globale high yield-obligationer, mens afdelingen investerer i både high yield-obligationer, emerging markets-obligationer og investment grade-obligationer. Afdeling Danske Obligationer fik tre stjerner, og afdeling Globale Obligationer fik fem stjerner. Begge på baggrund af ti års resultater.

Blandt de blandede afdelinger fik både afdeling Pension og afdeling Makro fem stjerner målt over henholdsvis ti og fem år. Afdeling Kontra rates ikke, da afdelingen qua sit særlige investeringsområde ikke har en kategori af tilsvarende afdelinger hos Morningstar.

Stjernerne tildeles, så de afdelinger, der har givet investorerne de højeste risikjusterede afkast og laveste omkostninger, får flest stjerner. Fem stjerner betyder, at en afdeling er blandt de ti pct. bedste i Europa inden for sin kategori. Tre stjerner betyder, at en afdeling ligger midt i feltet. Alle afdelinger bedømmes over mindst tre år, og afdelinger med længere historik bedømmes også på deres resultater over henholdsvis fem og ti år.

Morningstars evalueringer og rating kan ses som et bevis på, at Maj Invest tilbyder kvalitetsprodukter med stabile resultater.

<b>Morningstar Rating™</b>	<b>31-12-2019</b>
Danske Aktier	★★★
Vækstaktier	<i>Rates i 2020</i>
Value Aktier	★★★★
Value Aktier Akkumulerende	★★★★
Value Aktier SRI+	<i>Rates i 2021</i>
Emerging Markets	★
Global Sundhed	<i>Rates ikke</i>
Danske Obligationer	★★★
Globale Obligationer	★★★★★
High Income Obligationer	★★★
Pension	★★★★★
Kontra	<i>Rates ikke</i>
Makro	★★★★★



## ÅRETS AFKAST

Når man skal bedømme årets afkast, kan man anlægge to forskellige betragtninger, som ikke nødvendigvis giver samme resultat. Fundamentalt set kan man nøjes med at forholde sig til, om værdien af de investerede midler er vokset og vokset tilstrækkeligt i forhold til det risikofrie renteniveau. Man bør dog også forholde sig til det relative afkast, hvor man kan bedømme, om Maj Invest har leveret tilstrækkeligt gode resultater i forhold til markedet målt både ved afdelingens sammenligningsindeks og konkurrerende produkter i form af den sammenlignelige Morningstar Kategori™. Merafkastet i forhold til sammenligningsindekset kaldes også performance. Valg af de enkelte sammenligningsindeks er beskrevet nærmere i afsnittet "Valg af sammenligningsindeks" side 13.

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

For specialafdelingerne er nedenstående vurderinger baseret på afkastet i de børsnoterede andelsklasser. Afkast i de unoterede andelsklasser fremgår af tabellen. Ved sammenligning af afkast i noterede og unoterede afdelinger bemærkes, at investor kan have omkostninger til at købe de unoterede afdelinger, som investor ikke har til at købe de noterede.

## AFKAST I PROCENT

Afkast i børsnoterede og unoterede andelsklasser er ikke nødvendigvis sammenlignelige, da investorer i unoterede andelsklasser må forvente rådgivningsomkostninger til investors egen bank. Afdelinger og andelsklasser indgår fra og med første hele kalenderår efter lanceringen.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Danske Aktier	41,8	4,0	-47,7	47,4	26,1	-19,8	26,1	35,7	15,3	31,3	1,3	18,6	-14,5	30,8
Danske Aktier W	41,8	4,0	-47,7	47,4	26,1	-19,8	26,1	35,7	15,3	31,3	1,3	18,9	-14,2	31,4
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	-12,0	41,6
Vækstaktier W <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	13,6	-11,6	42,3
Value Aktier	8,7	-0,4	-36,2	42,3	25,5	0,6	12,0	19,0	26,3	14,9	14,3	5,4	-6,5	25,7
Value Aktier W	8,7	-0,4	-36,2	42,3	25,5	0,6	12,0	19,0	26,3	14,9	14,3	5,8	-5,9	26,5
Value Aktier Akk.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	14,2	5,3	-6,6	25,7
Value Aktier Akk. W	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	14,2	5,7	-5,9	26,5
Value Aktier SRI+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	28,2
Value Aktier SRI+ W	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	29,2
Emerging Markets	-	-	-	-	-	-	-	-	9,5	-11,3	8,3	18,6	-13,4	18,8
Emerging Markets W	-	-	-	-	-	-	-	-	9,5	-11,3	8,3	19,0	-12,9	19,6
Global Sundhed <sup>2)</sup>	-	-	-	41,4	5,5	-16,1	13,9	26,4	23,9	11,3	0,0	11,4	-7,8	19,0
Global Sundhed W <sup>2)</sup>	-	-	-	41,4	5,5	-16,1	13,9	26,4	23,9	11,3	0,0	11,7	-7,3	19,7
Danske Obligationer	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	0,6
Globale Obligationer	1,3	1,6	4,5	9,8	6,4	3,9	10,5	0,2	6,9	3,0	4,2	0,4	0,2	4,0
High Income Obl.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7,0	0,3	-0,8	9,5
Pension	3,3	2,2	-7,9	12,6	13,3	1,4	10,5	8,5	7,5	5,9	9,3	2,8	-1,6	11,6
Kontra	-	1,1	21,7	8,6	12,3	7,3	-0,3	-6,9	9,0	1,9	5,2	-4,8	2,3	-0,6
Kontra W	-	1,1	21,7	8,6	12,3	7,3	-0,3	-6,9	9,0	1,9	5,2	-4,5	3,0	0,1
Makro <sup>7)</sup>	-	-	-	-	-	-	-	-	13,6	5,8	10,4	9,0	-6,4	15,4

Noter: De nye, unoterede andelsklasser er etableret ved udskillelse fra den oprindelige afdeling. Afkast bagud i tid er anført til sammenligning. Regnskabsåret 2006 omfatter perioden 18.12.2005 til 31.12.2006. 1) Afdelingen ændrede navn og tilpassede sit investeringsområde juni 2017. 2) Afdelingen ændrede navn og investeringsområde februar 2013.

Med denne tilgang er afkastet på 30,8 pct. i Maj Invest **Danske Aktier** særdeles tilfredsstillende i absolut forstand. Andelsklassen har i 2019 givet et afkast, der er 4,2 procentpoint højere end sammenligningsindekset og 1,8 procentpoint højere end for den sammenlignelige Morningstar Kategori™, og afkastet er relativt set meget tilfredsstillende. Siden afdelingens lancering i december 2005 har afdelingen givet et afkast, der er højere end såvel sammenligningsindeks som Morningstar Kategori™.

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

Maj Invest **Vækstaktier** gav et afkast på 41,6 pct., hvilket i både absolut og relativ forstand er særdeles tilfredsstillende. Afkastet var 11,4 procentpoint bedre end sammenligningsindekset, der steg 30,2 pct., og 10,3 procentpoint bedre end for den sammenlignelige Morningstar Kategori™. Maj Invest Vækstaktier fik ændret navn og strategi til nuværende i juni 2017.

Maj Invest **Value Aktier** og **Value Aktier Akkumulerende** gav begge afkast på 25,7 pct., hvilket er særdeles tilfredsstillende i absolut forstand og tilfredsstillende set i forhold til afdelingernes sammenligningsindeks og Morningstar Kategori™, der steg henholdsvis 30,2 pct. og 26,2 pct. Maj Invest Value Aktier har siden sin lancering i december 2005 givet et merafkast på 74 procentpoint i forhold til sammenligningsindekset og 131 procentpoint i forhold til den sammenlignelige Morningstar Kategori™.

Maj Invest **Value Aktier SRI+** er en variant af afdeling Value Aktier med et begrænset investeringsområde som beskrevet på side 60. Afdelingen blev lanceret

primo oktober 2018 og har dermed kun 14 måneders afkasthistorik. Afdelingen gav i 2019 et afkast på 28,2 pct., hvilket i absolut forstand er særdeles tilfredsstillende. Afdelingen har samme sammenligningsindeks og Morningstar Kategori™ som afdeling Value Aktier ovenfor. I relativ forstand er afkastet tilfredsstillende.

Maj Invest **Emerging Markets** gav i 2019 et afkast på 18,8 pct. Afkastet er i absolut forstand særdeles tilfredsstillende, men mindre tilfredsstillende set i forhold til sammenligningsindekset og afdelingens Morningstar Kategori™, der viste stigninger på henholdsvis 20,8 og 21,1 pct. Siden etableringen i december 2013 har afdelingen et afkast, der samlet set er ringere end afdelingens sammenligningsindeks og Morningstar Kategori™.

Maj Invest **Global Sundhed** gav et i absolut forstand særdeles tilfredsstillende afkast på 19,0 pct.. Set i forhold til udviklingen i sammenligningsindekset, der steg 30,2 pct., er afkastet utilfredsstillende. Afdelingen har på grund af sit sammensatte investeringsområde af sundhedsaktier plus miljø- og klimaaktier ingen sammenlignelig Morningstar Kategori™. Morningstar-kategorien for afdelinger, der alene investerer i sundhedsaktier, gav til sammenligning et afkast på 24,1 pct., mens Morningstar-kategorien for afdelinger inden for miljø- og klimaaktier gav et afkast på 30,9 pct. Afdelingen har siden omlægningen til nuværende navn og investeringsområde ultimo februar 2013 givet et afkast på 105 pct. Sammenligningsindekset steg i samme periode 124 pct.

Afkastet på 0,6 pct. i afdeling **Danske Obligationer** er i absolut forstand meget tilfredsstillende i et år, hvor den risikofrie rente er negativ eller tæt på nul. I forhold til afdelingens sammenligningsindeks, der kun indeholder danske statsobligationer og steg 1,3 pct., og afdelingens Morningstar Kategori™, der gav

## HVAD BETYDER KL OG W?

Specialafdelingerne i Maj Invest er delt op i andelsklasser. Det betyder, at moderafdelingen, hvor selve investeringerne er placeret, har tilnavnet KL (KL for klasser). For eksempel Danske Aktier KL. Moderafdelingen er delt op i en børsnoteret andelsklasse og en unoteret andelsklasse.

Investeringsbeviser i den børsnoterede andelsklasse kan købes gennem alle danske banker. Disse har

ikke noget tilnavn. For eksempel Maj Invest Danske Aktier.

Beviser i den unoterede andelsklasse er et 'engrosprodukt', som kan købes af distributionsbanker til brug i fuldmagtsaftaler og af professionelle kunder i Fondsmæglerselskabet Maj Invest. Den unoterede klasse har fået tilnavnet W, der også i andre foreninger bruges i denne sammenhæng.

et afkast på 1,8 pct., er afkastet mindre tilfredsstillende. Afdelingen har siden lanceringen i 2005 givet et afkast, der er 12 procentpoint højere end for såvel sammenligningsindeks som Morningstar Kategori™.

Ved bedømmelse af obligationsafkast, og hvorvidt særligt sikre obligationer er en relevant investeringsmulighed, bør man se på investors alternative investeringsmuligheder. Nogle investorer har for eksempel mulighed for at sætte penge i banken til nul procent i rente, og i det omfang investors bank fortsat tilbyder denne mulighed, kan det være et konkurrencedygtigt alternativ til afdeling Danske Obligationer. Andre investorer betaler en negativ rente til deres bank. Alt efter størrelsen af denne negative rente og investors øvrige forhold kan afdeling Danske Obligationer være et konkurrencedygtigt alternativ til et kontant bankindestående. Dette er relevant at holde sig for øje, når man bedømmer afkastet på beskedne 0,6 pct. efter omkostninger i afdeling Danske Obligationer.

Afdeling **Globale Obligationer** gav et i absolut forstand meget tilfredsstillende afkast på 4,0 pct. Relativt til afdelingens sammenligningsindeks, der dog kun indeholder danske statsobligationer og steg 1,3 pct., og afdelingens Morningstar Kategori™, der gav et afkast på 4,6 pct., vurderes afkastet at være meget tilfredsstillende. Afdelingen har siden lanceringen ultimo 2005 givet et afkast, der er 20 procentpoint højere end for sammenligningsindekset og 41 procentpoint højere end for den sammenlignelige Morningstar Kategori™.

Afdeling **High Income Obligationer** blev lanceret ultimo oktober 2015 og gav i 2019 et afkast på 9,5 pct., hvilket i absolut forstand er meget tilfredsstillende set i forhold til renteniveauet. I forhold til afdelingens sammenligningsindeks og Morningstar Kategori™ var afkastet mindre tilfredsstillende. Sammenligningsindekset steg i samme periode 13,2 pct., og afdelingens Morningstar Kategori™ gav et afkast på 14,6 pct. Bemærk, at Morningstar-kategorien er for afdelinger, der primært investerer i high yield-obligationer, mens afdelingen også investerer i investment grade-obligationer og statsobligationer fra emerging markets. Valg og tolkning af sammenligningsindeks er nærmere beskrevet på side 13.

Den blandede afdeling **Pension** gav et i absolut forstand særdeles tilfredsstillende afkast på 11,6 pct., der var 0,8 procentpoint bedre end afdelingens sammenligningsindeks, men 0,8 procentpoint ringere

end den sammenlignelige Morningstar Kategori™. Det relative afkast vurderes at være tilfredsstillende. Afdelingen har siden lanceringen i december 2005 givet et merafkast på 21 procentpoint i forhold til sammenligningsindekset og 75 procentpoint i forhold til den sammenlignelige Morningstar Kategori™. Afdelingens sammenligningsindeks blev indført i 2018.

Afdeling **Kontra** er vanskeligere at bedømme, idet afdelingen har til formål at give investorerne beskyttelse ved store aktiekursfald og uro på finansmarkederne ved at investere i aktiver, der normalt klarer sig godt, når resten klarer sig skidt. Det betyder omvendt, at man som investor må forvente et afkast på niveau med pengemarkedet, når aktiemarkederne stiger. Både i absolut forstand og i forhold til afdelingens målsætning er et afkast på -0,6 pct. i 2019 tilfredsstillende. På grund af afdelingens særlige investeringsområde har den ingen Morningstar Kategori™ eller sammenligningsindeks. Maj Invest Kontra har siden lanceringen i juni 2006 givet et afkast på 73 pct. Danske statsobligationer udtrykt ved sammenligningsindekset for Maj Invest Danske Obligationer gav i samme periode et afkast på 55 pct., mens det globale aktiemarked udtrykt ved MSCI World i samme periode steg 174 pct. målt i danske kroner.

Afdeling **Makro** gav et afkast på 15,4 pct., hvilket i absolut forstand er meget tilfredsstillende. Afkastet er på niveau med afdelingens sammenligningsindeks, der steg 15,1 procent. Afdelingens Morningstar Kategori™ for afdelinger med dynamisk allokering gav et afkast på 12,2 pct. Afdelingens afkast vurderes i relativ forstand at være meget tilfredsstillende. Maj Invest Makro levede i 2019 op til sin målsætning om at give et højere afkast end afdeling Pension, dog med en højere risiko. Siden lanceringen har afdelingen givet et merafkast i forhold til både afdelingens Morningstar Kategori™ og afdelingens sammenligningsindeks, der dog først blev indført i 2018.

De i absolut forstand meget høje, og for de fleste afdelinger særdeles tilfredsstillende, afkast bør ses i sammenhæng med de betydelige kursfald i fjerde kvartal 2018. Aktiemarkederne målt ved MSCI World-indekset omregnet til danske kroner faldt 3,9 pct. i 2018 og steg 30,2 pct. i 2019. Det svarer til en gennemsnitlig årlig stigning på 11,9 pct.

Uanset bedømmelserne af afkast for året 2019 bør afkastet i alle afdelinger og andelsklasser bedømmes over en tidshorisont på mindst tre og gerne fem år

eller mere. Tre år er den korteste tidshorisont, foreningen anbefaler for alle afdelinger. Tabellerne på side 9 og 12 viser det samlede afkast i alle afdelinger siden deres respektive startdatoer.

### PERFORMANCE OVER 3, 5 OG 10 ÅR

Tabellen på side 12 viser, hvordan afdelingerne og andelsklasserne i Maj Invest har klaret sig i forhold til deres Morningstar-kategorier. Foreningens fem oprindelige afdelinger og deres andelsklasser har siden deres lancering alle klaret sig bedre end deres sammenlignelige Morningstar Kategori™. Set over fem år har fire af de oprindelige afdelinger og deres andelsklasser også klaret sig bedre end deres Morningstar Kategori™. Afdeling Vækstaktier ændrede navn og

fik tilpasset sit investeringsområde i 2017 for at give bedre muligheder for et langsigtet merafkast fremadrettet og har derfor endnu ikke tre års historik. Afdeling Emerging Markets blev lanceret i december 2013 og har klaret sig ringere end sin Morningstar Kategori™. Afdelingen fik i begyndelsen af 2019 ny porteføljemanager, og investeringsstrategien blev ændret til en valueorienteret tilgang. Set over et år har tre af foreningens afdelinger målt på den børsnoterede andelsklasse klaret sig bedre end deres Morningstar Kategori™, mens de øvrige har klaret sig ringere end deres Morningstar Kategori™. Det skyldes primært, at foreningen overordnet har en valueorienteret tilgang til investeringer, mens markedet i 2019 var i vækstselskabernes favør som beskrevet

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

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

	Afkast 2019	Perfor- mance ift. indeks	Afkast siden start	Perfor- mance ift. indeks	Performance ift. Morningstar Kategori™				Startdato
					1 år	3 år	5 år	10 år	
Danske Aktier	30,8	+4,2	300,7	+17,0	+1,8	+5,9	0,0	-15,2	16. dec 2005
Danske Aktier W	31,4	+4,8	305,2	+21,5	+2,4	+7,4	+1,9	-11,3	16. dec 2005
Vækstaktier <sup>1)</sup>	41,6	+11,4	32,9	+4,3	+17,5	-	-	-	13. jun 2017
Vækstaktier W	42,3	+12,1	34,4	+5,8	+18,2	-	-	-	13. jun 2017
Value Aktier	25,7	-4,5	239,1	+73,8	-0,6	-2,4	+16,6	+104,5	16. dec 2005
Value Aktier W	26,5	-3,7	244,8	+79,5	+0,3	-0,2	+19,5	+110,6	16. dec 2005
Value Aktier Akk.	25,7	-4,5	37,0	-11,1	-0,6	-2,5	+16,1	+103,4	29. jun 2015
Value Aktier Akk. W	26,5	-3,7	39,4	-8,7	+0,3	+0,3	+19,0	+109,4	29. jun 2015
Value Aktier SRI+.	28,2	-2,0	12,5	-1,5	+2,0-	-	-	-	2. okt. 2018
Value Aktier SRI+ W	29,2	-1,0	13,7	-0,4	+3,0-	-	-	-	2. okt. 2018
Emerging Markets	18,8	-2,0	30,7	-29,0	-2,3	-4,8	-18,2	-	16. dec 2013
Emerging Markets W	19,6	-1,2	32,8	-26,9	-1,5	-2,8	-16,3	-	16. dec 2013
Global Sundhed	19,0	-11,2	104,8	-19,4	-	-	-	-	1. mar 2013
Global Sundhed W	19,7	-10,5	107,6	-16,6	-	-	-	-	1. mar 2013
Danske Obligationer	0,6	-0,6	65,1	+11,9	-1,2	-0,8	+1,3	+5,4	16. dec 2005
Globale Obligationer	4,0	+2,7	73,4	+20,2	-0,7	+2,1	+6,7	+19,3	16. dec 2005
High Income Obl.	9,5	-3,7	16,4	-8,0	-5,1	-1,5	-	-	30. okt 2015
Pension	11,6	+0,8	112,3	+21,2	-0,8	+3,3	+15,4	+54,2	16. dec 2005
Kontra	-0,6	-	72,9	-	-	-	-	-	11. jun 2006
Kontra W	0,1	-	75,8	-	-	-	-	-	11. jun 2006
Makro	15,4	+0,3	59,9	+3,0	+3,2	+10,3	+26,1	-	22. mar 2013

Noter: De nye, unoterede andelsklasser er etableret ved udskillelse fra den oprindelige afdeling. Afdelingernes afkast bagud i tid er anført til sammenligning. Afdeling Kontra har ikke et sammenligningsindeks. I mål for performance ift. Morningstar Kategori™ indgår extended performance for Maj Invest Value Aktier Akkumulerende, således at denne har historik tilbage til lanceringen af Maj Invest Value Aktier. 1) Afdelingen ændrede navn og tilpassede sit investeringsområde i juni 2017.

andetsteds i årsrapporten. Uagtet at foreningens afdelinger i gennemsnit har klaret sig meget tilfredsstillende over en årrække, skal den enkelte afdeling bedømmes på egne resultater.

Fra side 36 findes årsregnskaber og afdelingsberetninger for de enkelte afdelinger og andelsklasser.

### VALG AF SAMMENLIGNINGSINDEKS

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

Maj Invest **Danske Aktier** har sammenligningsindekset OMX Copenhagen CAP GI. Indekset er sammenlagt, så det lever op til 5-10-40-reglen, der regulerer, hvor meget enkelte aktier højst må udgøre i en investeringsforeningsafdeling.

De globale produkter **Vækstaktier**, **Value Aktier**, **Value Aktier Akkumulerende** og **Value Aktier SRI+** har det globale aktieindeks MSCI World NR USD (omregnet til danske kroner) som sammenligningsindeks. Maj Invest **Global Sundhed**, der har et smallere investeringsområde, har samme sammenligningsindeks. Indekset repræsenterer afkastet på det globale aktiemarked og er bredere end produkternes investeringsstrategier. Produkterne følger fokuserede, aktive investeringsstrategier med henblik på at skabe afkast bedre end sammenligningsindekset for den langsigtede investor. Derfor må der forventes væsentlige udsving i afkast i forhold til sammenligningsindekset.

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

Udbytte for året	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
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	2,00
Danske Aktier W	15,00	1,75	0,00	0,00	0,00	1,50	7,80	18,30	39,10	26,80	25,60	9,40	2,80
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	1,70
Vækstaktier W	7,25	2,25	1,50	1,00	2,00	9,00	8,90	11,10	7,90	6,10	26,10	8,80	2,30
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	10,10
Value Aktier W	1,50	1,75	0,00	1,25	1,00	11,25	7,20	11,20	32,80	9,90	12,20	16,20	11,20
Value Aktier Akk.													
Value Aktier Akk. W													
Value Aktier SRI+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,00	1,60
Value Aktier SRI+ W	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,00	2,40
Emerging Markets	-	-	-	-	-	-	-	0,70	0,00	0,00	20,70	2,70	0,00
Emerging Markets W	-	-	-	-	-	-	-	0,70	0,00	0,00	21,20	3,30	0,00
Global Sundhed	-	-	0,00	2,50	2,25	1,50	7,90	1,90	27,90	1,50	22,30	13,40	6,50
Global Sundhed W	-	-	0,00	2,50	2,25	1,50	7,90	1,90	27,90	1,50	22,90	14,40	7,40
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	0,00
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	2,10
High Income Obl.	-	-	-	-	-	-	-	-	0,50	3,20	7,80	0,00	2,60
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	3,80
Kontra													
Kontra W													
Makro													

Tabellen viser de udbytter, som Maj Invests bestyrelse indstiller til generalforsamlingens godkendelse. Udbytter for regnskabsåret 2019 er udbetalt aconto i januar 2020. Udbyttet angives i kroner pr. investeringsbevis af nominal værdi på 100 kr. Et udbytte på 1,00 kr. betyder, at investor modtager 1 kr. i udbytte pr. investeringsbevis i den pågældende afdeling og svarer til en udbytteprocent på 1,00.

For Maj Invest **Emerging Markets** er det generelle emerging markets-indeks MSCI EM NR USD (omregnet til danske kroner) valgt som sammenligningsindeks. Dette afspejler, at afdelingen har til formål over tid at give et afkast på mindst samme niveau som emerging markets generelt. Afdelingens strategi er valueorienteret med en fokuseret og aktiv udvælgelse af aktier, mens indekset rummer både vækst- og valueaktier. Derfor må der forventes væsentlige udsving i afkast i forhold til sammenligningsindekset. Afdelingen evalueres ikke i forhold til det globale aktiemarked generelt.

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

Afdelingerne **Danske Obligationer** og **Globale Obligationer** anvender Bloomberg Barclays Series-E Denmark Govt 1-10 ("Bloomberg DK Gov 1-10") som sammenligningsindeks. Bloomberg DK Gov 1-10 er en videreførelse af EFFAS 1-10, der har været afdelingernes sammenligningsindeks siden start. Indekset udtrykker afkastet for danske statsobligationer med en varighed på 4-5 år, hvilket svarer til den 'normale' varighed i de to afdelinger. Det gode sammenligningsindeks for obligationsafdelinger afspejler såvel afdelingernes varighed, valutasammensætning som investeringsuniverset, der omfatter stats-, realkredit- og kreditobligationer. For nærværende har man ikke været i stand til at finde et ideelt sammenligningsindeks. Bestyrelsen har vurderet, at det valgte indeks fortsat er det mest retvisende, og at kontinuitet vægter højt, når der ikke er kvalitative forbedringer.

Maj Invest **High Income Obligationer** har siden 1. januar 2018 anvendt et sammensat indeks, der i bedst mulige omfang afspejler afdelingens investeringer. Indekset består af 30 pct. Barclays Global Aggregate Corporate Index, 30 pct. Barclays Global High Yield Corporate Euro Hedged Index og 40 pct. EM Local Currency Government 10% Country Capped Index.

Afdelingerne **Pension** og **Makro** har siden 1. januar 2018 anvendt sammensatte indeks som sammenligningsindeks. Afdelingerne har ikke haft sammenligningsindeks før dette tidspunkt. I visse sammenhænge er indekset vist før denne dato. Begge indeks er sammensat af de valgte indeks for henholdsvis de globale aktieafdelinger og afdeling Globale

Obligationer. Vægtene i indeks udtrykker de neutrale aktieandele i de to afdelinger. For afdeling Pension består det valgte sammenligningsindeks af 35 pct. MSCI World NR USD (omregnet til DKK) og 65 pct. Bloomberg DK Gov 1-10. For afdeling Makro består det valgte sammenligningsindeks af 50 pct. MSCI World NR USD (omregnet til DKK) og 50 pct. Bloomberg DK Gov 1-10. Alle sammensatte indeks rebalanceres månedligt.

For afdeling **Kontra** er det på grund af afdelingens særlige investeringsområde ikke muligt at finde et relevant sammenligningsindeks.

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

#### UDBYTTER

Årets regnskabsmæssige resultat for alle afdelinger blev på 3.908 mio. kr. Ved udgangen af 2019 kunne udbyttebetalingen estimeres til 821 mio. kr. Omfanget af emissioner og indløsninger frem til udbetalingsdagen har betydning for den samlede udbyttebetaling, og der blev i alt udbetalt 831 mio. kr. i udbytter aconto i januar 2020.

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

Der er ikke en direkte sammenhæng mellem det regnskabsmæssige afkast i en afdeling og det udbytte, som afdelingen udlodder. Udbytterne består i hovedtræk af afdelingernes realiserede kursgevinster og modtagne udbytter, sådan som skattereglerne foreskriver. Den del af årets afkast, der ikke udloddes som udbytte, får investor i form af kursstigninger. På side 105 er reglerne for udlodning af udbytte beskrevet mere detaljeret.

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

Alle udloddende afdelinger og andelsklasser har udbetalt udbytte aconto. Udbyttet fragik den 23. januar 2020, som var første dag, beviserne blev handlet uden udbytte. Acontoudbytterne udgør det fulde ud-

bytte for 2019. Udbytteerne var til disposition på investors konto den 27. januar 2020.

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

#### FORMUE 25 MIA. KR.

Foreningens formue steg 3,9 mia. kr. til 25,1 mia. kr. i 2019 efter udbetaling af udbytter som følge af den positive kursudvikling på aktiemarkederne og et tilfredsstillende nettosalg af investeringsbeviser til nye og eksisterende medlemmer. Stigningen svarer til 19 pct., mens markedet for investeringsforeninger rettet mod detailkunder steg med 15 pct. i 2019. Udviklingen i de enkelte afdelinger fremgår af tabellen.

Formuen i afdeling Danske Obligationer er faldet 8 pct. som følge af tilbagesalg og udbyttebetalinger, mens der har været et netto nysalg i afdelingerne Globale Obligationer og High Income Obligationer, hvor formuerne er steget henholdsvis 19 og 22 pct. Samlet er formuen i obligationsafdelingerne øget med 342 mio. kr. De balancerede afdelinger, Pension og Makro, der investerer i både aktier og obligationer, havde en samlet formuevækst på 362 mio. kr. som følge af kursstigninger og netto nysalg i afdeling Pension.

Aktieafdelingerne viste en samlet formuevækst på 3,4 mia. kr., hvoraf 2,8 mia. kr. kan henføres til valueafdelingerne. Relativt til afdelingernes størrelse var udviklingen særligt positiv i afdeling Vækstaktier.

Formuen i afdeling Kontra faldt derimod efter netto tilbagesalg, og samlet set var der i 2019 en forskydning mod højere risiko i medlemmernes valg af afdelinger.

#### 40.000 MEDLEMMER

I december måned rundede foreningen for første gang 40.000 medlemmer, og foreningen voksede samlet set med 1.051 medlemmer i 2019, hvilket er meget tilfredsstillende og vidner om fortsat stor interesse fra såvel medlemmer som distributørkredsen.

Maj Invest Value Aktier er fortsat foreningens mest populære, hvad angår både formue og medlemstal.

Bemærk, at medlemstallene i tabellen på side 18 summer til mere end foreningens samlede medlemstal, da medlemmerne ved årets udgang var medlem af 1,5 afdelinger i gennemsnit.

FORMUE I MIO. KR. ULTIMO ÅRET DE SENESTE 5 ÅR						Ændring 2019
For afdelinger med flere andelsklasser (KL) er vist den samlede formue.						
	2015	2016	2017	2018	2019	
Danske Aktier KL	368	340	383	345	471	+123
Vækstaktier KL	885	744	767	593	897	+304
Value Aktier KL	7.270	9.243	10.373	8.197	10.234	+2.037
Value Aktier Akk. KL	1.564	2.251	2.796	2.450	2.824	+373
Value Aktier SRI+ KL	-	-	-	1.650	2.050	+400
Emerging Markets KL	413	482	514	245	337	+92
Global Sundhed KL	584	612	447	438	545	+106
Danske Obligationer	553	698	1.141	1.560	1.433	-127
Globale Obligationer	1.131	1.454	1.855	1.804	2.145	+341
High Income Obligationer	217	422	651	589	717	+127
Pension	781	850	895	879	1.180	+301
Kontra KL	662	1.630	2.178	1.981	1.766	-215
Makro	291	287	374	411	471	+60
Maj Invest i alt	14.719	19.013	22.375	21.142	25.071	+3.927

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

## OMKOSTNINGER 2020

Omkostningerne for investor ved at vælge Maj Invest er på niveau med eller lavere end det typiske niveau i branchen. Det typiske niveau er målt ved medianen for den tilsvarende kategori i Finans Danmarks statistikker. Maj Invest Kontra har et særligt investeringsområde og indgår derfor ikke i statistikkerne. Tabellen viser det forventede ÅOP for 2020. Foreningen blev i 2017 opdelt i andelsklasser som følge af ny regulering. Opdelingen har ført til markant lavere omkostninger for foreningen som helhed.

Administrationsomkostninger er et af flere elementer i ÅOP. På side 17 er sammenhængen mellem administrationsomkostninger og ÅOP forklaret. ÅOP

er de samlede omkostninger for en investor med en investeringshorisont på syv år.

### Indirekte handelsomkostninger

Indirekte handelsomkostninger udtrykker forskellen mellem købs- og salgspriser i markedet, når foreningen handler værdipapirer.

### Omkostninger i noterede andelsklasser

Omkostninger i børsnoterede og noterede andelsklasser er ikke direkte sammenlignelige, da investorer i noterede andelsklasser må forvente rådgivningsomkostninger til egen bank.

Estimat 2020	ÅOP		Indirekte handelsomkostninger	Administrationsomkostninger Indgår som en del af ÅOP	
	Maj Invest	Branche- median*		Maj Invest	Branchemedian*
<b>Børsnoterede afdelinger og andelsklasser</b>					
Danske Aktier	1,24	1,51	0,01	1,15	1,43
Vækstaktier	1,34	1,60	0,03	1,24	1,49
Value Aktier	1,51	1,60	0,02	1,42	1,49
Value Aktier Akkumulerende	1,55	1,60	0,02	1,44	1,49
Value Aktier SRI+	1,62	1,60	0,04	1,51	1,49
Emerging Markets	2,01	2,07	0,29	1,55	1,71
Global Sundhed	1,45	1,60	0,03	1,34	1,49
Danske Obligationer	0,26	0,45	0,09	0,24	0,42
Globale Obligationer	0,38	0,91	0,15	0,35	0,84
High Income Obligationer	0,72	0,82	0,18	0,66	0,76
Pension	0,57	1,45	0,09	0,51	1,25
Kontra	1,51	1,45	0,20	1,44	1,25
Makro	0,82	1,45	0,16	0,74	1,25
<b>Unoterede andelsklasser</b>					
Danske Aktier W	0,77	0,93	0,01	0,68	0,86
Vækstaktier W	0,87	1,03	0,03	0,77	0,85
Value Aktier W	0,85	1,03	0,02	0,76	0,85
Value Aktier Akkumulerende W	0,86	1,03	0,02	0,76	0,85
Value Aktier SRI+ W	0,86	1,03	0,04	0,74	0,85
Emerging Markets W	1,37	1,36	0,29	0,90	1,08
Global Sundhed W	0,91	1,03	0,03	0,80	0,85
Kontra W	0,85	n.a.	0,20	0,78	n.a.

Noter: \*Branchens median for sammenlignelige afdelinger er opgjort den 17. februar 2020 af Finans Danmark.



## MINIMÉR DINE OMKOSTNINGER

Maj Invest opfordrer til altid at sammenligne omkostninger, inden der foretages en investering. Omkostningerne i Maj Invest hører til den billigste halvdel af sammenlignelige afdelinger i Danmark.

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

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

### ÅOP - ÅRLIGE OMKOSTNINGER I PROCENT

Nøgletallet ÅOP omfatter følgende omkostninger:

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

2) Afdelingens årlige administrationsomkostninger.

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

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

### KØB-OG-BEHOLD

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

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

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

### INDIREKTE HANDELSOMKOSTNINGER

Investeringsfonde og pengeinstitutter skal oplyse investor om forventede 'indirekte handelsomkostninger'. Disse er ikke omkostninger i traditionel forstand, da de ikke er 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 OG AOP

Administrationsomkostningerne var i 2019 inden for bestyrelsens interne målsætninger, og niveauet anses for både konkurrencedygtigt og rimeligt i forhold til foreningens kvalitets- og serviceniveau. Afdelingernes handelsomkostninger i forbindelse med køb og salg af værdipapirer var også på et tilfredsstillende niveau. Disse handelsomkostninger fragår afkastet og betales af medlemmerne.

Foreningen blev i juni 2017 opdelt i andelsklasser som følge af ny regulering. Opdelingen har ført til lavere omkostninger for foreningen som helhed. Omkostningsprocenterne i regnskaberne for de enkelte andelsklasser viser omkostningerne for hele kalenderår. Omkostningsprocenterne for 2018 og 2019 er derfor ikke direkte sammenlignelige med tidligere år for specialafdelingerne.

Estimerede omkostningsprocenter for 2020 fremgår af tabellen på side 16. Estimerne er lavet ud fra antagelser om blandt andet udviklingen i formuen og distributørkredsen, som kan ændre sig. Som udgangspunkt antages der uændrede omkostninger for 2020 i forhold til de realiserede omkostningsprocenter for 2019. Seneste estimater for omkostningsprocenter fremgår af dokumenterne Central Investorinformation, der kan findes på [majinvest.dk/ci](http://majinvest.dk/ci).

Tabellen på side 16 viser de forventede omkostninger for 2020 i de enkelte afdelinger og andelsklasser. Tallene viser, at omkostningerne for investor ved at vælge Maj Invest er lavere end det typiske niveau i branchen generelt. Det typiske niveau er målt ved medianen for den tilsvarende kategori i Finans Danmarks statistikker. Dog med den undtagelse, at Maj Invest Value Aktier SRI+ har omkostningsprocenter, der er 0,02 procentpoint over medianen for branchen. Afdeling Kontra kan grundet sit særlige investeringsråd vanskeligligt sammelignes med andre afdelinger.

Ved bedømmelsen af omkostninger for unoterede andelsklasser skal der tages højde for, at disse omkostninger skal betragtes som en 'engrospris', da investor også vil have rådgivningsomkostninger direkte til egen bank ved investering i disse afdelinger.

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

## BASIS- OG SPECIALAFDELINGER

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

ANTAL MEDLEMMER ULTIMO ÅRET DE SENESTE 5 ÅR						Ændring 2019
For afdelinger med flere andelsklasser (KL) er vist summen af medlemmer i andelsklasserne.						
	2015	2016	2017	2018	2019	
Danske Aktier KL	1.687	1.718	2.121	2.214	2.314	+100
Vækstaktier KL	3.977	4.044	4.362	5.453	5.999	+546
Value Aktier KL	16.629	18.320	23.948	22.476	21.691	-785
Value Aktier Akk. KL	315	1.133	1.941	2.525	3.070	+545
Value Aktier SRI+ KL	-	-	-	23	130	+107
Emerging Markets KL	1.849	1.775	1.837	1.717	1.413	-304
Global Sundhed KL	6.862	7.194	1.646	3.284	3.398	+114
Danske Obligationer	1.848	2.142	2.675	3.374	3.123	-251
Globale Obligationer	3.393	3.924	4.628	4.845	6.163	+1.318
High Income Obligationer.	242	1.021	1.383	1.587	1.608	+21
Pension	2.788	2.883	3.067	3.122	3.408	+286
Kontra KL	2.081	3.975	4.978	4.461	4.727	+266
Makro	867	924	1.206	1.362	1.418	+56
Maj Invest i alt	31.775	35.774	37.753	39.051	40.102	+1.051

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

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

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

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

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

Maj Invest havde ved udgangen af 2019 31 distributionsbanker. Listen over distributionsbanker fremgår side 115 og af foreningens hjemmeside. Aftalerne er nærmere beskrevet på side 109.

#### AKTIEUDLÅN

Investeringsforeningen Maj Invest har hverken i 2019 eller tidligere foretaget udlån af aktier.

#### BRUG HOTLINE 33 38 73 33

For at sikre, at alle medlemmer uanset bankforbindelse har adgang til at få svar på spørgsmål om Investeringsforeningen Maj Invest, tilbyder foreningen en hotline. Foreningen kan ikke tilbyde rådgivning, men hotline hjælper gerne med mere information og viden om de enkelte afdelinger. Hotline er bemandet af erfarne investeringsmedarbejdere.

#### EFTERFØLGENDE BEGIVENHEDER

Efter afslutningen af arbejdet med nærværende årsrapport er Corona-virussen (COVID-19) for alvor brudt ud og har spredt sig fra Kina til Europa, først og fremmest Italien, og også til andre steder i verden. Det har medført kraftigt faldende aktiekurser ovenpå store stigninger. Ved redaktionens afslutning er det vanskeligt at bedømme, i hvilket omfang det vil påvirke såvel den makroøkonomiske udvikling som udviklingen på finansmarkederne i 2020. Det er muligt, at virusudbruddet er den udløsende faktor for den revurdering af virksomhedernes indtjening, som er beskrevet side 21, lige som det er en mulighed, at perioden med lavere industriproduktion i Kina får makroøkonomiske konsekvenser andre steder i verden. Maj Invest forventer ultimo februar 2020, at de kommende økonomiske nøgletal peger i nedadgående retning, men også at virussen ikke vil trække verdensøkonomien i en recession. Som investor må man forvente forhøjet usikkerhed og forhøjede kursudsving indtil der er større vished om udviklingen i 2020.

Der er efter balancedagen ikke indtruffet andre hændelser, som vurderes at have væsentlig indflydelse på bedømmelsen af årsrapporten for 2019.

## PROFESSIONEL PORTEFØLJEPLEJE

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

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

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

På side 110 vises en oversigt over satserne i Investeringsforeningen Maj Invests væsentligste aftaler, herunder aftaler om porteføljerådgivning og formidlingsprovision. Sidstnævnte er også beskrevet i afsnittet 'Basis- og specialafdelinger'.

# FINANSMARKEDERNE

## UDVIKLINGEN I 2019 OG UDSIGTER FOR 2020

Den globale industrikonjunktur var gennem det meste af 2019 præget af en generel afmatning. Mod slutningen af året så man dog relativt tydelige tegn på en begyndende vending, om end det amerikanske ISM-indeks fortsatte med at skuffe. Selvom tilbageslaget var ret omfattende, nåede skuffelserne aldrig at omsætte sig i en egentlig recessionsfrygt. Dels opfattede de fleste afmatningen som drevet af handelskrigen, som markedet – trods mange tilbageslag – mente stod umiddelbart foran en løsning. Dels opfattede markedet den amerikanske centralbank som en effektiv garant mod en recession.

### Lagertilpasninger og bilindustrien

Den underliggende årsag til konjunkturafmatningen i 2019 var efter Maj Invests opfattelse en vending i lagercyklen. Efter en langvarig periode med betydelig lageropbygning – som blev forlænget og forstærket på grund af USA's varslede toldrestriktioner på kinesiske varer – svingede virksomhederne i løbet af

2019 rundt til faktisk at nedbringe lagrene en smule. Den fornyede konjunkturfremskud mod slutningen af året er således tegn på, at også denne lagerreduktion nu er ved at være tilendebragt.

Ud over den generelle afmatning i den globale industrikonjunktur blev især tysk bilindustri også hårdt ramt af et markant dyk i produktionen, der må antages primært at relatere sig til omstillingen til elbiler. Vi har således gennem 2019 set en effekt af, at producenterne indstiller sig på fremover at producere markant færre biler med forbrændingsmotor, mens vi stadig i væsentligt omfang har til gode at se effekten af, at de omstiller sig til at producere markant flere eldrevne biler.

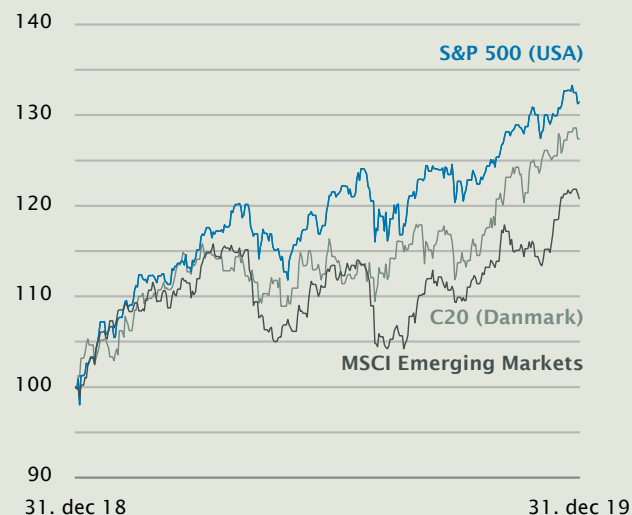
### Rentefald i USA og Europa

Både i USA og i Europa reagerede centralbankerne usædvanligt proaktivt på konjunkturafmatningen, og det gav generelt faldende renter gennem det meste

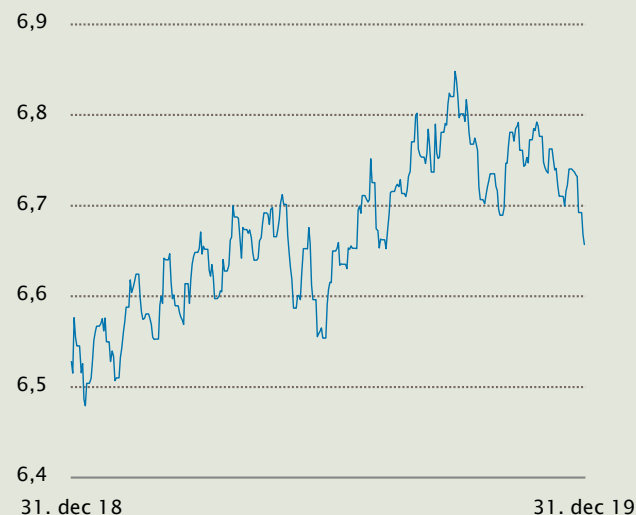
### AKTIERNE STEG I 2019

Det amerikanske S&P 500-indeks steg 28,9 pct. i 2019. Da dollar steg 2,0 pct. overfor kroner, var stigningen for en dansk investor 31,9 pct.

Indeks målt i kroner



Dollarkurs overfor danske kroner



af året. Den amerikanske 10-årige statsrente sluttede således året på 1,92 pct., 0,77 procentpoint under niveauet ved udgangen af 2018. De tilsvarende renter i Tyskland og Danmark sluttede på henholdsvis -0,19 pct. og -0,15 pct. Det var henholdsvis 0,43 og 0,38 procentpoint under niveauerne ultimo 2018.

Uro omkring finanspolitikken i Italien havde presset det italienske rentespænd til Tyskland op på 2,50 procentpoint i 2018, og i løbet af 2019 faldt det tilbage til 1,60 procentpoint, som også var niveauet i 2016 og 2017. Rentespændet mellem Tyskland og Spanien faldt 0,52 procentpoint til 0,65 procentpoint.

### Aktierne steg

På baggrund af de betydelige aktiekursfald i slutningen af 2018 samt en proaktiv pengepolitik, der indgød investorerne tillid til, at den underliggende fremgang i økonomien ville fortsætte, blev 2019 et særdeles godt år på de globale aktiemarkeder. Det amerikanske S&P 500-aktieindeks steg forholdsvis jævnt året igennem og sluttede året 28,9 pct. over niveauet fra udgangen af 2018 målt i dollar. På grund af en styrket amerikansk dollar modsvarede det en stigning på 31,9 pct. opgjort i kroner. Kursen på aktierne i det tyske DAX-indeks steg 21,5 pct., mens de såkaldte emerging markets-aktier i Morgan Stanleys EM-indeks steg 15,4 pct. målt i kroner. Det danske C20-indeks steg 27,4 pct.

### UDSIGTERNE FOR FINANSMARKEDERNE I 2020

Den amerikanske centralbank har ganske vist signaleret, at de nu opfatter lempelserne som tilendebragt, men opfattelsen i markedet er nok nærmest, at om noget så hælder Fed ved årsrapportens offentliggørelse stadig mest mod at lempe. I det omfang den begyndende konjunkturopgang begynder at tegne sig tydeligere i de økonomiske nøgletal, kunne man formode, at markedet begynder at se en stramning som lige så sandsynlig som en lempelse. I givet fald ville det betinge en vis stigning i markedsrenterne.

Bedømt ud fra virksomhedernes indtjening ifølge deres regnskaber handler det toneangivende S&P 500-aktieindeks efter vores vurdering nu meget tæt på – om end marginalt under – fair værdi. Vi forventer en behersket vækst i virksomhedernes indtjening i 2020, der dog i relation til udviklingen i aktiernes fair værdi kan blive neutraliseret af en stigning i obligationsrenterne.

### Sencyklisk mønster

Efter Maj Invests vurdering er vi relativt langt fremme i et typisk, sencyklisk mønster, hvor investorerne belønner virksomheder, der med aggressiv eller kreativ bogføring presser den regnskabsmæssige indtjening op. Erfaringsmæssigt bygger det op til et ret markant dyk i indtjeningen, når investorerne på et tidspunkt begynder at få kolde fødder og holder op med at belønne virksomhederne for at inflatere indtjeningen.

Det er efter vores opfattelse den største trussel for udviklingen på aktiemarkederne, men ikke en trussel vi umiddelbart forventer realiseret i 2020. Se også afsnittet 'Efterfølgende begivenheder' på side 19.

### UDSAGN OM FORVENTNINGERNE

*De udsagn om fremtiden, som er indeholdt i denne årsrapport, afspejler ledelsens forventninger til fremtidige begivenheder og økonomiske resultater samt konjunkturerne i verdensøkonomien og på finansmarkederne på tidspunktet for offentliggørelsen af årsrapporten i marts 2020. Denne type forventninger er i sagens natur forbundet med stor usikkerhed.*





# AFKAST OG RISIKOPROFILER

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

Afkastet for de enkelte afdelinger forventes over en periode på tre til fem år at ligge som illustreret på figuren nedenfor. Det absolutte afkast skal vurderes i forhold til renteniveauet og inflationen i samfundet. "Middel afkast" svarer til et gennemsnitligt årligt afkast på 2-4 pct. over inflationen. Inflationen, målt som stigningen i det generelle forbrugerprisindeks, var i 2019 på 0,7 pct (Kilde: Danmarks Statistik 3. januar 2020).

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

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

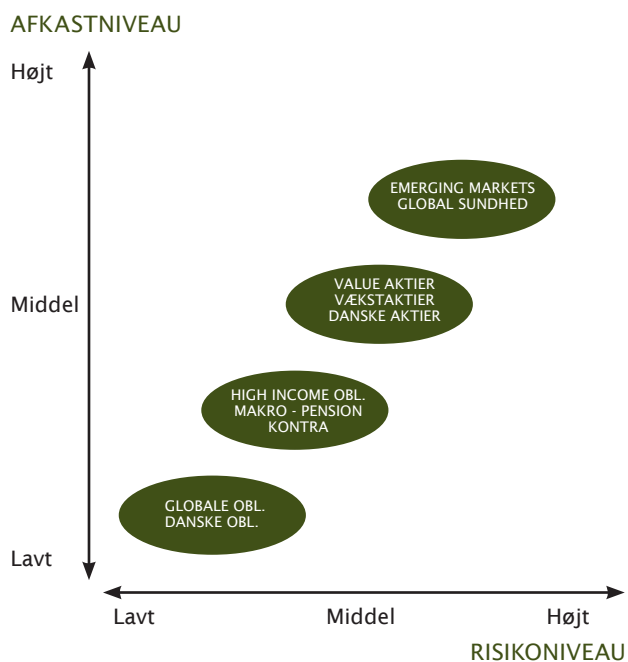
Figuren viser foreningens egen risikovurdering. Opmærksomheden henledes på, at informationsudbydere som f.eks. Morningstar kan anvende en anden risikoklassificering af afdelingerne. Under de enkelte afdelinger i årsrapporten anvendes den EU-standardiserede risikoindikator.

Som illustration af, hvad risiko i afdelingerne kan betyde, henvises til tabellen på side 9 med historiske afkast for kalenderårene 2006 til 2019. Resultaterne i 2008 er et eksempel på, hvad en meget omfattende global økonomisk krise kan komme til at betyde for investors investering. Kommende kriser i nær eller fjern fremtid vil ikke nødvendigvis følge samme mønster.

## RISIKOFAKTORER I AFDELINGERNE OG DERES ANDELSKLASSER

Som investor i Investeringsforeningen Maj Invest får man en løbende pleje af sin opsparing. Plejen indebærer blandt andet en hensyntagen til de mange forskellige risikofaktorer på investeringsmarkederne. Risikofaktorerne varierer fra afdeling til afdeling. Nogle risici påvirker især aktieafdelingerne, andre især obligationsafdelingerne, mens atter andre risikofaktorer gælder for begge typer af afdelinger.

En af de vigtigste risikofaktorer, og den skal investor selv tage højde for, er valget af afdelinger. Som investor skal man være klar over, at der altid er en risiko ved at investere, og at de enkelte afdelinger investerer inden for hvert deres investeringsområde uanset markedsudviklingen. Det vil sige, at hvis investor f.eks. har valgt at investere i en afdeling, der har danske aktier som investeringsområde, så fastholdes dette investeringsområde, uanset om det danske aktiemarked stiger eller falder i værdi.



### SKALA FOR AFKAST

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

### SKALA FOR RISIKO

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



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

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

### RISICI KNYTTET TIL INVESTORS VALG AF AFDELINGER

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

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

#### Risikoindekatoren

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

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

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

Afdelingens placering på risikoindekatoren er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste fem år og/eller repræsen-

tative data. Store historiske udsving er lig med høj risiko og en placering til højre på indekatoren (6-7). Små udsving er lig med en lavere risiko og en placering til venstre på risikoskalaen (1-2). Afdelingens placering på skalaen er ikke konstant. Placeringen kan ændre sig med tiden. Risikoindekatoren tager ikke højde for pludseligt indtrufne begivenheder, som eksempelvis devalueringer, politiske indgreb og pludselige udsving i valutaer.

Kombineres to eller flere afdelinger, kan den samlede portefølje have en anden risikoprofil end afdelingerne hver for sig.

Maj Invest har ved årets udgang indgået aftaler med 31 banker om rådgivning af investorerne i forbindelse med valg af afdelinger og risikospredning. Bankrådgivere og investorer kan i Maj Invests materiale og på hjemmesiden få viden om afdelingernes risikoprofiler.

Maj Invest stiller et gør-det-selv-værktøj til rådighed for investorerne på foreningens hjemmeside under punktet 'Find din opsparingsprofil'. Dette værktøj er blevet udviklet, fordi mange investorer i dag investerer via netbanker uden at mødes med en rådgiver. Maj Invest advarer generelt investorer imod at investere for lånte midler, herunder også at øge gælden i egen bolig for at investere.

#### RISICI KNYTTET TIL INVESTERINGSMARKEDERNE

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

#### RISICI KNYTTET TIL INVESTERINGSBESLUTNINGERNE

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

Som det fremgår af afsnittet "Valg af sammenligningsindeks" side 13, har foreningen for tolv af tretten afdelinger og deres andelsklasser udvalgt et sammenligningsindeks. Det er et indeks, der måler afkastudviklingen på det eller de markeder, hvor den enkelte afdeling investerer. De respektive indeks er udvalgt sådan, at de repræsenterer den langsigtede afkastforventning. Afdelingernes afkast er målt efter fradrag af administrations- og handelsomkostninger. Udviklingen i sammenligningsindekset tager ikke højde for omkostninger og kan derfor ikke ses som et 'afkast'. Afdeling Kontra har ikke et sammenligningsindeks og bedømmes på grund af sit særlige investeringsområde alene i forhold til afdelingens særlige målsætning.

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

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

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

## RISICI KNYTTET TIL DRIFTEN AF FORENINGEN

For at undgå fejl i driften af foreningen er der fastlagt en lang række kontrolprocedurer og forretningsgange, som reducerer disse risici. Der arbejdes hele tiden på at udvikle systemerne, og der stræbes efter, at risikoen for menneskelige fejl bliver reduceret mest muligt. Der er desuden opbygget et ledelsesinformationssystem, som sikrer, at der løbende følges op på omkostninger og afkast. Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S foretager opfølgning på områder, hvor udviklingen ikke er tilfredsstillende.

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

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

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

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

## GENERELLE RISIKOFAKTORER

### Enkeltlande

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

### **Eksponering mod udlandet**

Investering i velorganiserede og højtudviklede udenlandske markeder medfører generelt en lavere risiko for den samlede portefølje end investering i emerging markets. Tilsvarende er risikoen i en bred, global aktieportefølje generelt lavere end ved investering i en enkelt sektor eller i et enkelt land. Nogle udenlandske markeder kan være mere usikre end det danske marked på grund af en forøget risiko for en kraftig reaktion på selskabsspecifikke, politiske, reguleringsmæssige, markedsmæssige og generelle økonomiske forhold. Endelig giver investeringer i udlandet en valutaeksponering, som kan give større eller mindre udsving i forhold til danske kroner.

### **Valuta**

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

### **Selskabsspecifikke forhold**

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

### **Modpartsrisiko**

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

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

Obligationsmarkedet kan blive udsat for specielle politiske eller reguleringsmæssige tiltag, som kan påvirke værdien af afdelingens investeringer. Des-

uden vil markedsmæssige eller generelle økonomiske forhold, herunder renteutviklingen globalt, påvirke investeringernes værdi. Låntagernes adgang til at konvertere gælden og dermed indløse obligationerne har også betydning for det afkast, som obligationsinvesteringer kan give, ligesom alternative placeringsmuligheder også spiller en rolle. Blandt andet har det betydning, om investorerne generelt søger bort fra risici på aktiemarkedene, eller om der tværtimod søges over i mere risikofyldte investeringer.

### **Renterisiko**

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

### **Kreditrisiko**

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

### **SÆRLIGE RISICI VED AKTIEAFDELINGERNE**

#### **Udsving på aktiemarkedet**

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

Manglende likviditet i markedet kan være en risiko. Likviditet er især et spørgsmål om, hvor mange investorer, der er i markedet for at købe eller sælge aktier. Investorernes risikovillighed spiller en rolle for, hvor mange penge der investeres, og hvilke lande,

sektorer og segmenter der er størst interesse for. Her kan det også spille en rolle, hvordan investorerne vurderer alternative investeringsmuligheder som f.eks. obligationsinvesteringer.

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

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

### Investeringsområde

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

### SÆRLIGE RISICI VED BLANDEDE AFDELINGER

Det følger af ovenstående, at de blandede afdelinger – afdelingerne Pension, Kontra og Makro – både er følsomme over for de faktorer, der påvirker aktieinvesteringer, og de faktorer, der påvirker obligationsinvesteringer. Men spredningen på både aktie- og obligationsinvesteringer vil generelt betyde, at den samlede risiko for blandede afdelinger vil være lavere end i rene aktieafdelinger. For afdelingerne Pension, Kontra og Makro er de særlige risici beskrevet nærmere i afdelingernes beretninger på side 90, 94, og 100.

### INVESTERINGSFILOSOFI

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

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

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

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

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

INVESTERINGSFORENINGEN

MAJ  
INVEST

Følg dine  
investeringer  
- læs Kvartalsnyt

Ring 33 38 73 33 eller klik ind på  
[www.majinvest.dk/download](http://www.majinvest.dk/download)

# SAMFUNDSANSVAR

Investeringsforeningen Maj Invest har fokus på virksomheders sociale ansvar. I forbindelse med investeringerne i foreningens afdelinger vil foreningen sikre, at disse overholder og efterlever en række internationale standarder og retningslinjer inden for miljø, menneskerettigheder, arbejdstagerrettigheder og god virksomhedsledelse og antikorrupsion, også kendt som ESG-forhold.

Foreningens porteføljerådgiver, Fondsmæglerselskabet Maj Invest, skal som led i rådgivningen om foreningens investeringer sikre sig, at investeringerne efterlever foreningens krav til ansvarlig investering som vedtaget i investeringsforeningens politik for ansvarlige investeringer (Politik for social responsible investments).

Foreningens porteføljerådgiver, Fondsmæglerselskabet Maj Invest, foretager løbende overvågning og screening af de enkelte selskaber og obligationsudstedere i foreningens forskellige afdelinger. Det gælder både aktier og obligationer. Det sker med henblik på at vurdere, hvorvidt selskabernes aktiviteter fortsat er i overensstemmelse med foreningens krav til virksomhedernes samfundsansvar og dermed efterlever de standarder og retningslinjer, der er indeholdt i internationalt anerkendte konventioner og normer.

## INTERNATIONALE RETNINGSLINJER OG KONVENTIONER

- UN Global Compact (retningslinjer for virksomheders samfundsansvar, herunder menneskerettigheder, arbejdstagerrettigheder, miljøforhold og antikorrupsion)
- OECD Retningslinjer for Multinationale Virksomheder (OECD Guidelines for Multinational Enterprises)
- FN's Verdenserklæring om Menneskerettigheder (UN Universal Declaration on Human Rights)
- ILO Core Labour Conventions (arbejdstagerrettigheder)

## NORMBASERET SCREENING

Den normbaserede screening sker i samarbejde med det internationale analysehus Sustainalytics (tidl. GES), der løbende overvåger ESG-forholdene i de selskaber og obligationsudstedere, der indgår eller kunne tænkes at indgå i foreningens afdelinger. På vegne af institutionelle kunder screener Sustainalytics løbende mere end 23.000 selskaber og obligationsudstedere globalt for eventuelle krænkelser af de bredt anerkendte internationale konventioner inden for menneskerettigheder, arbejdstagerrettigheder, miljøbeskyttelse og antikorrupsion.

## Afdelinger med aktier eller kreditobligationer

Hvert kvartal screener Sustainalytics eksplicit de aktier og obligationer, som indgår i investeringsforeningens afdelinger for eventuelle brud på ESG-forhold. Det gælder både de afdelinger, der investerer i aktier og kreditobligationer fra de modne markeder, og selskaber i de afdelinger, der investerer i aktier og kreditobligationer i emerging markets.

## Statsobligationer

Sustainalytics screener desuden 172 lande med fokus på, hvordan de enkelte lande adresserer og imødekommer landets udfordringer i relation til ESG-forhold, samt om landet er underlagt sanktioner. De statsobligationer, der indgår i foreningens afdelinger, vurderes i forhold til denne screening, som også ind-

## UNPRI PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT

Fondsmæglerselskabet Maj Invest tiltrådte i 2010 de FN-støttede principper for ansvarlig investering, PRI (Principles for Responsible Investment).

Principperne beskriver fondsmæglerselskabets forpligtelse til at inkludere ESG-forhold i investeringsprocessen.

For at efterleve disse principper gennemgår alle investeringer, både aktier og obligationer, i investeringsforeningens afdelinger en såkaldt normbaseret screening.

Læs mere om principperne på [unpri.org](http://unpri.org)

går i overvejelserne, inden en statsobligation købes ind i porteføljen. Det er vanskeligt at indgå i dialog med lande/regeringer, så derfor driver Sustainalytics ikke *engagementprocesser* i relation til statsobligationer. I løbet af året har investeringsforeningen ikke haft statsobligationer i lande, der er vurderet med *high* eller *severe* risiko af Sustainalytics.

### SANKTIONER

Som led i porteføljeforvaltningsaftalen sikrer Fondsmæglerselskabet Maj Invest også, at investeringerne i foreningens afdelinger overholder de til enhver tid gældende sanktioner, Danmark er forpligtet til at efterleve. Det sker via screeningen af lande fra Sustainalytics og andre eksterne screeningssystemer.

### ENGAGEMENT

Hvis den normbaserede screening viser, at et selskab bryder eller ser ud til at bryde konventionerne, undersøger Sustainalytics sagen nærmere og foretager en vurdering af, om der er sket et brud. Hvis et brud ikke kan bekræftes, arkiveres sagen. Hvis bruddet bekræftes, indleder Sustainalytics dialog med selskabet på vegne af Maj Invest og en række andre institutionelle investorer med henblik på at få selskabet til at ændre adfærd. Denne *engagementproces* har til formål at påvirke selskaberne til at ændre adfærd og afdække deres evner og vilje til at forbedre de konkrete, problematiske forhold.

Sustainalytics afsluttede i 2019 to engagementsager, der vedrørte investeringer i Maj Invest:

#### Nintendo (Maj Invest Vækstaktier)

Sustainalytics var i dialog med Nintendo fra 2017 til 2019. En indonesisk underleverandør af tin var i konflikt med konventioner indenfor både miljø og menneskerettigheder. På baggrund af den længevarende dialog mellem parterne har Nintendo opdateret deres indkøbspolitik for mineraler med reference til OECD's guidelines. På den baggrund lukkede Sustainalytics sagen i november 2019.

#### Petroleos Mexicanos

(Maj Invest High Income Obligationer)

Sustainalytics var i dialog med selskabet fra 2015 til 2019 på grund af gentagne episoder med arbejdsulykker. Selskabet har haft en særlig positiv tilgang til dialogen med Sustainalytics og har implementeret forbedringer på tværs af alle afdelinger. Antallet af arbejdsulykker er kontinuerligt blevet reduceret siden 2017, og Sustainalytics valgte at lukke sagen i september 2019.

I 2019 undersøgte Sustainalytics i alt 228 sager for brud på menneskerettigheder, arbejdstagerrettigheder, miljøforhold og antikorrupation, hvoraf 26 vedrørte selskaber, hvor Maj Invest har investeringer. Derudover har Sustainalytics drevet engagement

## ANSVARLIGE INVESTERINGER I TAL

Aktier og kreditobligationer

Ultimo året	2015	2016	2017	2018	2019
Total antal selskaber i porteføljerne	175	228	240	241	356
Selskaber i porteføljen i engagementproces	10	13	13	14	18

Note: Tal før 2016 indeholder ikke kreditobligationer. Kilde: Maj Invest, Sustainalytics.

Ultimo 2019	Menneskerettigheder	Arbejdstagerrettigheder og -forhold	Klima- og miljøforhold	Antikorrupation	Antal i alt
Antal selskaber i porteføljerne					
- under evaluering	5	7	5	6	23
- i engagementproces	7	4	2	5	18

Kilde: Maj Invest, Sustainalytics.

med i alt 171 selskaber vedrørende 194 sager. Heraf vedrørte i alt 22 sager selskaber, som Maj Invest har investeret i.

### EKSKLUSION

Hvis langvarig dialog ikke fører til, at selskabet ændrer adfærd eller viser vilje hertil, kommer selskabet på Sustainalytics' eksklusionsliste og dermed investeringsforeningens eksklusionsliste. Det vil normalt føre til et salg af aktie-/obligationsposten. Desuden kan afdelingerne ikke lave nye investeringer i selskaber, der er på eksklusionslisten.

Investeringsforeningen har derudover valgt at udelukke selskaber, der er involveret i udvikling, fremstilling eller vedligeholdelse af konventionsomfattede våben, herunder atomvåben, klyngebomber, antipersonelmimer, våben med forarmet uran og kemiske våben. Det betyder, at investeringsforeningens eksklusionsliste ultimo 2019 indeholdt 107 selskaber.

### AFDELINGER MED SÆRLIGT FOKUS

#### Globale miljø- og sundhedstrends

Maj Invest Global Sundhed investerer i stærke, glo-

bale trends indenfor især pres på jordens ressourcer, global opvarmning og et øget fokus på og krav til klima og miljø samt sundhed. Afdelingen investerede i 2019 i blandt andet vedvarende energi, løsninger til genbrug af batterier og rensningsmetoder til forureningskilder. Indenfor sundhedspleje investerede afdelingen blandt andet i medicinalvirksomheder og selskaber, der tilbyder sundhedsforsikring.

Som led heri ekskluderer afdelingen også selskaber med produktion af tobak og voksenunderholdning samt selskaber, der driver gambling og kasino. Derudover er afdelingen underlagt den ESG-screening, der gælder for alle foreningens afdelinger.

#### Fossilfri portefølje og eksklusion af kontroversielle sektorer

Maj Invest Value Aktier SRI+ er et tilbud til investorer, der ønsker at fravælge bestemte sektorer, herunder især eksponering mod selskaber, der producerer og distribuerer fossile brændstoffer. Derudover fravælges selskaber indenfor våbenproduktion, tobak, voksenunderholdning og gambling. For de tre sidste områder accepteres det, at de udgør op til fem procent af omsætningen i et selskab.





Afdelingen arbejder derudover på samme måde som afdeling Value Aktier og har samme ESG-screening som de øvrige afdelinger i Maj Invest.

Yderligere tre afdelinger har fokus på eksklusion af selskaber, der opererer indenfor sektorer, der kan opfattes som kontroversielle. Afdelingerne **Vækstaktier, Value Aktier og Value Aktier Akkumulering** ekskluderer selskaber med produktion af tobak og voksenunderholdning samt selskaber, der driver gambling og kasino. Dog accepteres det, at tobaksproduktion og voksenunderholdning kan udgøre op til 10 pct. af omsætningen i selskaber i Value-afdelingerne.

#### Ny afdeling: Grønne Obligationer

I foråret 2020 lancerer investeringsforeningen afdeling Maj Invest Grønne Obligationer, der skal investere i globale, grønne obligationer. Grønne obligationer er beskrevet nærmere i boksen. Hold øje med nyhedsbrevet og majinvest.dk for mere information om afdelingen.

#### RISICI

Hensyn til ESG-forhold indgår som en integreret del af det generelle analysearbejde med foreningens investeringer, sådan som det bl.a. er formuleret i de FN-støttede principper for ansvarlig investering, PRI (Principles for Responsible Investment). Samfundsansvar er ikke en eksakt størrelse. Det er et område med et ikke ubetydeligt element af skøn og vurderinger. Det vurderes imidlertid, at Sustainalytics har de fornødne kompetencer og ressourcer til at træffe de nødvendige vurderinger på solidt og fagligt forsvarligt grundlag.

Det kan ikke udelukkes, at der ved sammenligning af Maj Invest og andre lignende foreninger ses betydelige variationer i, hvordan enkelte selskaber vurderes. Maj Invest kan på baggrund af information fra Sustainalytics have ekskluderet et selskab, som ikke er ekskluderet i en anden forening eller omvendt. Det er væsentligt at bemærke, at arbejdet med samfundsansvar ikke altid har et entydigt facit.

Maj Invest er i særlig grad afhængig af, at den valgte udbyder af stamdata har opdaterede og korrekte registreringer om de enkelte selskaber. Manglende, forældede eller forkerte registreringer kan betyde, at selskaber, der burde være ekskluderede, ikke er ekskluderede, eller at engagementprocesser indledes senere, end de burde. Det kan også betyde, at selskaber, der ikke længere burde være ekskluderede først for sent fjernes fra Sustainalytics' og dermed foreningens eksklusionsliste.

Uanset bestræbelserne hos Maj Invest og Sustainalytics er der risiko for, at investeringer via Maj Invest kan have negativ påvirkning i relation til menneskerettigheder, arbejdstagerrettigheder, klima og miljø samt korrupsion og bestikkelse.

#### INDIREKTE INVESTERING

Enkelte afdelinger, herunder Maj Invest Kontra, kan investere i finansielle instrumenter baseret på udviklingen i brede indeks, hvor selskaber på Sustainalytics' eksklusionsliste indirekte kan indgå. Denne type af investeringer er undtaget fra den overordnede politik for samfundsansvar.

## GRØNNE OBLIGATIONER

Afdeling Globale Obligationer har siden midten af 2019 investeret i en såkaldt grøn obligation fra svenske SBAB Bank.

En grøn obligation er en obligation, hvor provenuet udelukkende anvendes til at finansiere nye eller eksisterende grønne projekter, som har klare miljømæssige fordele. Det kan være indenfor vedvarende energi, bedre udnyttelse af ressourcer, bekæmpelse af forurening, bevaring af biodiversitet på land og i havet, mere miljøvenlig transport og lignende. Overordnet set skal de grønne projekter støtte FN's Verdensmål.

Obligationen fra SBAB Bank er udstedt med henblik på at bidrage til transitionen mod en low-carbon-økonomi og et samfund, der er modstandsdygtigt overfor klimaforandringer. Anvendelsen af provenuet støtter FN's Verdensmål nr. 13 - Climate Action. Provenuet i netop denne obligation går til:

- lån til energieffektive bygninger med *best-in-class* energiklassecertificering
- lån til bygninger, der har reduceret deres energiforbrug væsentligt

## LEDELSENS ØVRIGE HVERV BESTYRELSE & DIREKTION

### HENRIK NORMANN FORMAND

*Valgt første gang i 2016*



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

**Medlem af bestyrelsen** i Syfoglomad, Nordsøenheten, Saga Private Equity og Saxo Bank.

### MADS KRAGE

*Valgt første gang i 2005  
Formand 2005-2016*



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

**Medlem af bestyrelsen** i Harboes Bryggeri A/S, F. A. Thiele A/S og Fair Trade Mærket Danmark.

### MADS BRYDE ANDERSEN NÆSTFORMAND

*Valgt første gang i 2017*



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

**Medlem af bestyrelsen** i Alfred Benzons Fond og Danmarks Statistik.

**METTE KYNNE FRANDSEN***Valgt første gang i 2012*

**Særlige kompetencer:** Mette Kynne Frandsen har siden 2003 været administrerende direktør i den skandinaviske arkitektvirksomhed Henning Larsen Architects og står i spidsen for +300 medarbejdere fordelt på kontorer i København, New York, München, Riyadh, Hongkong, Oslo og Færøerne. Hun har mere end 25 års erfaring med projekt-, innovations- og virksomhedsledelse, samt ledelseserfaring med strategi, internationalisering og virksomhedsøkonomi. Mette har desuden erfaring med investering og udvikling af ejendomme, såvel nationalt som internationalt. Tidligere tillidshverv tæller næstformand i Danmarks Eksportråd, medlem af regeringens vækstforum, bestyrelsesmedlem i JP Politiken og næstformand i bestyrelsen for Kunstakademiets skoler.

**Medlem af bestyrelsen** for rådgiverne i DI, hovedbestyrelsen og forretningsudvalget i Dansk Industri og bestyrelsesmedlem i foreningen Realdania.

**Øvrige:** Medlem af Olympisk Idrætsforum.

**CARSTEN KOCH***Valgt første gang i 2011*

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

**Medlem af bestyrelsen** i FredericiaC Arealudviklingselskab P/S, NærHeden P/S og Deeds Capital.

Foreningens bestyrelse bestod gennem hele 2019 af fem medlemmer, som alle er valgt af Foreningens medlemmer (investorerne) på den årlige ordinære generalforsamling. Foreningen har ikke selv en direktion eller andre ansatte. Bestyrelsens opgaver er beskrevet i foreningens vedtægter og forretningsorden for bestyrelsen.

Bestyrelsens samlede honorar for 2019 udgjorde 975.000 kroner,

som det fremgår af Note 4 under fælles noter på side 108. Bestyrelsen modtager ikke andre former for vederlag i forbindelse med bestyrelsesarbejdet.

Bestyrelsen har opstillet langsigtede måltal for andelen af det underrepræsenterede køn i bestyrelsen med henblik på at opnå en sammensætning, hvor begge køn er repræsenteret med minimum ét medlem. Bestyrelsen er forplig-

tet til at have en sammensætning af kompetencer og erfaring, der sikrer Foreningens virke og udvikling og ikke mindst medlemmernes midler. Den rette profil vil dog altid blive prioriteret over kandidatens køn.

**DIREKTION:**

Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S

**PETER KOCK**, adm. direktør

# MAJ INVEST DANSKE AKTIER

## MAJ INVEST DANSKE AKTIER W

### LÆSEVEJLEDNING

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Afkast og risikoprofiler" side 24 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.majinvest.dk/prospekt](http://www.majinvest.dk/prospekt).

### RISIKOPROFIL

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

På risikoindikatoren er andelsklasserne placeret i kategori 5. I årsrapportens afsnit "Afkast og risikoprofiler" side 24 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet "Finansmarkederne" side 20 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

### STAMDATA

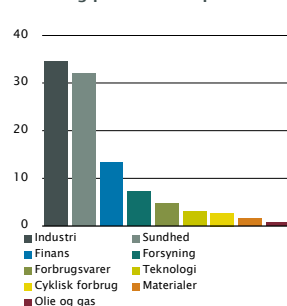
Investeringsrådgiver: Fondsmæglerselskabet Maj Invest  
Porteføljemanager: Keld Henriksen, Karsten Søndermølle & Peter Stenholt  
Morningstar Kategori™: Aktier - Danmark  
Finans Danmark-kategori: Aktier Danmark

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

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

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

Fordeling på sektorer i pct.



### VÆRDIUDVIKLING

Hvad er 100 DKK blevet til i den børsnoteret andelsklasse?



### RISIKOINDIKATOR

Begge andelsklasser



Maj Invest Danske Aktier gav i 2019 et afkast på 30,8 pct., mens Maj Invest Danske Aktier W gav et afkast på 31,4 pct. Afkastet er i absolutte termer særdeles tilfredsstillende og bedre end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset OMXCCAP, der steg 26,7 pct. Afkastet er henholdsvis 1,8 og 2,4 procentpoint bedre end for den sammenlignelige Morningstar Kategori™. Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 2,00 kr. pr. andel i Maj Invest Danske Aktier og et udbytte på 2,80 kr. pr. andel i Maj Invest Danske Aktier W. Udbyttet er udbetalt aconto i januar 2020.

Afkastet er væsentligt bedre end forventet i årsrapporten for 2018, hvor der med forbehold for stor usikkerhed er udtrykt forventninger om, at afkastet kunne blive i niveauet 7-8 pct.

### MARKEDET

Bekymringer igennem året om faldende globalt vækstmomentum samt risiko for en handelskrig i fuld skala mellem USA og Kina kunne ikke holde aktiekurserne nede, og over en bred kam opnåede de fleste af verdens aktiemarkeder et bemærkelsesværdigt højt afkast i 2019, herunder også det danske.

Herhjemme lykkedes det DSV, der gennem årene har foretaget mange opkøb, at komme i mål med overtagelsen af sin schweiziske konkurrent Panalpina. Prisen blev godt 30 mia. kroner, og opkøbet øgede DSV's omsætning med næsten 50 pct. Markedets tillid til selskabet og ledelsen var meget stor, og aktiekursen steg 80 pct. i 2019.

Anderledes problematisk udspillede året sig for Demant, som efter A.P. Møller i 2017 blev den anden store danske børsnoterede virksomhed, der blev udsat for alvorlig cyberkriminalitet. Angrebet ramte hele Demants interne it-infrastruktur voldsomt, herunder R&D, produktion og distribution. Samlet set betød det en nedjustering på ikke mindre end 600 mio. kroner for 2019, ligesom effekten sandsynligvis vil kunne mærkes de kommende år.

### PERFORMANCE

Det er strategien med aktiv aktieudvælgelse at skabe et langsigtet merafkast i forhold til markedet. Årets største positive performancebidrag kom fra investeringen i Vestjysk Bank, der i modsætning til de

fleste af sine konkurrenter i sektoren havde et godt år. Efter rekapitaliseringen i 2017 blev Vestjysk Bank underlagt visse restriktioner fra EU i forbindelse med tidligere modtagen statsstøtte, hvor det væsentligste krav var, at banken i 2018 skulle forrente sin egenkapital med mindst 7 pct. Vestjysk Bank forrentede sin egenkapital med 12 pct. i 2018, og sagen blev dermed afsluttet af EU-Kommissionen. Derudover har Vestjysk Bank ad flere omgange opjusteret sine forventninger til resultatet for 2019. Først i forbindelse med salg af sin aktieandel i Sparinvest til Nykredit-koncernen og senere som følge af stærke gebyrindtægter fra konvertering af realkreditlån samt faldende nedskrivninger på svinelandbrug. Her blev landmændene begunstiget af høje afregningspriser på svin, som følge af at den afrikanske svinepest ramte Kina.

Investeringerne i ALK og DSV bidrog sammen med undervægte i H. Lundbeck og Ambu ligeledes positivt til den relative performance.

Største negative bidrag til den relative performance kom fra undervægt i Ørsted. Siden børsnoteringen tilbage i 2016 har Ørsted kontinuerligt arbejdet hen imod en stadigt grønnere profil, hvortil kommer, at markedet for offshore-vind i dag er væsentligt større end oprindeligt ventet. Det har aktiemarkedet belønnet med en stigende værdiansættelse.

Investeringerne i ISS, Rockwool Intl. samt Per Aarsleff bidrog ligeledes negativt til performance.

### SÆRLIGE RISICI 2020

I takt med at vi fjerner os fra årene omkring finanskrisen, er risikovilligheden øget i de danske direktions- og bestyrelseslokaler. Der ledes igen efter vækst både organisk og via opkøb, og her kan specielt den akkvisitive vækst øge risikoen. Ved udgangen af 2019 er den fremherskende holdning, at med et renteniveau tæt på nul procent, er der intet alternativ til en høj aktieandel. Et højere renteniveau, geopolitisk og handelsmæssig uro er faktorer, der kan ryste aktiemarkeder verden over, og her er det vigtigt at huske, at danske aktier ikke er en isoleret størrelse. Derudover er der risiko for, at flere danske selskaber vil følge i eksempelvis Carlsbergs og Novo Nordisks spor og udskifte præcise målsætninger med blødere formulerede ambitioner.

### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Strategien, der er fastholdt siden afdelingens lancering i 2005, fortsættes uforandret i 2020 med en købmandsmæssig tilgang, hvor der kontinuerligt afsøges investeringsmuligheder i det danske aktiemarked på tværs af sektorer, selskabsstørrelser og -typer. Prisfastsættelsen af den enkelte aktie er en væsentlig parameter, hvor selskaberne vurderes enkeltvis ud fra en langsigtet fundamental betragtning.

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. Dette gøres dels ved jævnlige møder med den specifikke selskabsledelse, dels ved hjælp af andre kilder, der bringer forståelse for virksomheden og dens omgivende miljø.

I forhold til indtjeningsforventningerne og i betragtning af det yderst lave renteniveau vurderes det danske aktiemarked at være fair prissat ved indgangen til 2020. Indenfor de enkelte sektorer er de danske aktier i det store hele prissat på niveau med internationale aktier.

Ofte vurderes det, at aktier på langt sigt giver et afkast på 7-8 pct. p.a., og det kan også blive resultatet for 2020. Men med de ganske store udsving, man ofte oplever på aktiemarkederne, er vurderingen dog behæftet med stor usikkerhed.

Til illustration af usikkerheden ved at investere i afdelingen henvises til tabellen over historiske afkast på side 9. Heraf fremgår det, at afdelingens afkast har været mellem -48 og +47 pct. de seneste 14 år, som blandt andet omfatter finanskrisen. Der er således betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkastet for 2020.

## MAJ INVEST DANSKE AKTIER KL

## Resultatopgørelse

Note	1.1-31.12.2019 1.000 DKK	1.1-31.12.2018 1.000 DKK	
<b>Renter og udbytter:</b>			
1	Renteudgifter	-48	-41
2	Udbytter	10.320	11.094
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>10.272</b>	<b>11.053</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>			
3	Kapitalandele	99.445	-63.726
4	Handelsomkostninger	-77	-100
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>99.368</b>	<b>-63.826</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>109.640</b>	<b>-52.773</b>
5	Administrationsomk.	-4.387	-4.098
	<b>Resultat før skat</b>	<b>105.253</b>	<b>-56.871</b>
6	Skat	498	-1
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>105.751</b>	<b>-56.872</b>
<b>Resultatdisponering:</b>			
7	Foreslået udlodning	6.275	23.312
	Ovf. til udlodning næste år	204	11
	Ovf. til investorernes formue	99.272	-80.195
	<b>Disponeret</b>	<b>105.751</b>	<b>-56.872</b>

## Balance

Note	31.12.2019 1.000 DKK	31.12.2018 1.000 DKK	
<b>Aktiver</b>			
<b>Likvide midler:</b>			
	Indestående i depotselskab	2.415	5.888
<b>Kapitalandele:</b>			
8	Not. aktier fra DK selskaber	458.278	337.911
8	Not. aktier, udl. selskaber	8.655	5.501
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>466.933</b>	<b>343.412</b>
<b>Andre aktiver:</b>			
	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	0	64
	Andre tilgodehavender	0	6
	Mellemv. vedr. handelsafv.	4.853	1.579
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>4.853</b>	<b>1.649</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>474.201</b>	<b>350.949</b>
<b>Passiver</b>			
9	Investorerne formue	471.329	345.408
<b>Anden gæld:</b>			
	Skyldige omkostninger	446	352
	Mellemv. vedr. handelsafv.	2.426	5.189
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>2.872</b>	<b>5.541</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>474.201</b>	<b>350.949</b>

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2019	31.12.2018
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 1: Renteindtægter		
Renteudgifter	-48	-41
I alt renteindtægter	-48	-41

Note 2: Udbytter		
Not. aktier fra danske selskaber	10.301	10.951
Not. aktier fra udenlandske selskaber	19	143
I alt udbytter	10.320	11.094

Note 3: Kursgevinster og -tab		
Not. aktier fra danske selskaber	95.773	-63.620
Not. aktier fra udenlandske selskaber	3.672	-106
I alt fra kapitalandele	99.445	-63.726

Note 4: Handelsomkostninger		
Bruttohandelsomkostninger	-136	-189
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	59	89
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-77	-100

Note 5: Administrationsomkostninger	2019	2018
-------------------------------------	------	------

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.omkostninger	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-18	-18	-17
Rev.honorar til revisorer	-19	0	-19	-16
Andre honorarer til revisorer	-23	-1	-24	-12
Markedsføringsomk.	-1.691	-71	-1.762	-1.621
Gebyrer til depotselskab	-191	0	-191	-179
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-2.029	-55	-2.084	-1.979
Øvrige omkostninger	-83	-32	-115	-107
Fast administrationshonorar	-174	0	-174	-167
I alt adm.omkostninger	-4.210	-177	-4.387	-4.098

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

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

Note 6: Skat

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

	31.12.2019	31.12.2018
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 7: Til rådighed for udlodning		
Renter og udbytter	10.272	11.053
Rente- og udbytteskat	498	-1
Kursgevinst til udlodning	-646	15.554
Administrationsomkostninger til modregning	-4.387	-4.098
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	731	605
Udlodning overført fra sidste år	11	209
Til rådighed for udlodning	6.478	23.323
Heraf foreslået udlodning	6.275	23.312
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	204	11

Note 8: Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
I alt	100,0	100,0

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

Note 9: Investorernes formue	2019	2018
	Formue- værdi	Formue- værdi
	1.000 DKK	1.000 DKK

Investorernes formue primo	345.408	382.956
Udlodning fra sidste år	-23.312	-54.476
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning:	-17	-1.109
Emissioner i året	59.448	94.974
Indløsninger i året	-16.064	-20.190
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	115	125
Overført til udlodning næste år	204	11
Foreslået udlodning	6.275	23.312
Overførsel af periodens resultat	99.272	-80.195
I alt Investorernes formue	471.329	345.408

## MAJ INVEST DANSKE AKTIER

### Klassens resultatposter

Note	1.1.-31.12.2019 1.000 DKK	1.1.-31.12.2018 1.000 DKK
Andel af res. af fællesportef.	89.859	-46.593
<b>Klassespecifikke transaktioner:</b>		
Renteudgifter	-2	-3
Administrationsomkostninger	-1.844	-1.704
<b>Klassens resultat</b>	<b>88.013</b>	<b>-48.299</b>
<b>Resultatdisponering:</b>		
1 Foreslået udlodning	4.909	19.326
Ovf. til udlodning næste år	202	2
Ovf. til investorernes formue	82.902	-67.627
<b>Disponeret</b>	<b>88.013</b>	<b>-48.299</b>

Note 1: Til rådighed for udlodning

Udlodning fra fællesporteføje	7.057	20.864
Renteudgifter	-2	-3
Administrationsomkostninger til modregning	-1.844	-1.704
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-102	-21
Udlodning overført fra sidste år	2	191
Til rådighed for udlodning	5.111	19.327
Heraf foreslået udlodning	4.909	19.326
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	202	2

Investorerens formue	2019 Antal andele	2019 Formue- værdi 1.000 DKK	2018 Antal andele	2018 Formue- værdi 1.000 DKK
Investorerens formue primo	2.221.331	289.836	1.970.292	349.465
Udlodning fra sidste år		-19.326		-49.651
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning:		-46		-1.109
Emissioner i året	340.879	49.786	330.314	51.088
Indløsninger i året	-107.900	-15.506	-79.275	-11.768
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		156		111
Overført til udlodning næste år		202		2
Foreslået udlodning		4.909		19.326
Overførsel af periodens resultat		82.902		-67.627
I alt Investorerens formue	2.454.310	392.912	2.221.331	289.836

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2015	2016	2017	2018	2019
Afkast (pct.)	31,30	1,30	18,64	-14,54	30,81
Sammenligningsindeks, afkast (pct.)	30,83	3,22	16,82	-7,50	26,66
Indre værdi (DKK pr. andel)	214,03	175,89	177,37	130,48	160,09
Nettoresultat (t.DKK)			12.859	-48.299	88.013
Udbytte (DKK pr. andel)	39,10	26,80	25,20	8,70	2,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,12	1,18	1,18	1,14	1,15
AOP (pct.)	1,45	1,49	1,35	1,24	1,24
Omsætningshastighed (antal gange)	0,27	0,30	0,31	0,21	0,13
Investorerens formue (t.DKK)			349.465	289.836	392.912
Antal andele, stk.			1.970.292	2.221.331	2.454.310
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	1,09	1,63	1,62	0,79	0,97
Standardafvigelse	13,99	12,39	11,70	12,38	12,91
Active Share	31,47	32,12	32,59	33,02	33,22
Tracking Error	2,34	2,65	4,84	4,74	5,33

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



## MAJ INVEST DANSKE AKTIER W

### Klassens resultatposter

Note	1.1.-31.12.2019 1.000 DKK	1.1.-31.12.2018 1.000 DKK
Andel af res. af fællesportef.	17.727	-8.632
<b>Klassespecifikke transaktioner:</b>		
Administrationsomkostninger	-47	-42
<b>Klassens resultat</b>	<b>17.679</b>	<b>-8.675</b>
<b>Resultatdisponering:</b>		
1 Foreslået udlodning	1.366	3.987
Ovf. til udlodning næste år	1	9
Ovf. til investorernes formue	16.312	-12.671
<b>Disponeret</b>	<b>17.679</b>	<b>-8.675</b>

Note 1: Til rådighed for udlodning

Udlodning fra fællesporteføje	1.409	4.000
Administrationsomkostninger til modregning	-47	-42
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-3	21
Udlodning overført fra sidste år	9	18
Til rådighed for udlodning	1.367	3.996
Heraf foreslået udlodning	1.366	3.987
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	1	9

Investorerne formue	2019 Antal andele	2019 Formue- værdi 1.000 DKK	2018 Antal andele	2018 Formue- værdi 1.000 DKK
Investorerne formue primo	424.122	55.572	188.467	33.491
Udlodning fra sidste år		-3.987		-4.825
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning:		29		0
Emissioner i året	67.859	9.662	290.834	43.886
Indløsninger i året	-4.028	-558	-55.179	-8.422
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		18		117
Overført til udlodning næste år		1		9
Foreslået udlodning		1.366		3.987
Overførsel af periodens resultat		16.312		-12.671
I alt Investorernes formue	487.953	78.416	424.122	55.572

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2015	2016	2017	2018	2019
Afkast (pct.)	31,30	1,30	18,86	-14,15	31,44
Sammenligningsindeks, afkast (pct.)	30,83	3,22	16,82	-7,50	26,66
Indre værdi (DKK pr. andel)	214,03	175,89	177,70	131,03	160,70
Nettoresultat (t.DKK)			1.537	-8.675	17.679
Udbytte (DKK pr. andel)	39,10	26,80	25,60	9,40	2,80
Administrationsomkostninger (pct.)	1,12	1,18	0,99	0,69	0,68
AOP (pct.)	1,45	1,49	1,16	0,78	0,77
Omsætningshastighed (antal gange)	0,27	0,30	0,31	0,21	0,13
Investorerne formue (t.DKK)			33.491	55.572	78.416
Antal andele, stk.			188.467	424.122	487.953
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	1,09	1,63	1,63	0,80	0,99
Standardafvigelse	13,99	12,39	11,70	12,38	12,91
Active Share	31,47	32,12	32,59	33,02	33,22
Tracking Error	2,34	2,65	4,85	4,74	5,33

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

# MAJ INVEST VÆKSTAKTIER

## MAJ INVEST VÆKSTAKTIER W

### LÆSEVEJLEDNING

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Afkast og risikoprofiler" side 24 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.majinvest.dk/prospekt](http://www.majinvest.dk/prospekt).

### RISIKOPROFIL

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

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

På risikoindekatoren er andelsklasserne placeret i kategori 6. I årsrapportens afsnit "Afkast og risikoprofiler" side 24 kan man læse nærmere om risikoindekatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet "Finansmarkederne" side 20 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

### STAMDATA

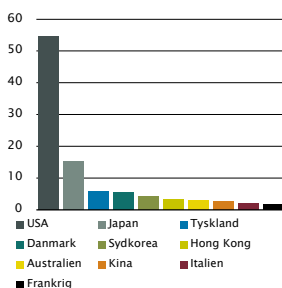
Investeringsrådgiver: Fondsmæglerselskabet Maj Invest  
Porteføljemanager: Mads Peter Søndergaard  
Morningstar Kategori™: Aktier - Globale Large Cap Growth  
Finans Danmark-kategori: Aktier Globale

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

Maj Invest Vækstaktier  
Fondskode: DK0060005254  
Børsnoteret: Ja  
Morningstar Rating™: Rates i 2020

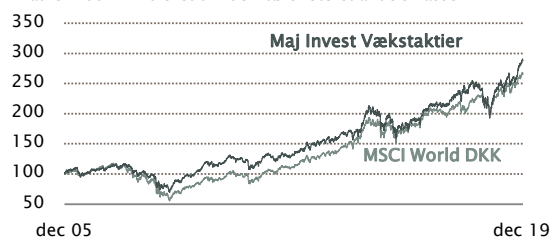
Maj Invest Vækstaktier W  
Fondskode: DK0060825560  
Børsnoteret: Nej  
Morningstar Rating™: Rates i 2020

Fordeling på lande i pct.



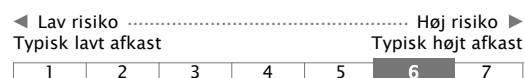
### VÆRDIUDVIKLING

Hvad er 100 DKK blevet til i den børsnoteret andelsklasse?



### RISIKOINDIKATOR

Begge andelsklasser



Maj Invest Vækstaktier gav i 2019 et afkast på 41,7 pct., mens Maj Invest Vækstaktier W gav et afkast på 42,3 pct. Afkastet er absolut set særdeles fredestilende og bedre end sammenligningsindekset MSCI World, der omregnet til danske kroner steg 30,2 pct. Afkastet er henholdsvis 10,3 og 10,9 procentpoint bedre end for den sammenlignelige Morningstar Kategori™. Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 1,70 kr. pr. andel i Maj Invest Vækstaktier og 2,30 kr. pr. andel i Maj Invest Vækstaktier W. Udbyttet er udbetalt aconto i januar 2020.

Afdelingens resultat overgik forventningen i årsrapporten for 2018 om et afkast op mod 5 pct., om end denne forventning var behæftet med betydelig usikkerhed.

### MARKEDET

Afkastet på det globale aktiemarked var i 2019 det bedste i 20 år. Ved indgangen til året var usikkerheden ellers høj efter et hårdt fjerde kvartal i 2018, hvor markedet faldt med mere end 12 pct., hvilket bidrog til, at afkastet fra det globale aktiemarked i 2018 blev det laveste siden 2011. Den markante vending i markedsstemningen kan formentligt først og fremmest tilskrives de store centralbanker, der sænkede renten og stoppede med at sælge ud af deres obligationsbeholdninger, hvilket sænkede alternativafkastet til aktier og øgede mængden af penge i cirkulation.

Alle de store regioner leverede afkast på mere end 20 pct. målt i kroner, med det amerikanske marked i spidsen og emerging markets bagest. På sektorbasis skilte IT-sektoren sig ud som den absolut bedste med et afkast på over 50 pct. målt i kroner. Sektorerne for industri og kommunikation var de eneste andre, der klarede sig bedre end markedet. I bunden af afkastskalaen skilte energisektoren sig ud, mens også sektorerne for råvarer og stabilt forbrug gav et lavere afkast end markedet.

### PERFORMANCE

Afdelingens merafkast var relativt bredt funderet. Således klarede godt to tredjedele af de aktier, som i løbet af året indgik i afdelingens portefølje, sig bedre end markedet. Træder man et skridt længere tilbage, var det til afdelingens fordel, at vækstaktier som ka-

tegori på markedet klarede sig markant bedre end valueaktier. Dette forhold gav sig blandt andet til udtryk i det markante merafkast som it-sektoren leverede i forhold til markedet. Afdelingen havde gennem året en betydelig overvægt af aktier fra denne sektor i forhold til sammenligningsindekset. Aktieudvælgelsen indenfor sektoren bidrog dog også positivt, og afdelingens afkast var også højere end markedsindekset for vækstaktier.

På enkeltaktieniveau var årets bedste investeringer tre amerikanske it-selskaber: Teradyne, Versum Materials samt Universal Display Corporation. Teradyne steg som følge af højere indtjening end forventet, hvilket især var drevet af efterspørgsel relateret til produktion af 5G-chipsets. Versum Materials blev i løbet af året opkøbt af tyske Merck KGaA til en kurs på ca. det dobbelte af kursen ved indgangen til året. Universal Display Corporation steg som følge af højere indtjening end forventet. Derudover var der høje, positive bidrag fra det tyske RIB Software samt den japanske computerspilsvirksomhed Nintendo. På negativsiden trak særligt den amerikanske kuffertproducent Samsonite afkastet ned. Selskabet blev ramt relativt hårdt af forhøjede toldsats, som USA implementerede på produkter produceret i Kina. Abiomed, en amerikansk producent af kunstige hjertepumper, blev købt ind i porteføljen midt i året og trak afkastet betydeligt ned. Selskabet leverede et skuffende regnskab for andet kvartal og blev derudover udfordret af kritiske artikler vedrørende effektiviteten af dets produkter. Også tyske Osram og de amerikanske selskaber Cognizant og Centene trak afkastet ned.

### SÆRLIGE RISICI 2020

Udover den generelle udvikling er risici for afdelingen primært knyttet til udviklingen i enkeltaktier, idet afdelingen forfølger en koncentreret investeringsstrategi, hvor udviklingen i de enkelte selskaber kan afvige fra udviklingen på det bredere marked. Et andet risikoelement er rentestigninger, da vækstaktier traditionelt klarer sig dårligere end markedet i perioder, hvor renterne stiger. Endelig er det sandsynligt, at afdelingen i perioder, hvor nervøsiteten på markedet stiger betragteligt, vil klare sig dårligere end markedet som helhed. Dette skyldes, at vækstselskaber typisk bliver hårdere ramt, når investorerne kræver en højere risikopræmie for at investere i aktier.

### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Aktiemarkedets udvikling vil formentligt afspejle de overordnede økonomiske konjunkturer. Kun sjældent bliver opadgående aktiemarkeder til nedadgående, medmindre der opstår bekymringer om recession. Geopolitiske begivenheder kan bidrage til recessionsfrygt i markedet. Præsidentvalg i USA i 2020 kan give anledning til øget volatilitet. Det prismæssige udgangspunkt for markedet vurderes ikke at være bekymrende, men dog væsentligt mindre fordelagtigt end ved indgangen til 2019. Det vurderes derfor, at afkastet i 2020 vil blive væsentligt lavere end i 2019 og formentligt noget tættere på det lange historiske gennemsnit for markedet på 7-8 pct.

Afdelingens fokus på at købe selskaber i vækst betyder, at der er en overvægt af selskaber inden for sektorer, der opfattes som konjunkturfølsomme. Samtidig handles investeringerne i gennemsnit normalt til en højere pris målt i forhold til den aktuelle indtjening, hvilket afspejler større forventninger til den fremtidige udvikling end for det gennemsnitlige selskab på aktiemarkedet. Det vil forventeligt give porteføljen modvind, hvis markedet bliver ramt af kraftigt forøget nervøsitet. Omvendt betyder afdelingens fokus på selskaber, der vokser af strukturelle årsager snarere end af cykliske, at en gradvis afmatning af den økonomiske vækst kan få afdelingens investeringer til at fremstå mere attraktive i en relativ betragtning og dermed bidrage til et afkast, der er højere end markedets.

Ved indgangen til 2020 har afdelingen en højere andel af investeringer i Japan og det øvrige Asien end sammenligningsindekset. Dette kan give anledning til forskelle i afdelingens afkast relativt til sammenligningsindekset.

Til illustration af usikkerheden ved at investere i afdelingen har indekset for globale vækstaktier, MSCI World Growth, givet afkast mellem -38,2 og +36,3 pct. de seneste 14 år, som blandt andet omfatter finanskrisen. De tilsvarende tal for afdelingens sammenligningsindeks, det bredere MSCI World, er -37,4 og +30,2 pct. Der er således også i 2020 en betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkastet.

*Afdelingen har i 2019 skiftet Morningstar Kategori™ til Global Large Cap Growth.*

## MAJ INVEST VÆKSTAKTIER KL

## Resultatopgørelse

Note	1.1.-31.12.2019 1.000 DKK	1.1.-31.12.2018 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	16	5
1 Renteudgifter	-110	-75
2 Udbytter	12.828	5.813
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>12.734</b>	<b>5.743</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>		
3 Kapitalandele	241.401	-78.616
3 Afledte finansielle instr.	0	-77
Valutakonti	-217	36
Øvrige aktiver/passiver	35	35
4 Handelsomkostninger	-192	-382
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>241.027</b>	<b>-79.004</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>253.761</b>	<b>-73.261</b>
5 Administrationsomk.	-7.432	-7.253
<b>Resultat før skat</b>	<b>246.329</b>	<b>-80.514</b>
6 Skat	-319	-610
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>246.010</b>	<b>-81.124</b>
<b>Resultatdisponering:</b>		
7 Foreslået udlodning	13.648	49.813
Ovf. til udlodning næste år	292	503
Ovf. til investorernes formue	232.070	-131.440
<b>Disponeret</b>	<b>246.010</b>	<b>-81.124</b>

## Balance

Note	31.12.2019 1.000 DKK	31.12.2018 1.000 DKK
<b>Aktiver</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	29.018	7.989
<b>Kapitalandele:</b>		
8 Not. aktier fra DK selskaber	47.133	12.144
8 Not. aktier, udl. selskaber	820.349	572.776
<b>I alt kapitalandele</b>	<b>867.482</b>	<b>584.920</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	105	48
Andre tilgodehavender	0	10
Mellemv. vedr. handelsafv.	1.749	723
Aktuelle skatteaktiver	1.151	1.052
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>3.005</b>	<b>1.833</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>899.505</b>	<b>594.742</b>
<b>Passiver</b>		
9 Investorernes formue	897.391	593.256
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	431	366
Mellemv. vedr. handelsafv.	1.683	1.120
<b>I alt anden gæld</b>	<b>2.114</b>	<b>1.486</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>899.505</b>	<b>594.742</b>

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2019	31.12.2018		31.12.2019	31.12.2018	
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK	
Note 1: Renteindtægter			Note 7: Til rådighed for udlodning			
Indestående i depotselskab	16	5	Renter og udbytter	12.734	5.743	
Renteudgifter	-110	-75	Rente- og udbytteskat	-397	-726	
I alt renteindtægter	-94	-70	Kursgevinst til udlodning	6.722	54.701	
Note 2: Udbytter			Administrationsomkostninger til modregning	-7.432	-7.253	
Not. aktier fra danske selskaber	138	701	Udlodningsregulering ved emission/indløsning	1.810	-2.451	
Not. aktier fra udenlandske selskaber	12.690	5.112	Udlodning overført fra sidste år	503	302	
I alt udbytter	12.828	5.813	Til rådighed for udlodning	13.940	50.316	
Note 3: Kursgevinster og -tab			Heraf foreslået udlodning	13.648	49.813	
Not. aktier fra danske selskaber	15.600	-8.633	Heraf foreslået overført til udlodning næste år	292	503	
Not. aktier fra udenlandske selskaber	225.801	-69.983	Note 8: Finansielle instrumenter i pct.			
I alt fra kapitalandele	241.401	-78.616	Børsnoterede	100,0	100,0	
Valutaterminforretninger/futures	0	-77	Øvrige	0,0	0,0	
I alt fra afledte finansielle instrumenter	0	-77	I alt	100,0	100,0	
Note 4: Handelsomkostninger			En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på			
Bruttohandelsomkostninger	-304	-668	foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til			
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	112	286	investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.			
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-192	-382	Note 9: Investorernes formue	2019	2018	
Note 5: Administrationsomkostninger	2019	2018		Formue-	Formue-	
	Afdelings-	Andel af		værdi	værdi	
	direkte	fællesomk.omkostninger		1.000 DKK	1.000 DKK	
		Samlede				
		omkostninger				
Honorar til bestyrelse	0	-35	-35	Investorernes formue primo	593.256	767.434
Rev.honorar til revisorer	-19	0	-19	Udlodning fra sidste år	-49.813	-142.747
Andre honorarer til revisorer	-28	-1	-29	Ændr. i udbetalt udlodning		
Markedsføringsomk.	-1.645	-127	-1.772	pga. emission/indløsning:	961	-212
Gebyrer til depotselskab	-471	0	-471	Emissioner i året	183.249	215.320
Andre omk. i forbindelse				Indløsninger i året	-76.650	-165.781
med formueplejen	-4.656	-67	-4.723	Netto emissionstillæg og		
Øvrige omkostninger	-32	-43	-75	indløsningsfradrag	377	366
Fast administrationshonorar	-308	0	-308	Overført til udlodning næste år	292	503
I alt adm.omkostninger	-7.159	-273	-7.432	Foreslået udlodning	13.648	49.813
				Overførsel af periodens resultat	232.070	-131.440
				I alt Investorernes formue	897.391	593.256
Andel af fællesomkostninger udgør afdelingens andel af de omkostninger, der						
ikke kan henføres direkte til en enkelt afdeling. Fordelingen sker under hensyn-						
tagen til afdelingernes formuer.						
Fast administrationshonorar udgør beregnede omkostninger i henhold til						
særskilt aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.						
Note 6: Skat						
Afdelingen er ikke skattepligtig. Periodens skatteudgift består af betalte ikke						
refunderbare udbytteskatter.						

## MAJ INVEST VÆKSTAKTIER

### Klassens resultatposter

Note	1.1.-31.12.2019 1.000 DKK	1.1.-31.12.2018 1.000 DKK
Andel af res. af fællesportef.	132.194	-45.604
<b>Klassespecifikke transaktioner:</b>		
Renteudgifter	-2	-4
Administrationsomkostninger	-1.917	-1.887
<b>Klassens resultat</b>	<b>130.275</b>	<b>-47.495</b>
<b>Resultatdisponering:</b>		
1 Foreslået udlodning	5.722	27.519
Ovf. til udlodning næste år	179	252
Ovf. til investorernes formue	124.374	-75.266
<b>Disponeret</b>	<b>130.275</b>	<b>-47.495</b>

Note 1: Til rådighed for udlodning

Udlodning fra fællesporteføje	7.593	29.563
Renteudgifter	-2	-4
Administrationsomkostninger til modregning	-1.917	-1.887
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-24	-1
Udlodning overført fra sidste år	252	100
Til rådighed for udlodning	5.902	27.770
Heraf foreslået udlodning	5.722	27.519
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	179	252

Investorerens formue	2019 Antal andele	2019 Formue- værdi 1.000 DKK	2018 Antal andele	2018 Formue- værdi 1.000 DKK
Investorerens formue primo	3.355.947	337.371	2.930.801	408.315
Udlodning fra sidste år		-27.519		-75.614
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning:		344		-460
Emissioner i året	314.511	36.747	617.376	74.399
Indløsninger i året	-304.400	-34.717	-192.230	-21.924
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		146		149
Overført til udlodning næste år		179		252
Foreslået udlodning		5.722		27.519
Overførsel af periodens resultat		124.374		-75.266
I alt Investorerens formue	3.366.058	442.646	3.355.947	337.371

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2015	2016	2017	2018	2019
Afkast (pct.)	10,05	7,55	13,31	-11,95	41,63
Sammenligningsindeks, afkast (pct.)	10,66	10,32	7,66	-3,89	30,19
Indre værdi (DKK pr. andel)	127,82	128,68	139,32	100,53	131,50
Nettoresultat (t.DKK)			28.162	-47.495	130.275
Udbytte (DKK pr. andel)	7,90	6,10	25,80	8,20	1,70
Administrationsomkostninger (pct.)	1,34	1,38	1,29	1,25	1,24
AOP (pct.)	1,61	1,65	1,61	1,38	1,34
Omsætningshastighed (antal gange)	0,17	0,27	0,90	0,36	0,30
Investorerens formue (t.DKK)			408.315	337.371	442.646
Antal andele, stk.			2.930.801	3.355.947	3.366.058
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	0,74	0,97	1,10	0,48	0,82
Standardafvigelse	11,00	11,23	10,84	12,50	14,18
Active Share	91,00	91,40	96,15	95,88	95,14
Tracking Error	4,05	3,69	3,81	5,99	7,10

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

## MAJ INVEST VÆKSTAKTIER W

### Klassens resultatposter

Note	1.1.-31.12.2019 1.000 DKK	1.1.-31.12.2018 1.000 DKK
Andel af res. af fællesportef.	115.711	-33.904
<b>Klassespecifikke transaktioner:</b>		
Renteudgifter	-2	-4
Administrationsomkostninger	-85	-68
<b>Klassens resultat</b>	<b>115.623</b>	<b>-33.976</b>
<b>Resultatdisponering:</b>		
1 Foreslået udlodning	7.926	22.294
Ovf. til udlodning næste år	112	252
Ovf. til investorernes formue	107.585	-56.522
<b>Disponeret</b>	<b>115.623</b>	<b>-33.976</b>

Note 1: Til rådighed for udlodning

Udlodning fra fællesporteføje	7.803	22.419
Renteudgifter	-2	-4
Administrationsomkostninger til modregning	-85	-68
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	71	-3
Udlodning overført fra sidste år	252	202
Til rådighed for udlodning	8.038	22.546
Heraf foreslået udlodning	7.926	22.294
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	112	252

	2019 Antal andele	2019 Formue- værdi 1.000 DKK	2018 Antal andele	2018 Formue- værdi 1.000 DKK
Investorernes formue primo	2.533.396	255.885	2.572.131	359.119
Udlodning fra sidste år		-22.294		-67.133
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning:		617		247
Emissioner i året	1.284.158	146.503	1.174.307	140.921
Indløsninger i året	-371.484	-41.932	-1.213.042	-143.857
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		343		564
Overført til udlodning næste år		112		252
Foreslået udlodning		7.926		22.294
Overførsel af periodens resultat		107.585		-56.522
I alt Investorernes formue	3.446.070	454.745	2.533.396	255.885

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2015	2016	2017	2018	2019
Afkast (pct.)	10,05	7,55	13,55	-11,55	42,29
Sammenligningsindeks, afkast (pct.)	10,66	10,32	7,66	-3,89	30,19
Indre værdi (DKK pr. andel)	127,82	128,68	139,62	101,00	131,96
Nettoresultat (t.DKK)			25.626	-33.976	115.623
Udbytte (DKK pr. andel)	7,90	6,10	26,10	8,80	2,30
Administrationsomkostninger (pct.)	1,34	1,38	1,08	0,79	0,77
AOP (pct.)	1,61	1,65	1,40	0,91	0,87
Omsætningshastighed (antal gange)	0,17	0,27	0,90	0,36	0,30
Investorernes formue (t.DKK)			359.119	255.885	454.745
Antal andele, stk.			2.572.131	2.533.396	3.446.070
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	0,74	0,97	1,10	0,49	0,84
Standardafvigelse	11,00	11,23	10,84	12,49	14,18
Active Share	91,00	91,40	96,15	95,88	95,14
Tracking Error	4,05	3,69	3,82	5,99	7,10

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

# MAJ INVEST VALUE AKTIER

## MAJ INVEST VALUE AKTIER W

### LÆSEVEJLEDNING

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Afkast og risikoprofiler" side 24 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.majinvest.dk/prospekt](http://www.majinvest.dk/prospekt).

### RISIKOPROFIL

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

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

På risikoindikatoren er andelsklasserne placeret i kategori 5. I årsrapportens afsnit "Afkast og risikoprofiler" side 24 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet "Finansmarkederne" side 20 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

### STAMDATA

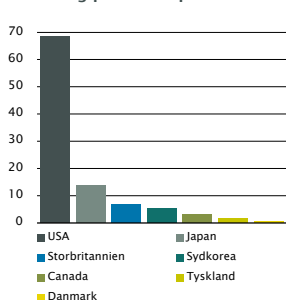
Investeringsrådgiver: Fondsmæglerselskabet Maj Invest  
Porteføljemanager: Kurt Kara, Ulrik Jensen & Rasmus Quist Pedersen  
Morningstar Kategori™: Aktier - Globale Large Cap Blend  
Finans Danmark-kategori: Aktier Globale

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

Maj Invest Value Aktier  
Fondskode: DK0060005338  
Børsnoteret: Ja  
Morningstar Rating™: ★★★★★

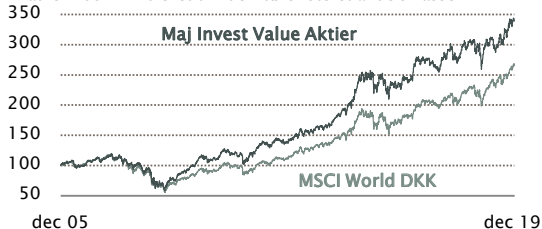
Maj Invest Value Aktier W  
Fondskode: DK0060825644  
Børsnoteret: Nej  
Morningstar Rating™: ★★★★★

Fordeling på lande i pct.



### VÆRDIUDVIKLING

Hvad er 100 DKK blevet til i den børsnoteret andelsklasse?



### RISIKOINDIKATOR

Begge andelsklasser



Maj Invest Value Aktier gav i 2019 et afkast på 25,7 pct., mens Maj Invest Value Aktier W gav et afkast på 26,5 pct. Afkastet er absolut set særdeles tilfredsstillende, men lavere end sammenligningsindekset MSCI World, der omregnet til danske kroner steg 30,2 pct. Afkastet er henholdsvis 0,6 procentpoint ringere og 0,3 procentpoint bedre end for den sammenlignelige Morningstar Kategori™. Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 10,10 kr. pr. andel i Maj Invest Value Aktier og 11,20 kr. pr. andel i Maj Invest Value Aktier W. Udbyttet er udbetalt aconto i januar 2020.

Afdelingen mere end indfrie de forventningerne i årsrapporten for 2018 om et afkast i omegnen af 0-10 pct.

### MARKEDET

2019 gik over i historiebøgerne som det bedste aktieår siden 1999. Det globale aktiemarked steg således med over 30 pct. Denne store stigning blev først og fremmest drevet af det amerikanske aktiemarked, der målt på det brede S&P 500-indeks steg 33 pct. Europa og Japan haltede efter med afkast i størrelsesordenen 22-24 pct. Alle målt i danske kroner.

De store stigninger kom i forlængelse af de betydelige kursfald i december måned 2018, der var den værste december måned på aktiemarkederne siden 1934. En stor del af stigningerne i 2019 skal derfor ses som en naturlig reaktion herpå.

I modsætning til i Europa og Japan var den amerikanske centralbank i begyndelsen af 2019 ved at hæve renterne som følge af den øgede økonomiske aktivitet i USA. Men dette blev ændret, og renterne faldt hen over de sidste tre kvartaler af 2019. Aktiemarkedet så dette som en ekstremt positiv udvikling.

### PERFORMANCE

Strategien er uændret siden afdelingens lancering i 2005. Målet er med aktiv aktieudvælgelse at skabe et langsigtet merafkast i forhold til markedet.

Afdelingen 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. Afdelingen har ikke et branche- eller landemæssigt fokus, og det betyder, at den kan



investere i alle lande, i alle sektorer og i små såvel som store selskaber.

Afdelingens afkast var lavere end den generelle udvikling på markedet for hele året, hvilket delvis var drevet af de individuelle aktievalg i porteføljen, men også fortsat drevet af den massive fremmarch i 2019 for en gruppe af vækstaktier. Faktisk var 2019 det bedste år for vækstaktier relativt til valueaktier siden den store it-aktieboble i 1998/99. Billigere valueaktier holdede således 12 pct. efter de dyre vækstaktier målt ved aktieindeksene MSCI World Value og MSCI Growth omregnet til danske kroner. Det var igen de såkaldte FANG-aktier, der prægede billedet i 2019.

Denne modvind kunne mærkes igennem stort set hele året. Årets bedste investering blev den britiske tøjkæde Next Plc., der steg med over 80 pct. i danske kroner. Derudover nød afdelingen godt af den i München beliggende tyske jetmotorproducent MTU Aero Engines, der steg med godt 57 pct. igennem året. Det amerikanske industriselskab Parker Hannifin bidrog ligeledes positivt til både det absolutte og relative afkast med en stigning på 40 pct. i 2019.

På negativlisten var årets ringeste investering den amerikanske detailkæde Kohl's, der faldt med ca. 24 pct. på et par dårlige kvartalsregnskaber. Derudover mistede afdelingen på investeringen i den japanske konstruktions- og entreprenørvirksomhed Daito Trust Construction, der faldt med 4 pct. Det amerikanske sundhedsforsikringsselskab CVS faldt 16 pct. og trak ligeledes ned i afkastet.

#### **SÆRLIGE RISICI 2020**

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

Den fortsatte handelskrig samt den spændte geopolitiske situation mellem Iran og USA vil formentlig også i 2020 have markedets opmærksomhed og fokus. Derudover er aktiemarkedernes prisfastsættelse ved årsskiftet igen kommet på et niveau, hvor mar-

kedsdeltagere kan stille spørgsmålstejn ved, hvor store de fremadrettede afkast kan blive.

#### **FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI**

Med baggrund i de massive stigninger i 2019 samt aktiemarkedets generelle prisfastsættelse målt ved blandt andet nøgletal som pris i forhold til indtjening (P/E) vurderer vi, at afkastet i 2020 kan ligge i omegnen af 0-5 pct. Men med de ganske store udsving, der ofte er på aktiemarkedet, er vurderingen behæftet med stor usikkerhed.

Til illustration af usikkerheden ved at investere i afdelingen henvises til tabellen over historiske afkast på side 9. Her fremgår det, at afdelingens afkast har været mellem -36,2 og +42,3 pct. de seneste 14 år, som blandt andet omfatter finanskrisen. Der er således også i 2020 en betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkastet.

## MAJ INVEST VALUE AKTIER KL

## Resultatopgørelse

Note	1.1.-31.12.2019 1.000 DKK	1.1.-31.12.2018 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1	Renteindtægter 96	342
1	Renteudgifter -553	-439
2	Udbytter 229.148	213.424
	<b>I alt renter og udbytter 228.691</b>	<b>213.327</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>		
3	Kapitalandele 1.970.421	-495.913
	Valutakonti 176	2.245
	Øvrige aktiver/passiver 672	994
5	Handelsomkostninger -2.077	-3.126
	<b>I alt kursgevinster og -tab 1.969.192</b>	<b>-495.800</b>
4	Andre indtægter 11	0
	<b>I alt indtægter 2.197.894</b>	<b>-282.473</b>
6	Administrationsomk. -108.599	-112.669
	<b>Resultat før skat 2.089.295</b>	<b>-395.142</b>
7	Skat -31.331	-28.301
	<b>Årets nettoresultat 2.057.964</b>	<b>-423.443</b>
<b>Resultatdisponering:</b>		
8	Foreslået udlodning 639.086	859.173
	Ovf. til udlodning næste år 4.385	1.118
	Ovf. til investorernes formue 1.414.493	-1.283.734
	<b>Disponeret 2.057.964</b>	<b>-423.443</b>

## Balance

Note	31.12.2019 1.000 DKK	31.12.2018 1.000 DKK
<b>Aktiver</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
	Indestående i depotselskab 128.357	73.546
<b>Kapitalandele:</b>		
9	Not. aktier fra DK selskaber 57.324	51.231
9	Not. aktier, udl. selskaber 10.025.716	8.056.246
10	Unot. kap.and. fra DK selsk. 2.976	2.660
	<b>I alt kapitalandele 10.086.016</b>	<b>8.110.137</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
	Tilg.hav. renter, udbytter m.m. 10.272	11.578
	Andre tilgodehavender 0	133
	Mellemv. vedr. handelsafv. 21.968	6.190
	Aktuelle skatteaktiver 9.355	8.577
	<b>I alt andre aktiver 41.595</b>	<b>26.478</b>
	<b>Aktiver i alt 10.255.968</b>	<b>8.210.161</b>
<b>Passiver</b>		
11	Investorernes formue 10.233.949	8.196.066
<b>Anden gæld:</b>		
	Skyldige omkostninger 11.035	9.350
	Mellemv. vedr. handelsafv. 10.984	4.745
	<b>I alt anden gæld 22.019</b>	<b>14.095</b>
	<b>Passiver i alt 10.255.968</b>	<b>8.210.161</b>

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2019	31.12.2018
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 1: Renteindtægter		
Indestående i depotselskab	96	342
Renteudgifter	-553	-439
I alt renteindtægter	-457	-97

Note 2: Udbytter		
Not. aktier fra danske selskaber	3.355	7.030
Not. aktier fra udenlandske selskaber	225.793	206.394
I alt udbytter	229.148	213.424

Note 3: Kursgevinster og -tab		
Not. aktier fra danske selskaber	4.189	-113.592
Not. aktier fra udenlandske selskaber	1.965.916	-382.625
Unot. kapitalandele fra DK selskaber	316	304
I alt fra kapitalandele	1.970.421	-495.913

Note 4: Andre indtægter		
Diverse indtægter	11	

Note 5: Handelsomkostninger		
Bruttohandelsomkostninger	-3.204	-4.831
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	1.127	1.705
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-2.077	-3.126

	2019		2018	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.omkostninger	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-401	-401	-420
Rev.honorar til revisorer	-19	0	-19	-16
Andre honorarer til revisorer	-7	0	-7	-4
Markedsføringsomk.	-40.569	-1.565	-42.134	-39.249
Gebyrer til depotselskab	-2.028	0	-2.028	-2.169
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-59.067	-700	-59.767	-66.016
Øvrige omkostninger	-32	-316	-348	-425
Fast administrationshonorar	-3.895	0	-3.895	-4.370
I alt adm.omkostninger	-105.617	-2.982	-108.599	-112.669

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

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

Note 7: Skat

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

	31.12.2019	31.12.2018
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 8: Til rådighed for udlodning		
Renter og udbytter	228.702	213.327
Rente- og udbytteskat	-32.007	-29.342
Kursgevinst til udlodning	539.835	914.409
Administrationsomkostninger til modregning	-108.599	-112.669
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	14.422	-128.717
Udlodning overført fra sidste år	1.118	3.283
Til rådighed for udlodning	643.471	860.291
Heraf foreslået udlodning	639.086	859.173
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	4.385	1.118

Note 9: Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
I alt	100,0	100,0

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

Note 10: Unoterede kapitalandele fra danske selskaber:		
Investeringsforvaltningssels. SEBinvest A/S	2.976	2.660
Aktieandel i Investeringsforvaltningssels. SEBinvest A/S (pct.)12,5		12,5

	2019		2018	
	Formue-værdi	Formue-værdi	Formue-værdi	Formue-værdi
	1.000 DKK		1.000 DKK	
Investorerne formue primo	8.196.066		10.372.312	
Udlodning fra sidste år	-859.173		-733.528	
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning:				
-3.741			-1.417	
Emissioner i året	1.458.094		1.492.302	
Indløsninger i året	-617.722		-2.511.267	
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	2.461		1.107	
Overført til udlodning næste år	4.385		1.118	
Foreslået udlodning	639.086		859.173	
Overførsel af periodens resultat	1.414.493		-1.283.734	
I alt Investorerne formue	10.233.949		8.196.066	

## MAJ INVEST VALUE AKTIER

### Klassens resultatposter

Note	1.1.-31.12.2019 1.000 DKK	1.1.-31.12.2018 1.000 DKK
Andel af res. af fællesportef.	1.368.550	-323.230
<b>Klassespecifikke transaktioner:</b>		
Renteudgifter	-42	-28
Administrationsomkostninger	-40.739	-37.124
<b>Klassens resultat</b>	<b>1.327.769</b>	<b>-360.382</b>
<b>Resultatdisponering:</b>		
1 Foreslået udlodning	414.971	529.806
Ovf. til udlodning næste år	2.888	314
Ovf. til investorernes formue	909.910	-890.502
<b>Disponeret</b>	<b>1.327.769</b>	<b>-360.382</b>

### Note 1: Til rådighed for udlodning

Udlodning fra fællesporteføje	460.545	567.783
Renteudgifter	-42	-28
Administrationsomkostninger til modregning	-40.739	-37.124
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-2.220	-1.492
Udlodning overført fra sidste år	314	982
Til rådighed for udlodning	417.859	530.120
Heraf foreslået udlodning	414.971	529.806
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	2.888	314

Investorerens formue	2019 Antal andele	2019 Formue- værdi 1.000 DKK	2018 Antal andele	2018 Formue- værdi 1.000 DKK
Investorerens formue primo	35.320.388	5.187.916	32.147.053	5.418.498
Udlodning fra sidste år		-529.806		-376.121
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning:		-759		-1.867
Emissioner i året	6.503.931	994.255	4.199.667	669.491
Indløsninger i året	-738.123	-113.471	-1.026.332	-162.927
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		2.032		1.224
Overført til udlodning næste år		2.888		314
Foreslået udlodning		414.971		529.806
Overførsel af periodens resultat		909.910		-890.502
I alt Investorerens formue	41.086.196	6.867.936	35.320.388	5.187.916

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2015	2016	2017	2018	2019
Afkast (pct.)	14,86	14,32	5,44	-6,54	25,66
Sammenligningsindeks, afkast (pct.)	10,66	10,32	7,66	-3,89	30,19
Indre værdi (DKK pr. andel)	181,60	169,77	168,55	146,88	167,16
Nettoresultat (t.DKK)			366.442	-360.382	1.327.769
Udbytte (DKK pr. andel)	32,80	9,90	11,70	15,00	10,10
Administrationsomkostninger (pct.)	1,35	1,39	1,44	1,43	1,42
AOP (pct.)	1,70	1,66	1,64	1,53	1,51
Omsætningshastighed (antal gange)	0,43	0,27	0,46	0,34	0,25
Investorerens formue (t.DKK)			5.418.498	5.187.916	6.867.936
Antal andele, stk.			32.147.053	35.320.388	41.086.196
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	1,25	1,60	1,48	0,92	0,85
Standardafvigelse	10,84	10,24	10,40	11,66	12,90
Active Share	95,40	95,82	97,18	96,42	96,54
Tracking Error	4,12	4,79	5,05	4,86	4,91

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

## MAJ INVEST VALUE AKTIER W

### Klassens resultatposter

Note	1.1.-31.12.2019 1.000 DKK	1.1.-31.12.2018 1.000 DKK
Andel af res. af fællesportef.	729.596	-64.120
<b>Klassespecifikke transaktioner:</b>		
Renteudgifter	-20	-18
Administrationsomkostninger	-509	-713
<b>Klassens resultat</b>	<b>729.067</b>	<b>-64.852</b>
<b>Resultatdisponering:</b>		
1 Foreslået udlodning	224.116	329.367
Ovf. til udlodning næste år	1.496	804
Ovf. til investorernes formue	503.455	-395.023
<b>Disponeret</b>	<b>729.067</b>	<b>-64.852</b>

Note 1: Til rådighed for udlodning

Udlodning fra fællesportefølje	225.361	329.107
Renteudgifter	-20	-18
Administrationsomkostninger til modregning	-509	-713
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-23	-506
Udlodning overført fra sidste år	804	2.302
Til rådighed for udlodning	225.612	330.171
Heraf foreslået udlodning	224.116	329.367
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	1.496	804

Investorerens formue	2019 Antal andele	2019 Formue- værdi 1.000 DKK	2018 Antal andele	2018 Formue- værdi 1.000 DKK
Investorerens formue primo	20.331.293	3.008.150	29.295.657	4.953.814
Udlodning fra sidste år		-329.367		-357.407
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning:		-2.982		450
Emissioner i året	3.061.861	463.840	5.143.382	822.811
Indløsninger i året	-3.382.808	-504.250	-14.107.746	-2.348.339
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.555		1.673
Overført til udlodning næste år		1.496		804
Foreslået udlodning		224.116		329.367
Overførsel af periodens resultat		503.455		-395.023
I alt Investorerens formue	20.010.346	3.366.013	20.331.293	3.008.150

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2015	2016	2017	2018	2019
Afkast (pct.)	14,86	14,32	5,78	-5,89	26,48
Sammenligningsindeks, afkast (pct.)	10,66	10,32	7,66	-3,89	30,19
Indre værdi (DKK pr. andel)	181,60	169,77	169,10	147,96	168,21
Nettoresultat (t.DKK)			338.199	-64.852	729.067
Udbytte (DKK pr. andel)	32,80	9,90	12,20	16,20	11,20
Administrationsomkostninger (pct.)	1,35	1,39	1,11	0,76	0,76
AOP (pct.)	1,70	1,66	1,32	0,86	0,85
Omsætningshastighed (antal gange)	0,43	0,27	0,46	0,34	0,25
Investorerens formue (t.DKK)			4.953.814	3.008.150	3.366.013
Antal andele, stk.			29.295.657	20.331.293	20.010.346
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	1,25	1,60	1,48	0,94	0,87
Standardafvigelse	10,84	10,24	10,40	11,65	12,90
Active Share	95,40	95,82	97,18	96,42	96,54
Tracking Error	4,12	4,79	5,06	4,86	4,93

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

# MAJ INVEST VALUE AKTIER AKKUMULERENDE

## MAJ INVEST VALUE AKTIER AKKUMULERENDE W

### LÆSEVEJLEDNING

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Afkast og risikoprofiler" side 24 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.majinvest.dk/prospekt](http://www.majinvest.dk/prospekt).

### RISIKOPROFIL

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

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

På risikoindikatoren er andelsklasserne placeret i kategori 5. I årsrapportens afsnit "Afkast og risikoprofiler" side 24 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet "Finansmarkederne" side 20 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

### STAMDATA

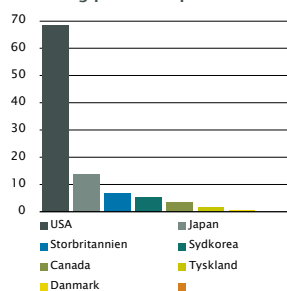
Investeringsrådgiver: Fondsmæglerselskabet Maj Invest  
Porteføljemanager: Kurt Kara, Ulrik Jensen & Rasmus Quist Pedersen  
Morningstar Kategori™: Aktier - Globale Large Cap Blend  
Finans Danmark-kategori: Aktier Globale

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

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

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

Fordeling på lande i pct.



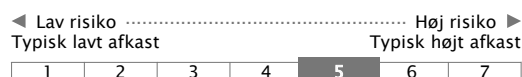
### VÆRDIUDVIKLING

Hvad er 100 DKK blevet til i den børsnoteret andelsklasse?



### RISIKOINDIKATOR

Begge andelsklasser



Maj Invest Value Aktier Akkumulerende gav i 2019 et afkast på 25,7 pct., mens Maj Invest Value Aktier Akkumulerende W gav et afkast på 26,5 pct. Afkastet er absolut set særdeles tilfredsstillende, men lavere end sammenligningsindekset MSCI World, der omregnet til danske kroner steg 30,2 pct. Afkastet er henholdsvis 0,6 procentpoint ringere og 0,3 procentpoint bedre end for den sammenlignelige Morningstar Kategori™. Afdelingen er en akkumulerende søsterafdeling til Maj Invest Value Aktier og udbetaler ikke udbytter.

Afdelingen mere end indfrie forventningerne i årsrapporten for 2018 om et afkast i omegnen af 0-10 pct.

### MARKEDET

2019 gik over i historiebøgerne som det bedste aktieår siden 1999. Det globale aktiemarked steg således med over 30 pct. Denne store stigning blev først og fremmest drevet af det amerikanske aktiemarked, der målt på det brede S&P 500-indeks steg 33 pct. Europa og Japan haltede efter med afkast i størrelsesordenen 22-24 pct. Alle målt i danske kroner.

De store stigninger kom i forlængelse af de betydelige kursfald i december måned 2018, der var den værste december måned på aktiemarkedene siden 1934. En stor del af stigningerne i 2019 skal derfor ses som en naturlig reaktion herpå.

I modsætning til i Europa og Japan var den amerikanske centralbank i begyndelsen af 2019 ved at hæve renterne som følge af den øgede økonomiske aktivitet i USA. Men dette blev ændret, og renterne faldt hen over de sidste tre kvartaler af 2019. Aktiemarkedet så dette som en ekstremt positiv udvikling.

### PERFORMANCE

Strategien er uændret siden afdelingens lancering i 2005. Målet er med aktiv aktieudvælgelse at skabe et langsigtet merafkast i forhold til markedet.

Afdelingen 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. Afdelingen har ikke et branche- eller landemæssigt fokus, og det betyder, at den kan

investere i alle lande, i alle sektorer og i små såvel som store selskaber.

Afdelingens afkast var lavere end den generelle udvikling på markedet for hele året, hvilket delvis var drevet af de individuelle aktievalg i porteføljen, men også fortsat drevet af den massive fremmarch i 2019 for en gruppe af vækstaktier. Faktisk var 2019 det bedste år for vækstaktier relativt til valueaktier siden den store it-aktieboble i 1998/99. Billigere valueaktier holdede således 12 pct. efter de dyre vækstaktier målt ved aktieindeksene MSCI World Value og MSCI Growth omregnet til danske kroner. Det var igen de såkaldte FANG-aktier, der prægede billedet i 2019.

Denne modvind kunne mærkes igennem stort set hele året. Årets bedste investering blev den britiske tøjkæde Next Plc., der steg med over 80 pct. i danske kroner. Derudover nød afdelingen godt af den i München beliggende tyske jetmotorproducent MTU Aero Engines, der steg med godt 57 pct. igennem året. Det amerikanske industriselskab Parker Hannifin bidrog ligeledes positivt til både det absolute og relative afkast med en stigning på 40 pct. i 2019.

På negativlisten var årets ringeste investering den amerikanske detailkæde Kohl's, der faldt med ca. 24 pct. på et par dårlige kvartalsregnskaber. Derudover mistede afdelingen på investeringen i den japanske konstruktions- og entreprenørvirksomhed Daito Trust Construction, der faldt med 4 pct. Det amerikanske sundhedsforsikringselskab CVS faldt 16 pct. og trak ligeledes ned i afkastet.

#### **SÆRLIGE RISICI 2020**

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

Den fortsatte handelskrig samt den spændte geopolitiske situation mellem Iran og USA vil formentlig også i 2020 have markedets opmærksomhed og fokus. Derudover er aktiemarkedernes prisfastsættelse

ved årsskiftet igen kommet på et niveau, hvor markedsdeltagere kan stille spørgsmålstejn ved, hvor store de fremadrettede afkast kan blive.

#### **FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI**

Med baggrund i de massive stigninger i 2019 samt aktiemarkedets generelle prisfastsættelse målt ved blandt andet nøgletal som pris i forhold til indtjening (P/E) vurderer vi, at afkastet i 2020 kan ligge i omegnen af 0-5 pct. Men med de ganske store udsving, der ofte er på aktiemarkedet, er vurderingen behæftet med stor usikkerhed.

Til illustration af usikkerheden ved at investere i afdelingen henvises til tabellen over historiske afkast på side 9. Her fremgår det, at afdelingens afkast har været mellem -36,2 og +42,3 pct. de seneste 14 år, som blandt andet omfatter finanskrisen. Der er således også i 2020 en betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkastet.

## MAJ INVEST VALUE AKTIER AKKUMULERENDE KL

## Resultatopgørelse

Note	1.1.-31.12.2019 1.000 DKK	1.1.-31.12.2018 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1	Renteindtægter 22	96
1	Renteudgifter -125	-114
2	Udbytter 65.853	57.625
	<b>I alt renter og udbytter 65.750</b>	<b>57.607</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>		
3	Kapitalandele 572.586	-190.655
3	Afledte finansielle instr. 0	-53
	Valutakonti -203	1.344
	Øvrige aktiver/passiver 173	247
4	Handelsomkostninger -654	-1.213
	<b>I alt kursgevinster og -tab 571.902</b>	<b>-190.330</b>
	<b>I alt indtægter 637.652</b>	<b>-132.723</b>
5	Administrationsomk. -28.525	-28.444
	<b>Resultat før skat 609.127</b>	<b>-161.167</b>
6	Skat -9.328	-8.027
	<b>Arets nettoresultat 599.799</b>	<b>-169.194</b>
	<b>Overført til formuen 599.799</b>	<b>-169.194</b>

## Balance

Note	31.12.2019 1.000 DKK	31.12.2018 1.000 DKK
<b>Aktiver</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
	Indestående i depotselskab 52.830	34.333
<b>Kapitalandele:</b>		
7	Not. aktier fra DK selskaber 15.206	15.231
7	Not. aktier, udl. selskaber 2.753.318	2.397.229
	<b>I alt kapitalandele 2.768.524</b>	<b>2.412.460</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
	Tilg.hav. renter, udbytter m.m. 2.881	3.488
	Andre tilgodehavender 0	39
	Mellemv. vedr. handelsafv. 1.353	1.305
	Aktuelle skatteaktiver 1.446	1.233
	<b>I alt andre aktiver 5.680</b>	<b>6.065</b>
	<b>Aktiver i alt 2.827.034</b>	<b>2.452.858</b>
<b>Passiver</b>		
8	Investorerens formue 2.824.016	2.450.209
<b>Anden gæld:</b>		
	Skyldige omkostninger 2.342	1.996
	Mellemv. vedr. handelsafv. 676	653
	<b>I alt anden gæld 3.018</b>	<b>2.649</b>
	<b>Passiver i alt 2.827.034</b>	<b>2.452.858</b>



## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2019	31.12.2018
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 1: Renteindtægter		
Indestående i depotselskab	22	96
Renteudgifter	-125	-114
I alt renteindtægter	-103	-18

Note 2: Udbytter		
Not. aktier fra danske selskaber	939	1.807
Not. aktier fra udenlandske selskaber	64.914	55.818
I alt udbytter	65.853	57.625

Note 3: Kursgevinster og -tab		
Not. aktier fra danske selskaber	1.446	-30.949
Not. aktier fra udenlandske selskaber	571.140	-159.706
I alt fra kapitalandele	572.586	-190.655
Valutaterminsforretninger/futures	0	-53
I alt fra afledte finansielle instrumenter	0	-53

Note 4: Handelsomkostninger		
Bruttohandelsomkostninger	-962	-1.593
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	308	380
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-654	-1.213

Note 5: Administrationsomkostninger	2019	2018
-------------------------------------	------	------

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.omkostninger	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-110	-110	-119
Rev.honorar til revisorer	-19	0	-19	-16
Markedsføringsomk.	-9.031	-445	-9.476	-8.435
Gebyrer til depotselskab	-541	0	-541	-448
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-16.941	-182	-17.123	-18.082
Øvrige omkostninger	-32	-108	-140	-144
Fast administrationshonorar	-1.116	0	-1.116	-1.200
I alt adm.omkostninger	-27.680	-845	-28.525	-28.444

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

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

Note 6: Skat

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

	31.12.2019	31.12.2018
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 7: Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
I alt	100,0	100,0

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

Note 8: Investorernes formue	2019	2018
	Formue- værdi	Formue- værdi
	1.000 DKK	1.000 DKK

Investorernes formue primo	2.450.209	2.795.369
Emissioner i året	241.563	394.518
Indløsninger i året	-468.924	-572.193
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.370	1.709
Overførsel af periodens resultat	599.799	-169.194
I alt Investorernes formue	2.824.016	2.450.209

## MAJ INVEST VALUE AKTIER AKKUMULERENDE

### Klassens resultatposter

Note	1.1.-31.12.2019 1.000 DKK	1.1.-31.12.2018 1.000 DKK
Andel af res. af fællesportef.	288.797	-71.941
<b>Klassepecifikke transaktioner:</b>		
Renteudgifter	-3	-3
Administrationsomkostninger	-9.001	-7.789
Klassens resultat	279.793	-79.732
<b>Overført til formuen</b>	<b>279.793</b>	<b>-79.732</b>

Investorerne formue	2019 Antal andele	2019 Formue- værdi 1.000 DKK	2018 Antal andele	2018 Formue- værdi 1.000 DKK
Investorerne formue primo	10.213.881	1.094.701	8.340.172	956.699
Emissioner i året	1.551.450	196.159	2.295.901	265.814
Indløsninger i året	-905.010	-108.726	-422.192	-48.843
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		713		763
Overførsel af periodens resultat		279.793		-79.732
I alt Investorerne formue	10.860.321	1.462.641	10.213.881	1.094.701

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2015	2016	2017	2018	2019
Afkast (pct.)	-4,62	14,17	5,34	-6,57	25,65
Sammenligningsindeks, afkast (pct.)	-3,27	10,32	7,66	-3,89	30,19
Indre værdi (DKK pr. andel)	95,38	108,90	114,71	107,18	134,68
Nettoresultat (t.DKK)			58.940	-79.732	279.793
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	0,76	1,45	1,47	1,45	1,44
AOP (pct.)	1,70	1,73	1,69	1,57	1,55
Omsætningshastighed (antal gange)	0,15	0,28	0,49	0,42	0,29
Investorerne formue (t.DKK)			956.699	1.094.701	1.462.641
Antal andele, stk.			8.340.172	10.213.881	10.860.321
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio				0,24	0,60
Standardafvigelse				12,05	12,73
Active Share	95,40	95,82	97,18	96,42	96,54
Tracking Error				4,86	4,93

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

\*1 Startdato 25.6.2015.

## MAJ INVEST VALUE AKTIER AKKUMULERENDE W

### Klassens resultatposter

Note	1.1.-31.12.2019 1.000 DKK	1.1.-31.12.2018 1.000 DKK
Andel af res. af fællesportef.	319.792	-89.845
Klassepecifikke transaktioner:		
Renteudgifter	-1	0
Administrationsomkostninger	-93	-104
<b>Klassens resultat</b>	<b>319.698</b>	<b>-89.949</b>
<b>Overført til formuen</b>	<b>319.698</b>	<b>-89.949</b>

Investorerne formue	2019 Antal andele	2019 Formue- værdi 1.000 DKK	2018 Antal andele	2018 Formue- værdi 1.000 DKK
Investorerne formue primo	12.515.386	1.355.507	15.974.631	1.838.670
Emissioner i året	368.256	45.404	1.140.031	128.704
Indløsninger i året	-2.948.387	-360.198	-4.599.276	-523.351
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		964		1.433
Overførsel af periodens resultat		319.698		-89.949
I alt Investorerne formue	9.935.255	1.361.375	12.515.386	1.355.507

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2015	2016	2017	2018	2019
Afkast (pct.)	-4,62	14,17	5,70	-5,90	26,52
Sammenligningsindeks, afkast (pct.)	-3,27	10,32	7,66	-3,89	30,19
Indre værdi (DKK pr. andel)	95,38	108,90	115,10	108,31	137,02
Nettoresultat (t.DKK)			128.486	-89.949	319.698
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	0,76	1,45	1,13	0,75	0,76
AOP (pct.)	1,70	1,73	1,35	0,87	0,86
Omsætningshastighed (antal gange)	0,15	0,28	0,49	0,42	0,29
Investorerne formue (t.DKK)			1.838.670	1.355.507	1.361.375
Antal andele, stk.			15.974.631	12.515.386	9.935.255
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio				0,27	0,63
Standardafvigelse				12,05	12,74
Active Share	95,40	95,82	97,18	96,42	96,54
Tracking Error				4,86	4,95

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

\*1 Startdato 25.6.2015.

# MAJ INVEST VALUE AKTIER SRI+

## MAJ INVEST VALUE AKTIER SRI+ W

### LÆSEVEJLEDNING

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Afkast og risikoprofiler" side 24 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.majinvest.dk/prospekt](http://www.majinvest.dk/prospekt).

### RISIKOPROFIL

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

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

På risikoindikatoren er andelsklasserne placeret i kategori 5. I årsrapportens afsnit "Afkast og risikoprofiler" side 24 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet "Finansmarkederne" side 20 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

### STAMDATA

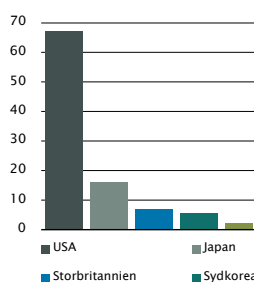
Investeringsrådgiver: Fondsmæglerselskabet Maj Invest  
Porteføljemanager: Kurt Kara, Ulrik Jensen & Rasmus Quist Pedersen  
Morningstar Kategori™: Aktier - Globale Large Cap Blend  
Finans Danmark-kategori: Aktier Globale

Startdato: 2.10.2018  
Valuta: Danske kroner  
Stykstørrelse: 100 kr.  
Udbyttebetalende: Ja

Maj Invest Value Aktier SRI+  
Fondskode: DK0061074432  
Børsnoteret: Ja  
Morningstar Rating™: Rates i 2021

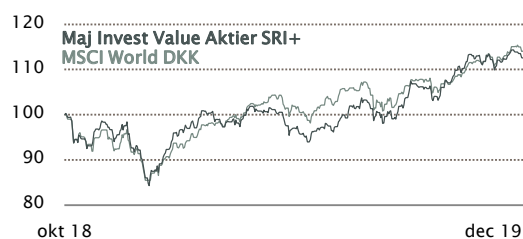
Maj Invest Value Aktier SRI+ W  
Fondskode: DK0061074515  
Børsnoteret: Nej  
Morningstar Rating™: Rates i 2021

Fordeling på lande i pct.



### VÆRDIUDVIKLING

Hvad er 100 DKK blevet til i den børsnoteret andelsklasse?



### RISIKOINDIKATOR

Begge andelsklasser



Maj Invest Value Aktier SRI+ gav i 2019 et afkast på 28,2 pct., mens Maj Invest Value Aktier SRI+ W gav et afkast på 29,2 pct. Afkastet er absolut set særdeles tilfredsstillende, men lavere end sammenligningsindekset MSCI World, der omregnet til danske kroner steg 30,2 pct. Afkastet er henholdsvis 2,0 og 3,0 procentpoint bedre end for den sammenlignelige Morningstar Kategori™. Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 1,60 kr. pr. andel i Maj Invest Value Aktier SRI+ og 2,40 kr. pr. andel i Maj Invest Value Aktier SRI+ W. Udbyttet er udbetalt aconto i januar 2020.

Afdelingen mere end indfrie de forventningerne i årsrapporten for 2018 om et afkast i omegnen af 0-10 pct.

Mens alle afdelinger i Maj Invest investerer ansvarligt og lever op til Maj Invests krav til virksomhedernes samfundsansvar som beskrevet i afsnittet Redegørelse for samfundsansvar på side 30, arbejder Value Aktier SRI+ med et udvidet SRI-begreb. Deraf tilnavnet SRI+, der står for Socially Responsible Investment med et plus.

Formålet med afdelingen er at imødekomme et behov fra især professionelle og institutionelle investorer, der har en politisk holdning om ikke at investere i for eksempel kul, olie eller produkter, der kan anvendes til våben. Disse ønsker til investeringer bliver efter Maj Invests vurdering stadig mere almindelige, og foreningen har valgt at udbyde produktet som både børsnoteret andelsklasse til private og W-andelsklasse til engroskunder og professionelle investorer.

Selskaberne Canadian Railway, Koninklijke Vopak og MTU Aero Engines blev solgt ud af porteføljen i april måned som følge af en skærpelse af definitionerne og kriterierne for fossile brændstoffer og våben.

### MARKEDET

2019 gik over i historiebøgerne som det bedste aktieår siden 1999. Det globale aktiemarked steg således med over 30 pct. Denne store stigning blev først og fremmest drevet af det amerikanske aktiemarked, der målt på det brede S&P 500-indeks steg 33 pct. Europa og Japan haltede efter med afkast i størrelsesordenen 22-24 pct. Alle målt i danske kroner.

De store stigninger kom i forlængelse af de betyde-

lige kursfald i december måned 2018, der var den værste december måned på aktiemarkedene siden 1934. En stor del af stigningerne i 2019 skal derfor ses som en naturlig reaktion herpå.

I modsætning til i Europa og Japan var den amerikanske centralbank i begyndelsen af 2019 ved at hæve renterne som følge af den øgede økonomiske aktivitet i USA. Men dette blev ændret, og renterne faldt hen over de sidste tre kvartaler af 2019. Aktiemarkedet så dette som en ekstremt positiv udvikling.

### PERFORMANCE

Strategien er uændret siden afdelingens lancering. Målet er med aktiv aktieudvælgelse at skabe et langsigtet merafkast i forhold til markedet. Afdelingen 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. Afdelingen har ikke et branche- eller landemæssigt fokus udover at nogle brancher er fravalgt. Det betyder, at den kan investere i alle lande, mange sektorer og i små såvel som store selskaber.

Afdelingens afkast var lavere end den generelle udvikling på markedet for hele året, hvilket delvis var drevet af de individuelle aktievalg i porteføljen, men også fortsat drevet af den massive fremmarch i 2019 for en gruppe af vækstaktier. Faktisk var 2019 det bedste år for vækstaktier relativt til valueaktier siden den store it-aktieboble i 1998/99. Billigere valueaktier holdede således 12 pct. efter de dyre vækstaktier målt ved aktieindeksene MSCI World Value og MSCI Growth omregnet til danske kroner. Det var igen de såkaldte FANG-aktier, der prægede billedet i 2019.

Denne modvind kunne mærkes igennem stort set hele året. Årets bedste investering blev den britiske tøjkæde Next Plc., der steg med over 80 pct. i danske kroner. Derudover nød afdelingen godt af den i München beliggende tyske jetmotorproducent MTU Aero Engines, der blev solgt ud af porteføljen i april måned, og det amerikanske industriselskab Parker Hannifin, der ligeledes bidrog positivt til både det absolutte og relative afkast.

På negativlisten var årets ringeste investering den amerikanske detailkæde Kohl's, der faldt med ca. 24 pct. på et par dårlige kvartalsregnskaber. Derudover

mistede afdelingen på investeringen i den japanske konstruktions- og entreprenørvirksomhed Daito Trust Construction, der faldt med 4 pct. Det amerikanske sundhedsforsikringselskab CVS faldt 16 pct. og trak ligeledes ned i afkastet.

### SÆRLIGE RISICI 2020

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

Den fortsatte handelskrig samt den spændte geopolitiske situation mellem Iran og USA vil formentlig også i 2020 have markedets opmærksomhed og fokus. Derudover er aktiemarkedernes prisfastsættelse ved årsskiftet igen kommet på et niveau, hvor markedsdeltagere kan stille spørgsmålstejn ved, hvor store de fremadrettede afkast kan blive.

### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Med baggrund i de massive stigninger i 2019 samt aktiemarkedets generelle prisfastsættelse målt ved blandt andet nøgletal som pris i forhold til indtjening (P/E) vurderer vi, at afkastet i 2020 kan ligge i omegnen af 0-5 pct. Men med de ganske store udsving, der ofte er på aktiemarkedet, er vurderingen behæftet med stor usikkerhed.

Til illustration af usikkerheden ved at investere i afdelingen henvises til tabellen over historiske afkast på side 9. Her fremgår det, at afdelingens afkast har været mellem -36,2 og +42,3 pct. de seneste 14 år, som blandt andet omfatter finanskrisen. Der er således også i 2020 en betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkastet.

## MAJ INVEST VALUE AKTIER SRI+ KL

## Resultatopgørelse

Note	1.1.-31.12.2019 1.000 DKK	3.10.-31.12.2018 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1	Renteindtægter 94	38
1	Renteudgifter -180	-20
2	Udbytter 44.627	5.521
	<b>I alt renter og udbytter 44.541</b>	<b>5.539</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>		
3	Kapitalandele 442.900	-225.759
	Valutakonti -1.465	346
	Øvrige aktiver/passiver 107	-16
4	Handelsomkostninger -681	-1.324
	<b>I alt kursgevinster og -tab 440.861</b>	<b>-226.753</b>
	<b>I alt indtægter 485.402</b>	<b>-221.214</b>
5	Administrationsomk. -14.946	-3.879
	<b>Resultat før skat 470.456</b>	<b>-225.093</b>
6	Skat -6.600	-754
	<b>Årets nettoresultat 463.856</b>	<b>-225.847</b>
<b>Resultatdisponering:</b>		
7	Foreslået udlodning 41.809	0
	Ovf. til udlodning næste år 1.202	0
	Ovf. til investorernes formue 420.845	-225.847
	<b>Disponeret 463.856</b>	<b>-225.847</b>

## Balance

Note	31.12.2019 1.000 DKK	31.12.2018 1.000 DKK
<b>Aktiver</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
	Indestående i depotselskab 64.499	14.670
<b>Kapitalandele:</b>		
8	Not. aktier fra DK selskaber 41.886	12.303
8	Not. aktier, udl. selskaber 1.934.238	1.620.612
	<b>I alt kapitalandele 1.976.124</b>	<b>1.632.915</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
	Tilg.hav. renter, udbytter m.m. 2.245	2.365
	Andre tilgodehavender 0	7
	Mellemv. vedr. handelsafv. 14.825	185
	<b>I alt andre aktiver 17.070</b>	<b>2.557</b>
	<b>Aktiver i alt 2.057.693</b>	<b>1.650.142</b>
<b>Passiver</b>		
9	Investorerne formue 2.049.940	1.649.698
<b>Anden gæld:</b>		
	Skyldige omkostninger 341	259
	Mellemv. vedr. handelsafv. 7.412	185
	<b>I alt anden gæld 7.753</b>	<b>444</b>
	<b>Passiver i alt 2.057.693</b>	<b>1.650.142</b>

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2019	31.12.2018
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 1: Renteindtægter		
Indestående i depotselskab	94	38
Renteudgifter	-180	-20
I alt renteindtægter	-86	18

Note 2: Udbytter		
Not. aktier fra danske selskaber	1.669	0
Not. aktier fra udenlandske selskaber	42.958	5.521
I alt udbytter	44.627	5.521

Note 3: Kursgevinster og -tab		
Not. aktier fra danske selskaber	3.504	-6.310
Not. aktier fra udenlandske selskaber	439.396	-219.449
I alt fra kapitalandele	442.900	-225.759

Note 4: Handelsomkostninger		
Bruttohandelsomkostninger	-992	-1.331
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	311	7
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-681	-1.324

Note 5: Administrationsomkostninger	2019	2018
-------------------------------------	------	------

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.omkostninger	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-77	-77	-38
Rev.honorar til revisorer	-19	0	-19	-16
Markedsføringsomk.	-1.355	-314	-1.669	-452
Gebyrer til depotselskab	-278	0	-278	-271
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-11.800	-77	-11.877	-2.875
Øvrige omkostninger	-158	-81	-239	-39
Fast administrationshonorar	-787	0	-787	-188
I alt adm.omkostninger	-14.397	-549	-14.946	-3.879

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

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

Note 6: Skat

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

	31.12.2019	31.12.2018
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 7: Til rådighed for udlodning		
Fremført tab til modregning	-6.049	0
Renter og udbytter	44.541	5.539
Rente- og udbytteskat	-6.601	-754
Kursgevinst til udlodning	27.250	-10.796
Administrationsomkostninger til modregning	-14.946	-3.879
Udløsningsregulering ved emission/indløsning	-1.185	-51
Til rådighed for udlodning	43.011	-9.941
Negativt rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	0	3.892
Heraf foreslået udlodning	41.809	0
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	1.202	-6.049

Note 8: Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
I alt	100,0	100,0

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

	2019	2018
	Formue- værdi	Formue- værdi
	1.000 DKK	1.000 DKK
Note 9: Investorernes formue		
Investorerne formue primo	1.649.698	0
Emissioner i året	320.315	1.875.545
Indløsninger i året	-385.380	0
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.451	0
Overført til udlodning næste år	1.202	0
Foreslået udlodning	41.809	0
Overførsel af periodens resultat	420.845	-225.847
I alt Investorernes formue	2.049.940	1.649.698

## MAJ INVEST VALUE AKTIER SRI+

## Klassens resultatposter

Note	1.1.-31.12.2019 1.000 DKK	3.10.-31.12.2018 1.000 DKK
Andel af res. af fællesportefølje	36.232	-15.880
<b>Klassespecifikke transaktioner:</b>		
Administrationsomkostninger	-1.200	-253
<b>Klassens resultat</b>	<b>35.032</b>	<b>-16.133</b>
<b>Resultatdisponering:</b>		
1 Foreslået udlodning	3.053	0
Ovf. til udlodning næste år	62	0
Ovf. til investorernes formue	31.917	-16.133
<b>Disponeret</b>	<b>35.032</b>	<b>-16.133</b>

Note 1: Til rådighed for udlodning

Fremført tab til modregning	-432	0
Udlodning fra fællesportefølje	5.284	-432
Administrationsomkostninger til modregning	-1.200	-253
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-536	-6
Til rådighed for udlodning	3.115	-691
Negativt rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	0	259
Heraf foreslået udlodning	3.053	0
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	62	0
Tab til modregning i kommende år	0	-432

Investorerne formue	2019	2019	2018	2018
	Antal andele	Formue-værdi 1.000 DKK	Antal andele	Formue-værdi 1.000 DKK
Investorerne formue primo	1.341.851	117.778	0	0
Emissioner i året	584.235	63.529	1.341.851	133.889
Indløsninger i året	-18.000	-1.777	0	0
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		162		22
Overført til udlodning næste år		62		0
Foreslået udlodning		3.053		0
Overførsel af periodens resultat		31.917		-16.133
I alt Investorerne formue	1.908.086	214.724	1.341.851	117.778

## Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2018	2019
Afkast (pct.)	-12,23	28,21
Sammenligningsindeks, afkast (pct.)	-12,39	30,19
Indre værdi (DKK pr. andel)	87,77	112,53
Nettoresultat (t.DKK)	-16.133	35.032
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	1,60
Administrationsomkostninger (pct.)	0,40	1,51
AOP (pct.)	0,55	1,62
Omsætningshastighed (antal gange)	0,24	0,39
Investorerne formue (t.DKK)	117.778	214.724
Antal andele, stk.	1.341.851	1.908.086
Styk størrelse i DKK	100	100
Active Share	97,08	96,82

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

\*1 Startdato 25.6.2015.



## MAJ INVEST VALUE AKTIER SRI+ W

### Klassens resultatposter

Note	1.1.-31.12.2019 1.000 DKK	3.10.-31.12.2018 1.000 DKK
Andel af res. af fællesportef.	428.628	-209.608
<b>Klassepecifikke transaktioner:</b>		
Administrationsomkostninger	-115	-130
<b>Klassens resultat</b>	<b>428.513</b>	<b>-209.738</b>
<b>Resultatdisponering:</b>		
1 Foreslået udlodning	38.756	0
Ovf. til udlodning næste år	1.140	0
Ovf. til investorernes formue	388.617	-209.738
<b>Disponeret</b>	<b>428.513</b>	<b>-209.738</b>

Note 1: Til rådighed for udlodning

Fremført tab til modregning	-5.617	0
Udlodning fra fællesportefølje	45.207	-5.617
Administrationsomkostninger til modregning	-115	-130
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	420	0
Til rådighed for udlodning	39.895	-5.747
Negativt rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	0	130
Heraf foreslået udlodning	38.756	0
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	1.140	0
Tab til modregning i kommende år	0	-5.617

	2019		2018	
	Antal andele	Formue-værdi 1.000 DKK	Antal andele	Formue-værdi 1.000 DKK
Investorernes formue primo	17.417.105	1.531.921	0	0
Emissioner i året	2.530.053	256.785	17.417.105	1.741.657
Indløsninger i året	-3.798.876	-383.603	0	0
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.600		2
Overført til udlodning næste år		1.140		0
Foreslået udlodning		38.756		0
Overførsel af periodens resultat		388.617		-209.738
I alt Investorernes formue	16.148.282	1.835.216	17.417.105	1.531.921

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2018	2019
Afkast (pct.)	-12,05	29,21
Sammenligningsindeks, afkast (pct.)	-12,39	30,19
Indre værdi (DKK pr. andel)	87,96	113,65
Nettoresultat (t.DKK)	-209.738	428.513
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	2,40
Administrationsomkostninger (pct.)	0,21	0,74
AOP (pct.)	0,35	0,86
Omsætningshastighed (antal gange)	0,24	0,39
Investorernes formue (t.DKK)	1.531.921	1.835.216
Antal andele, stk.	17.417.105	16.148.282
Styk størrelse i DKK	100	100
Active Share	97,08	96,82

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

\*1 Startdato 25.6.2015.

# MAJ INVEST EMERGING MARKETS

## MAJ INVEST EMERGING MARKETS W

### LÆSEVEJLEDNING

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Afkast og risikoprofiler" side 24 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.majinvest.dk/prospekt](http://www.majinvest.dk/prospekt).

### RISIKOPROFIL

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

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

På risikoindikatoren er andelsklasserne placeret i kategori 6. I årsrapportens afsnit "Afkast og risikoprofiler" side 24 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet "Finansmarkederne" side 20 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

### STAMDATA

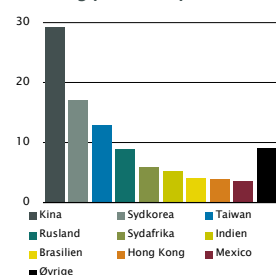
Investeringsrådgiver: Fondsmæglerselskabet Maj Invest  
Porteføljemanager: Klaus Bockstaller  
Morningstar Kategori™: Aktier - Globale Nye Markeder  
Finans Danmark-kategori: Aktier Emerging Markets

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

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

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

Fordeling på lande i pct.



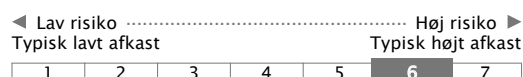
### VÆRDIUDVIKLING

Hvad er 100 DKK blevet til i den børsnoteret andelsklasse?



### RISIKOINDIKATOR

Begge andelsklasser



Maj Invest Emerging Markets gav i 2019 et afkast på 18,8 pct., mens Maj Invest Emerging Markets W gav et afkast på 19,6 pct. Afkastet er i absolut forstand særdeles tilfredsstillende, men lavere end både den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI Global Emerging Markets, der omregnet til danske kroner steg 20,8 pct., og afdelingens Morningstar Kategori™, der gav et afkast på 21,1 pct. Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der ikke udbetales udbytter.

Afdelingen mere end indfrie forventningerne i årsrapporten for 2018 om et positivt afkast, om end denne forventning var behæftet med betydelig usikkerhed.

### MARKEDET

I 2019 befandt emerging markets sig midt imellem fortsat positive pengepolitiske takter på den ene side og en intensiveret nyhedsstrøm i relation til den eskalerende handelskrig mellem USA og Kina på den anden side. Sidstnævnte lagde pres på de kinesiske aktier, men endnu mere på de koreanske, da Sydkorea anses for at være toneangivende økonomi for global handel. De latinamerikanske markeder havde deres egne problemer at kæmpe med. I Brasilien og Mexico gik BNP-væksten i stå. Chile led under uroligheder, og Argentina var nødsaget til at restrukturere sin gæld til udlandet, samtidig med at en venstreorienteret Péron-tilhænger vandt præsidentvalget. Kun Rusland og Indien slap helskindet gennem året. Mens væksten i begge lande fortsat var afdæmpet, blev det russiske marked belønnet for sin stabilitet, mens det indiske marked sandsynligvis blev holdt tilbage pga. en høj værdiansættelse.

### PERFORMANCE

Klaus Bockstaller fik ansvaret som porteføljemanager 1. januar 2019 og følger en valueorienteret strategi. Som konsekvens blev ca. 70 procent af porteføljen omlagt i februar 2019 til en portefølje med et tydeligt valuepræg. Det vil sige med betydelig lavere værdiansættelse af porteføljeselskaberne på de mest almindelige værdiansættelsesparametre relativt til MSCI Emerging Markets-indekset.

Afdelingens relative performance var tydeligt påvirket af, at valueaktier klarede sig ringere end markedet generelt og særligt i forhold til vækstaktier. Undervægt i de indekstunge teknologiselskaber Alibaba

og Tencent trak ned i det relative afkast svarende til ca. 2,5 procentpoint.

På den positive side nød afdelingen godt af, at valueaktierne Surgutneftegaz, et russisk olieselskab, Mediclinic, en sydafrikansk leverandør af sundhedsydelse, og China Lesso, en kinesisk producent af byggematerialer, gik stærkt frem. Det kinesiske selskab A-Living, der leverer serviceydelser inden for vedligehold af ejendomme, outperformede også kraftigt. Der er tale om en relativt ny og fragmenteret industri i Kina, hvor selskaber som A-Living vækster gennem opkøb og øget markedspenetrations.

På landeniveau var de brasilianske aktier en udfordring. Problemet var ikke massiv underperformance, men snarere en mangel på 'vindere'. Det var gennem 2019 og ved årsskiftet fortsat svært at finde aktier med en attraktiv prissætning i et marked med makroøkonomiske risici og udsigter til en opbremsning i reformprocesserne som følge af oprørstendenser i andre lande i Latinamerika. Omvendt bidrog overvægt i Rusland samt gunstig aktieudvælgelse af russiske aktier positivt til afkastet. Det russiske marked klarede sig godt, på trods af at markedet ved årsskiftet stadig er knap så populært i relation til investeringsvillighed.

### SÆRLIGE RISICI 2020

Udover de generelle risici ved at investere i emerging markets kan amerikanske renteforhøjelser påvirke emerging markets negativt. Den amerikanske økonomi har vist stærk fremdrift, og stærkere end forventede økonomiske data kan overraske markedet negativt med hensyn til omfanget af renteforhøjelser fra Fed. Udviklingen i handelsproblemerne mellem Kina og USA er en selvstændig risiko for emerging markets, ligesom konflikten mellem USA og Iran kan få betydning.

### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Vi forventer, at tre væsentlige faktorer vil være afgørende for udviklingen i emerging markets i 2020: Handelsrelationen mellem Kina og USA, dollarkursen og muligheden for indtjeningsfremgang i emerging markets.

En "fase 1"-handelsaftale mellem USA og Kina gav markedet et betydeligt løft i slutningen af 2019,

men der forelå ikke en underskrevet aftale, hvilket efterlod mange muligheder for fortolkning. Det kan medføre ny volatilitet i relation til specielt kinesiske aktier, men det er vores vurdering, at der er en god mulighed for at få en konkret aftale på plads forud for det amerikanske præsidentvalg i efteråret 2020.

Styrkelsen af den amerikanske dollar siden finanskrisen har givet modvind til emerging markets. Hvis denne lange periode med en styrket amerikansk dollar slutter, påvirkes specielt lande, der er nettoimportører af råvarer, herunder Tyrkiet og Indien, positivt.

Emerging markets-selskaberne har lidt under indtjeningsstilbagegang i 2018 og 2019. Cykliske aktier såvel som råvarerrelaterede selskaber er blevet særligt hårdt ramt. Mod slutningen af 2019 stabiliserede indtjenningen målt pr. aktier sig set overordnet, mens faldende indtjenning fortsat var priset ind i mange valueaktier. Valueaktier handler med en rabat i forhold til aktiemarkedet, som er tæt på et historisk maksimum. Der er derfor god mulighed for, at valueaktier kommer til at klare sig bedre end markedet generelt i 2020. Vi fastholder porteføljens overvægt i valueaktier og vil købe op i attraktivt prissatte positioner, når indtjenningen stabiliserer sig og accelererer.

I lyset af at emerging markets-aktier ved årsskiftet gennemsnitligt er værdiansat højere end 5-års gennemsnittet, og der er en konsensusforventning om indtjeningsvækst på 14 procent, forventer vi et afkast for 2020 i størrelsesordenen 5 pct. Med de ganske store udsving, der kendetegner aktiemarkedene, er vurderingen behæftet med stor usikkerhed, og afkastet kan blive negativt. Afkastet kan blive højere eller lavere end sammenligningsindekset, da afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi.

Til illustration af usikkerheden ved at investere i afdelingen har afdelingens sammenligningsindeks givet et afkast mellem -51 og +73 pct. de seneste 14 år, som blandt andet omfatter finanskrisen. Der er således en betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkastet for 2020.

*Pr. 1/1 2019 fik afdelingen Klaus Bockstaller som ny manager, og den overordnede strategi for afdelingen blev ændret til en valueorienteret tilgang til investering i emerging markets-aktier.*

## MAJ INVEST EMERGING MARKETS KL

## Resultatopgørelse

Note	1.1.-31.12.2019 1.000 DKK	1.1.-31.12.2018 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1	Renteindtægter 126	103
1	Renteudgifter -17	-25
2	Udbytter 17.094	6.926
	<b>I alt renter og udbytter 17.203</b>	<b>7.004</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>		
3	Kapitalandele 39.820	-36.306
	Valutakonti 138	-487
	Øvrige aktiver/passiver 43	45
4	Handelsomkostninger -702	-731
	<b>I alt kursgevinster og -tab 39.299</b>	<b>-37.479</b>
	<b>I alt indtægter 56.502</b>	<b>-30.475</b>
5	Administrationsomk. -3.170	-3.261
	<b>Resultat før skat 53.332</b>	<b>-33.736</b>
6	Skat -582	-644
	<b>Årets nettoresultat 52.750</b>	<b>-34.380</b>
<b>Resultatdisponering:</b>		
7	Foreslået udlodning 0	8.178
	Ovf. til udlodning næste år 109	221
	Ovf. til investorernes formue 52.641	-42.779
	<b>Disponeret 52.750</b>	<b>-34.380</b>

## Balance

Note	31.12.2019 1.000 DKK	31.12.2018 1.000 DKK
<b>Aktiver</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
	Indestående i depotselskab 10.463	11.827
<b>Kapitalandele:</b>		
8	Not. aktier, udl. selskaber 326.694	233.320
<b>Andre aktiver:</b>		
	Tilg.hav. renter, udbytter m.m. 289	150
	Andre tilgodehavender 0	4
	Mellemv. vedr. handelsafv. 0	40
	<b>I alt andre aktiver 289</b>	<b>194</b>
	<b>Aktiver i alt 337.446</b>	<b>245.341</b>
<b>Passiver</b>		
9	Investorerens formue 337.259	245.158
<b>Anden gæld:</b>		
	Skyldige omkostninger 187	143
	Mellemv. vedr. handelsafv. 0	40
	<b>I alt anden gæld 187</b>	<b>183</b>
	<b>Passiver i alt 337.446</b>	<b>245.341</b>

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2019	31.12.2018
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 1: Renteindtægter		
Indestående i depotselskab	126	103
Renteudgifter	-17	-25
I alt renteindtægter	109	78

Note 2: Udbytter		
Not. aktier fra udenlandske selskaber	17.094	6.926
I alt udbytter	17.094	6.926

Note 3: Kursgevinster og -tab		
Not. aktier fra udenlandske selskaber	39.820	-36.306
I alt fra kapitalandele	39.820	-36.306

Note 4: Handelsomkostninger		
Bruttohandelsomkostninger	-868	-1.218
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	165	487
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-702	-731

Note 5: Administrationsomkostninger	2019	2018
-------------------------------------	------	------

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.omkostninger	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-13	-13	-12
Rev.honorar til revisorer	-19	0	-19	-16
Andre honorarer til revisorer	-34	0	-34	0
Markedsføringsomk.	-618	-48	-666	-725
Gebyrer til depotselskab	-403	0	-403	-242
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-1.770	-34	-1.804	-1.978
Øvrige omkostninger	-85	-28	-113	-161
Fast administrationshonorar	-118	0	-118	-127
I alt adm.omkostninger	-3.047	-123	-3.170	-3.261

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

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

## Note 6: Skat

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

	31.12.2019	31.12.2018
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 7: Til rådighed for udlodning		
Renter og udbytter	17.203	7.004
Rente- og udbytteskat	-582	-644
Kursgevinst til udlodning	-14.325	7.327
Administrationsomkostninger til modregning	-3.170	-3.261
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-2.440	-2.168
Udlodning overført fra sidste år	221	141
Til rådighed for udlodning	-3.093	8.399
Negativt rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	3.202	0
Heraf foreslået udlodning	0	8.178
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	109	221

Note 8: Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
I alt	100,0	100,0

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

Note 9: Investorernes formue	2019	2018
	Formue- værdi	Formue- værdi
	1.000 DKK	1.000 DKK

Investorerne formue primo	245.158	514.481
Udlodning fra sidste år	-8.178	-86.117
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning:	83	21.037
Emissioner i året	87.106	50.849
Indløsninger i året	-40.074	-221.045
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	414	333
Overført til udlodning næste år	109	221
Foreslået udlodning	0	8.178
Overførsel af periodens resultat	52.641	-42.779
I alt Investorernes formue	337.259	245.158

## MAJ INVEST EMERGING MARKETS

### Klassens resultatposter

Note	1.1.-31.12.2019 1.000 DKK	1.1.-31.12.2018 1.000 DKK
Andel af res. af fællesportefølje	18.149	-13.774
<b>Klassepecifikke transaktioner:</b>		
Renteudgifter	0	-1
Administrationsomkostninger	-704	-781
<b>Klassens resultat</b>	<b>17.444</b>	<b>-14.557</b>
<b>Resultatdisponering:</b>		
1 Foreslået udlodning	0	2.889
Ovf. til udlodning næste år	0	65
Ovf. til investorernes formue	17.444	-17.511
<b>Disponeret</b>	<b>17.444</b>	<b>-14.557</b>

Note 1: Til rådighed for udlodning

Udlodning fra fællesportefølje	0	3.640
Renteudgifter	0	-1
Administrationsomkostninger til modregning	-704	-781
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	2	30
Udlodning overført fra sidste år	65	66
Til rådighed for udlodning	-638	2.954
Negativt rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	638	0
Heraf foreslået udlodning	0	2.889
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	0	65

Investorerne formue	2019 Antal andele	2019 Formue- værdi 1.000 DKK	2018 Antal andele	2018 Formue- værdi 1.000 DKK
Investorerne formue primo	1.070.028	97.801	1.225.683	153.768
Udlodning fra sidste år		-2.889		-25.372
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning:		-32		-238
Emissioner i året	92.231	9.243	116.579	12.522
Indløsninger i året	-125.400	-12.170	-272.234	-28.391
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		77		69
Overført til udlodning næste år		0		65
Foreslået udlodning		0		2.889
Overførsel af periodens resultat		17.444		-17.511
I alt Investorerne formue	1.036.859	109.473	1.070.028	97.801

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2015	2016	2017	2018	2019
Afkast (pct.)	-11,34	8,31	18,55	-13,40	18,79
Sammenligningsindeks, afkast (pct.)	-5,02	14,10	20,75	-10,06	20,78
Indre værdi (DKK pr. andel)	97,71	105,82	125,46	91,40	105,58
Nettoresultat (t.DKK)			10.984	-14.557	17.444
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	0,00	20,70	2,70	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,77	1,58	1,55	1,57	1,55
AOP (pct.)	2,46	2,12	2,31	2,04	2,01
Omsætningshastighed (antal gange)	0,71	0,38	1,04	0,56	0,89
Investorerne formue (t.DKK)			153.768	97.801	109.473
Antal andele, stk.			1.225.683	1.070.028	1.036.859
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio		0,21	0,47	0,19	0,31
Standardafvigelse		16,10	14,58	14,16	14,99
Active Share	95,57	89,44	86,00	91,47	77,92
Tracking Error		6,93	6,69	4,70	3,54

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

## MAJ INVEST EMERGING MARKETS W

### Klassens resultatposter

Note	1.1.-31.12.2019 1.000 DKK	1.1.-31.12.2018 1.000 DKK
Andel af res. af fællesportefølje	35.223	-20.343
<b>Klassepecifikke transaktioner:</b>		
Renteudgifter	-1	-2
Administrationsomkostninger	-82	-82
<b>Klassens resultat</b>	<b>35.141</b>	<b>-20.427</b>
<b>Resultatdisponering:</b>		
1 <b>Foreslået udlodning</b>	0	5.289
Ovf. til udlodning næste år	109	157
Ovf. til investorernes formue	35.032	-25.873
<b>Disponeret</b>	<b>35.141</b>	<b>-20.427</b>

Note 1: Til rådighed for udlodning

Udlodning fra fællesportefølje	0	5.485
Renteudgifter	-1	-2
Administrationsomkostninger til modregning	-82	-82
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	34	-31
Udlodning overført fra sidste år	157	75
Til rådighed for udlodning	109	5.445
Heraf foreslået udlodning	0	5.289
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	109	157

Investorerens formue	2019 Antal andele	2019 Formue- værdi 1.000 DKK	2018 Antal andele	2018 Formue- værdi 1.000 DKK
Investorerens formue primo	1.602.606	147.356	2.865.325	360.712
Udlodning fra sidste år		-5.289		-60.745
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning:		115		21.275
Emissioner i året	831.220	77.863	358.252	38.327
Indløsninger i året	-289.384	-27.904	-1.620.971	-192.654
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		504		867
Overført til udlodning næste år		109		157
Foreslået udlodning		0		5.289
Overførsel af periodens resultat		35.032		-25.873
I alt Investorerens formue	2.144.442	227.786	1.602.606	147.356

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2015	2016	2017	2018	2019
Afkast (pct.)	-11,34	8,31	18,96	-12,85	19,55
Sammenligningsindeks, afkast (pct.)	-5,02	14,10	20,75	-10,06	20,78
Indre værdi (DKK pr. andel)	97,71	105,82	125,89	91,95	106,22
Nettoresultat (t.DKK)			21.062	-20.427	35.141
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	0,00	21,20	3,30	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,77	1,58	1,20	0,90	0,90
AOP (pct.)	2,46	2,12	1,97	1,38	1,37
Omsætningshastighed (antal gange)	0,71	0,38	1,04	0,56	0,89
Investorerens formue (t.DKK)			360.712	147.356	227.786
Antal andele, stk.			2.865.325	1.602.606	2.144.442
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio		0,21	0,48	0,21	0,33
Standardafvigelse		16,10	14,59	14,16	15,00
Active Share	95,57	89,44	86,00	91,47	77,92
Tracking Error		6,93	6,69	4,70	3,54

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

# MAJ INVEST GLOBAL SUNDHED

## MAJ INVEST GLOBAL SUNDHED W

### LÆSEVEJLEDNING

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Afkast og risikoprofiler" side 24 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.majinvest.dk/prospekt](http://www.majinvest.dk/prospekt).

### RISIKOPROFIL

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

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

På risikoindikatoren er andelsklasserne placeret i kategori 6. I årsrapportens afsnit "Afkast og risikoprofiler" side 24 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet "Finansmarkederne" side 20 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

### STAMDATA

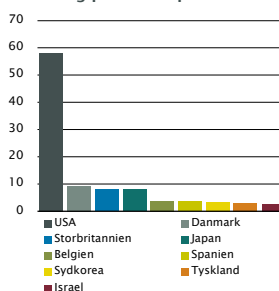
Investeringsrådgiver: Fondsmæglerselskabet Maj Invest  
Porteføljemanager: Erik Bak  
Morningstar Kategori™: Sektor - Øvrige , Aktier (Rates ikke)  
Finans Danmark-kategori: Aktier Globale

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

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

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

Fordeling på lande i pct.



### VÆRDIUDVIKLING

Hvad er 100 DKK blevet til i den børsnoteret andelsklasse?



### RISIKOINDIKATOR

Begge andelsklasser



Maj Invest Global Sundhed gav i 2019 et afkast på 19,0 pct., mens Maj Invest Global Sundhed W gav et afkast på 19,7 pct. Afkastet er i absolut forstand særdeles tilfredsstillende, men dog ringere end den generelle udvikling for aktier målt ved sammenligningsindekset MSCI World, der omregnet til danske kroner steg 30,2 pct. Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 6,50 kr. pr. andel i Maj Invest Global Sundhed og 7,40 kr. pr. andel i Maj Invest Global Sundhed W. Udbyttet er udbetalt aconto i januar 2020.

Afdelingen mere end indfrie forventningerne i årsrapporten for 2018 om et positivt afkast på 5-10 pct., hvilket skyldes store rentefald og lave alternative afkastmuligheder. Afkastet var dog lavere end sammenligningsindekset som følge af et svært år for sundhedsaktier og klima- og miljøaktier. Stigningerne i markedet var først og fremmest drevet af vækst- og teknologiaktier uden for afdelingens investeringsområde.

### MARKEDET

Det globale aktiemarked udviklede sig positivt i 2019, hvor investorerne i løbet af året øgede deres villighed til at betale en højere pris for hver indtjeningskrone i selskaberne. Stigningerne var kun i mindre grad drevet af højere indtjening i selskaberne. Den højere prissætning skyldtes i det væsentlige faldende og negative markedrenter og dermed ringere alternative afkastmuligheder. Stigningerne i 2019 skete først og fremmest i vækst- og teknologiaktier, mens valueaktier gav et noget lavere afkast. Sektormæssigt var sundhedsaktier ramt af et bredt politisk fokus i USA på at nedbringe sundhedsomkostningerne. Udviklingen inden for klima- og miljøområdet var samlet set negativ som følge af handelskrigen mellem USA og Kina. Det dækker over såvel et godt marked for sol- og vindenergi som et svært marked for transport.

### PERFORMANCE

Global Sundhed består af to overordnede områder, som begge har udviklet sig svagere end gennemsnittet for aktiemarkedet. Sundhedsplejeaktierne bidrog relativt set negativt efter stort politisk fokus på at nedbringe omkostningerne til sundhed i USA, herunder at reformere et i dag privatbaseret forsikringsmarked til et mere offentligt styret system. Klima- og miljøaktierne bidrog relativt set også negativt som



følge af handelskrigen og en deraf medfølgende opbremsning inden for flere områder, herunder leverandører til bilsektoren. Afdelingens fokus på lav P/E (pris/indtjening) og valueaktier bidrog også negativt til det relative afkast, idet de helt store stigninger i markedet først og fremmest skete i aktier med en i forvejen høj P/E, hvor afdelingen var undervægtet.

Blandt enkeltaktier bidrog især Umicore (bæredygtighed), Celgene (bioteknologi), Hoya Corp (optiske produkter), Siemens Gamesa (vindmøller) og Thermo Fischer (medicinsk udstyr) positivt til afdelingens afkast. Omvendt bidrog især Teva (generisk medicin), Tenneco (mindre forurening fra biler), Mylan (generisk medicin), AMG Advanced (CO<sub>2</sub>-mindskende råvarer) og Exelixis (bioteknologi) negativt til afkastet.

#### SÆRLIGE RISICI 2020

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

Inden for klimaområdet er der fortsat en klar global opbakning til at nedbringe CO<sub>2</sub>-udledningen, hvilket er positivt for afdelingens selskaber inden for dette område. Selvom de fleste af verdens større lande er positive med hensyn til at implementere de indgåede aftaler, er der risiko for, at USA trækker sig helt ud af disse aftaler. Det kan medføre en negativ effekt på hele sektoren. Herudover kan det ikke udelukkes, at den amerikanske præsident vil forsøge at forringe de gældende positive vilkår for mange selskaber indenfor vedvarende energi.

#### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Afdelingen investerer i virksomheder, der er påvirket af stærke globale trends: befolkningsvækst, flere ældre mennesker, stigende levestandard, global opvarmning, pres på jordens ressourcer samt et øget fokus på og krav til klimaet og sundhedspleje lokalt som globalt. Det sker i forventning om, at disse trends vil resultere i en mangeårig periode med vækst og gode indtjeningsmuligheder for de bedste selskaber indenfor disse områder.

Sundhedsplejeselskaberne udgjorde ultimo året 60 pct. af afdelingen, mens klima- og miljøsekskaber udgjorde 40 pct. Vægten af sundhedsplejeaktier blev øget i løbet af året pga. områdets mere defensive karakter i usikre perioder. Trods et stort politisk fokus på, at de offentlige sundhedsudgifter skal nedbringes, vurderes det, at der er gode muligheder for, at de mest innovative selskaber stadig vil kunne klare sig godt i dette miljø.

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

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

For året 2020 forventes et positivt afkast på 5-10 pct. i forventning om en generelt positiv indtjeningsudvikling for de fleste selskaber. Dette er baseret på en forventning om et fortsat lavt historisk renteniveau. Afdelingen følger en specialiseret strategi, og det må forventes, at afkastet kan afvige betydeligt i forhold til afdelingens sammenligningsindeks.

Til illustration af usikkerheden ved at investere i afdelingen har afdelingen og Morningstar-kategorierne for henholdsvis sundhedspleje og miljø- og klimaområdet givet et afkast på mellem -44,1 og +41,4 pct. de seneste 14 år, som blandt andet omfatter finanskrisen. Der er således betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkastet for 2020.

## MAJ INVEST GLOBAL SUNDHED KL

## Resultatopgørelse

Note	1.1.-31.12.2019 1.000 DKK	1.1.-31.12.2018 1.000 DKK	
<b>Renter og udbytter:</b>			
1	Renteindtægter	4	7
1	Renteudgifter	-20	-17
2	Udbytter	4.538	5.262
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>4.522</b>	<b>5.252</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>			
3	Kapitalandele	87.922	-32.787
3	Afledte finansielle instr.	0	-51
	Valutakonti	17	-292
	Øvrige aktiver/passiver	18	47
4	Handelsomkostninger	-183	-217
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>87.774</b>	<b>-33.300</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>92.296</b>	<b>-28.048</b>
5	Administrationsomk.	-4.923	-4.893
	<b>Resultat før skat</b>	<b>87.373</b>	<b>-32.941</b>
6	Skat	-441	-535
	<b>Arets nettoresultat</b>	<b>86.932</b>	<b>-33.476</b>
<b>Resultatdisponering:</b>			
7	Foreslået udlodning	23.125	40.230
	Ovf. til udlodning næste år	86	189
	Ovf. til investorernes formue	63.721	-73.895
	<b>Disponeret</b>	<b>86.932</b>	<b>-33.476</b>

## Balance

Note	31.12.2019 1.000 DKK	31.12.2018 1.000 DKK	
<b>Aktiver</b>			
<b>Likvide midler:</b>			
	Indestående i depotselskab	2.611	2.443
<b>Kapitalandele:</b>			
8	Not. aktier fra DK selskaber	49.989	32.313
8	Not. aktier, udl. selskaber	490.733	402.614
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>540.722</b>	<b>434.927</b>
<b>Andre aktiver:</b>			
	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	149	263
	Andre tilgodehavender	0	7
	Mellemv. vedr. handelsafv.	1.287	80
	Aktuelle skatteaktiver	772	734
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>2.208</b>	<b>1.084</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>545.541</b>	<b>438.454</b>
<b>Passiver</b>			
9	Investorernes formue	544.671	438.149
<b>Anden gæld:</b>			
	Skyldige omkostninger	227	225
	Mellemv. vedr. handelsafv.	643	80
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>870</b>	<b>305</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>545.541</b>	<b>438.454</b>

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2019	31.12.2018
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 1: Renteindtægter		
Indestående i depotselskab	4	7
Renteudgifter	-20	-17
I alt renteindtægter	-16	-10

Note 2: Udbytter		
Not. aktier fra danske selskaber	189	432
Not. aktier fra udenlandske selskaber	4.349	4.830
I alt udbytter	4.538	5.262

Note 3: Kursgevinster og -tab		
Not. aktier fra danske selskaber	12.715	2.639
Not. aktier fra udenlandske selskaber	75.207	-35.426
I alt fra kapitalandele	87.922	-32.787
Valutaterminforretninger/futures	0	-51
I alt fra afledte finansielle instrumenter	0	-51

Note 4: Handelsomkostninger		
Bruttohandelsomkostninger	-236	-371
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	52	154
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-183	-217

Note 5: Administrationsomkostninger	2019	2018
-------------------------------------	------	------

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.omkostninger	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-21	-21	-22
Rev.honorar til revisorer	-19	0	-19	-16
Andre honorarer til revisorer	-6	0	-6	-1
Markedsføringsomk.	-939	-85	-1.024	-989
Gebyrer til depotselskab	-319	0	-319	-268
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-3.210	-46	-3.256	-3.318
Øvrige omkostninger	-32	-35	-67	-64
Fast administrationshonorar	-211	0	-211	-215
I alt adm.omkostninger	-4.736	-187	-4.923	-4.893

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

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

Note 6: Skat

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

	31.12.2019	31.12.2018
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 7: Til rådighed for udlodning		
Renter og udbytter	4.522	5.252
Rente- og udbytteskat	-461	-535
Kursgevinst til udlodning	22.741	43.545
Administrationsomkostninger til modregning	-4.923	-4.893
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	1.142	-3.009
Udlodning overført fra sidste år	189	59
Til rådighed for udlodning	23.210	40.419
Heraf foreslået udlodning	23.125	40.230
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	86	189

Note 8: Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
I alt	100,0	100,0

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

Note 9: Investorernes formue	2019 Formue- værdi 1.000 DKK	2018 Formue- værdi 1.000 DKK
------------------------------	---------------------------------------	---------------------------------------

Investorerens formue primo	438.149	446.812
Udlodning fra sidste år	-40.230	-54.307
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning:		
Emissioner i året	-220	-423
Indløsninger i året	87.523	195.459
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	-27.652	-116.648
Overført til udlodning næste år	168	732
Foreslået udlodning	86	189
Overførsel af periodens resultat	23.125	40.230
I alt Investorernes formue	63.721	-73.895
	544.671	438.149

## MAJ INVEST GLOBAL SUNDHED

## Klassens resultatposter

Note	1.1.-31.12.2019 1.000 DKK	1.1.-31.12.2018 1.000 DKK
Andel af res. af fællesportefølje	31.773	-13.269
<b>Klassens resultat</b>	<b>30.718</b>	<b>-14.264</b>
<b>Resultatdisponering:</b>		
1 Foreslået udlodning	7.222	14.821
Ovf. til udlodning næste år	81	105
Ovf. til investorernes formue	23.415	-29.190
<b>Disponeret</b>	<b>30.718</b>	<b>-14.264</b>

Note 1: Til rådighed for udlodning

Udlodning fra fællesportefølje	8.207	15.958
Renteudgifter	-1	-1
Administrationsomkostninger til modregning	-1.054	-994
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	45	-67
Udlodning overført fra sidste år	105	30
Til rådighed for udlodning	7.302	14.926
Heraf foreslået udlodning	7.222	14.821
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	81	105

Investorerne formue	2019 Antal andele	2019 Formue- værdi 1.000 DKK	2018 Antal andele	2018 Formue- værdi 1.000 DKK
Investorerne formue primo	1.106.057	168.286	905.920	168.682
Udlodning fra sidste år		-14.821		-20.202
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning:		-148		-436
Emissioner i året	132.044	20.783	231.737	39.848
Indløsninger i året	-127.074	-19.809	-31.600	-5.412
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		77		70
Overført til udlodning næste år		81		105
Foreslået udlodning		7.222		14.821
Overførsel af periodens resultat		23.415		-29.190
I alt Investorerne formue	1.111.027	185.085	1.106.057	168.286

## Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2015	2016	2017	2018	2019
Afkast (pct.)	11,30	-0,02	11,35	-7,80	19,04
Sammenligningsindeks, afkast (pct.)	10,66	10,32	7,66	-3,89	30,19
Indre værdi (DKK pr. andel)	197,42	168,61	186,20	152,15	166,59
Nettoresultat (t.DKK)			4.114	-14.264	30.718
Udbytte (DKK pr. andel)	27,90	1,50	22,30	13,40	6,50
Administrationsomkostninger (pct.)	1,34	1,47	1,56	1,34	1,34
AOP (pct.)	1,71	1,72	1,76	1,45	1,45
Omsætningshastighed (antal gange)	0,58	0,16	0,41	0,32	0,46
Investorerne formue (t.DKK)			168.682	168.286	185.085
Antal andele, stk.			905.920	1.106.057	1.111.027
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	0,80	1,22	1,21	0,60	0,49
Standardafvigelse	13,59	11,91	11,72	13,44	15,57
Active Share	94,51	94,88	95,59	96,39	96,93
Tracking Error	4,91	5,39	5,06	5,70	7,97

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

## MAJ INVEST GLOBAL SUNDHED W

### Klassens resultatposter

Note	1.1.-31.12.2019 1.000 DKK	1.1.-31.12.2018 1.000 DKK
Andel af res. af fællesportefølje	56.298	-19.283
<b>Klassespecifikke transaktioner:</b>		
Renteudgifter	-1	-1
Administrationsomkostninger	-135	-127
<b>Klassens resultat</b>	<b>56.162</b>	<b>-19.412</b>
<b>Resultatdisponering:</b>		
1 Foreslået udlodning	15.903	25.409
Ovf. til udlodning næste år	5	84
Ovf. til investorernes formue	40.254	-44.905
<b>Disponeret</b>	<b>56.162</b>	<b>-19.412</b>

Note 1: Til rådighed for udlodning

Udlodning fra fællesportefølje	15.953	25.586
Renteudgifter	-1	-1
Administrationsomkostninger til modregning	-135	-127
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	7	7
Udlodning overført fra sidste år	84	29
Til rådighed for udlodning	15.908	25.493
Heraf foreslået udlodning	15.903	25.409
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	5	84

Investorerne formue	2019 Antal andele	2019 Formue- værdi 1.000 DKK	2018 Antal andele	2018 Formue- værdi 1.000 DKK
Investorerne formue primo	1.764.532	269.863	1.489.309	278.130
Udlodning fra sidste år		-25.409		-34.105
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning:		-72		13
Emissioner i året	433.503	66.741	920.961	155.612
Indløsninger i året	-49.000	-7.844	-645.738	-111.236
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		144		861
Overført til udlodning næste år		5		84
Foreslået udlodning		15.903		25.409
Overførsel af periodens resultat		40.254		-44.905
I alt Investorerne formue	2.149.035	359.585	1.764.532	269.863

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2015	2016	2017	2018	2019
Afkast (pct.)	11,30	-0,02	11,68	-7,31	19,69
Sammenligningsindeks, afkast (pct.)	10,66	10,32	7,66	-3,89	30,19
Indre værdi (DKK pr. andel)	197,42	168,61	186,75	152,94	167,32
Nettoresultat (t.DKK)			11.027	-19.412	56.162
Udbytte (DKK pr. andel)	27,90	1,50	22,90	14,40	7,40
Administrationsomkostninger (pct.)	1,34	1,47	1,25	0,81	0,80
AOP (pct.)	1,71	1,72	1,45	0,92	0,91
Omsætningshastighed (antal gange)	0,58	0,16	0,41	0,32	0,46
Investorerne formue (t.DKK)			278.130	269.863	359.585
Antal andele, stk.			1.489.309	1.764.532	2.149.035
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	0,80	1,22	1,21	0,61	0,51
Standardafvigelse	13,59	11,91	11,72	13,43	15,57
Active Share	94,51	94,88	95,59	96,39	96,93
Tracking Error	4,91	5,39	5,06	5,71	7,97

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

# MAJ INVEST DANSKE OBLIGATIONER

## LÆSEVEJLEDNING

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Afkast og risikoprofiler" side 24 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.majinvest.dk/prospekt](http://www.majinvest.dk/prospekt).

## RISIKOPROFIL

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

På risikoindikatoren er andelsklasserne placeret i kategori 2. I årsrapportens afsnit "Afkast og risikoprofiler" side 24 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet "Finansmarkederne" side 20 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

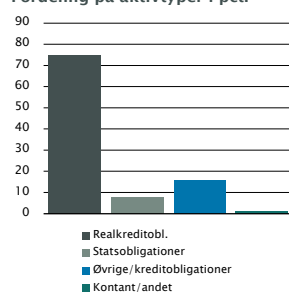
## STAMDATA

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

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

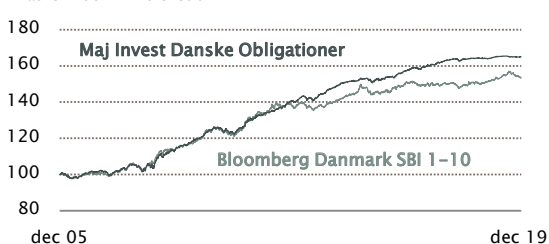
Fondskode: DK0060005098  
Børsnoteret: Ja  
Morningstar Rating™: ★★

Fordeling på aktivtyper i pct.



## VÆRDIUDVIKLING

Hvad er 100 DKK blevet til?



## RISIKOINDIKATOR



Afdelingen gav i 2019 et afkast på 0,6 pct. Afkastet er i absolut forstand meget tilfredsstillende set i forhold til renteniveauet, men ringere end sammenligningsindekset Bloomberg Danmark SBI 1-10, der steg 1,3 pct. I forhold til den sammenlignelige Morningstar Kategori™ er afkastet 1,2 procentpoint ringere. Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der ikke udbetales udbytter.

Afdelingen gav i 2019 et afkast på niveau med forventningerne om et beskedent positivt afkast udtrykt i årsrapporten for 2018.

Sammenligningsindekset indeholder alene danske statsobligationer, mens afdelingen investerer i både stats-, realkredit- og kreditobligationer.

## MARKEDET

Obligationsrenterne på de danske statsobligationer faldt de første otte måneder af 2019. Rnten på den 10-årige danske statsobligation faldt med 1 procentpoint fra januar til ultimo august og steg derefter et halvt procentpoint. Renteudviklingen fik også stor effekt på realkreditmarkedet, hvor vi så nye obligationsserier med lavere kuponrenter og nye rekordlave renteniveauer i første til tredje kvartal. De markante rentefald var i høj grad drevet af centralbanker, der vendte rundt på en tallerken, og gik fra at stramme op til at lempe pengepolitikken. De var bekymrede for global vækst, hvor man så en opbremsende tendens. Handelskonflikten mellem USA og Kina øgede ligeledes usikkerheden og bekymringerne.

Modsat 2018, der var et udramatisk år på det danske obligationsmarked, så viste 2019 sig at blive et bemærkelsesværdigt år, hvor samtlige danske statsobligationer handlede til negative renter. I øvrigt som det første land i verden. Den toneangivende 10-årige statsobligation faldt på halvanden måned over sommeren med 0,5 procentpoint og havde ultimo august en effektiv rente tæt på -0,70 pct. På realkreditmarkedet så vi tilsvarende udsving, og det 30-årige realkreditlån, der primo året havde en kuponrente på 2 pct., var for længst lukket tre kvartaler senere, hvor låntagere kunne optage 30-årige lån med en rente på 0,5 pct., endda til en attraktiv kurs på op mod 99. Dette medførte en betydelig omlægningsaktivitet; samlet set for omkring 500 mia. kroner i løbet af de tre sidste kvartaler i året.

## PERFORMANCE

Afdelingens rentefølsomhed var omkring et år ved indgangen til 2019. Dette niveau afspejlede, at obligationsrenterne allerede dengang lå på et relativt lavt niveau. Afdelingens varighed er blevet øget i takt med stigende renter i fjerde kvartal, der gav nye muligheder for fornuftige køb af lange konverterbare realkreditobligationer og femårige flexlånsobligationer. Samlet set havde porteføljen ved årets udgang fortsat en relativt lav renterisiko og var eksponeret mere mod fortsat stigende renter end mod faldende renter. Varigheden blev øget for at øge afkastpotentialiet i et scenarie med uforandrede til faldende renter. Ultimo 2019 var varigheden således på 1,8 år, hvilket fortsat er i den lave ende.

Da renten for såvel stats- som realkreditobligationer endte året lavere, end den begyndte, klarede lange obligationer sig bedre end korte i 2019. Da afdelingen havde en lav eksponering mod lange obligationer i første halvdel af året, blev afkastet lavere end for sammenligningsindekset og den sammenlignelige Morningstar Kategori™. Afdelingen har dog givet et betydeligt merafkast i fjerde kvartal.

Afdelingen investerer i tre typer af obligationer: danske statsobligationer, danske realkreditobligationer og kreditobligationer fra danske udstedere. I 2019 var det særligt eksponeringen mod kreditobligationer, der bidrog til afkastet, og i lidt mindre grad flexlånsobligationer og konverterbare realkreditobligationer. Indenfor de konverterbare kom de positive bidrag fra obligationer med kuponer på henholdsvis 1,5 pct. og 2 pct. Primo året var 20 pct. af porteføljen placeret i konverterbare obligationer; en eksponering, der blev øget til ca. 50 pct. Det skete til fordel for flexlånsobligationer, hvor beholdningen i løbet af året blev nedbragt fra 40 pct. til 10 pct.

## SÆRLIGE RISICI 2020

Brexit og handelskrigen mellem USA og Kina forventes at fylde mindre end i 2019. Vi forventer bedring i konjunkturindikatorerne og vækstestimer for den globale økonomi, som også sætter retningen for det danske renteniveau. De største risici i afdelingen er på kort sigt fortsat en hurtig stigning i renterne, hvor kurstabene overstiger det lave direkte afkast på obligationerne.

## FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Realkreditobligationer udgør ved indgangen til 2020 75 pct. af porteføljen. To tredjedele af denne eksponering er konverterbare realkreditobligationer. Over halvdelen af de konverterbare obligationer i porteføljen består af gamle 'højtforrentede' serier, som vurderes at klare sig godt ved moderat stigende renter, fordi niveauet af ekstraordinære indfrielse vil falde. Den største risiko i det kommende år for realkreditinvestorer, er en pludselig opadgående rentebevægelse, der giver et chok til rentemarkedet, og kan forårsage et 'sell-off' i realkreditmarkedet. Det vil typisk ske i åbne obligationsserier med høj rentefølsomhed, hvilket er en af årsagerne til, at vi har en mindre eksponering til denne del af markedet. Afdelingens rentefølsomhed relativt begrænset med omkring 1,8 år ved årsskiftet, og porteføljen er mere eksponeret til stigende danske obligationsrenter end yderligere rentefald.

På trods af en pæn andel af gamle 'højtforrentede' obligationer med en lav rentefølsomhed, vil det være svært at levere et positivt afkast i afdelingen, såfremt obligationsrenterne stiger. Vores forventning er, at de danske obligationsrenter vil stige lidt i 2020, og afdelingens porteføljesammensætning afspejler ved indgangen til 2020 denne holdning. Såfremt de danske obligationsrenter stiger, vil det være muligt at øge eksponeringen mod lange konverterbare obligationer og samtidigt øge afdelingens rentefølsomhed. Vi har dog ingen forventning om at øge rentefølsomheden, med mindre obligationsrenterne stiger betragteligt.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, og da afdelingens sammenligningsindeks alene dækker danske statsobligationer, må investor forvente store udsving i forhold til sammenligningsindekset. Læs om valg af sammenligningsindeks på side 13. Såfremt renterne bliver liggende på niveauerne ved årsskiftet eller kun stiger svagt, forventer vi et beskedent positivt afkast i afdelingen. Investor bør være opmærksom på, at der er betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkast. Med tanke på det lave absolutte renteniveau samt niveau for risikopræmier kan en rentestigning eller en udvidelse af risikopræmier føre til kurstab på afdelingens obligationer. Om afkastet bliver positivt eller negativt vil i vid udstrækning være dikteret af bevægelserne på de globale obligationsmarkeder.

## MAJ INVEST DANSKE OBLIGATIONER

## Resultatopgørelse

Note	1.1.-31.12.2019 1.000 DKK	1.1.-31.12.2018 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	21.243	17.485
1 Renteudgifter	-211	-311
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>21.032</b>	<b>17.174</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>		
2 Obligationer	-2.228	-9.153
2 Afledte finansielle instr.	-5.683	-2.504
Valutakonti	15	14
Øvrige aktiver/passiver	1	7
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-7.895</b>	<b>-11.636</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>13.137</b>	<b>5.538</b>
3 Administrationsomk.	-3.784	-3.304
<b>Resultat før skat</b>	<b>9.353</b>	<b>2.234</b>
Skat	0	0
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>9.353</b>	<b>2.234</b>
<b>Resultatdisponering:</b>		
4 Foreslået udlodning	0	15.294
Ovf. til udlodning næste år	507	40
Ovf. til investorernes formue	8.846	-13.100
<b>Disponeret</b>	<b>9.353</b>	<b>2.234</b>

## Balance

Note	31.12.2019 1.000 DKK	31.12.2018 1.000 DKK
<b>Aktiver</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	12.320	79.610
<b>Obligationer:</b>		
5 Not. obl. fra danske udst.	1.358.352	1.486.494
5 Not. obl. fra udl. udstedere	50.523	0
<b>I alt obligationer</b>	<b>1.408.875</b>	<b>1.486.494</b>
7,9 <b>Afledte finansielle instr.:</b>		
Not. afledte finansielle instr.	865	301
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	6.713	8.518
Andre tilgodehavender	0	24
Mellemv. vedr. handelsafv.	136.717	48.370
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>143.430</b>	<b>56.912</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.565.490</b>	<b>1.623.317</b>
<b>Passiver</b>		
6 Investorernes formue	1.433.463	1.560.384
<b>Afledte finansielle instr.:</b>		
Not. afledte finansielle instr.	865	301
Unot. afledte finansielle instr.	81	16
<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>946</b>	<b>317</b>
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	15	27
Mellemv. vedr. handelsafv.	131.066	62.589
<b>I alt anden gæld</b>	<b>131.081</b>	<b>62.616</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>1.565.490</b>	<b>1.623.317</b>

## Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2015	2016	2017	2018	2019
Afkast (pct.)	1,38	3,62	2,74	0,18	0,62
Sammenligningsindeks, afkast (pct.)	-0,02	3,05	0,13	0,93	1,26
Indre værdi (DKK pr. andel)	100,85	102,66	103,84	102,02	101,66
Nettoresultat (t.DKK)	7.566	21.669	24.576	2.234	9.353
Udbytte (DKK pr. andel)	1,80	1,60	2,00	1,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	0,27	0,24	0,25	0,24	0,24
ÅOP (pct.)	0,33	0,26	0,27	0,26	0,26
Omsætningshastighed (antal gange)	0,51	0,32	0,18	0,12	0,34
Investorernes formue (t.DKK)	552.946	697.620	1.140.756	1.560.384	1.433.463
Antal andele, stk.	5.482.813	6.795.272	10.985.359	15.294.166	14.100.606
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	2,04	2,30	2,15	2,46	2,05
Standardafvigelse	1,94	1,58	1,48	1,12	1,00



## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2019	31.12.2018
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 1: Renteindtægter		
Noterede obligationer fra danske udstedere	20.623	17.483
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	620	2
Renteudgifter	-211	-311
I alt renteindtægter	21.032	17.174

Note 2: Kursgevinster og -tab		
Noterede obl. fra danske udstedere	-3.819	-9.171
Not. obl. fra udenlandske udstedere	1.591	18
I alt fra obligationer	-2.228	-9.153
Valutaterminsforretninger/futures	-558	-63
Aktieterminer/futures	-5.125	-2.441
I alt fra afledte finansielle instrumenter	-5.683	-2.504

Note 3: Administrationsomkostninger	2019	2018
-------------------------------------	------	------

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.omkostninger	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-56	-56	-62
Rev.honorar til revisorer	-15	0	-15	-12
Markedsføringsomk.	-230	-270	-500	-471
Gebyrer til depotselskab	-249	0	-249	-244
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-2.371	-168	-2.539	-2.164
Øvrige omkostninger	-26	-68	-94	-66
Fast administrationshonorar	-331	0	-331	-285
I alt adm.omkostninger	-3.222	-562	-3.784	-3.304

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

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

	31.12.2019	31.12.2018
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 4: Til rådighed for udlodning		
Renter og udbytter	21.032	17.174
Kursgevinst til udlodning	-17.250	-1.632
Administrationsomkostninger til modregning	-3.784	-3.304
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	469	2.560
Udlodning overført fra sidste år	40	536
Til rådighed for udlodning	507	15.334
Heraf foreslået udlodning	0	15.294
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	507	40

Note 5: Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	-0,0	-0,0
I alt	100,0	100,0

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

Note 6: Investorernes formue	2019	2019	2018	2018
	Antal	Formue-	Antal	Formue-
	andele	værdi	andele	værdi
		1.000 DKK		1.000 DKK

Investorerne formue primo	15.294.166	1.560.384	10.985.359	1.140.756
Udlodning fra sidste år		-15.294		-21.971
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		323		-1.560
Emissioner i året	2.060.720	209.279	4.469.707	457.316
Indløsninger i året	-3.254.280	-331.016	-160.900	-16.632
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		434		241
Ovf. til udlodning næste år		507		40
Foreslået udlodning		0		15.294
Ovf. af periodens resultat		8.846		-13.100
I alt investorernes formue	14.100.606	1.433.463	15.294.166	1.560.384

Note 7: Underl. eksponering ved valutaterminsforretninger (1.000 DKK)		
Valuta	Eksponering	Eksponering
DKK	168.030	41.017
EUR	-168.131	-41.043

Note 8: Underliggende eksponering ved futures (1.000 DKK)

Solgte rentefutures	-89.179	-101.294
---------------------	---------	----------

Note 9: Modparter ved afledte finansielle instrumenter  
Danske Bank

## MAJ INVEST GLOBALE OBLIGATIONER

### LÆSEVEJLEDNING

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Afkast og risikoprofiler" side 24 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.majinvest.dk/prospekt](http://www.majinvest.dk/prospekt).

### RISIKOPROFIL

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

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

På risikoindikatoren er andelsklasserne placeret i kategori 3. I årsrapportens afsnit "Afkast og risikoprofiler" side 24 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet "Finansmarkederne" side 20 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

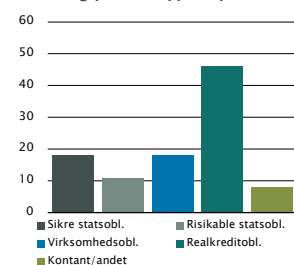
### STAMDATA

Investeringsrådgiver:  
Fondsmæglerselskabet Maj Invest  
Porteføljemanager:  
Gustav Bundgaard Smidth  
Morningstar Kategori™:  
Obligationer - Globale EUR Fokus  
Finans Danmark-kategori:  
Obligationer Investment Grade

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

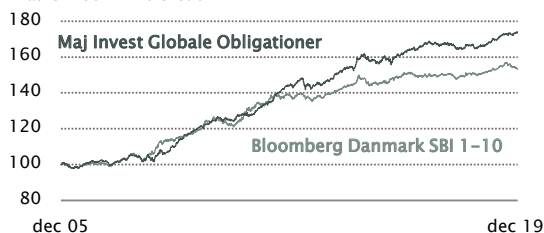
Fondskode: DK0060004950  
Børsnoteret: Ja  
Morningstar Rating™: ★★★★★

Fordeling på aktivtyper i pct.

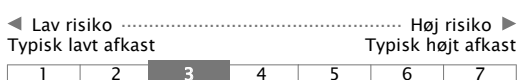


### VÆRDIUDVIKLING

Hvad er 100 DKK blevet til?



### RISIKOINDIKATOR



Afdelingen gav i 2019 et afkast på 4,0 pct. Afkastet er i absolut forstand meget tilfredsstillende i forhold til det generelle renteniveau og højere end for sammenligningsindekset Bloomberg Danmark SBI 1-10, der gav et afkast på 1,3 pct. I forhold til øvrige afdelinger i samme Morningstar Kategori™ er afkastet 0,7 procentpoint ringere. Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 2,10 kr. pr. andel. Udbyttet blev udbetalt aconto i januar 2020.

Afdelingen gav i 2019 et afkast, der oversteg forventningerne om et beskedent positivt afkast udtrykt i årsrapporten for 2018.

Afdelingen kan investere i alle obligationstyper og lande. Hovedparten af formuen er normalt investeret i obligationer udstedt i danske kroner eller euro. De obligationstyper, der investeres i, inkluderer realkreditobligationer, statsobligationer med lav kreditrisiko, emerging markets-obligationer og virksomhedsobligationer. Afdelingen investerer i de segmenter, der vurderes at være mest attraktive. Samtidig tilstræbes det at balancere porteføljen, så den klarer sig fornuftigt, uanset hvordan markederne udvikler sig.

### MARKEDET

Obligationensrenterne er over en bred kam faldet markant i 2019. Det gælder langt de fleste obligationsrenter på sikre stats- og realkreditobligationer samt i hovedtræk også obligationsrenterne på de mere risikofyldte virksomhedsobligationer og emerging markets-obligationer. En del af forklaringen skyldes indsnævring af kredit- og risikopræmier hen over året, da disse ved indgangen til 2019 var på et relativt højt niveau efter markedsuroen i fjerde kvartal 2018. Recessionsfrygten aftog hen over året, samtidigt med at de store centralbanker vendte rundt i forhold til deres reaktionsmønster i 2018 og lempede pengepolitikken betydeligt i 2019.

Den amerikanske centralbank, Federal Reserve, sænkede den ledende med 0,25 procentpoint tre gange og stoppede sine kvantitative stramninger (tilbage salg af tidligere opkøbte obligationer). Den Europæiske Centralbank, ECB, sænkede den ledende rente med 0,1 procentpoint til -0,5 pct., hvilket er det laveste niveau nogensinde. Centralbankernes u-vending i forhold til 2018 var en primær årsag til et betydeligt rentefald i de globale obligationsmarkeder.

## PERFORMANCE

Porteføljen var ved indgangen til 2019 relativt defensivt eksponeret med godt tre fjerdedele af afdelingens investeringer i sikre stats- og realkreditobligationer og knap 25 pct. investeret i kredit- og emerging markets-obligationer. Hen over året blev eksponeringen mod kredit- og emerging markets-obligationer øget en smule, og de to segmenter udgør ved indgangen til 2020 ca. 28,5 pct.

Emerging markets-obligationerne (knap 11 pct. af porteføljen) gav i 2019 et afkast på mere end 15 pct. og bidrog dermed væsentlig til afdelingens afkast. I begyndelsen af året blev risikoen i porteføljen øget en smule ved blandt andet at købe en lang mexicansk statsobligation med udløb i 2042 og en obligation udstedt i indonesiske rupiah med udløb i 2034. Disse to obligationer har med afkast på 33 og 19 pct. bidraget til afdelingens afkast i 2019. Derudover har afdelingens investeringer i russiske statsobligationer også bidraget med afkast på over 30 pct.

Porteføljens kreditobligationer (ca. 18 pct. af porteføljen) gav ligeledes et tocifret afkast med 10,2 pct. og har dermed også været en væsentlig bidragsyder. Lidt mere end halvdelen af porteføljen bestod af realkreditobligationer, som samlet set bidrog med et beskedent positivt afkast på knap 1 pct. Afdelingen har i 2019 haft en meget begrænset renterisiko i denne del af porteføljen, hvilket ikke har været fordelagtigt i lyset af de markante rentefald. Den primære del af afdelingens renterisiko var i eksponering mod amerikanske statsobligationer. Det har været fordelagtigt qua det pæne rentefald igennem året i amerikanske statsobligationer. Eksponeringen mod sikre statsobligationer bidrog med ca. 1,2 procentpoint af afdelingens samlede afkast.

## SÆRLIGE RISICI 2020

Generelt er renteniveauet fortsat meget lavt – og betydeligt lavere end ved indgangen til 2019. Kreditpræmierne er ligeledes på et relativt lavt niveau. Der er således begrænset direkte afkast i form af løbende rentebetalingen at stå imod med, såfremt obligationsrenterne stiger, og kurserne falder i 2020. En hurtig rentestigning kan betyde, at det kan blive svært for afdelingen at levere et positivt afkast.

Inden for emerging markets-segmentet finder Maj In-

vest dog overordnet stadig aktivklassen som rimeligt attraktivt prisfastsat, men kommer der en større nedadgående korrektion på aktier, vil de mere risikable dele af obligationsuniverset formentlig også få en betydelig negativ korrektion.

Den største risiko for afdelingen vil være stigende renter og stigende kreditpræmier. De to tilfælde vil både hver for sig og især samtidig, kunne påvirke porteføljen negativt. Det tilstræbes at mindske disse risici ved at fastholde en forholdsvis balanceret portefølje med en rentefølsomhed omkring tre år ved indgangen til 2020. Uanset dette kan negative afkast ikke udelukkes.

## FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Overordnet set er obligationsmarkedet fortsat relativt dyrt prisfastsat i lyset af de lave obligationsrenter og i endnu højere grad end ved indgangen til 2019. Stats- og realkreditobligationsrenterne er faldet i både USA og Europa samt Danmark, og i tillæg hertil er kreditpræmierne ligeledes faldet over en bred kam. Det overordnede afkastpotentiale for en global obligationsportefølje er derfor noget lavere end for et år siden.

Maj Invest ser dog fortsat relativt konstruktivt på emerging markets, hvor mange lande over de seneste par år har set betydelige stigninger i de reale obligationsrenter, og nogle lande i tillæg hertil også svækkede valutaer. Der er ved indgangen til 2020 ikke aktuelle planer om at øge afdelingens investeringer i dette segment yderligere, men det er et af de segmenter, som efter Maj Invest vurdering fortsat byder på en rimelig prisfastsættelse i både relative og absolutte termer.

Maj Invest forventer, at afdelingen kan give et beskedent positivt afkast i 2020, dog med en ikke uvæsentlig risiko for skuffelser. Det lave renteniveau betyder, at en risikovurdering på baggrund af de historiske udsving ikke nødvendigvis er retvisende. Investor bør være opmærksom på, at der er betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkast og risici. Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, og da afdelingens sammenligningsindeks alene dækker danske statsobligationer, må investor forvente store udsving i forhold til sammenligningsindekset. Læs om valg af sammenligningsindeks på side 13.

## MAJ INVEST GLOBALE OBLIGATIONER

## Resultatopgørelse

Note	1.1.-31.12.2019 1.000 DKK	1.1.-31.12.2018 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	51.668	44.414
1 Renteudgifter	-305	-306
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>51.363</b>	<b>44.108</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>		
2 Obligationer	24.140	-42.493
2 Afledte finansielle instr.	7.803	7.710
Valutakonti	-1.116	139
Øvrige aktiver/passiver	-2	2
Handelsomkostninger	0	-4
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>30.825</b>	<b>-34.646</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>82.188</b>	<b>9.462</b>
3 Administrationsomk.	-6.899	-6.389
<b>Resultat før skat</b>	<b>75.289</b>	<b>3.073</b>
Skat	0	0
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>75.289</b>	<b>3.073</b>
<b>Resultatdisponering:</b>		
4 Foreslået udlodning	42.299	8.763
Ovf. til udlodning næste år	1.152	1.574
Ovf. til investorernes formue	31.838	-7.264
<b>Disponeret</b>	<b>75.289</b>	<b>3.073</b>

## Balance

Note	31.12.2019 1.000 DKK	31.12.2018 1.000 DKK
<b>Aktiver</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	64.702	32.784
<b>Obligationer:</b>		
5 Not. obl. fra danske udstedere	1.120.064	1.025.947
5 Not. obl. fra udl. udstedere	831.737	715.853
<b>I alt obligationer</b>	<b>1.951.801</b>	<b>1.741.800</b>
7,9 <b>Afledte finansielle instr.:</b>		
Not. afledte finansielle instr.	6.750	11.149
Unot. afledte finansielle instr.	311	933
<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>7.061</b>	<b>12.082</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	15.537	16.298
Andre tilgodehavender	0	30
Mellemv. vedr. handelsafv.	164.404	88.216
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>179.941</b>	<b>104.544</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.203.505</b>	<b>1.891.210</b>
<b>Passiver</b>		
6 Investorernes formue	2.145.567	1.804.433
<b>Afledte finansielle instr.:</b>		
Not. afledte finansielle instr.	6.750	11.148
Unot. afledte finansielle instr.	28	27
<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>6.778</b>	<b>11.175</b>
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	32	34
Mellemv. vedr. handelsafv.	51.128	75.568
<b>I alt anden gæld</b>	<b>51.160</b>	<b>75.602</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>2.203.505</b>	<b>1.891.210</b>

## Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2015	2016	2017	2018	2019
Afkast (pct.)	2,98	4,16	0,44	0,19	3,95
Sammenligningsindeks, afkast (pct.)	-0,02	3,05	0,13	0,93	1,26
Indre værdi (DKK pr. andel)	106,96	107,40	105,87	102,96	106,52
Nettoresultat (t.DKK)	24.469	56.491	4.430	3.073	75.289
Udbytte (DKK pr. andel)	3,90	2,00	3,10	0,50	2,10
Administrationsomkostninger (pct.)	0,32	0,33	0,35	0,35	0,35
ÅOP (pct.)	0,39	0,37	0,38	0,38	0,38
Omsætningshastighed (antal gange)	0,64	0,35	0,26	0,19	0,30
Investorernes formue (t.DKK)	1.130.653	1.453.613	1.855.586	1.804.433	2.145.567
Antal andele, stk.	10.571.194	13.534.644	17.527.241	17.525.753	20.142.370
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	1,50	1,73	1,12	1,33	1,19
Standardafvigelse	2,96	2,79	2,69	2,34	2,24

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2019	31.12.2018
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 1: Renteindtægter		
Indestående i depotselskab	297	41
Noterede obligationer fra danske udstedere	16.027	14.044
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	35.344	30.329
Renteudgifter	-305	-306
I alt renteindtægter	51.363	44.108

Note 2: Kursgevinster og -tab		
Noterede obl. fra danske udstedere	-3.534	-7.323
Not. obl. fra udenlandske udstedere	27.674	-35.170
I alt fra obligationer	24.140	-42.493
Valutaterminsforretninger/futures	202	-238
Aktieterminer/futures	7.601	7.948
I alt fra afledte finansielle instrumenter	7.803	7.710

Note 3: Administrationsomkostninger	2019	2018
-------------------------------------	------	------

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.omkostninger	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-83	-83	-82
Rev.honorar til revisorer	-15	0	-15	-12
Markedsføringsomk.	-297	-343	-640	-625
Gebyrer til depotselskab	-485	0	-485	-384
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-4.960	-192	-5.152	-4.820
Øvrige omkostninger	-26	-82	-108	-75
Fast administrationshonorar	-416	0	-416	-391
I alt adm.omkostninger	-6.199	-700	-6.899	-6.389

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

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

	31.12.2019	31.12.2018
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 4: Til rådighed for udlodning		
Renter og udbytter	51.362	44.108
Kursgevinst til udlodning	-5.534	-29.440
Administrationsomkostninger til modregning	-6.899	-6.389
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	2.948	1.475
Udlodning overført fra sidste år	1.574	583
Til rådighed for udlodning	43.451	10.337
Heraf foreslået udlodning	42.299	8.763
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	1.152	1.574
Note 5: Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede	100,0	99,9
Øvrige	0,0	0,1
I alt	100,0	100,0

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

Note 6: Investorernes formue	2019	2019	2018	2018
	Antal	Formue- værdi	Antal	Formue- værdi
	andele	1.000 DKK	andele	1.000 DKK

Investorerne formue primo	17.525.753	1.804.433	17.527.241	1.855.586
Udlodning fra sidste år		-8.763		-54.334
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		11		-427
Emissioner i året	3.361.217	352.649	1.573.812	161.331
Indløsninger i året	-744.600	-78.521	-1.575.300	-161.184
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		469		388
Ovf. til udlodning næste år		1.152		1.574
Foreslået udlodning		42.299		8.763
Ovf. af periodens resultat		31.838		-7.264
I alt investorernes formue	20.142.370	2.145.567	17.525.753	1.804.433

Note 7: Underl. eksponering ved valutaterminsforretninger (1.000 DKK)		
Valuta	Eksponering	Eksponering
DKK	111.312	107.415
EUR	-59.033	-56.715
GBP	-52.030	-49.885

Note 8: Underliggende eksponering ved futures (1.000 DKK)

Købte aktiefutures	393.252	113.410
Købte rentefutures	0	224.175
Solgte aktiefutures	-58.549	0
Solgte rentefutures	-127.399	-257.569

Note 9: Modparter ved afledte finansielle instrumenter  
Danske Bank

## MAJ INVEST HIGH INCOME OBLIGATIONER

### LÆSEVEJLEDNING

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Afkast og risikoprofiler" side 24 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.majinvest.dk/prospekt](http://www.majinvest.dk/prospekt).

### RISIKOPROFIL

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

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

På risikoindikatoren er andelsklasserne placeret i kategori 4. I årsrapportens afsnit "Afkast og risikoprofiler" side 24 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet "Finansmarkederne" side 20 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

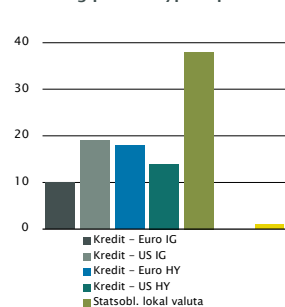
### STAMDATA

Investeringsrådgiver:  
Fondsmæglerfirmaet Maj Invest  
Porteføljemanager:  
Gustav Bundgaard Smidth & Tino Henriksen  
Morningstar Kategori™:  
Obligationer - Globale EUR Fokus  
Finans Danmark-kategori:  
Obligationer - Globale Højrente

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

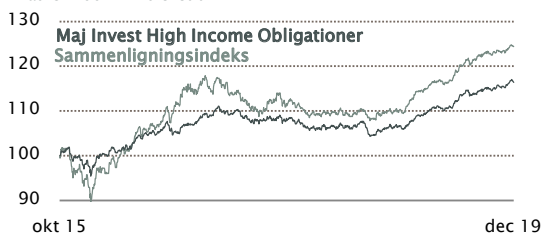
Fondskode: DK0060642809  
Børsnoteret: Ja  
Morningstar Rating™: ★★★

Fordeling på aktivtyper i pct.



### VÆRDIUDVIKLING

Hvad er 100 DKK blevet til?



### RISIKOINDIKATOR



Afdelingen gav i 2019 et afkast på 9,5 pct. Afkastet er meget tilfredsstillende i absolutte termer set i forhold til det generelle renteniveau, men ringere end udviklingen i sammenligningsindekset, der steg 13,2 pct. Afdelingens Morningstar Kategori™ gav i samme periode et afkast på 14,6 pct. Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 2,60 kr. pr. andel. Udbyttet blev udbetalt aconto i januar 2020.

Afkastet for 2019 oversteg forventningerne om et afkast på 2-4 pct. som udtrykt i årsrapporten for 2018.

### MARKEDET

2019 gav afkast på risikoobligationer, der langt oversteg de flestes forventninger ved indgangen til året, om end det til dels er på baggrund af prisfald i slutningen af 2018.

Flere af de risici, Maj Invest så ved indgangen til året, og som blev beskrevet i årsrapporten for 2018, blev dæmpet. Således var der en deeskalering af handelsskrigen mellem USA og Kina, idet landene blev enige om en "fase 1-aftale". Risikoen for et "no-deal" Brexit blev også reduceret, efter de Konservative med Boris Johnson i spidsen fik flertal ved det engelske valg i slutningen af året.

Mest betydningsfuldt var dog, at "risikoen" for pengepolitiske stramninger blev strøget fra listen, da centralbankerne foretog en fuldstændig kovending og gik fra begyndende pengepolitiske stramninger til betydelige pengepolitiske lettelser. Mest markant var den amerikanske centralbank, der sænkede styringsrenten ad tre omgange og stoppede tilbagesalg af tidligere købte obligationer. Men også Den Europæiske Centralbank, ECB, lempede pengepolitikken og sænkede styringsrenten til -0,5 pct. - det laveste niveau nogensinde, og genoptog obligationsopkøbsprogrammet. Flere andre centralbanker fulgte trop med yderligere pengepolitiske lempelser.

Med flere risici reduceret, centralbankerne i ryggen og acceptable økonomiske nøgletal i løbet af året skubbete investorerne recessionsfrygten (endnu) længere i baggrunden og gik i stedet på "hunt for yield". For virksomhedsobligationer førte dette til en betydelig indsnævring af kreditpræmier. Kombineret med ligeledes betydelige fald i de underliggende

statsrenter blev afkastet trukket op i et tocifret niveau. Således gav globale investment grade-obligationer på indeksniveau et afkast på 13,8 pct. målt i danske kroner, og globale high yield-obligationer gav et afkast på 15,8 pct.

For emerging markets-obligationer var faldende statsrenter i de udviklede lande, øget risikovillighed og især udsigten til en opblødning af handelskrigen ligeledes positivt. På indeksniveau gav obligationer i lokal valuta et afkast på 14,6 pct. målt i danske kroner, og obligationer i hård valuta et afkast på 15,7 pct., hvor de pæne afkast først og fremmest skyldtes rentefald.

#### PERFORMANCE

Fordelt på segmenter var afkastet 11,2 pct. for afdelingens portefølje af virksomhedsobligationer og 13,1 pct. for porteføljen af emerging markets-obligationer. Blandt virksomhedsobligationerne var det især de amerikanske investment grade-obligationer og de subordinerede finansielle obligationer, der trak afkastet op. Blandt emerging markets-obligationerne var det især de russiske, mexicanske og indonesiske obligationer, der bidrog positivt med afkast i størrelsesordenen 20-35 pct. Omvendt trak afdelingens obligationer fra Uruguay ned med et afkast på -1,4 pct. Afdækning af dollar kostede 1,2 procentpoint af afdelingens samlede afkast.

Afdelingens underperformance i forhold til sammenligningsindekset skyldes primært en forsigtig bias, hvor eksponeringen mod de lavest ratede virksomhedsobligationer og virksomhedsobligationer med meget lang løbetid var lav. Det gælder således både en undervægt af kreditrisiko og en undervægt af renterisiko. Baggrunden var bekymring for yderligere stigninger i renter eller kreditspænd ved indgangen til 2019, som havde været tendensen i især fjerde kvartal 2018, hvor den forsigtige bias bidrog til at gøre porteføljen mere resistent.

#### SÆRLIGE RISICI 2020

Overordnet set er de meget lave niveauer for rente- og kreditpræmier en "risiko" i sig selv. Dels betyder det, at det forventede afkast er i den lave ende, og at potentialet for yderligere fald i renter eller kreditpræmier er lavt. Dels betyder det, at der ikke skal særligt store stigninger i enten renter eller kreditpræmier til

for at trække afkast på risikoobligationer ned i negativt territorie.

Der er mange potentielt negative katalysatorer, og det kan gå hurtigt, som det sås i fjerde kvartal 2018. Konkrete risici er en eventuel reeskalering af handelskrigen, *quantitative failure*, altså at de økonomiske nøgletal vender ned trods pengepolitisk understøttelse og geopolitiske konflikter, som f.eks. kan føre til et olieprischok.

Efter Maj Invests vurdering er sandsynligheden for, at disse risici materialiserer sig, i den lave ende. Det er derudover Maj Invests vurdering, at vi ikke får en økonomisk recession i 2020.

#### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Afkastpotentialet for afdelingen er i den lave ende, i hvert fald i et historisk perspektiv. Således befinder den effektive rente sig blandt de nederste fem procent af de historiske observationer for fem ud af afdelingens seks obligationssegmenter målt på månedlige observationer over de seneste 30 år. Kreditspænd for virksomhedsobligationer befinder sig generelt i den laveste tredjedel af observationerne i samme periode.

Det er Maj Invests vurdering, at "skævheden" i udfaldsrummet ved indgangen til 2020 ikke er særligt fordelagtigt, idet der er begrænset rum til yderligere rentefald og kursstigninger, mens der omvendt er rigelig plads til rentestigninger og kursfald, samtidig med at der ikke er særlig meget "carry" at stå imod med. Man får implicit også en "lav betaling" for risiko.

Porteføljen er derfor ved indgangen til 2020 positioneret med en svagt risikoavers bias, og Maj Invest ser ved årsskiftet fortsat emerging markets-obligationer som det mest attraktive segment indenfor afdelingens investeringsområde.

For 2020 er de forventede afkast på niveau med "carry" for afdelingen. Det vil sige i størrelsesordenen tre til fem procent. Det er værd at hæfte sig ved, at det er forbundet med betydelig usikkerhed at estimere fremtidige afkast, og afkastet i 2020 kan afvige markant i forhold til den opstillede forventning og i forhold til afdelingens sammenligningsindeks og Morningstar kategori™.

## MAJ INVEST HIGH INCOME OBLIGATIONER

Resultatopgørelse			Balance					
Note	1.1.-31.12.2019 1.000 DKK	1.1.-31.12.2018 1.000 DKK	Note	31.12.2019 1.000 DKK	31.12.2018 1.000 DKK			
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>					
1	Renteindtægter	36.645	33.095	<b>Likvide midler:</b>				
1	Renteudgifter	-87	-241	Indestående i depotselskab	3.934	47.462		
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>36.558</b>	<b>32.854</b>	<b>Obligationer:</b>				
<b>Kursgevinster og -tab:</b>			5	Not. obl. fra danske udstedere	106.160	84.045		
2	Obligationer	34.607	-27.646	5	Not. obl. fra udl. udstedere	593.419	449.286	
2	Afledte finansielle instr.	-8.059	-6.033	<b>I alt obligationer</b>		<b>699.579</b>	<b>533.331</b>	
	Valutakonti	419	-364	7,8	Afledte finansielle instr.:			
	Øvrige aktiver/passiver	-7	-26		Unot. afledte finansielle instr.	1.232	202	
	Handelsomkostninger	0	-6	<b>Andre aktiver:</b>				
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>26.960</b>	<b>-34.075</b>		Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	10.759	10.182	
	<b>I alt indtægter</b>	<b>63.518</b>	<b>-1.221</b>		Andre tilgodehavender	0	9	
3	Administrationsomk.	-4.448	-3.980		Mellemv. vedr. handelsafv.	835	0	
	<b>Resultat før skat</b>	<b>59.070</b>	<b>-5.201</b>		<b>I alt andre aktiver</b>	<b>11.594</b>	<b>10.191</b>	
	Skat	0	0	<b>Aktiver i alt</b>			<b>716.339</b>	<b>591.186</b>
	<b>Arets nettoresultat</b>	<b>59.070</b>	<b>-5.201</b>	<b>Passiver</b>				
<b>Resultatdisponering:</b>			6	Investorerens formue	716.309	589.315		
4	Foreslået udlodning	17.930	0	<b>Afledte finansielle instr.:</b>				
	Ovf. til udlodning næste år	617	0		Unot. afledte finansielle instr.	19	1.861	
	Ovf. til investorernes formue	40.523	-5.201	<b>Anden gæld:</b>				
	<b>Disponeret</b>	<b>59.070</b>	<b>-5.201</b>		Skyldige omkostninger	11	10	
			<b>Passiver i alt</b>			<b>716.339</b>	<b>591.186</b>	

## Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2015	2016	2017	2018	2019
Afkast (pct.)	-0,26	7,02	0,34	-0,81	9,46
Sammenligningsindeks, afkast (pct.)	-3,61	17,80	3,08	-0,79	13,21
Indre værdi (DKK pr. andel)	99,74	106,22	103,46	94,89	103,87
Nettoresultat (t.DKK)	-940	24.284	-2.543	-5.201	59.070
Udbytte (DKK pr. andel)	0,50	3,20	7,80	0,00	2,60
Administrationsomkostninger (pct.)	0,08	0,62	0,66	0,66	0,66
ÅOP (pct.)	0,67	0,68	0,72	0,73	0,72
Omsætningshastighed (antal gange)	0,03	0,12	0,25	0,19	0,17
Investorerens formue (t.DKK)	216.517	421.556	651.020	589.315	716.309
Antal andele, stk.	2.170.745	3.968.759	6.292.578	6.210.691	6.896.057
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio				0,69	1,24
Standardafvigelse				3,33	3,24



## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2019	31.12.2018
	1.000 DKK	1.000 DKK

## Note 1: Renteindtægter

Indestående i depotselskab	93	62
Noterede obligationer fra danske udstedere	4.429	4.296
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	32.123	28.737
Renteudgifter	-87	-241
I alt renteindtægter	36.558	32.854

## Note 2: Kursgevinster og -tab

Noterede obl. fra danske udstedere	2.459	-2.187
Not. obl. fra udenlandske udstedere	32.148	-25.459
I alt fra obligationer	34.607	-27.646
Valutaterminsforretninger/futures	-8.059	-6.033
I alt fra afledte finansielle instrumenter	-8.059	-6.033

## Note 3: Administrationsomkostninger

	2019		2018	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.omkostninger	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-28	-28	-27
Rev.honorar til revisorer	-15	0	-15	-12
Markedsføringsomk.	-102	-117	-219	-191
Gebyrer til depotselskab	-203	0	-203	-185
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-3.698	-77	-3.775	-3.386
Øvrige omkostninger	-27	-40	-67	-51
Fast administrationshonorar	-141	0	-141	-128
I alt adm.omkostninger	-4.186	-262	-4.448	-3.980

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

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

	31.12.2019	31.12.2018
	1.000 DKK	1.000 DKK

## Note 4: Til rådighed for udlodning

Fremført tab til modregning	-6.525	0
Renter og udbytter	36.559	32.854
Kursgevinst til udlodning	-7.018	-40.096
Administrationsomkostninger til modregning	-4.448	-3.980
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-20	287
Udlodning overført fra sidste år	0	509
Til rådighed for udlodning	18.547	-10.425
Negativt rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	0	3.900
Heraf foreslået udlodning	17.930	0
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	617	-6.525
Tab til modregning i kommende år	0	-6.525

## Note 5: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	99,8	100,3
Øvrige	0,2	-0,3
I alt	100,0	100,0

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

Note 6: Investorernes formue	2019	2019	2018	2018
	Antal	Formue- værdi	Antal	Formue- værdi
	andele	1.000 DKK	andele	1.000 DKK

Investorernes formue primo	6.210.691	589.315	6.292.578	651.020
Udlodning fra sidste år		0		-49.082
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		0		-186
Emissioner i året	1.083.366	107.382	834.513	79.590
Indløsninger i året	-398.000	-39.772	-916.400	-87.153
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		314		327
Ovf. til udlodning næste år		617		0
Foreslået udlodning		17.930		0
Ovf. af periodens resultat		40.523		-5.201
I alt investorernes formue	6.896.057	716.309	6.210.691	589.315

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

Valuta	Eksponering	Eksponering
DKK	166.521	162.282
EUR	-41.099	-29.850
USD	-124.486	-134.476

## Note 8: Modparter ved afledte finansielle instrumenter

Danske Bank  
SEB Danmark

## MAJ INVEST PENSION

### LÆSEVEJLEDNING

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Afkast og risikoprofiler" side 24 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.majinvest.dk/prospekt](http://www.majinvest.dk/prospekt).

### RISIKOPROFIL

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

På risikoindikatoren er andelsklasserne placeret i kategori 4. I årsrapportens afsnit "Afkast og risikoprofiler" side 24 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet "Finansmarkederne" side 20 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

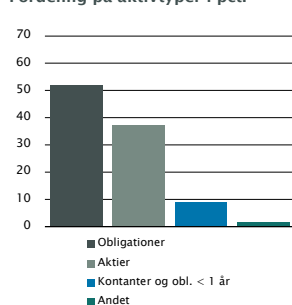
### STAMDATA

Investeringsrådgiver: Fondsmæglerselskabet Maj Invest  
Porteføljemanager: Gustav Bundgaard Smidth  
Morningstar Kategori™: Balanceret - EUR Moderat Risiko  
Finans Danmark-kategori: Blandede afdelinger

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

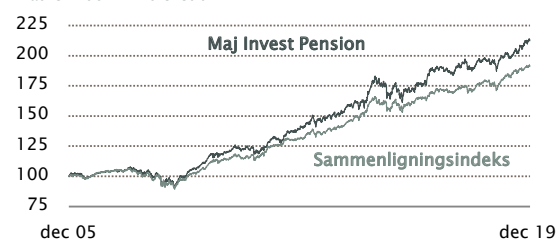
Fondskode: DK0060004877  
Børsnoteret: Ja  
Morningstar Rating™: ★★★★★

Fordeling på aktivtyper i pct.



### VÆRDIUDVIKLING

Hvad er 100 DKK blevet til?



### RISIKOINDIKATOR



Afdelingen gav i 2019 et afkast på 11,6 pct., hvilket i absolut forstand er særdeles fredsstilende og bedre end afdelingens sammenligningsindeks, der steg 10,8 pct. Set i forhold til kategorien af blandede afdelinger med moderat risiko hos Morningstar gav afdelingen et afkast, der var 0,8 procentpoint ringere end kategori afkastet. Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 3,80 kr. pr. andel. Udbyttet blev udbetalt aconto i januar 2020.

Afkastet for 2019 var som forventet i årsrapporten for 2018 postivt.

Maj Invest Pension investerer både i aktier og obligationer. Aktier må udgøre 25 til 49 pct. af porteføljen. Allokeringen mellem aktier og obligationer afhænger af Maj Invests forventninger til finansmarkederne og den globale økonomi. Ved indgangen til 2019 havde afdelingen en aktieandel på ca. 30 pct., hvilket svarer til en "undervægt" af aktier. I slutningen af august øgede afdelingen aktieandelen til 37,5 pct., svarende til en "neutral" allokering til aktier. Aktievægten i porteføljen blev øget efter en periode med pæne kursfald på aktier og rentefald på især amerikanske statsobligationer. Maj Invest vurderede i august, at den globale økonomi var tæt på bunden af den konjunkturedgang i den globale fremstillingssektor, som var den primære årsag til porteføljens undervægt af aktier, der blev initieret i april 2018. Timingsmæssigt var denne beslutning gunstig, da aktiemarkedet efterfølgende gav et betydeligt højere afkast end obligationer. Afdelingens afkast havde dog været højere, hvis aktieandelen havde været højere gennem hele året.

### MARKEDET

De globale aktiemarkeder gav i 2019 det højeste afkast siden 2009, og i tillæg hertil faldt obligationsrenterne over en bred kam. Den recessionsfrygt, som var indpriset i markedet ved indgangen til 2019, var væk ved udgangen af året, og såvel aktier som obligationer nød godt af, at de store centralbanker understøttede markederne med rentesænkninger og stimuli med stop for tilbagesalg af tidligere opkøbte obligationer for i stedet at foretage nye opkøb. De faldende obligationsrenter var ligeledes understøttende for prisfastsættelsen af aktiemarkedet, hvor højere multipler førte til stigende aktiekurser. Samlet

set var 2019 et særdeles godt afkastår i de finansielle markeder.

### PERFORMANCE

Afkastet er et resultat af, at obligationsporteføljen gav et afkast på 4,4 pct., og porteføljen af aktier gav et afkast på 28 pct. Porteføljen har samlet set givet et højere afkast end afdelingens sammenligningsindeks, på trods af at porteføljen frem til slutningen af august havde en lavere aktievægt end sammenligningsindekset, hvilket ikke var fordelagtigt. Den primære årsag til porteføljens merperformance i forhold til sammenligningsindekset er det relativt høje afkast i obligationsporteføljen.

I obligationsporteføljen var det især porteføljens emerging markets- og kreditobligationer, som bidrog med et afkast målt i danske kroner på henholdsvis 15 og 11 pct. Porteføljen af sikre statsobligationer gav et afkast på mere end 3 pct, mens porteføljen af realkreditobligationer gav godt 1 pct.

Afdelingen investerer i aktier ud fra den grundlæggende filosofi, at det på længere sigt især kan betale sig at investere i selskaber, der vurderes at være pris-mæssigt undervurderet. Afdelingens aktieportefølje har ikke et branche- eller landemæssigt fokus, og det betyder, at den kan investere i alle lande, i alle sektorer og i små såvel som store selskaber.

Aktieporteføljens afkast var lavere end den generelle udvikling på markedet for hele året, hvilket delvis var drevet af de individuelle aktievalg i porteføljen, men også fortsat drevet af den massive fremmarch i 2019 for en gruppe af vækstaktier. Faktisk var 2019 det bedste år for vækstaktier relativt til valueaktier siden den store it-aktieboble i 1998/99. Billigere valueaktier haltede således 12 pct. efter de dyre vækstaktier målt ved aktieindeksene MSCI World Value og MSCI Growth omregnet til danske kroner. Det var igen de såkaldte FANG-aktier, der prægede billedet i 2019.

### SÆRLIGE RISICI 2020

De finansielle markeder har gennem et årti overordnet set udvist pæne stigninger på såvel aktier som obligationer. Begge markeder har været understøttet af en ekstremt ekspansiv pengepolitik, generelt pæn indtjening i virksomhederne samt robust økonomisk fremgang i såvel USA og Europa som i udviklings-

landene. Der er næppe tvivl om, at den ekspansive pengepolitik i meget høj grad har understøttet de finansielle markeder, hvilket igen blev understreget i 2019. Ved indgangen til det nye årti er en af de største langsigtede risici, hvordan de finansielle markeder vil tage en ændring i de store centralbankers pengepolitik. På den korte bane i 2020 bliver dette dog næppe et tema, men på den længere bane kan man med rette stille spørgsmål om, hvad centralbankerne gør, næste gang en recession er forestående? For afdelingen er den største risiko en recession i for eksempel USA, der forventeligt vil føre til betydelige fald på særligt aktier. Ved årsskiftet ser Maj Invest dog grundlæggende fortsat optimistisk på udsigterne for et fortsat økonomisk opsving i USA.

### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Maj Invest forventer ved indgangen til 2020, at det igangværende konjunkturforløb vil fortsætte, og at der ikke kommer en recession i 2020. Generelt finder Maj Invest det overordnede makroøkonomiske billede fornuftigt gående ind i det nye årti. Dog er Maj Invest i stigende grad mod afslutningen af 2019 bekymrede for, at den rapporterede indtjening for særligt amerikanske virksomheder bærer præg af aggressiv bogføring. Så længe den underliggende økonomiske vækst kan fastholdes, vil virksomhederne formentlig fortsat kunne rapportere indtjeningsfremgang, hvilket bør understøtte aktier. Maj Invest vurderer ved årsskiftet fortsat, at en recession ligger nogle år ude i fremtiden.

Afkastet for 2020 forventes at blive positivt. Afkastet kan blive højere eller lavere end for kategorien af sammenlignelige afdelinger hos Morningstar, da afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. Til illustration af usikkerheden ved at investere i afdelingen henvises til tabellen over historiske afkast på side 9. Her fremgår det, at afdelingens afkast har været mellem -8 og +13 pct. de seneste 14 år, som blandt andet omfatter finanskrisen. Der er således en betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkastet for det kommende år.

## MAJ INVEST PENSION

Resultatopgørelse			Balance		
Note	1.1.-31.12.2019 1.000 DKK	1.1.-31.12.2018 1.000 DKK	Note	31.12.2019 1.000 DKK	31.12.2018 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1	Renteindtægter	17.030	13.878	<b>Likvide midler:</b>	
1	Renteudgifter	-151	-178	Indestående i depotselskab	
2	Udbytter	9.032	6.379	43.142	17.141
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>25.911</b>	<b>20.079</b>	<b>Obligationer:</b>	
<b>Kursgevinster og -tab:</b>			8 Not. obl. fra danske udstedere		
3	Obligationer	10.197	-13.464	373.859	370.601
3	Kapitalandele	79.668	-18.525	8 Not. obl. fra udl. udstedere	270.671
3	Afledte finansielle instr.	286	1.667	I alt obligationer	
	Valutakonti	-78	420	644.530	591.078
	Øvrige aktiver/passiver	25	48	<b>Kapitalandele:</b>	
4	Handelsomkostninger	-97	-216	8 Not. aktier fra DK selskaber	
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>90.001</b>	<b>-30.070</b>	2.480	1.723
	<b>I alt indtægter</b>	<b>115.912</b>	<b>-9.991</b>	8 Not. aktier, udl. selskaber	436.701
5	Administrationsomk.	-5.271	-4.515	I alt kapitalandele	
	Resultat før skat	110.641	-14.506	439.181	265.979
6	Skat	-1.240	-851	<b>10, Afledte finansielle instr.:</b>	
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>109.401</b>	<b>-15.357</b>	12 Not. afledte finansielle instr.	2.411
	<b>Resultatdisponering:</b>			Unot. afledte finansielle instr.	50
7	Foreslået udlodning	37.204	38.937	I alt afledte finansielle instr.	
	Ovf. til udlodning næste år	245	350	2.461	3.869
	Ovf. til investorernes formue	71.952	-54.644	<b>Andre aktiver:</b>	
	<b>Disponeret</b>	<b>109.401</b>	<b>-15.357</b>	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	
				6.016	5.659
				Andre tilgodehavender	0
				14	
				Mellemv. vedr. handelsafv.	47.018
				29.108	
				Aktuelle skatteaktiver	242
				216	
				I alt andre aktiver	53.276
				34.997	
				<b>Aktiver i alt</b>	
				<b>1.182.590</b>	<b>913.064</b>
				<b>Passiver</b>	
				9 Investorernes formue	
				1.180.150	878.747
				<b>Afledte finansielle instr.:</b>	
				Not. afledte finansielle instr.	
				2.411	3.729
				Unot. afledte finansielle instr.	
				9	7
				<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	
				<b>2.420</b>	<b>3.736</b>
				<b>Anden gæld:</b>	
				Skyldige omkostninger	
				20	16
				Mellemv. vedr. handelsafv.	
				0	30.565
				<b>I alt anden gæld</b>	
				<b>20</b>	<b>30.581</b>
				<b>Passiver i alt</b>	
				<b>1.182.590</b>	<b>913.064</b>

## Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2015	2016	2017	2018	2019
Afkast (pct.)	5,92	9,31	2,84	-1,57	11,62
Sammenligningsindeks, afkast (pct.)					10,79
Indre værdi (DKK pr. andel)	120,20	121,07	120,34	112,84	120,54
Nettoresultat (t.DKK)	37.724	71.172	24.965	-15.357	109.401
Udbytte (DKK pr. andel)	9,50	4,10	5,60	5,00	3,80
Administrationsomkostninger (pct.)	0,47	0,55	0,52	0,51	0,51
ÅOP (pct.)	0,82	0,76	0,62	0,58	0,57
Omsætningshastighed (antal gange)	0,78	0,55	0,44	0,43	0,23
Investorernes formue (t.DKK)	780.549	849.646	895.081	878.747	1.180.150
Antal andele, stk.	6.494.007	7.017.638	7.437.664	7.787.428	9.790.623
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	1,12	1,46	1,23	0,88	1,00
Standardafvigelse	5,67	5,57	5,54	5,67	5,90
Tracking Error					2,57

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2019	31.12.2018		31.12.2019	31.12.2018
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Note 1: Renteindtægter</b>					
Indestående i depotselskab	95	25			
Noterede obligationer fra danske udstedere	5.199	4.639			
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	11.736	9.214			
Renteudgifter	-151	-178			
I alt renteindtægter	16.879	13.700			
<b>Note 2: Udbytter</b>					
Not. aktier fra danske selskaber	135	205			
Not. aktier fra udenlandske selskaber	8.897	6.174			
I alt udbytter	9.032	6.379			
<b>Note 3: Kursgevinster og -tab</b>					
Noterede obl. fra danske udstedere	1.986	-2.195			
Not. obl. fra udenlandske udstedere	8.211	-11.269			
I alt fra obligationer	10.197	-13.464			
Not. aktier fra danske selskaber	145	-3.230			
Not. aktier fra udenlandske selskaber	79.523	-15.295			
I alt fra kapitalandele	79.668	-18.525			
Valutaterminsforretninger/futures	-10	-147			
Aktieterminer/futures	296	1.814			
I alt fra afledte finansielle instrumenter	286	1.667			
<b>Note 4: Handelsomkostninger</b>					
Bruttohandelsomkostninger	-163	-181			
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	66	-34			
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-97	-216			
<b>Note 5: Administrationsomkostninger</b>					
	2019	2018			
	Afdelings-	Andel af	Samlede	Samlede	
	direkte	fællesomk.omkostninger	omkostninger	omkostninger	
Honorar til bestyrelse	0	-46	-46	-39	
Rev.honorar til revisorer	-15	0	-15	-12	
Andre honorarer til revisorer	-1	0	-1	-5	
Markedsføringsomk.	-157	-179	-336	-299	
Gebyrer til depotselskab	-359	0	-359	-247	
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-4.108	-113	-4.221	-3.651	
Øvrige omkostninger	-26	-52	-78	-74	
Fast administrationshonorar	-215	0	-215	-188	
I alt adm.omkostninger	-4.881	-390	-5.271	-4.515	
Andel af fællesomkostninger udgør afdelingens andel af de omkostninger, der ikke kan henføres direkte til en enkelt afdeling. Fordelingen sker under hensyntagen til afdelingernes formuer.					
Fast administrationshonorar udgør beregnede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.					
<b>Note 6: Skat</b>					
Afdelingen er ikke skattepligtig. Periodens skatteudgift består af betalte ikke refunderbare udbytteskatter.					
<b>Note 7: Til rådighed for udlodning</b>					
Renter og udbytter	25.911	20.079			
Rente- og udbytteskat	-1.265	-885			
Kursgevinst til udlodning	14.428	22.715			
Administrationsomkostninger til modregning	-5.271	-4.515			
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	3.296	1.203			
Udlodning overført fra sidste år	350	691			
Til rådighed for udlodning	37.450	39.288			
Heraf foreslået udlodning	37.204	38.937			
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	245	350			
<b>Note 8: Finansielle instrumenter i pct.</b>					
Børsnoterede	100,0	100,0			
Øvrige	0,0	0,0			
I alt	100,0	100,0			
En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.					
<b>Note 9: Investorernes formue</b>					
	2019	2019	2018	2018	
	Antal	Formue-	Antal	Formue-	
	andele	værdi	andele	værdi	
		1.000 DKK		1.000 DKK	
Investorerens formue primo	7.787.428	878.747	7.437.664	895.081	
Udlodning fra sidste år		-38.937		-41.651	
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		-364		74	
Emissioner i året	2.121.195	244.619	495.164	57.562	
Indløsninger i året	-118.000	-13.633	-145.400	-17.038	
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		318		77	
Ovf. til udlodning næste år		245		350	
Foreslået udlodning		37.204		38.937	
Ovf. af periodens resultat		71.952		-54.644	
I alt investorernes formue	9.790.623	1.180.150	7.787.428	878.747	
<b>Note 10: Underl. eksponering ved valutaterminsforretninger (1.000 DKK)</b>					
Valuta		Eksponering	Eksponering		
DKK		27.840	27.001		
EUR		-19.429	-19.402		
GBP		-8.378	-7.483		
<b>Note 11: Underliggende eksponering ved futures (1.000 DKK)</b>					
Købte aktiefutures	133.805	34.145			
Købte rentefutures	0	74.725			
Solgte aktiefutures	-19.162	0			
Solgte rentefutures	-57.329	-103.138			
<b>Note 12: Modparter ved afledte finansielle instrumenter</b>					
Danske Bank					

# MAJ INVEST KONTRA

## MAJ INVEST KONTRA W

### LÆSEVEJLEDNING

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Afkast og risikoprofiler" side 24 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.majinvest.dk/prospekt](http://www.majinvest.dk/prospekt).

### RISIKOPROFIL

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

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

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

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

På risikoindikatoren er andelsklasserne placeret i kategori 4. I årsrapportens afsnit "Afkast og risikoprofiler" side 24 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet "Finansmarkederne" side 20 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

### STAMDATA

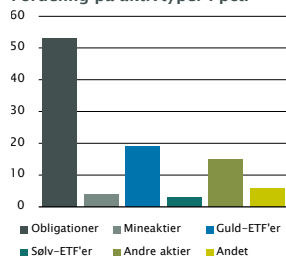
Investeringsrådgiver: Fondsmæglerselskabet Maj Invest  
Porteføljemanager: Gustav Bundgaard Smidth & Torsten Bech  
Morningstar Kategori™: Alternative - Øvrige (rates ikke)  
Finans Danmark-kategori: Blandede afdelinger

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

Maj Invest Kontra  
Fondskode: DK0060037455  
Børsnoteret: Ja

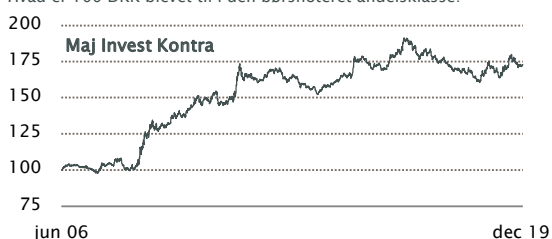
Maj Invest Kontra W  
Fondskode: DK0060826022  
Børsnoteret: Nej

Fordeling på aktivtyper i pct.



### VÆRDIUDVIKLING

Hvad er 100 DKK blevet til i den børsnoteret andelsklasse?



### RISIKOINDIKATOR



Maj Invest Kontra og Maj Invest Kontra W gav i 2019 afkast på henholdsvis -0,6 og 0,1 pct., hvilket er tilfredsstillende i forhold til afdelingens målsætning. Maj Invest Kontra har på grund af sit særlige investeringsområde ikke et sammenligningsindeks eller en sammenlignelig Morningstar Kategori™. Afdelingen er akkumulerende og udbetaler ikke udbytte.

Afdeling Kontras målsætning er at give et positivt afkast i perioder med uro på de finansielle markeder og dermed yde beskyttelse til investors portefølje. Kontra investerer overordnet set i fire aktivklasser: obligationer, ædelmetaller (f.eks. guld), aktier indenfor minesektoren med fokus på ædelmetaller, stærke valutaer og defensive aktier samt aktieafdækning. I gode år er det målet at give et afkast på niveau med pengemarkedet, hvilket med det nuværende renteniveau er et mindre negativt afkast. I dårlige aktieår er det målet at give et positivt afkast. Denne målsætning skal vurderes over en længere periode. I 2019 har Maj Invest Kontra været i stand til at opnå positive afkast i de perioder, hvor der har været uro, men set over hele 2019 er der skabt et beskedent negativt afkast.

Afkastet er i overensstemmelse med forventningerne udtrykt i årsrapporten for 2018 om et positivt afkast, såfremt der i 2019 overvejende var usikkerhed på markederne. Da de globale aktiemarkeder, målt ved MSCI World omregnet til danske kroner, steg 30 pct. var dette ikke tilfældet.

### MARKEDET

2019 var præget af stigende priser på risikable aktiver, herunder aktier. Året begyndte med store kursstigninger, der lå i kølvandet af en aktiekorrektion på 12 procent i fjerde kvartal 2018. Den fornyede optimisme blev skabt af, at den amerikanske centralbankchef, Jerome Powell, ændrede tonen omkring renteutviklingen. Han havde hidtil sagt, at der var basis for rentestigninger, men det blev ændret til, at den økonomiske situation havde gjort det vanskeligt at hæve renten. Rentekurven viste i første halvår, at obligationsinvestorer var bekymrede for vækstudsigterne. Bl.a. på den baggrund endte centralbanken med at sænke styringsrenten tre gange i løbet af 2019.

Den ekspansive pengepolitik i ikke bare USA, men også i Europa virkede som sukker for aktiemarkedet, der undervejs også rystede bekymringer omkring handelskonflikten mellem USA og Kina af sig. Aktiestigningerne var kun afbrudt af to mindre korrektioner i henholdsvis maj og august. Konsekvensen af pengepolitikken blev også, at markedsrenterne faldt, volatiliteten faldt, og prisen på ædelmetaller, som guld og sølv, steg.

### PERFORMANCE

Afkastet i Maj Invest Kontra blev naturligt påvirket af den generelle markedsudvikling. Afkastet var negativt i første kvartal, positivt i andet og tredje kvartal og negativt i fjerde kvartal. Afkastet blev løbende trukket ned af det stigende aktiemarked, men hentedede noget af det tabte i de korrektionsperioder, der var i maj og august, hvor aktierne faldt henholdsvis 6,4 pct og 6,1 pct. målt i danske kroner. I de samme perioder steg afdeling Kontra henholdsvis 4,4 pct. og 5,6 pct.

Maj Invest Kontra havde ved indgangen til 2019 en aktieafdækning på 37 procent. Det betyder alt andet lige, at når aktiemarkedet stiger 10 procent, så koster det 3,7 procentpoint på det samlede afkast. Derfor har den positive udvikling på aktiemarkedet været en betydelig "modvind" i 2019. At afkastet trods alt ikke blev mere negativt, end tilfældet var, skyldes, at afdelingens investeringer i guld, sølv og guldmineselskaber bidrog væsentligt positivt. Derudover bidrog også afdelingens investeringer i udvalgte defensive aktier inden for særligt sundhedspleje og telekom positivt. Endelig bidrog afdelingens beholdning af obligationer positivt som følge af den faldende rente. Der blev i løbet af året aktivt ændret i porteføljens eksponering over for aktieafdækning, guld og defensive aktier, og disse ændringer har isoleret set haft positiv effekt på afkastet.

### SÆRLIGE RISICI 2020

Maj Invest Kontra påvirkes meget af risikostemningen på det finansielle marked. Kommer der i 2020 store og stabile stigninger i aktiemarkedet, som vi så det i 2019, så vil der også i 2020 være en væsentlig modvind for Kontra, da porteføljen er designet til at klare sig godt under de modsatte forhold. Derimod

vil bekymringer om aktieselskabernes indtjening, faldende risikoappetit og stigende appetit på guld være positivt for porteføljens afkast.

### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

2019 gav meget høje afkast på risikoaktiverne, på trods af at der fortsat er strukturelle vækstudfordringer, handelskonflikt mellem USA og Kina, store gældsbalancer hos virksomhederne og en række emerging markets-lande samt et billede af, at indtjeningen og indtjeningsforventningerne til aktieselskaberne virker oppustede.

Alle disse udfordringer ligger uløste ved indgangen til 2020, og nogle af problemerne er vokset gennem 2019. Centralbankernes ekspansive pengepolitik var en del af årsagen til den optimistiske stemning gennem 2019. Vi vil forvente, at stemningen bliver mere afmattet i 2020, hvor der også er et amerikansk valg. Samtidig forbereder vi os på et år, der vil have både opad- og nedadgående perioder.

Det er generelt vores forventning, at afkastene i Kontra vil være positive, når usikkerheden er stor, og stemningen er mere afmattet end optimistisk. Det er dog forbundet med stor usikkerhed at forudsige afdelingens afkast, da pludselige stemningsskift i de finansielle markeder kan have indflydelse herpå.

## MAJ INVEST KONTRA KL

## Resultatopgørelse

Note	1.1.-31.12.2019 1.000 DKK	1.1.-31.12.2018 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	11.642	14.742
1 Renteudgifter	-194	-258
2 Udbytter	9.390	4.231
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>20.838</b>	<b>18.715</b>
Kursgevinster og -tab:		
3 Obligationer	-2.524	-8.814
3 Kapitalandele	135.346	6.759
3 Afledte finansielle instr.	-146.302	47.680
Valutakonti	-613	2.131
Øvrige aktiver/passiver	-31	22
4 Handelsomkostninger	-159	-32
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-14.283</b>	<b>47.746</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>6.555</b>	<b>66.461</b>
5 Administrationsomk.	-22.445	-24.874
Resultat før skat	-15.890	41.587
6 Skat	-1.153	-477
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-17.043</b>	<b>41.110</b>
<b>Overført til formuen</b>	<b>-17.043</b>	<b>41.110</b>

## Balance

Note	31.12.2019 1.000 DKK	31.12.2018 1.000 DKK
<b>Aktiver</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	98.646	172.220
<b>Obligationer:</b>		
7 Not. obl. fra danske udstedere	517.023	482.822
7 Not. obl. fra udl. udstedere	416.017	573.129
<b>I alt obligationer</b>	<b>933.040</b>	<b>1.055.951</b>
<b>Kapitalandele:</b>		
7 Not. aktier, udl. selskaber	338.395	156.707
Inv.beviser i udl. investeringsforeninger	388.244	593.414
<b>I alt kapitalandele</b>	<b>726.639</b>	<b>750.121</b>
9 <b>Afledte finansielle instr.:</b>		
Not. afledte finansielle instr.	10.927	28.599
Unot. afledte finansielle instr.	4.091	0
<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>15.018</b>	<b>28.599</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	5.231	7.175
Andre tilgodehavender	0	31
Mellemv. vedr. handelsafv.	1.842	8.686
Aktuelle skatteaktiver	1.020	760
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>8.093</b>	<b>16.652</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.781.436</b>	<b>2.023.543</b>
<b>Passiver</b>		
8 Investorernes formue	1.766.237	1.980.854
<b>Afledte finansielle instr.:</b>		
Not. afledte finansielle instr.	10.927	28.600
Unot. afledte finansielle instr.	0	8.744
<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>10.927</b>	<b>37.344</b>
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	2.550	2.426
Mellemv. vedr. handelsafv.	1.722	2.919
<b>I alt anden gæld</b>	<b>4.272</b>	<b>5.345</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>1.781.436</b>	<b>2.023.543</b>



## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2019 1.000 DKK	31.12.2018 1.000 DKK		
<b>Note 1: Renteindtægter</b>				
Indestående i depotselskab	325	0		
Noterede obligationer fra danske udstedere	2.186	3.696		
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	9.131	11.046		
Renteudgifter	-194	-258		
I alt renteindtægter	11.448	14.484		
<b>Note 2: Udbytter</b>				
Not. aktier fra udenlandske selskaber	9.390	4.231		
I alt udbytter	9.390	4.231		
<b>Note 3: Kursgevinster og -tab</b>				
Noterede obl. fra danske udstedere	-1.106	-3.417		
Not. obl. fra udenlandske udstedere	-1.418	-5.397		
I alt fra obligationer	-2.524	-8.814		
Not. aktier fra udenlandske selskaber	36.126	-5.140		
Inv.beviser i udenlandske investeringsforeninger	99.220	11.899		
I alt fra kapitalandele	135.346	6.759		
Valutaterminsforretninger/futures	-23.906	-35.898		
Aktieterminer/futures	-120.771	83.578		
Aktieoptioner	-1.625	0		
I alt fra afledte finansielle instrumenter	-146.302	47.680		
<b>Note 4: Handelsomkostninger</b>				
Bruttohandelsomkostninger	-383	-66		
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	225	34		
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-159	-32		
<b>Note 5: Administrationsomkostninger</b>				
	2019	2018		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.omkostninger	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-69	-69	-88
Rev.honorar til revisorer	-19	0	-19	-16
Markedsføringsomk.	-9.941	-299	-10.240	-11.118
Gebyrer til depotselskab	-420	0	-420	-408
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-10.649	-175	-10.824	-12.250
Øvrige omkostninger	-32	-77	-109	-122
Fast administrationshonorar	-764	0	-764	-872
I alt adm.omkostninger	-21.825	-620	-22.445	-24.874

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

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

**Note 6: Skat**

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

	31.12.2019 1.000 DKK	31.12.2018 1.000 DKK
<b>Note 7: Finansielle instrumenter i pct.</b>		
Børsnoterede	99,8	100,5
Øvrige	0,2	-0,5
I alt	100,0	100,0
En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til investeringsforvaltningsselskabet SEInvest A/S.		
<b>Note 8: Investorernes formue</b>		
	2019 Formue- værdi 1.000 DKK	2018 Formue- værdi 1.000 DKK
Investorerens formue primo	1.980.854	2.178.392
Emissioner i året	228.229	164.579
Indløsninger i året	-426.694	-404.189
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	891	962
Overførsel af periodens resultat	-17.043	41.110
I alt Investorernes formue	1.766.237	1.980.854
<b>Note 9: Underl. eksponering ved valutaterminsforretninger (1.000 DKK)</b>		
Valuta	Eksponering	Eksponering
DKK	353.231	456.133
GBP	-43.211	0
USD	-306.888	-465.444
<b>Note 10: Underliggende eksponering ved futures (1.000 DKK)</b>		
Købte aktiefutures	330.497	82.314
Købte rentefutures	0	537.191
Solgte aktiefutures	-599.624	-523.613
Solgte rentefutures	-83	-132.204

## MAJ INVEST KONTRA

## Klassens resultatposter

Note	1.1.-31.12.2019 1.000 DKK	1.1.-31.12.2018 1.000 DKK
Andel af resultat af fællesportefølje-2.492		37.754
Klassepecifikke transaktioner:		
Renteudgifter	-3	-3
Administrationsomkostninger	-10.148	-10.826
<b>Klassens resultat</b>	<b>-12.644</b>	<b>26.925</b>
<b>Overført til formuen</b>	<b>-12.644</b>	<b>26.925</b>

Investorerne formue	2019 Antal andele	2019 Formue- værdi 1.000 DKK	2018 Antal andele	2018 Formue- værdi 1.000 DKK
Investorerne formue primo	8.715.730	1.515.345	10.024.028	1.703.807
Emissioner i året	1.179.223	204.018	334.882	56.440
Indløsninger i året	-929.758	-157.194	-1.643.180	-272.417
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		626		590
Overførsel af periodens resultat		-12.644		26.925
I alt Investorerne formue	8.965.195	1.550.151	8.715.730	1.515.345

## Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2015	2016	2017	2018	2019
Afkast (pct.)	1,91	5,22	-4,84	2,29	-0,56
Sammenligningsindeks, afkast (pct.)					
Indre værdi (DKK pr. andel)	169,75	178,61	169,97	173,86	172,91
Nettoresultat (t.DKK)			-67.361	26.925	-12.644
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,30	1,29	1,39	1,49	1,44
AOP (pct.)	1,56	1,48	1,48	1,55	1,51
Omsætningshastighed (antal gange)	0,58	0,22	0,23	0,09	0,24
Investorerne formue (t.DKK)			1.703.807	1.515.345	1.550.151
Antal andele, stk.			10.024.028	8.715.730	8.965.195
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	0,27	0,30	0,16	0,48	0,19
Standardafvigelse	7,19	5,92	5,91	6,16	6,70

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

## MAJ INVEST KONTRA W

### Klassens resultatposter

Note	1.1.-31.12.2019 1.000 DKK	1.1.-31.12.2018 1.000 DKK
Andel af resultat af fællesportefølje-4.569		14.201
Klassepecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-54	-57
<b>Klassens resultat</b>	<b>-4.623</b>	<b>14.145</b>
<b>Overført til formuen</b>	<b>-4.623</b>	<b>14.145</b>

Investorerne formue	2019 Antal andele	2019 Formue- værdi 1.000 DKK	2018 Antal andele	2018 Formue- værdi 1.000 DKK
Investorerne formue primo	2.650.864	465.509	2.782.989	474.586
Emissioner i året	138.537	24.210	644.650	108.139
Indløsninger i året	-1.560.314	-269.500	-776.775	-131.773
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		490		412
Overførsel af periodens resultat		-4.623		14.145
I alt Investorerne formue	1.229.087	216.086	2.650.864	465.509

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2015	2016	2017	2018	2019
Afkast (pct.)	1,91	5,22	-4,53	2,98	0,11
Sammenligningsindeks, afkast (pct.)					
Indre værdi (DKK pr. andel)	169,75	178,61	170,53	175,61	175,81
Nettoresultat (t.DKK)			-17.617	14.145	-4.623
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,30	1,29	1,07	0,82	0,78
AOP (pct.)	1,56	1,48	1,15	0,88	0,85
Omsætningshastighed (antal gange)	0,58	0,22	0,23	0,09	0,24
Investorerne formue (t.DKK)			474.586	465.509	216.086
Antal andele, stk.			2.782.989	2.650.864	1.229.087
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	0,27	0,30	0,17	0,51	0,24
Standardafvigelse	7,19	5,92	5,90	6,16	6,70

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

## MAJ INVEST MAKRO

### LÆSEVEJLEDNING

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Afkast og risikoprofiler" side 24 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.majinvest.dk/prospekt](http://www.majinvest.dk/prospekt).

### RISIKOPROFIL

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

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

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

På risikoindikatoren er andelsklasserne placeret i kategori 4. I årsrapportens afsnit "Afkast og risikoprofiler" side 24 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet "Finansmarkederne" side 20 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

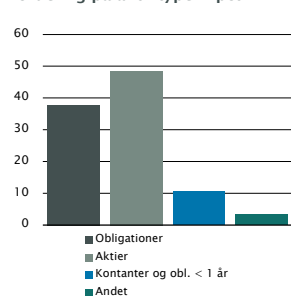
### STAMDATA

Investeringsrådgiver:  
Fondsmæglerselskabet Maj Invest  
Porteføljemanager:  
Gustav Bundgaard Smidth &  
Torsten Bech  
Morningstar Kategori™: Balanceret  
- EUR Fleksibel Allokering Global  
Finans Danmark-kategori:  
Blandede afdelinger

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

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

Fordeling på aktivtyper i pct.



### VÆRDIUDVIKLING

Hvad er 100 DKK blevet til?



### RISIKOINDIKATOR



Afdelingen gav i 2019 et afkast på 15,4 pct., hvilket i absolut forstand er særdeles tilfredsstillende og på niveau med afdelingens sammenligningsindeks, der steg 15,1 pct. Set i forhold til kategorien af blandede afdelinger med global, fleksibel allokering hos Morningstar gav afdelingen et afkast, der var 3,2 procentpoint bedre end kategori afkastet på 12,2 pct. Afdelingen er akkumulerende og udbetaler ikke udbytte.

Afkastet for 2019 indfrie forventningerne om et positivt afkast udtrykt i årsrapporten for 2018.

Afdelingen investerer i aktier og obligationer fra hele verden. Det er målsætningen, at afdelingen i år, hvor aktier klarer sig dårligt, skal have en relativt lav eksponering mod aktiemarkedet og dermed begrænse tabet, mens den i gode år skal have en højere aktieandel og give et betydeligt positivt afkast. Det betyder, at der vil være stor forskel på fordelingen mellem aktier og obligationer alt efter de aktuelle udsigter på finansmarkederne. Investeringsrammerne er meget brede, og hele formuen kan investeres i henholdsvis aktier og obligationer. En betydelig del af aktieeksponeringen kommer fra investering i afdelingerne Maj Invest Value aktier og Maj Invest Vækstaktier. Derudover investeres i udvalgte aktier inden for investeringstemaer, der vurderes at have et attraktivt afkastpotentiale. Obligationsporteføljen er bygget op omkring en del af de obligationer, som ligger i afdeling Globale Obligationer.

### MARKEDET

2019 blev et godt aktieår, hvor aktiemarkedet målt ved MSCI World-indekset steg 30 pct. opgjort i danske kroner. Det kan virke paradoksalt, når analytikerens indtjeningsforventninger til både 2019 og 2020 konsekvent blev nedrevideret i løbet af året. Samtidig blev de makroøkonomiske vækstforventninger fra blandt andre IMF nedrevideret, ligesom en række økonomiske nøgletal skuffede i løbet af året.

En del af forklaringen er, at der var bekymringer omkring både handelskonflikt og snarlig recession i begyndelsen af året. I takt med at centralbankerne brugte pengepolitikken ekspansivt, og flere nøgletal løbende bekræftede, at der nærmere var tale om en midlertidig lagertilpasning end en egentlig opbremsning, steg aktiemarkedet. Samtidig steg obligations-

kurserne som følge af rentefaldet i løbet af 2019.

### PERFORMANCE

Afdelingens afkast var positive i alle kvartaler i 2019. Ved indgangen til 2019 var aktieandelen i Maj Invest Makro 34 pct., hvilket var lavere end sammenligningsindeksets aktieandel på 50 pct. Afkastet i afdeling Makro kunne som følge af stigningerne i aktiekurserne ikke følge med sammenligningsindekset i den første halvdel af 2019. Afdelingens aktieandel blev hævet til 50 pct. (neutral allokering) i slutningen august måned efter en kortvarig nedadgående aktiekorrektion. I fjerde kvartal oversteg afkastet i Maj Invest Makro afkastet på sammenligningsindekset markant. Afkastet er set over hele året lidt højere end for sammenligningsindekset.

Afdelingens aktieportefølje gav et afkast på 34,3 pct. Størstedelen af afkastet er skabt af investeringerne i Maj Invest Value Aktier og Maj Invest Vækstaktier, der udgjorde henholdsvis 2/5 og 1/5 af aktieporteføljen. De største bidragsydere til merafkastet på aktieporteføljen var investeringerne i Vestjysk Bank, Maj Invest Vækstaktier samt temaerne "Effektiv transport" og "Elektriske biler". I juli måned lukkede vi temaet "Effektiv transport" efter at have nået et positivt afkast på 33 pct. Afdelingen investerede i løbet af andet halvår i to nye investeringstemaer: "Managed healthcare" og "Emerging markets-aktier", der begge ser interessante ud fra et prissætningsperspektiv. Managed healthcare investerer i udvalgte amerikanske sundhedsplejeselskaber, og investeringen i emerging markets-aktier sker gennem afdelingen Maj Invest Emerging Markets og via futures.

Afkastet på obligationsporteføljen blev 4,4 pct., mens obligationssammenligningsindekset gav et afkast på 1,3 pct. De primære bidragsydere til obligationsafkastet var beholdningerne af kreditobligationer og statsobligationer fra emerging markets-lande og sikre statsobligationer med høj varighed.

### SÆRLIGE RISICI 2020

2019 blev et godt år for risikable aktiver, hvilket Maj Invest Makro nød godt af. Der hersker ved indgangen til 2020 stor optimisme på markedet, og hvis denne optimisme fortsætter gennem 2020, vil der være gode muligheder for positive afkast. Virksomhedernes rapporterede omsætning og analytikernes

forventninger efterlader dog ikke megen plads til skuffelser, hvilket udgør en risiko.

Centralbankernes ekspansive pengepolitik har virket understøttende i 2019, og opstår der tvivl om centralbankernes strategi, vil det være en risikofaktor for Maj Invest Makro.

### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Uanset hvordan man vender og drejer det, må man forvente, at de kommende års afkast generelt bliver lavere end i årrækken efter finanskrisen. Efter vores vurdering bør man også forberede sig på, at 2020 kan blive påvirket af både positive og negative udsving i alle aktivklasser.

Ved indgangen til 2020 forventes det, at afdelingen vil fastholde en ligelig fordeling mellem aktier og obligationer. Fordelingen kan ændre sig i løbet af året afhængigt af prissætningen og udviklingen på de finansielle markeder. Afdelingen vil fortsat følge markederne tæt og se, om eventuelle udsving giver mulighed for at finde makrotemaer, der kan bidrage til et merafkast på længere sigt.

Afkastet i 2020 forventes at blive positivt. Afkastet kan blive højere eller lavere end for sammenligningsindekset og afdelingens kategori for sammenlignelige afdelinger hos Morningstar, da afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi.

Afkastet for Morningstar-kategorien har været mellem -19,7 og +13,7 pct. de seneste 14 år, som blandt andet omfatter finanskrisen. Det skal bemærkes, at der altid er en betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige fremtidige afkast.

## MAJ INVEST MAKRO

## Resultatopgørelse

Note	1.1--31.12.2019 1.000 DKK	1.1--31.12.2018 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1	Renteindtægter 5.890	4.729
1	Renteudgifter -109	-113
2	Udbytter 2.370	3.674
	<b>I alt renter og udbytter 8.151</b>	<b>8.290</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>		
3	Obligationer 3.392	-3.942
3	Kapitalandele 56.172	-27.616
3	Afledte finansielle instr. -3.739	-1.684
	Valutakonti 259	-15
	Øvrige aktiver/passiver 16	27
4	Handelsomkostninger -99	-142
	<b>I alt kursgevinster og -tab 56.001</b>	<b>-33.372</b>
	I alt indtægter 64.152	-25.082
5	Administrationsomk. -2.714	-3.089
	<b>Resultat før skat 61.438</b>	<b>-28.171</b>
6	Skat -267	-430
	<b>Årets nettoresultat 61.171</b>	<b>-28.601</b>
Årets nettoresultat foreslås overført til investorernes formue		

## Balance

Note	31.12.2019 1.000 DKK	31.12.2018 1.000 DKK
<b>Aktiver</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
	Indestående i depotselskab 31.998	10.241
<b>Obligationer:</b>		
7	Not. obl. fra danske udstedere 88.561	141.520
7	Not. obl. fra udl. udstedere 93.284	100.405
	I alt obligationer 181.845	241.925
<b>Kapitalandele:</b>		
7	Not. aktier fra DK selskaber 6.177	14.402
7	Not. aktier, udl. selskaber 40.396	118.525
	Inv.beviser i udl. investeringsforeninger 195.454	23.031
	I alt kapitalandele 242.027	155.958
9	<b>Afledte finansielle instr.:</b>	
	Not. afledte finansielle instr. 1.272	1.506
	Unot. afledte finansielle instr. 494	50
	I alt afledte finansielle instr. 1.766	1.556
<b>Andre aktiver:</b>		
	Tilg.hav. renter, udbytter m.m. 1.515	2.238
	Andre tilgodehavender 0	7
	Mellemv. vedr. handelsafv. 12.581	16.313
	Aktuelle skatteaktiver 278	231
	I alt andre aktiver 14.374	18.789
	<b>Aktiver i alt 472.010</b>	<b>428.469</b>
<b>Passiver</b>		
8	<b>Investorerne formue 470.715</b>	<b>410.426</b>
<b>Afledte finansielle instr.:</b>		
	Not. afledte finansielle instr. 1.274	1.505
	Unot. afledte finansielle instr. 12	1.120
	I alt afledte finansielle instr. 1.286	2.625
<b>Anden gæld:</b>		
	Skyldige omkostninger 9	7
	Mellemv. vedr. handelsafv. 0	15.411
	I alt anden gæld 9	15.418
	<b>Passiver i alt 472.010</b>	<b>428.469</b>

## Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2015	2016	2017	2018	2019
Afkast (pct.)	5,77	10,36	8,99	-6,39	15,35
Sammenligningsindeks, afkast (pct.)					15,07
Indre værdi (DKK pr. andel)	122,42	135,10	147,25	137,84	159,01
Nettoresultat (t.DKK)	11.100	26.094	27.423	-28.601	61.171
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	0,72	0,74	0,74	0,72	0,74
ÅOP (pct.)	1,06	0,99	0,90	0,81	0,82
Omsætningshastighed (antal gange)	0,49	0,36	0,56	0,45	0,65
Investorerne formue (t.DKK)	291.142	286.978	373.696	410.426	470.715
Antal andele, stk.	2.378.168	2.124.192	2.537.892	2.977.542	2.960.307
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio		1,02	1,14	0,88	0,94
Standardafvigelse		8,27	7,52	7,40	7,42
Tracking Error					3,88

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2019	31.12.2018
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 1: Renteindtægter		
Indestående i depotselskab	99	61
Noterede obligationer fra danske udstedere	1.373	1.482
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	4.418	3.186
Renteudgifter	-109	-113
I alt renteindtægter	5.781	4.616

Note 2: Udbytter		
Not. aktier fra danske selskaber	78	244
Not. aktier fra udenlandske selskaber	2.042	3.165
Investeringsbeviser i udenlandske investeringsforeninger	250	265
I alt udbytter	2.370	3.674

Note 3: Kursgevinster og -tab		
Noterede obl. fra danske udstedere	-14	-944
Not. obl. fra udenlandske udstedere	3.406	-2.998
I alt fra obligationer	3.392	-3.942
Not. aktier fra danske selskaber	7.721	-6.132
Not. aktier fra udenlandske selskaber	23.087	-19.956
Inv.beviser i udenlandske investeringsforeninger	25.364	-1.528
I alt fra kapitalandele	56.172	-27.616
Valutaterminsforretninger/futures	-3.175	-4.027
Aktieterminer/futures	-564	2.343
I alt fra afledte finansielle instrumenter	-3.739	-1.684

Note 4: Handelsomkostninger		
Bruttohandelsomkostninger	-118	-159
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	19	17
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-99	-142

Note 5: Administrationsomkostninger	2019	2018		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.omkostninger	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-18	-18	-19
Rev.honorar til revisorer	-15	0	-15	-12
Markedsføringsomk.	-50	-69	-119	-141
Gebyrer til depotselskab	-146	0	-146	-130
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-2.232	-49	-2.281	-2.639
Øvrige omkostninger	-26	-31	-57	-57
Fast administrationshonorar	-78	0	-78	-91
I alt adm.omkostninger	-2.547	-167	-2.714	-3.089

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

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

## Note 6: Skat

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

	31.12.2019	31.12.2018
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 7: Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede	99,9	100,3
Øvrige	0,1	-0,3
I alt	100,0	100,0

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

Note 8: Investorernes formue	2019	2019	2018	2018
	Antal andele	Formue- værdi 1.000 DKK	Antal andele	Formue- værdi 1.000 DKK
Investorerens formue primo	2.977.542	410.426	2.537.892	373.696
Emissioner i året	229.215	34.855	604.700	88.412
Indløsningsfradrag	-246.450	-35.858	-165.050	-23.258
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		122		177
Ovf. af periodens resultat		61.171		-28.601
I alt investorernes formue	2.960.307	470.715	2.977.542	410.426

Note 9: Underl. eksponering ved valutaterminsforretninger (1.000 DKK)			
Valuta		Eksponering	Eksponering
DKK		70.869	86.003
EUR		-25.407	-29.850
GBP		-1.764	-1.829
USD		-43.271	-55.488

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

Købte aktiefutures		81.520	10.365
Købte rentefutures		0	33.117
Solgte aktiefutures		-31.398	-19.806
Solgte rentefutures		-16.562	-33.051

# FÆLLES NOTER

## NOTE 1: ANVENDT REGNSKABSPRAKSIS

Årsrapporten for 2019 aflægges efter lov om investeringsforeninger og bekendtgørelse om finansielle rapporter for danske UCITS.

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten for 2018.

### Præsentation af regnskabstal

Alle tal i regnskabet præsenteres i hele tusinde kroner med nul decimaler.

Sumtotaler i regnskabet er udregnet på baggrund af de faktiske tal, hvilket er den matematisk mest korrekte metode. En efterregning af sumtotalerne vil i visse tilfælde give en afrundingsdifference, som er udtryk for, at de bagvedliggende decimaler ikke fremgår for regnskabslæseren.

### Generelt om indregning og måling

I resultatopgørelsen indregnes indtægter, i takt med at de indtjenes. Endvidere indregnes omkostninger, der er afholdt, for at opnå periodens indtjening.

Aktiver indregnes i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde afdelingen, og aktivets værdi kan måles pålideligt.

Forpligtelser indregnes i balancen, når de er sandsynlige og kan måles pålideligt.

Ved første indregning måles aktiver og forpligtelser til kostpris. Efterfølgende måles aktiver og forpligtelser som beskrevet for hver enkelt regnskabspost nedenfor.

Ved indregning og måling af aktiver og forpligtelser tages der hensyn til oplysninger, der fremkommer efter balancedagen, men inden regnskabet udarbejdes, hvis oplysningerne bekræfter eller afkræfter forhold, som er opstået senest på balancedagen.

### RESULTATOPGØRELSEN

#### Renter og udbytter

Renteindtægter omfatter renter af obligationer og af indestående i depotselskabet samt af indestående i andre pengeinstitutter.

Aktieudbytter omfatter årets deklarerede udbytter.

#### Kursgevinster og -tab

I resultatopgørelsen indregnes såvel realiserede som urealiserede gevinster og tab på aktiver og passiver.

For obligationer og kapitalandele opgøres de realiserede kursgevinster og -tab som forskellen mellem dagsværdi på salgstidspunktet og dagsværdi ved årets begyndelse eller dagsværdi på anskaffelsestidspunktet ved erhvervelse i regnskabsåret. Urealiserede kursgevinster og -tab opgøres som forskellen mellem dagsværdien på balancedagen og dagsværdien ved årets begyndelse eller dagsværdi på anskaffelsestidspunktet ved erhvervelse i regnskabsåret.

Ændringer i dagsværdien af afledte finansielle instrumenter indregnes i resultatopgørelsen under afledte finansielle instrumenter.

Under handelsomkostninger føres alle direkte omkostninger i forbindelse med handel med finansielle instrumenter. Omkostninger, der ikke kan opgøres eksakt, eksempelvis fordi de er inkluderet i spread, indregnes i det omfang, de er aftalt med tredjemand. Den del af handelsomkostningerne, som er afholdt i forbindelse med køb og salg af finansielle instrumenter, og som er forårsaget af emission og indløsning, udgiftføres direkte på »Medlemmernes formue«. Den sidstnævnte del opgøres som den andel, provenuet fra emissionerne og indløsningerne udgør af kursværdien af årets samlede handler.

#### Administrationsomkostninger

»Afdelingsdirekte omkostninger« består af de omkostninger, som kan henføres direkte til den enkelte afdeling. »Andel af fællesomkostninger« er afdelingernes andel af de udgifter, der vedrører to eller flere afdelinger. Fordelingen af fællesomkostninger sker under hensyntagen til størrelsen af afdelingernes formue. »Fast administrationshonorar« udgør omkostninger til administration i henhold til særskilt aftale med investeringsforvaltningsselskabet.

#### Skat

Afdelingerne er ikke selvstændigt skattepligtige. Skat indeholder udbytteskat og renteskat, der er til-



bageholdt i udlandet i forbindelse med udbetaling, og som ikke kan refunderes.

### Udlodning

De udloddende afdelinger foretager årligt en udlodning, der opfylder kravene til minimumsudlodning i Ligningslovens § 16 C. Afdelingerne skal derfor ikke betale skat, men skattepligten påhviler modtageren af udlodningen.

Minimumsudlodningen opgøres i hovedtræk på grundlag af de i regnskabsåret:

- indtjente renter, renteudgifter og udbytter,
- realiserede kursgevinster eller -tab på obligationer og valutakonti,
- realiserede kursgevinster og -tab på kapitalandele,
- erhvervede, skattepligtige kursgevinster og -tab ved anvendelse af afledte finansielle instrumenter,
- med fradrag af afholdte administrationsomkostninger.

I forbindelse med emissioner og indløsninger beregnes udlodningsregulering, således at udbytteprocenten er af samme størrelse før og efter emissioner og indløsninger.

Udlodningsprocenten beregnes som beløbet til rådighed for udlodning i procent af den cirkulerende kapital i afdelingen på balancedagen. Den beregnede procent nedrundes i overensstemmelse med Ligningslovens § 16 C til nærmeste beløb, som er deleligt med 0,10 pct. Et overskydende positivt beløb til rådighed for udlodning overføres til udlodning næste år. Et negativt udlodningsbeløb fremføres til efterfølgende års udlodning.

Forskellen mellem det regnskabsmæssige resultat og udlodningen tillægges/fradrages den pågældende afdelings formue.

Udlodningsreguleringen beregnes således, at udlodningsprocenten er af samme størrelse før og efter emission og indløsning.

Ved emission beregnes udlodningsreguleringen som en andel af det beløb, der er til rådighed for udlod-

ning på emissionsdagen. Andelen beregnes som emissionens nominelle værdi i forhold til den cirkulerende kapital. En del af det ved emissionen indbetalte beløb anvendes således til udbetaling af udlodning. Ved indløsning foretages beregning, som på tilsvarende vis nedbringer udbetalingen af udlodning. Forslag til udlodning for regnskabsåret indregnes som en særlig post under medlemmernes formue.

»Overført til udlodning fra sidste år« består af nedrundingen af udlodningsbeløbet fra sidste år.

Ved skattefri fusion indregnes udlodningen fra den ophørende afdeling i perioden fra primo året til fusionsdagen i den fortsættende afdelings udlodningsopgørelse for året.

## BALANCEN

### Likvide midler

Likvide midler i fremmed valuta måles til noterede valutakurser på balancedagen.

### Obligationer og kapitalandele

Obligationer og kapitalandele måles til dagsværdi. Dagsværdien fastsættes på noterede obligationer og kapitalandele til lukkekursen på balancedagen eller, hvis en sådan ikke foreligger, til en anden officiel kurs, der må antages bedst at svare hertil. Hvis denne kurs ikke afspejler instrumentets dagsværdi på grund af manglende eller utilstrækkelig handel i tiden op til balancedagen, fastlægges dagsværdien ved hjælp af en værdiansættelsesteknik, der har til formål at fastlægge den transaktionspris, som ville fremkomme i en handel på målingstidspunktet mellem uafhængige parter, der anlægger normale forretningsmæssige betragtninger. Noterede værdipapirer i fremmed valuta måles til noterede valutakurser på balancedagen. Unoterede obligationer og aktier måles til dagsværdien fastsat efter almindelige anerkendte metoder. Værdipapirer indgår og udtages på handelsdagen.

### Afledte finansielle instrumenter

Afledte finansielle instrumenter måles til dagsværdi. Afledte finansielle instrumenter med positiv dagsværdi indgår under aktiver, og hvis de har negativ dagsværdi under passiver. Ændring i dagsværdi

indregnes i resultatopgørelsen under »Kursgevinster og -tab«.

### Andre aktiver

»Andre aktiver« måles til dagsværdi, og der indgår:

- »Tilgodehavende renter« bestående af periodiserede renter på balancedagen.
- »Tilgodehavende udbytte« bestående af udbytter deklareret før balancedagen med afregning efter balancedagen.

»Mellemværende vedrørende handelsafvikling« bestående af værdien af provenuet fra salg af finansielle instrumenter samt fra emissioner før balancedagen, hvor betalingen sker efter balancedagen. Der foretages modregning i tilsvarende beløb omtalt under »Anden gæld« pr. modpart pr. dag, betalingerne forfalder.

»Aktuelle skatteaktiver« bestående af refunderbar udbytteskat og renteskat tilbageholdt i udlandet.

### Medlemmernes formue

»Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser« består af den foreslåede udlodning pr. 31. december året før beregnet som udbytteprocenten ganget med cirkulerende kapital pr. 31. december året før.

»Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning« består af forskellen mellem den efter generalforsamlingen udbetalte udlodning på grundlag af den på dette tidspunkt cirkulerende kapital og udlodningen beregnet pr. 31. december året før.

### Anden gæld

»Anden gæld« måles til dagsværdi.

»Mellemværende vedrørende handelsafvikling« består af værdien af provenuet fra køb af finansielle instrumenter samt fra indløsninger før balancedagen, hvor betalingen sker efter balancedagen. Der foretages modregning i tilsvarende beløb omtalt under »Andre aktiver« pr. modpart pr. dag, betalingerne forfalder.

### Omregning af fremmed valuta

Valutakursdifferencer, der opstår mellem transaktionsdagens kurs og kursen på betalingsdag, indregnes i resultatopgørelsen under »Kursgevinster og -tab«.

Transaktioner i fremmed valuta omregnes til transaktionsdagens GMT-16-00-valutakurs. Værdipapirbeholdninger, likvide midler og tilgodehavender i fremmed valuta omregnes til balancedagens kurs. Forskellen mellem balancedagens kurs og kursen på tidspunktet for værdipapirbeholdningens anskaffelse eller tilgodehavendets opståen indregnes i resultatopgørelsen under »Kursgevinster og tab«.

### NØGLETAL

#### Nettoresultat

Nøgletallet 'Nettoresultat' beregnes på baggrund af periodens resultat for andelsklassen.

#### Indre værdi, IV

Udtrykker værdien i kroner pr. andel og beregnes som:

$$IV = \frac{\text{medlemmernes formue}}{\text{cirkulerende andele ultimo året}}$$

Medlemmernes formue er inkl. afsat udbytte for regnskabsåret.

#### Afkast

Beregnes således:

$$\text{Afkast} = \frac{IV \text{ ultimo} + \text{geninv. udbytte}}{IV \text{ primo}} \times 100 + 100$$

$$\text{Geninv. udbytte} = \frac{\text{udbytte pr. andel} \times IV \text{ ultimo}}{IV \text{ umiddelbart efter udlodning}}$$

#### Sammenligningsafkast

Sammenligningsafkast er en opgørelse af udviklingen i det sammenligningsindeks (markedsindeks), som afdelingen måler sig imod. Dette afkast indeholder i modsætning til afdelingernes afkast ikke administrations- og handelsomkostninger.

#### Udlodning

Udlodning i pct. beregnes som:

$$\text{Udlodning i \%} = \frac{\text{foreslået udlodning}}{\text{cirkulerende kapital ultimo året}}$$

Da alle andele har en nominel stykstørrelse på 100 kroner, udtrykker udlodning i pct. samtidig udlodning i kroner pr. investeringsbevis.

#### Administrationsomkostninger i pct.

Beregnes som:

$$\text{Adm.omk. i \%} = \frac{\text{administrationsomk.}}{\text{medlemmernes gns. formue}} \times 100$$

Som »administrationsomkostninger« anvendes den tilsvarende post i resultatopgørelsen, og »medlemmernes gennemsnitlige formue« er beregnet som et simpelt gennemsnit af formuens værdi opgjort ultimo hver måned.

### AOP

Beregnes som summen af følgende fire elementer:

- Administrationsomkostninger i pct. omregnet til helårsniveau.
- Direkte handelsomkostninger ved løbende drift opgjort i pct. af den gennemsnitlige formue omregnet til helårsniveau.
- 1/7 af det maksimale emissionstillæg, som det fremgår af det gældende prospekt.
- 1/7 af det maksimale indløsningsfradrag, som det fremgår af det gældende prospekt.

### Omsætningshastighed i antal gange

Opgøres som:

$$\frac{\text{værdi af køb + værdi af salg}}{2 \times \text{medlemmernes formue}}$$

Værdi af køb og værdi af salg opgøres som kursværdi af køb og salg af værdipapirer korrigeret for regnskabsårets emissioner og indløsninger, udbetalte udbytter og likviditet fra driften m.m., således at  $(\text{værdi af køb} + \text{værdi ved salg})/2$  svarer til handel som følge af porteføljepleje. Medlemmernes gennemsnitlige formue opgøres som beskrevet under »Administrationsomkostninger i pct.«

### Nøgletal for risiko

Disse nøgletal beregnes fra afdelingernes start over en periode på maksimum fem år, dog kun for afdelinger, som har eksisteret i mindst 36 måneder.

### Sharpe Ratio

Sharpe Ratio er et matematisk udtryk for merafkastet af en investering i forhold til risikoen. Sharpe ratio beregnes som det historiske afkast minus den risiko-fri rente (merafkastet) divideret med standardafvigelsen på merafkastet.

### Standardafvigelse

Standardafvigelse er et statistisk udtryk for udsving i afkastet.

### Active share

Active share er et mål for, hvor stor en andel af porteføljen, der ikke er sammenfaldende med det valgte sammenligningsindeks. En høj active share betyder således, at investeringssammensætningen er meget forskellig fra sammenligningsindekset. Investeringsforeningen Maj Invest tror på, at aktiv forvaltning skaber værdi for medlemmerne i Maj Invest. Det vil sige, at medlemmerne over tid får et afkast efter omkostninger, der er bedre, end man kunne have opnået ved passiv forvaltning. Aktiv forvaltning betyder, at foreningens porteføljerådgivere foretager grundige analyser og udvælger de aktier, de vurderer, har det mest fordelagtige forhold mellem forventet afkast og risiko. Passiv forvaltning betyder, at man uden analyser og aktive valg køber et stort antal aktier, der tilsammen forventes at give et afkast tæt på gennemsnittet for aktiemarkedet fraregnet omkostninger. Afkast i forhold til sammenligningsindeks fremgår af tabellen på side 12 og active share kan ses under den enkelte afdeling.

I forhold til afdeling Danske Aktier er der naturligvis et begrænset antal danske selskaber at vælge imellem, og active share vil derfor alt andet lige være mindre end i de globale aktieafdelinger.

### Tracking error

Tracking error er et matematisk udtryk for spredningen på afkastforskellen mellem en investeringsafdeling og et givet sammenligningsindeks. Sammenligningsindeks udtrykker markedsudviklingen. Jo lavere tracking error er, desto tættere har investeringsporteføljen fulgt sammenligningsindekset. I indekserede afdelinger, som skygger markedet tæt, er tracking error derfor lav.

Dette er således et mål for, hvordan afdelingens afkast svinger i forhold til afkastet i sammenligningsindekset. En tracking error på 0 betyder, at afdelingen og sammenligningsindekset "svinger i takt", uden at det dog nødvendigvis betyder, at afdelingens og sammenligningsindeksets afkast er ens.

## NOTE 2: OVERSIGT OVER UDBYTTERNES SKATTEMÆSSIGE FORDELING

Skemaet viser, hvordan udbytte for 2019 skal behandles skattemæssigt. Udbytte er først relevante for selvangivelsen for 2020, hvor udbetalingen sker. For pensionsopsparinger indgår hele udbyttet i grundlaget for PAL-skat. For selskaber indgår det fulde udbytte i selskabsindkomsten. Afdelingerne/andelsklasserne Value Aktier Akkumulerende (W), Kontra (W) samt Makro er akkumulerende og udbetaler ikke udbytte.

Afdeling	Stykstørrelse i kr. pr. stk.	Foreslået udbytte i kr. pr. stk.	Almindelig opsparing	
			Aktieindkomst i kr. pr. styk	Kapitalindkomst i kr. pr. stk
Danske Aktier	100	2,00	2,00	0,00
Danske Aktier W	100	2,80	2,80	0,00
Vækstaktier	100	1,70	1,70	0,00
Vækstaktier W	100	2,30	2,30	0,00
Value Aktier	100	10,10	10,10	0,00
Value Aktier W	100	11,20	11,20	0,00
Value Aktier SRI+	100	1,60	1,60	0,00
Value Aktier SRI+ W	100	2,40	2,40	0,00
Emerging Markets	100	0,00	0,00	0,00
Emerging Markets W	100	0,00	0,00	0,00
Global Sundhed	100	6,50	6,50	0,00
Global Sundhed W	100	7,40	7,40	0,00
Danske Obligationer	100	0,00	0,00	0,00
Globale Obligationer	100	2,10	0,00	2,10
High Income Obligationer	100	2,60	0,00	2,60
Pension	100	3,80	0,00	3,80

## NOTE 3: REVISIONSHONORAR

Revisionshonorar (1.000 kr.)	2019	2018
Det samlede honorar for arbejdet i foreningen til revisionsfirmaet ERNST & YOUNG Godkendt Revisionspartnerselskab udgjorde	231	188

ERNST & YOUNG har ikke udført andre opgaver end lovpligtig revision.

## NOTE 4: BESTYRELSESHONORAR

Bestyrelseshonorar (1.000 kr.)	2019	2018
Bestyrelsens honorar for arbejdet i foreningen i regnskabsåret	975	975
Bestyrelseshonorar udgiftsført	975	975

## NOTE 5: BESKRIVELSE AF FORENINGENS VÆSENTLIGSTE AFTALER

Heri beskrives foreningens væsentligste aftaler ultimo 2019. Prisen for ydelserne fremgår enten af skemaet på side 110 eller, i de tilfælde hvor betalingen ikke er fastsat pr. afdeling, under den enkelte aftale.

### AFTALE OM ADMINISTRATION

Foreningen har med virkning fra 1. december 2013 indgået aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S om, at selskabet udfører foreningens administrative og investeringsmæssige opgaver i overensstemmelse med lovgivningen, Finanstilsynets retningslinjer, foreningens vedtægter og anvisninger fra foreningens bestyrelse samt investeringsrammer for de enkelte afdelinger og aftale om porteføljerådgivning.

Som betaling opkræver investeringsforvaltningsselskabet et honorar på mellem 0,021 pct. og 0,041 pct. p.a. af den gennemsnitlige formueværdi afhængig af afdelingstype. Hver afdeling afholder desuden egne omkostninger, herunder de omkostningstyper, som er nævnt under de øvrige aftalebeskrivelser, f.eks. udgifter til porteføljerådgivning. Beløbet indgår i afdelingernes årlige administrationsomkostninger med specifikation på forskellige poster som foreskrevet af Finanstilsynet.

### AFTALER OM DEPOT, DEPOTBANKFUNKTION OG AKTIEBOG

Foreningen har indgået aftale med Skandinaviska Enskilda Banken Danmark, filial af Skandinaviska Enskilda Banken AB, Sverige om, at banken som depotselskab forvalter og opbevarer værdipapirer og likvide midler særskilt for hver af foreningens afdelinger i overensstemmelse med den til enhver tid gældende lovgivning. Herudover påtager depotselskabet sig, som Finanstilsynet foreskriver, fastlagte kontrolopgaver og forpligtelser. Som honorar for ydelserne betaler hver afdeling et depotgebyr beregnet ud fra arten af værdipapirer, deres værdi og omfanget af ændringer i til- og afgang i depotet. Depotgebyret er lavest for danske VP-baserede værdipapirer og højest for udenlandske værdipapirer. For ingen kategori overstiger depotgebyret 0,03 pct. p.a. af den gennemsnitlige formueværdi.

Foreningen har indgået aftale med ComputerShare A/S om at føre ejerbog, hvori medlemmernes investeringsbeviser navnenoteres. Aftalen indebærer foruden den løbende registrering af noteringsforhold og ændringer i disse, at ComputerShare A/S udsteder adgangskort og stemmesedler m.v. til foreningens generalforsamlinger.

### AFTALE OM HOVEDDISTRIBUTØR

Foreningen har udpeget Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S som hoveddistributør med henblik på at give investorer mulighed for at investere i andele i foreningens afdelinger og andelsklasser. I medfør af den indgåede hoveddistributionsaftale og efter forudgående godkendelse fra foreningens bestyrelse kan hoveddistributøren indgå distributionsaftaler med underdistributører (distributørerne) med henblik på rådgivning og salg af andele til distributørernes kunder. Hoveddistributøren er ansvarlig for at formidle information om foreningen og dennes afdelinger og andelsklasser til distributørerne, således at distributørerne kan varetage markedsføringen af andelene og rådgive kunderne bedst muligt.

Hoveddistributøren skal endvidere varetage den løbende kontakt til og administration af Distributørerne, påse, at der afregnes provision med disse samt varetage monitoreringsforpligtelsen i forhold til de med Distributørerne indgåede aftaler.

Som vederlag for disse ydelser modtager hoveddistributøren et fast årligt vederlag på 3 mio. kroner.

### AFTALER OM DISTRIBUTION AF INVESTERINGSBEVISER

Hoveddistributøren har med flere banker indgået en distributions- og samarbejdsaftale, hvorefter disse yder rådgivning til foreningens medlemmer og er ansvarlige for rådgivning over for de investorer, der henvender sig til bankerne. Distributørerne skal i forbindelse med denne aftale sikre sig, at rådgivning sker i overensstemmelse med gældende lovgivning.

Distributøren er berettiget til en løbende formidlingsprovision for otte af foreningens børsnoterede andelsklasser: Maj Invest Danske Aktier, Maj Invest Vækstaktier, Maj Invest Value Aktier, Maj Invest Value Aktier Akkumulerende, Maj Invest Value Aktier SRI+, Maj Invest Emerging Markets, Maj Invest Global Sundhed samt Maj Invest Kontra. Andelsklasserne betaler en provision beregnet ud fra den gennemsnitlige kursværdi af de af foreningens investeringsandele, som opbevares i depot i de enkelte pengeinstitutter, der er indgået distributionsaftale med. Satsen for de nævnte afdelinger er 0,75 pct. p.a.

En tilsvarende distributionsaftale er indgået med Fondsmæglerselskabet Maj Invest samt andre distributører og pensionselskaber.

**AFTALE OM PORTEFØLJERÅDGVNING M.V.**

Foreningen har indgået aftale med Fondsmæglerselskabet Maj Invest om ydelse af porteføljerådgivning vedrørende foreningens afdelinger. Aftalen indebærer, at Fondsmæglerselskabet Maj Invest yder rådgivning om transaktioner, som Fondsmæglerselskabet Maj Invest anser for fordelagtige at gennemføre som led i porteføljestyringen.

Rådgivningen skal ske i overensstemmelse med de retningslinjer, som foreningens bestyrelse har fastlagt i investeringspolitikker for de enkelte afdelinger. De enkelte forslag til investeringer skal forelægges investeringsforvaltningsselskabet, der tager stilling til, om og i hvilket omfang de skal gennemføres.

Betalingen for denne rådgivning varierer fra afdeling til afdeling og er afhængig af blandt andet investeringsområdet og afdelingernes specialiseringsgrad. Honoraret udgør mellem 0,15 pct. p.a. og 0,65 pct. p.a. af afdelingernes gennemsnitlige formueværdi. Beløbet indgår i afdelingernes årlige administrationsomkostninger under posten »Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen«, jf. noterne til årsregnskaberne.

**AFTALE OM PRISSTILLELSE I MARKEDET**

Foreningen har indgået aftale med Fondsmæglerselskabet Maj Invest om, at Maj Invest Markets i bl.a. Nasdaq Copenhagens handelssystemer stiller priser for investeringsbeviser i foreningens afdelinger og andelsklasser med det formål at fremme likviditeten ved handel med beviser. Prisstillelsen skal ske med såvel købs- som salgspriser og på baggrund af aktuelle emissions- og indløsningspriser. Prisen for pristillero opgaverne er for børsnoterede afdelinger og andelsklasser 10.000 kr. årligt samt 0,0100 pct. af formuen, mens den for unoterede andelsklasser er 10.000 kr. årligt samt 0,0025 pct. af formuen.

**AFTALE OM HOTLINE**

Foreningen har indgået aftale med Maj Bank om en hotlinefunktion. Hotlinefunktionen tilbyder information og oplysning om foreningens afdelinger og andelsklasser og er målrettet investorer, som ikke er omfattet af en aftale med enten hoveddistributøren eller distributørerne. Hotlinen er dog åben for alle foreningens investorer, således at disse uanset bankforbindelse og formue kan modtage fyldestgørende og rettidige svar på relevante spørgsmål. Foreningens betaling for hotlinefunktionen kan ikke overstige kr. 250.000 pr. kvartal.

## Satserne i foreningens væsentligste aftaler

Alle satser er gældende pr. 31. december 2019 og dækker afdelingen eller dens andelsklasser.

	Depot og depotbank- funktionen	Portefølje- rådgivning, pct. p.a.	Handel med værdipapirer, kr. <sup>2)</sup>	Formidlingsprovision i børsnoterede andelsklasser, pct.
Danske Aktier KL	1)	0,50	50 kr.	0,75
Vækstaktier KL	1)	0,65	50 kr./150 kr. <sup>3)</sup>	0,75
Value Aktier KL	1)	0,65	50 kr./150 kr. <sup>3)</sup>	0,75
Value Aktier Akkumulerende KL	1)	0,65	50 kr./150 kr. <sup>3)</sup>	0,75
Value Aktier SRI+ KL	1)	0,65	50 kr./150 kr. <sup>3)</sup>	0,75
Emerging Markets KL	1)	0,65	150 kr.	0,75
Global Sundhed KL	1)	0,65	50 kr./150 kr. <sup>3)</sup>	0,75
Danske Obligationer	1)	0,15	50 kr.	-
Globale Obligationer	1)	0,25	50 kr./150 kr. <sup>3)</sup>	-
High Income Obligationer	1)	0,55	50 kr./150 kr. <sup>3)</sup>	-
Pension	1)	0,40	50 kr./150 kr. <sup>3)</sup>	-
Kontra KL	1)	0,60	50 kr./150 kr. <sup>3)</sup>	0,75
Makro	1)	0,60	50 kr./150 kr. <sup>3)</sup>	-

Noter: 1) Depotgebyret for VP-baserede værdipapirer er 0,0 pct. p.a. For USA 0,0025 pct. p.a., for Japan 0,0125 pct. p.a., for Europa 0,0100 pct. p.a. og for resten af verden 0,0275 pct. p.a. For kontrolopgaverne betaler hver basisafdeling og hver andelsklasse i specialafdelingerne et honorar på 15.000 kr. plus moms p.a. 2) De opgivne satser er eksklusive eventuelle udenlandske omkostninger og skatter. 3) Satsen er 50 kr. for danske og svenske værdipapirer og 150 kr. for alle øvrige værdipapirer.

## LEDELSESPÅTEGNING

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato behandlet og godkendt nærværende årsrapport for regnskabsåret sluttende den 31. december 2019.

Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v.

Årsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver og passiver, finansielle stilling pr. 31. december 2019 samt resultat af de enkelte afdelingers aktiviteter for regnskabsåret sluttende 31. december 2019.

Foreningens ledelsesberetning og ledelsesberetningerne for de enkelte afdelinger indeholder retvisende redegørelser for udviklingen i foreningens og afdelingernes aktiviteter og økonomiske forhold samt en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som foreningen henholdsvis afdelingerne kan påvirkes af.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 2. marts 2020

Direktion: Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S

Peter Kock  
Adm. direktør

Bestyrelse

Henrik Normann  
Formand

Mads Bryde Andersen  
Næstformand

Mads Krage

Mette Kynne Frandsen

Carsten Koch

## DEN UAFHÆNGIGE REVISORS REVISIONSPÅTEGNING

Til investorerne i Investeringsforeningen Maj Invest

### KONKLUSION

Vi har revideret årsregnskaberne for de enkelte afdelinger i Investeringsforeningen Maj Invest for regnskabsåret, der sluttede 31. december 2019, som omfatter de enkelte afdelingers resultatopgørelse, balance og noter samt fællesnoter, herunder anvendt regnskabspraksis. Årsregnskaberne udarbejdes efter lov om investeringsforeninger m.v.

Det er vores opfattelse, at årsregnskaberne giver et retvisende billede af afdelingernes aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2019 samt af resultatet af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret, der sluttede 31. december 2019 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv.

Vores konklusion er konsistent med vores revisionsprotokollat til bestyrelsen.

### GRUNDLAG FOR KONKLUSION

Vi har udført vores revision i overensstemmelse med internationale standarder om revision og de yderligere krav, der er gældende i Danmark. Vores ansvar ifølge disse standarder og krav er nærmere beskrevet i revisionspåtegningens afsnit "Revisors ansvar for revisionen af årsregnskaberne" (herefter benævnt "regnskaberne"). Det er vores opfattelse, at det opnåede revisionsbevis er tilstrækkeligt og egnet som grundlag for vores konklusion.

### UAFHÆNGIGHED

Vi er uafhængige af foreningen i overensstemmelse med internationale etiske regler for revisorer (IESBA's etiske regler) og de yderligere krav, der er gældende i Danmark, ligesom vi har opfyldt vores øvrige etiske forpligtelser i henhold til disse regler og krav.

Efter vores bedste overbevisning er der ikke udført forbudte ikke-revisionsydelser som omhandlet i artikel 5, stk.1, i forordning (EU) nr. 537/2014.

### VALG AF REVISOR

Vi blev første gang valgt som revisor for Investeringsforeningen Maj Invest den 3. marts 2005 og er genvalgt årligt ved generalforsamlingsbeslutning i en samlet opgaveperiode på 15 år frem til og med

regnskabsåret 2019. Vi blev genudpeget efter en udbudsprocedure på generalforsamlingen den 26. april 2017.

### CENTRALE FORHOLD VED REVISIONEN

Centrale forhold ved revisionen er de forhold, der efter vores faglige vurdering var mest betydelige ved vores revision af regnskaberne for regnskabsåret, der sluttede 31. december 2019. Disse forhold blev behandlet som led i vores revision af regnskaberne som helhed og udformningen af vores konklusion herom. Vi afgiver ikke nogen særskilt konklusion om disse forhold. For hvert af nedennævnte forhold er beskrivelsen af, hvordan forholdet blev behandlet ved vores revision, givet i denne sammenhæng.

Vi har opfyldt vores ansvar som beskrevet i afsnittet "Revisors ansvar for revisionen af årsregnskaberne", herunder i relation til nedennævnte centrale forhold ved revisionen. Vores revision har omfattet udformning og udførelse af revisionshandlinger som reaktion på vores vurdering af risikoen for væsentlig fejlinformation i regnskaberne. Resultatet af vores revisionshandling, herunder de revisionshandling vi har udført for at behandle nedennævnte forhold, danner grundlag for vores konklusion om regnskaberne som helhed.

### Værdiansættelse af finansielle instrumenter

Værdiansættelse af afdelingernes investeringer i obligationer, aktier, investeringsforeningsandele og afledte finansielle instrumenter (samlet benævnt "finansielle instrumenter") til dagsværdi udgør det væsentligste element i opgørelsen af afdelingernes afkast og formue.

Vi anser, at der i relation til værdiansættelsen af afdelingernes finansielle instrumenter generelt ikke er knyttet betydelige risici for væsentlig fejlinformation i regnskaberne, idet afdelingernes finansielle instrumenter hovedsageligt består af likvide noterede finansielle instrumenter, for hvilke der findes en noteret kurs på et aktivt marked, og kun i begrænset omfang af mindre likvide noterede- og unoterede finansielle instrumenter, hvor dagsværdien fastlægges ved hjælp af anerkendte værdiansættelsesteknikker og ledelsesmæssige skøn.



Som følge af instrumenternes væsentlige betydning for afdelingernes samlede afkast og formue, vurderes værdiansættelsen af afdelingernes finansielle instrumenter at være det mest centrale forhold ved revisionen.

Vores revisionshandling er rettet mod værdiansættelsen af finansielle instrumenter i de enkelte afdelinger har blandt andet omfattet:

- Test af registreringssystemer, forretningsgange og interne kontroller, herunder it- og systembaserede kontroller, som understøtter værdiansættelsen af finansielle instrumenter.

- Stikprøvevis kontrol af afstemninger af finansielle instrumenter til oplysninger fra depotbanken samt stikprøvevis kontrol af instrumenternes værdiansættelse ved sammenholdelse med uafhængige priskilder.

- Stikprøvevis kontrol af anvendte værdiansættelsesteknikker og ledelsesmæssige skøn ved fastsættelsen af dagsværdien af mindre likvide noterede og unoterede finansielle instrumenter.

Den procentvise fordeling af de enkelte afdelingers finansielle instrumenter på børsnoterede instrumenter, instrumenter noteret på et andet reguleret marked og øvrige finansielle instrumenter fremgår af note i de enkelte afdelingers årsregnskaber.

#### UDTALELSE OM LEDELSESBERETNINGERNE

Ledelsen er ansvarlig for ledelsesberetningen og ledelsesberetningerne for de enkelte afdelinger, efterfølgende benævnt "ledelsesberetningerne".

Vores konklusion om regnskaberne omfatter ikke ledelsesberetningerne, og vi udtrykker ingen form for konklusion med sikkerhed om ledelsesberetningerne.

I tilknytning til vores revision af regnskaberne er det vores ansvar at læse ledelsesberetningerne og i den forbindelse overveje, om ledelsesberetningerne er væsentligt inkonsistent med regnskaberne eller vores viden opnået ved revisionen eller på anden måde synes at indeholde væsentlig fejlinformation.

Vores ansvar er derudover at overveje, om ledelsesberetningerne indeholder krævede oplysninger i henhold til lov om investeringsforeninger m.v.

Baseret på det udførte arbejde er det vores opfattelse, at ledelsesberetningerne er i overensstemmelse med regnskaberne og er udarbejdet i overensstemmelse med krav i lov om investeringsforeninger m.v. Vi har ikke fundet væsentlig fejlinformation i ledelsesberetningerne.

#### LEDELSENS ANSVAR FOR ÅRSREGNSKABERNE

Ledelsen har ansvaret for udarbejdelsen af årsregnskaber for de enkelte afdelinger, der giver et retvisende billede i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v. Ledelsen har endvidere ansvaret for den interne kontrol, som ledelsen anser for nødvendig for at udarbejde regnskaberne uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl.

Ved udarbejdelsen af regnskaberne er ledelsen ansvarlig for at vurdere afdelingernes evne til at fortsætte driften; at oplyse om forhold vedrørende fortsat drift, hvor dette er relevant; samt at udarbejde regnskaberne på grundlag af regnskabsprincippet om fortsat drift, medmindre ledelsen enten har til hensigt at likvidere afdelingerne, indstille driften eller ikke har andet realistisk alternativ end at gøre dette.

#### REVISORS ANSVAR FOR REVISIONEN AF ÅRSREGNSKABERNE

Vores mål er at opnå høj grad af sikkerhed for, om regnskaberne som helhed er uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl, og at afgive en revisionspåtegning med en konklusion. Høj grad af sikkerhed er et højt niveau af sikkerhed, men er ikke en garanti for, at en revision, der udføres i overensstemmelse med internationale standarder om revision og de yderligere krav, der er gældende i Danmark, altid vil afdække væsentlig fejlinformation, når sådan findes. Fejlinformationer kan opstå som følge af besvigelser eller fejl og kan betragtes som væsentlige, hvis det med rimelighed kan forventes, at de enkeltvis eller samlet har indflydelse på de økonomiske beslutninger, som regnskabsbrugere træffer på grundlag af regnskaberne.

Som led i en revision, der udføres i overensstemmelse med internationale standarder om revision og de yderligere krav, der er gældende i Danmark, foretager vi faglige vurderinger og opretholder professionel skepsis under revisionen. Herudover:

- Identificerer og vurderer vi risikoen for væsentlig fejlinformation i regnskaberne, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl, udformer og udfører revisionshandlinger som reaktion på disse risici samt opnår revisionsbevis, der er tilstrækkeligt og egnet til at danne grundlag for vores konklusion. Risikoen for ikke at opdage væsentlig fejlinformation forårsaget af besvigelser er højere end ved væsentlig fejlinformation forårsaget af fejl, idet besvigelser kan omfatte sammensværgelser, dokumentfalsk, bevidste udeladelser, vildledning eller tilsidesættelse af intern kontrol.

- Opnår vi forståelse af den interne kontrol med relevans for revisionen for at kunne udforme revisionshandlinger, der er passende efter omstændighederne, men ikke for at kunne udtrykke en konklusion om effektiviteten af afdelingernes interne kontrol.

- Tager vi stilling til, om den regnskabspraksis, som er anvendt af ledelsen, er passende, samt om de regnskabsmæssige skøn og tilknyttede oplysninger, som ledelsen har udarbejdet, er rimelige.

- Konkluderer vi, om ledelsens udarbejdelse af regnskaberne på grundlag af regnskabsprincippet om fortsat drift er passende, samt om der på grundlag af det opnåede revisionsbevis er væsentlig usikkerhed forbundet med begivenheder eller forhold, der kan skabe betydelig tvivl om afdelingernes evne til at fortsætte driften. Hvis vi konkluderer, at der er en væsentlig usikkerhed, skal vi i vores revisionspåtegning gøre opmærksom på oplysninger herom i regnskaberne eller, hvis sådanne oplysninger ikke er tilstrækkelige, modificere vores konklusion. Vores konklusion er baseret på det revisionsbevis, der er opnået frem til datoen for vores revisionspåtegning. Fremtidige begivenheder eller forhold kan dog medføre, at afdelingerne ikke længere kan fortsætte driften.

- Tager vi stilling til den samlede præsentation, struktur og indhold af regnskaberne, herunder noteplysningerne, samt om regnskaberne afspejler de underliggende transaktioner og begivenheder på en sådan måde, at der gives et retvisende billede heraf.

Vi kommunikerer med den øverste ledelse om bl.a. det planlagte omfang og den tidsmæssige placering af revisionen samt betydelige revisionsmæssige observationer, herunder eventuelle betydelige mangler i intern kontrol, som vi identificerer under revisionen.

Vi afgiver også en udtalelse til den øverste ledelse om, at vi har opfyldt relevante etiske krav vedrørende uafhængighed og oplyser den om alle relationer og andre forhold, der med rimelighed kan tænkes at påvirke vores uafhængighed og, hvor dette er relevant, tilhørende sikkerhedsforanstaltninger.

Med udgangspunkt i de forhold, der er kommunikeret til den øverste ledelse, fastslår vi, hvilke forhold der var mest betydelige ved revisionen af regnskaberne for den aktuelle periode og dermed er centrale forhold ved revisionen. Vi beskriver disse forhold i vores revisionspåtegning, medmindre lov eller øvrig regulering udelukker, at forholdet offentliggøres, eller i de yderst sjældne tilfælde, hvor vi fastslår, at forholdet ikke skal kommunikeres i vores revisionspåtegning, fordi de negative konsekvenser heraf med rimelighed ville kunne forventes at veje tungere end de fordele, den offentlige interesse har af sådan kommunikation.

København, den 2. marts 2020

**ERNST & YOUNG**

Godkendt Revisionspartnerselskab  
CVR-nr. 30 70 02 28

Ole Karstensen  
Statsaut. revisor  
mne16615

Rasmus Berntsen  
Statsaut. revisor  
mne35461

## SAMARBEJDSBANKER

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

- Arbejdernes Landsbank
- BankNordik
- BIL Bank Danmark
- 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
- Nykredit Bank
- Ringkjøbing Landbobank / Nordjyske Bank
- 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

Ønsker du mere information?

Du er altid velkommen til at ringe til vores hotline eller skrive til [info@majinvest.dk](mailto:info@majinvest.dk). Vi yder ikke rådgivning, men svarer gerne på spørgsmål og giver dig information om produkterne.



INVESTERINGSFORENINGEN

**MAJ  
INVEST**

Bernstorffsgade 50 | 1577 København V | CVR-nr. 28 70 59 21 | Telefon 33 28 14 28 | [www.majinvest.dk](http://www.majinvest.dk)