
INVESTERINGSFORENINGEN MAJ INVEST

KVARTALSNYT

ANDET KVARTAL 2019

INVESTERINGSFORENINGEN

MAJ
INVEST

SÅDAN ARBEJDER MAJ INVEST

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

Siden har vi udvidet paletten, så vi i dag tilbyder 13 forskellige afdelinger. Fokus er stadig brede afdelinger, hvor vi inden for den enkelte afdeling kan tilpasse investeringerne til den aktuelle markedssituation. På de kommende sider er afdelingerne fyldigt beskrevet.

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

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

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

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

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

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

Har du spørgsmål, eller ønsker du mere information, er du altid velkommen til at ringe til os på telefon 33 38 73 33 eller læse mere på majinvest.dk.

INVESTERINGSFORENINGEN

MAJ INVEST

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

Medlemmer

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

Porteføljerådgiver:

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

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

Investeringsforvaltnings-selskab: SEBinvest A/S

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

Depotbank:

Skandinaviska Enskilda Banken AB

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

Tilsyn: Finanstilsynet

Investeringsforeningen Maj Invest er under tilsyn af Finanstilsynet.

INDHOLDSFORTEGNELSE

MAKROØKONOMI

Afmatningen er kortsigtet	4
Obligationsmarkederne	6
Aktiemarkederne	7

AKTIEAFDELINGER

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

OBLIGATIONSAFDELINGER

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

BLANDEDE AFDELINGER

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

FAKTA

Omkostninger	30
Historiske afkast og udbytter	32
Stamdata	33
Samarbejdsbanker	34

	MORNING- STAR RATING™	AFKAST I PROCENT						SIDEN START		PERFORMANCE I FORHOLD TIL MORNINGSTAR KATEGORI™		
		2014	2015	2016	2017	2018	1.halvår 2019	Afkast	Perfor- mance	3 år	5 år	10 år
Danske Aktier	★★★	15,3	31,3	1,2	18,8	-14,6	22,5	275,2	+27,9	+12,2	+4,6	+1,9
Vækstaktier	★★★	8,6	10,1	7,5	13,3	-12,1	24,1	151,9	+12,5	+12,8	+6,1	+26,8
Value Aktier	★★★★	26,3	14,9	14,3	5,5	-6,5	10,5	198,4	+59,0	-1,2	+20,5	+134,3
Value Aktier Akk.	★★★★	26,3	14,8	14,2	5,3	-6,6	10,5	197,2	+57,8	-1,7	+19,9	+132,9
Value Aktier SRI+	Ikke ratet	-	-	-	-	-	10,9	-2,7	-5,6	-	-	-
Emerging Markets	★	9,7	-11,3	8,2	18,6	-12,2	8,4	19,3	-27,5	-6,3	-19,4	-
Global Sundhed	Ikke ratet	23,9	11,3	-0,1	11,3	-7,8	10,1	89,3	-13,0	-	-	-
Danske Obligationer.	★★★	4,8	1,4	3,6	2,7	0,2	0,9	65,5	+10,6	-0,2	-0,6	+4,8
Globale Obligationer	★★★★★	6,9	3,0	4,1	0,4	0,1	3,0	71,7	+16,8	+4,1	+7,0	+22,8
High Income Obl.	★	-	-0,3	7,0	0,3	-0,8	5,7	12,3	-6,5	-6,7	-	-
Pension	★★★★★	7,4	5,9	9,3	2,8	-1,7	5,6	100,9	+15,3	+6,6	+13,4	+54,1
Kontra	Ikke ratet	9,0	1,9	5,2	-4,8	2,2	-1,6	71,0	-	-	-	-
Makro	★★★★★	13,6	5,8	10,4	9,0	-6,5	7,9	49,6	-0,0	+12,2	+29,3	-

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



Arvid Stentoft Jakobsen
 Cheføkonom i
 Fondsmæglerselskabet Maj Invest

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

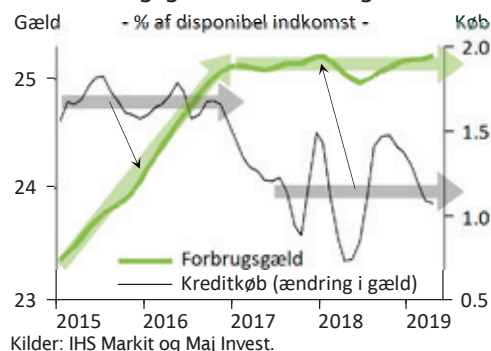
AFMATNINGEN ER KORTSIGTET

Helt som forventet oplever vi lige nu en periode med skuffende økonomiske nøgletal. Europa er særligt hårdt ramt af udviklingen, men både her og i USA er det underliggende opsving, som er drevet af kreditekspansionen, fortsat intakt.

Afmatningen er kortsigtet og drevet af en nedgang i lagercyklen, som nu nærmer sig bunden. Vi forventer ny fremgang senere på året. Frem til udgangen af 2016 lå den kreditfinansierede del af privatforbruget i USA (den sorte kurve i figuren) på 1,5-2 pct. af indkomsterne, hvilket medførte en betydelig opbygning af gæld.

Den kritiske fase i en kreditekspansion kommer, når forbrugerne efterhånden ikke ønsker at øge gælden yderligere, og derfor sænker kreditkøbene. Ofte udløser denne opbremsning i gældsætningen et så stort dyk i forbrugsvæksten, at det starter en recession. Det har dog ikke været tilfældet denne gang, og det skyldes primært, at pengepolitikken er blevet strammet meget langsommere end normalt. Det skabte grundlag for en tilsvarende afdæmpet nedgang i kreditkøbene, der i løbet af 2017 stabiliserede sig på et niveau, hvor gælden blot vokser i takt med indkomsterne. Det betyder, at økonomien nu for længst har overvundet det tab af momentum, som udløses af en opbremsning i kreditekspansionen, og en blød landing for amerikansk økonomi har dermed længe været en realitet.

USA: Forbrugsgæld vs. afbetalingskøb



Lavere vækst i USA

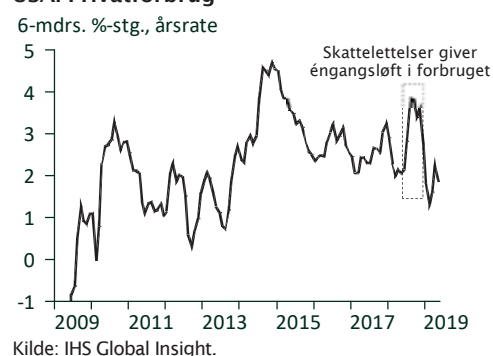
Det ændrer dog ikke ved, at væksten i privatforbrug og faste investeringer, der er den fundamentale drivkraft i amerikansk økonomi, taber lidt momentum. Det skyldes især, at vækstimpulsen til privatforbruget fra Trumps skattelettelser nu er overstået, men derudover må der også påregnes en noget svagere udvikling i investeringerne. Base case er, at den økonomiske ekspansion

i USA fortsætter i moderat tempo (BNP-vækst på op mod 2 pct.) gennem 2020. Fremover ventes væksten altså at være noget lavere end de knap 3 pct., den lå på i 2017 og 2018, og dermed har USA ikke blot har realiseret en blød landing, men balancerer nu reelt i et såkaldt *goldilocks*-scenarie. Økonomien er på den ene side stærk nok til at opretholde væksten, men på den anden side ikke er så stærk, at voksende inflationspres tvinger centralbanken til at gribe ind.

Europa og Kina

I Europa blev opsvinget efter finanskrisen betydeligt forsinket på grund af statsgældskrisen, der begrænsede bankernes udlånskapacitet. Først i 2013 kom der

USA: Privatforbrug



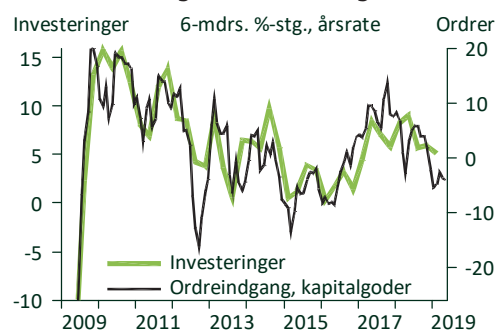
endelig gang i en krediteksponering, og dermed i en økonomiske ekspansion, men den er nu veletableret, og fortsætter upåvirket af den aktuelle nedgang i lagercyklen. Krediteksponeringen burde kunne fortsætte i en årrække fremover, og dermed er der også for Europa udsigt til fortsat vækst frem gennem 2020. I Kina er krediteksponeringen efter vores vurdering nu definitivt i bobleterritorie, men det er myndighederne, der kontrollerer udviklingen, og de ser næppe noget alternativ til at fortsætte videre ad samme spor. Vi ser således grundlæggende gode muligheder for fortsat fremgang i global økonomi.

Det globale billede

Ikke desto mindre har vigtige nøgletal for global økonomi gennem nogen tid vist markant nedgang, først i Europa/Fjernøsten, og siden slutningen af 2018 også i USA. Generelt opfattes afmatningen udenfor USA som drevet af handelskrigen, og afmatning i USA opfattes så som drevet af udviklingen i resten af verden. Det er altså handelskrigen, der har ramt USA som en boomerang. Denne udlægning bytter efter vores opfattelse om på årsag og virkning. Udviklingen i USA er drevet af den amerikanske lagercykel, men den transmitteres, via en global forsyningskæde, til Fjernøsten og Europa. På trods af at det altså er planlagte lagerændringer i USA, der er den underliggende drivkraft, så er det som oftest i Fjernøsten, at man først ser de nye tendenser, når aktiviteten i den globale forsyningskæde skifter gear.

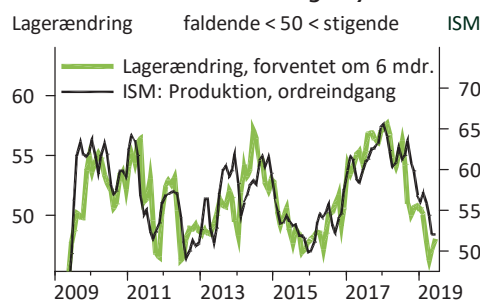
Vi er nu formodentlig tæt på bunden af den igangværende lagercykel, og det lægger næsten per automatik op til en kommende rekyl i global – altså både amerikansk og europæisk – industriaktivitet. Bedste bud er, at det vil komme i løbet af efteråret, men nogle indikatorer tyder på, at det kan ske allerede i sensommeren.

USA: Investeringer i maskiner og software



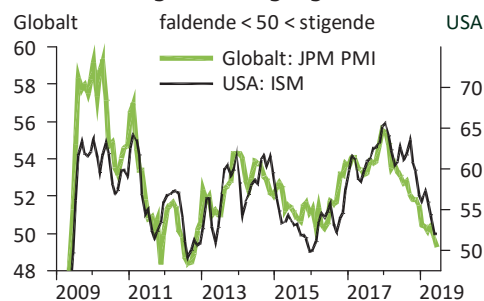
Kilde: IHS Global Insight.

USA: Industriaktivitet vs. lagercykel



Kilde: IHS Global Insight.

Produktion og ordreindgang i industrien



Kilder: JP Morgan og IHS Global Insight.

OBLIGATIONSMARKEDERNE

Aktuel prissætning

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

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

Forventninger til prissætningen

I USA ser Federal Reserve ud til at vælge at reagere usædvanligt proaktivt på de skuffende nøgletal, muligvis under indtryk af et offentligt, højst utraditionelt pres fra præsidenten. Mange forventer, at de sænker styringsrenten med 50bp over de nærmeste par måneder, hvilket svarer meget godt til Maj Invests forventninger, og i øvrigt også til hvad der aktuelt er priset ind i de 10-årige statsrenter.

Spørgsmålet synes mere at være, hvad der så sker bagefter. Vi forventer en tydelig bedring af nøgletallene i løbet af efteråret, og udover de første 50bp venter vi ikke yderligere lempelser af pengepolitikken i USA. I givet fald ville det pege i retning af en stigning i markedsrenterne frem mod slutningen af 2019, således at en 10-årig statsrente kommer til at ligge på niveauet 2,5-3 pct. gennem 2020.

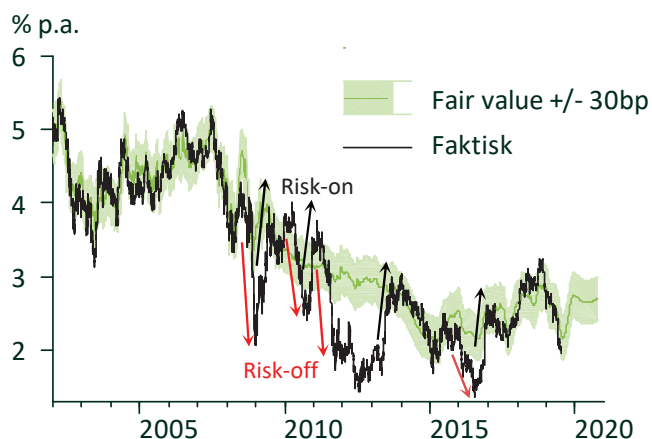
I Europa har ECB-chef Draghi også vist overraskende stor vilje til at reagere proaktivt på de svage nøgletal, og det er blevet belønnet af obligationsmarkederne. Det er dog både uklart, hvor meget han kan nå at præge udviklingen, inden han fratræder d. 31. oktober, og hvil-

ken politik hans efterfølger Christine Lagarde egentlig står for. Det forekommer sandsynligt, at ECB vil sænke styringsrenten med 10-20bp, mens det forekommer mere uklart, om de også vælger at genoptage deres QE-program.

Også i Europa venter vi en tydelig bedring af nøgletallene frem mod udgangen af året, og vi forventer ikke yderligere rentesænkninger udover de initiale 10-20bp. Det lægger op til en stigning i markedsrenterne, således at en 10-årig tysk statsrente kommer tilbage på et niveau omkring +0,25 pct. Perspektiverne derefter afhænger af, om ECB beslutter at genstarte QE-programmet eller ej. Selv efter ECB var begyndt at afvikle det oprindelige QE-program, og før nøgletallene begyndte at skuffe, så man stadig ikke skyggen af en taper tantrum på de europæiske obligationsmarkeder. Det illustrerer meget godt, hvordan ECB beslaglægger en så stor del af obligationsudbuddet, at prisdannelsen langt fra afspejler normale markedsvilkår. Det illustrerer dermed også potentialet for rentestigninger i Europa, hvis det løbende budgetunderskud på et tidspunkt får skabt tilstrækkeligt med *free flow* til, at markedskræf-

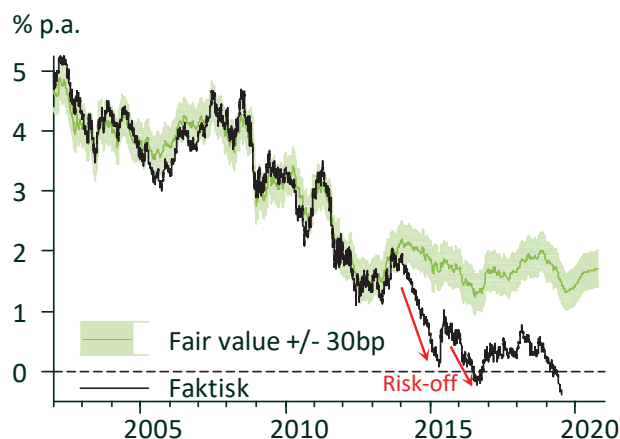
terne igen kan sætte sig igennem. I givet fald vil rentestigningerne dog næppe komme lige så pludseligt som i USA under taper tantrum, men væsentligt mere gradvist, i takt med at *free flow* i markedet øges. Hvis ECB ikke vælger at genstarte QE-programmet, kunne betingelserne for en normalisering af markedsrenterne i Europa så småt begynde at materialisere sig i løbet af 2020. QE-programmer er relativt "sticky", og hvis ECB ender med at genstarte det, vil det formodentlig komme til at løbe gennem det meste af 2020. I så fald er der næppe basis for yderligere, markante stigninger i markedsrenterne.

USA: renten på en 10-årig statsobligation



Kilder: IHS Markit og Maj Invest-beregninger.

Tyskland: renten på en 10-årig statsobligation



Kilder: IHS Markit og Maj Invest-beregninger.

AKTIEMARKEDERNE

Aktuel prissætning

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

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

Investorerne har dog efterhånden opgivet deres tro på den ny normal, og det amerikanske S&P 500-indeks handler nu atter tæt på sin fair værdi. Prissætningen af amerikanske aktier er normalt retningsgivende for prissætningen af globale aktier,

og tilsvarende forhold ville således også typisk gælde for europæiske, herunder danske, aktier. Dog er det vores vurdering, at prissætningen af europæiske aktier fortsat er præget af vis risikoaversion.

Forventninger til prissætningen

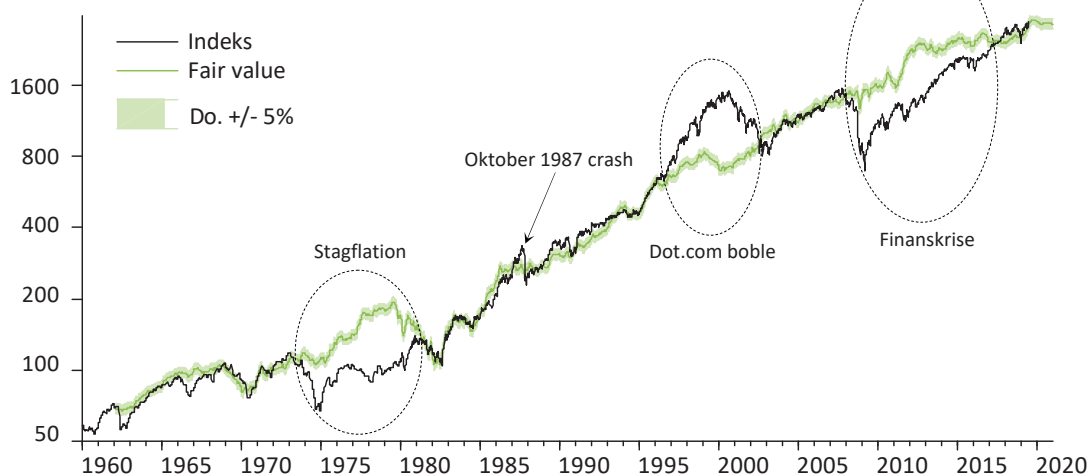
Mod slutningen af 2018 blev investorerne grebet af recessionsfrygt, og det udløste markante kursfald på de globale aktiemarkeder. Recessionsfrygten skyldtes skuffende nøgletal for den globale økonomi og frygt for, at denne afmatning skulle brede sig til USA. Selv om nøgletallene fra USA faktisk efterfølgende har skuffet markant, har vi ikke set nye aktiekursfald, tværtimod. Investorerne sætter foreløbig deres lid til, at centralbankernes proaktive indsats redder økonomien. Markedsrenten er faldet markant, og det øger fair værdi på aktiemarkedet. Oftest falder aktierne dog alligevel, når skuffende nøgletal tvinger markedsrenten ned, men denne gang er de altså indtil videre steget i takt med deres fair værdi.

De skuffende nøgletal skyldes en nedgang i lagercyklen, og det

lægger næsten automatisk op til en rekyl i konjunktoren om nogle måneder. Vi har dog formodentlig endnu et par måneder med dårlige nøgletal foran os, og spørgsmålet er, om aktieinvestorerne i den periode kan fastholde deres tro på, at dårligt nyt i virkeligheden er godt nyt, fordi det presser renten ned, og så redder de lavere renter alligevel økonomien.

På lidt længere sigt er der efter vores vurdering meget begrænset grundlag for fortsat fremgang i fair værdi. Det skyldes dels, at vi ser ret beskeden vækst i virksomhedernes indtjening, dels at vi forventer stigende renter på ryggen af en bedring i de økonomiske nøgletal mod slutningen af året. Det er dog samtidigt vores opfattelse, at amerikansk økonomi balancerer i et såkaldt *goldilocks*-scenarie, ligesom den gjorde i slut-1990'erne, hvor det kulminerede i dotcom-boblen. Prissætningen af teknologiaktier vækker nu i stigende grad minde om dengang, og en stagnation i fair værdi vil ikke nødvendigvis bremse opgangen på aktiemarkederne.

S&P 500: indeks vs. fair value



Kilder: IHS Global Insight og Maj Invest-beregninger.

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



Keld Henriksen
Aktiechef



Karsten Søndermølle
Aktiechef



Peter Stenholt
Seniorporteføljemanager

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

Keld og Karsten har begge mere end 25 års erfaring med aktieinvesteringer og har de seneste mange år arbejdet med styring af specielt danske aktieporteføljer. Peter, CFA og cand.polit., har de seneste 13 år arbejdet med analyse og udvælgelse af danske aktier.

MAJ INVEST DANSKE AKTIER

KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i andet kvartal et afkast på 7,3 pct., mens sammenligningsindekset steg 1,8 pct. Afdelingens afkast bør dog som altid ses over en periode på minimum tre år.

På trods af bekymringer om et muligt lavere vækstmomentum i verdensøkonomien, handelskrige samt fortsat usikkerhed om Brexit artede aktiemarkeder verden over sig fornuftigt i årets andet kvartal.

Regnskaberne for de danske selskaber for første kvartal indeholdt kun ganske få op- eller nedjusteringer, hvilket er helt naturligt så tidligt på året. En observation er dog, at nogle af de større danske virksomheder som Novozymes, Vestas Wind Systems, FLSmidth, Demant og Pandora alle forventer, at en stor del af årets indtjening falder i andet halvår – heri består en risiko. Danske Bank var en af de få virksomheder, der nedjusterede allerede i forbindelse med regnskabet i første kvartal, der generelt var en trist omgang læsning. Der forestår den nye CEO Chris Vogelzang en meget stor opgave med at få Danske Bank på ret kurs igen, både i forhold til omverden og aktionærer.

Efter en ganske lang belejring lykkedes det evigt opkøbssultne DSV at komme i mål med overtagelsen af den schweiziske konkurrent Panalpina. Prisen for opkøbet blev godt 30 mia. kr. og vil øge DSVs omsætning med næsten 50 pct.

Endelig har A.P. Møller - Mærsk helt som planlagt børsnoteret sin boreaktivitet The Drilling Company af 1972 og overdraget ejerskabet til sine egne aktionærer.

■ Afkast

Morningstar Rating™
Aktier – Danmark

★★★

Startdato: 16-12-2005

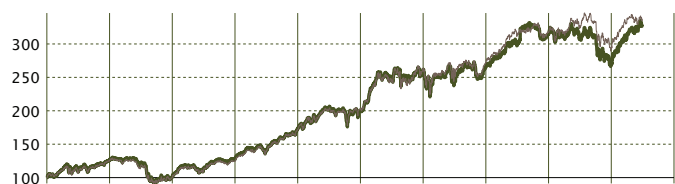
Fondskode: DK0060005171

Udbyttetype: Udbyttebetalende

Indeks: NASDAQ OMX Copenhagen Cap GR
DKK

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)

Indeks = 100
■ Fond
■ Indeks



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

Årlige afkast % (DKK)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30-06
Fond	26,1	-19,8	26,1	35,7	15,3	31,3	1,3	18,6	-14,5	22,5
Indeks	25,3	-19,9	23,8	38,3	17,2	30,8	3,2	16,8	-7,5	14,6
Morningstar Kategori™	30,0	-20,2	23,0	38,6	18,5	36,9	1,9	13,1	-11,3	14,7

■ Investeringsområde

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

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

Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

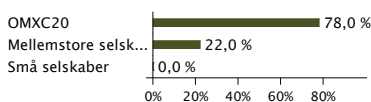
Afdelingen investerer i danske aktier og øvrige aktier, som er noteret på Nasdaq OMX Copenhagen.

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

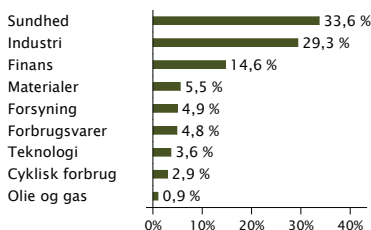
■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 31-05-2019

Selskabsfordeling



Sektorfordeling for aktier



Nøgletal

Info ratio	0,0
Kurs/Indtjening	14,9
Kurs/Indreværdi	2,2
ROE	25,2

Afdelingens største afkast kom fra investering i Vestjysk Bank, hvor aktiekursen steg mere end 50 pct. i kvartalet. For to år siden deltog Maj Invest i et konsortium, der rekapitaliserede banken og overtog statens ejerandel ved samme lejlighed. Netop statsejerskabet betød, at Vestjysk Bank var underlagt vækst- og indtjeningsmæssige krav fra EU. Disse krav er nu frafaldet af EU, hvorefter banken igen kan operere på normale vilkår. Samtidigt er svinepriserne kraftigt stigende som følge af, at Kina er ramt af afrikansk svinepest. Vestjysk Bank har hensat væsentlige beløb til tab på landbrugs-kunder, og de bedre udsigter for denne sektor giver håb om tilbageførelser. Endelig øgede Arbejdernes Landsbank sin ejerandel i Vestjysk Bank til godt 25 pct., hvilket naturligt medførte spekulation om en mulig overtagelse. Investering i ALK bidrog sammen med det faktum, at afdelingen ikke er investeret i Ambu ligeledes positivt til den relative performance. Ambus aktiekurs faldt kraftigt i kvartalet, da det kom som et chok for aktiemarkedet, at selskabets karismatiske topchef Lars Marcher blev afskediget. Lars Marcher var kendt for sin meget offensive kommunikation om Ambus fremtidsmuligheder, og den nye administrerende direktør Juan-José Gonzales har allerede nedjusteret forventningerne til både indeværende og kommende regnskabsår. Største negative bidrag til den relative performance kom fra undervægt i Ørsted, der bliver ved med at tiltrække investorer med sin grønne profil. Dertil kom, at Ørsted i kvartalet vandt et større amerikansk projekt med en overraskende høj afregningspris.

■ 10 største investeringer

Pr. 31-05-2019

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Novo Nordisk	Sundhed	DNK	9,8 %	Coloplast	Sundhed	DNK	4,8 %
DSV	Industri	DNK	6,9 %	Carlsberg B	Forbrugsvarer	DNK	4,8 %
Vestas	Industri	DNK	6,5 %	Demant	Sundhed	DNK	4,8 %
Vestjysk Bank	Finans	DNK	6,4 %	Danske Bank	Finans	DNK	4,7 %
Ørsted	Forsyning	DNK	4,9 %	Alk-Abello	Sundhed	DNK	4,2 %

■ Juridisk information

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

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



Mads Peter Søndergaard
Porteføljemanager
Ansvarlig for Maj Invest Vækstaktier

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

MAJ INVEST VÆKSTAKTIER

KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i andet kvartal 2019 et afkast på 3,1 pct., mens sammenligningsindekset MSCI World omregnet til danske kroner steg 2,5 pct. Afdelingens afkast bør dog som altid ses over minimum tre år.

Samlet set fortsatte den positive udvikling på det globale aktiemarked i årets andet kvartal, men modsat første kvartal var der mærkbare udsving undervejs. Det nedadgående pres på obligationsrenterne fortsatte og udgjorde en betydelig medvind for markedet, mens en skærpelse af handelskrigen mellem USA og Kina omvendt bidrog til øget nervøsitet. I maj måned fik denne nervøsitet markedet til at falde med mere end 5 pct., men det tabte blev næsten vundet tilbage i juni. Ved udgangen af kvartalet befandt det globale marked sig blot ca. 1 pct. fra sin hidtidige top, der blev nået i september 2018.

I kvartalets løb aflagde de børsnoterede selskaber regnskab for årets første tre måneder. Overordnet set var regnskaberne gode og også noget bedre end det, markedet havde forventet. Til gengæld var optimismen ikke så stor i selskabernes kommunikation om deres forventninger til de kommende kvartaler. Eksempelvis sænkede over tre gange så mange amerikanske selskaber forventningerne i forhold til antallet, der hævdede dem. Ved udgangen af kvartalet forventede analytikerne i gennemsnit, at indtjeningsvæksten vil være svagt negativ i det kommende kvartal for så at vende tilbage mod årets slutning.

Europa og USA gav positive afkast, mens de asiatiske markeder, herunder Japan, faldt tilbage. Svagheden i Asien skal formentligt ses i lyset af den skærpede handelskrig, der kan skade indtjeningen i en lang række selskaber, der i høj grad eksporterer deres produkter til vestlige markeder. Afdelingen havde overvægt af investeringer i Japan og emerging markets relativt til sammenligningsindekset, hvorfor denne udvikling var en modvind. På sektorbasis gik det bedst for traditionelt konjunkturfølsomme sektorer som finans, IT og varigt forbrug, der nød godt af en generel optimisme i markedet. Omvendt var afkastene mere moderate i sektorerne sundhedspleje, forsyning og stabilt forbrug, der traditionelt udgør "sikre havne", når investorerne er bekymrede. Sektormæssigt udgjorde IT-sektoren afdelingens største overvægt, og udviklingen var til gavn for det relative afkast.

■ Afkast

Morningstar Rating™ **★★★**
Aktier – Globale Large Cap Blend

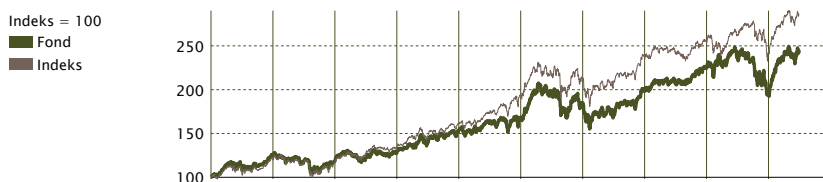
Startdato: 16-12-2005

Fondskode: DK0060005254

Udbyttetype: Udbyttebetalende

Indeks: MSCI World Index inkl. nettoudbytter

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)



Afkast	Fond	Indeks	Diff.
Seneste kvartal	3,1 %	2,5 %	0,6 %
3 år ann.	12,1 %	11,0 %	1,1 %
5 år ann.	8,7 %	10,6 %	-2,0 %
10 år ann.	11,1 %	13,1 %	-2,0 %

Årlige afkast % (DKK)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30-06
Fond	24,3	-4,7	8,3	20,1	8,6	10,0	7,6	13,3	-12,0	24,1
Indeks	19,7	-2,6	14,5	21,2	19,3	10,7	10,3	7,7	-3,9	17,4
Morningstar Kategori™	16,9	-8,1	12,7	17,5	15,0	9,1	6,2	8,4	-7,5	15,6

■ Investeringsområde

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

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

Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

Investeringshorisont:

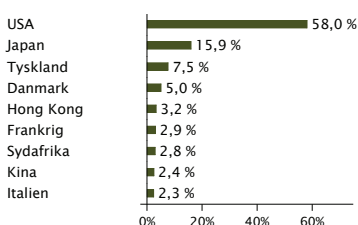
Anbefalet minimum 3 år.

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

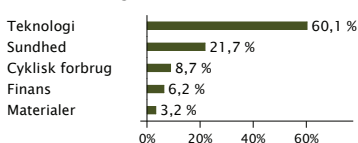
■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 31-05-2019

Top 10 Lande



Sektorfordeling for aktier



Nøgletal

Info ratio	0,2
Kurs/Indtjening	21,0
Kurs/Indreværdi	3,3
ROE	24,5

Lidt under halvdelen af afdelingens investeringer klarede sig bedre end markedet i kvartalet, men trak tilstrækkeligt meget op til, at det samlede afkast blev højere end markedets. Største positive bidrag til afdelingens afkast kom fra det amerikanske softwareselskab Tableau, der steg med mere end 40 pct. efter købstilbud på selskabets aktier fra konkurrenten Salesforce. Japanske Nintendo gav steg også væsentligt i kvartalet, efter det blev annonceret, at selskabet har modtaget tilladelse til at sælge dets produkter på det store kinesiske marked. Derudover var der væsentlige positive bidrag fra blandt andre japanske SMS, der driver en rekrutteringsportal for sundhedspersonale, samt de tyske softwareselskaber RIB og SAP. Afkastet blev derimod negativt påvirket af blandt andre kuffertproducenten Samsone, det amerikanske IT-serviceselskab Cognizant samt Alphabet, der er selskabet bag Google og Youtube. Sidstnævnte kom i modvind, efter de amerikanske konkurrencemyndigheder annoncerede en undersøgelse af, om selskabet har misbrugt sin dominerende markedsposition.

Der blev i kvartalet foretaget tre frasalg og to nye investeringer. De to tyske selskaber Osram og Fresenius Medical Care og det engelske softwareselskab Sophos blev solgt fra, mens der blev investeret i de amerikanske selskaber IAC Interactive og Abiomed. Førstnævnte ejer en række internet-baserede forretninger, mens Abiomed producerer kunstige hjertepumper, der anvendes i forbindelse med behandling af svære hjertetilfælde.

■ 10 største investeringer

Pr. 31-05-2019

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Anthem Inc	Sundhed	USA	5,2 %	SAP AG	Teknologi	DEU	3,5 %
Centene Corp	Sundhed	USA	5,0 %	United Health Group	Sundhed	USA	3,1 %
TJX Cos.	Cyklisk forbrug	USA	4,9 %	Facebook Inc	Teknologi	USA	3,1 %
Alphabet Inc C	Teknologi	USA	4,8 %	AIA Group Ltd	Finans	HKG	3,1 %
Nintendo Corp. Ltd	Teknologi	JPN	4,1 %	Netcompany	Teknologi	DNK	3,1 %

■ Juridisk information

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

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



Kurt Kara
Aktiechef



Ulrik Jensen
Seniorporteføljemanager

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

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



MAJ INVEST VALUE AKTIER OG VALUE AKTIER AKKUMULERENDE

KÆRE INVESTOR

Afdelingerne gav i andet kvartal 2019 begge afkast på -2,5 pct., mens sammenligningsindekset MSCI World omregnet til danske kroner steg 2,5 pct. Afkastet bør som altid ses over en periode på mindst tre år, der er den korteste anbefalede investeringsperiode.

Efter en yderst positiv start på året, hvor de globale aktiemarkeder over en bred kam oplevede betydelige stigninger, kunne der i løbet af andet kvartal observeres en mere moderat optimisme blandt investorerne. Det skyldes primært forøgede globale politiske spændinger og en fortsat eskalering af handelskrigen mellem Kina og USA samt til dels også med Mexico, hvilket kastede en skygge over store dele af aktiemarkedet som følge af en øget usikkerhed om de realøkonomiske konsekvenser af især præsident Trumps mange tiltag. Men også som følge af den øgede spænding mellem USA og Iran, en konflikt som i løbet af kvartalet bevægede sig mere i retning af en egentlig militær konflikt og ikke blot som hidtil med fokus på økonomiske sanktioner.

I midten af juni besluttede den amerikanske centralbank, Federal Reserve, med Jerome Powell i spidsen at fastholde renten, men pegede på en mulig rentenedsættelse i de kommende måneder grundet stigende "usikkerheder" om de økonomiske udsigter.

På valutamarkedet blev dollar marginalt svækket overfor euro som følge af nye spekulationer om, at Federal Reserve nu potentielt påtænker at sænke den ledende amerikanske rente i løbet af de kommende 12 måneder.

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

■ Afkast - Maj Invest Value Aktier

Morningstar Rating™ **★★★★**
Aktier – Globale Large Cap Blend

Startdato: 16-12-2005

Fondskode: DK0060005338

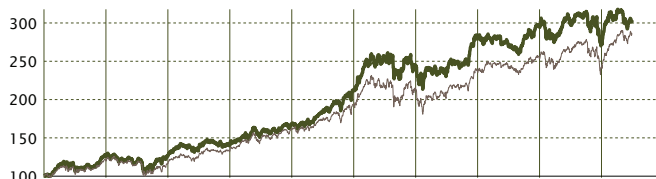
Udbyttetype: Udbyttebetalende

Indeks: MSCI World Index inkl. nettoudbytter

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

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)

Indeks = 100
■ Fond
■ Indeks



Årlige afkast % (DKK)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30-06
Fond	25,5	0,7	12,0	19,0	26,3	14,9	14,3	5,4	-6,5	10,5
Indeks	19,7	-2,6	14,5	21,2	19,3	10,7	10,3	7,7	-3,9	17,4
Morningstar Kategori™	16,9	-8,1	12,7	17,5	15,0	9,1	6,2	8,4	-7,5	15,6

■ Investeringsområde

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

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

Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

Investeringshorisont:

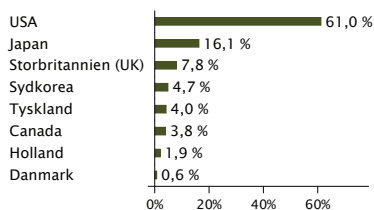
Anbefalet minimum 3 år.

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

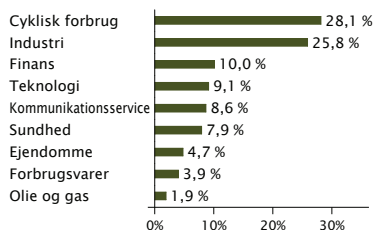
■ Investeringsvalg - Maj Invest Value Aktier

Figurer opdateret pr. 31-05-2019

Top 10 Lande



Sektorfordeling for aktier



Nøgletal

Info ratio	-0,5
Kurs/Indtjening	11,3
Kurs/Indreværdi	2,0
ROE	25,0

Periodens bedste aktie var den USA-baserede producent af komponenter til biler Gentex Corp., som steg med 18 pct. Derudover steg det amerikanske livsforsikringsselskab Aflac med 9 pct. i kølvandet på et stærkt regnskab. Slutteligt steg det japanske teleselskab Nippon Telegraph & Telephone Corp. med 8 pct.

Kvartalets ringeste aktie var den amerikanske varehuskæde Kohl's Corp., der faldt med 31 pct. som følge af en mindre nedjustering til helårsresultatet på baggrund af et skuffende første kvartal. Derudover kunne Central Japan Railway Co. notere sig et fald på 15 pct. ligesom den amerikanske semiconductor-producent Intel Corp. faldt med 12 pct.

I løbet af kvartalet blev der foretaget en række større omlægninger. For det første blev det amerikanske sundhedsforsikringsselskab CVS Health Corp. solgt helt ud af porteføljen til fordel for blandt andet en investering i det amerikanske industriselskab Parker-Hannifin Corp. Derudover blev der solgt helt ud af Delphi Technologies, og provent blev blandt andet brugt til at etablere en ny position i den amerikanske forhandler af bilreservedele Autozone Inc.

■ 10 største investeringer - Maj Invest Value Aktier

Pr. 31-05-2019

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
------	--------	------	------	------	--------	------	------

■ Juridisk information

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

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

■ Investeringsområde

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

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

Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

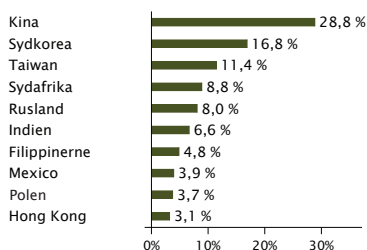
Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

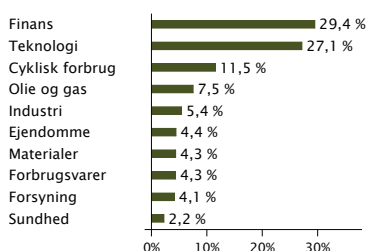
■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 31-05-2019

Top 10 Lande



Sektorfordeling for aktier



Nøgletal

Info ratio	-0,8
Kurs / Indtjening	8,6
Kurs / Indreværdi	0,9
ROE	16,6

■ 10 største investeringer

Pr. 31-05-2019

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Naspers Ltd	Teknologi	ZAF	5,3 %	Ping An Insurance Group Co Of	Finans	CHN	3,1 %
China Construction Bank – H	Finans	CHN	5,1 %	Sberbank RF-\$US	Finans	RUS	3,1 %
Samsung Electronics	Teknologi	KOR	5,1 %	Cathay Financial Holding Co Lt	Finans	TWN	2,4 %
Taiwan Semiconductor Manufac	Teknologi	TWN	4,2 %	Grupo Financiero Banorte SAB D	Finans	MEX	2,3 %
Housing Development Finance Co	Finans	IND	3,2 %	Hyundai Mobis	Cyklisk forbrug	KOR	2,2 %

■ Juridisk information

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

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

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

På trods af handelskrigsrelaterede udsving i kvartalet afspejler udviklingen i sektorer og lande i store træk det flade resultat for det samlede emerging markets-univers. Rusland adskiller sig med positiv performance, og afdelingen har haft gavn af overvægten af russiske aktier. Meddelelsen om et væsentligt højere end forventet udbytte for *large cap*-selskabet Gazprom gav stigninger i markedet på tværs af sektorer. Ikke overraskende var Kina et af de dårligst performende lande i kvartalet, men tabene var begrænsede. Den ringeste sektor var sundhedspleje, hvor afdelingen er eksponeret gennem to kinesiske virksomheder, som viste dårligere resultater end branchen. Den bedste sektor var finans, hvor afdelingen var overvægtet.

På selskabsniveau var den bedste investering den kinesiske producent af byggematerialer China Lesso. Overvægten i russiske Sberbank bidrog også positivt. At afdelingen ikke var investeret i det indekstunge kinesiske selskab Alibaba bidrog ligeledes positivt til den relative performance i kvartalet. Den indiske udbyder af lån, Indiabulls, bidrog negativt til afdelingens afkast og blev solgt ud af porteføljen efter bekymringer om selskabets corporate governance. Den koreanske detailhandelskæde E-Mart var ny i porteføljen og bidrog ligeledes negativt. Selskabet blev købt efter vurdering af, at nedgangen i indtjeningen var cyklisk. China Merchants Port trak ned i afkastet som følge af bekymringer for væksten i den globale handel. Afdelingen frasolgte sin position i Wonik. I stedet blev der investeret i tele-selskabet China Mobile og i det russiske forsynings-selskab Inter Rao. Thai Beverage og Kajaria Ceramics nåede en efter vores vurdering dyr prissætning og blev solgt ud af porteføljen med profit.



Erik Bak
Seniorporteføljemanager
Ansvarlig for Maj Invest Global Sundhed

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

MAJ INVEST GLOBAL SUNDHED

KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i andet kvartal 2019 et afkast på -1,7 pct. Afkastet er 4,2 procentpoint lavere end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI World, der omregnet til danske kroner steg 2,5 pct. Afdelingens afkast bør som altid ses over minimum tre år.

Begge afdelingens investeringsområder, sundhedspleje samt klima- og miljøområdet, klarede sig i andet kvartal svagere end markedet generelt. Det påvirkede afdelingens afkast negativt, når der sammenlignes med sammenligningsindekset MSCI World. År-til-dato har sundhedsplejesektoren givet et afkast, der er 7 procentpoint lavere end markedet generelt, mens klima- og miljøsektoren klarede sig 5 procentpoint svagere. Afdelingen vil i perioder klare sig bedre end det brede indeks MSCI World, mens den i andre perioder vil klare sig dårligere. Over tid vurderer vi uændret, at begge afdelingens investeringsområder vil kunne give afkast på niveau med det generelle aktiemarked.

Sundhedsplejesektoren (60 pct. af porteføljen) har i 2019 været påvirket af bekymringer om, at sektoren kan blive negativt ramt af en mulig ændring af det amerikanske sundhedssystem fra private forsikringer til offentligt administrerede. Herudover tales der om, at priserne på medicin er for høje, og der har været flere sagsanlæg i relation hertil. Uanset at året begyndte uroligt, ændrer det ikke på, at sektoren understøttes af en voksende ældre population og en deraf følgende øget efterspørgsel efter sundhedspleje.

Klima- og miljøsektoren (40 pct. af porteføljen) begyndte også året med modvind i forhold til det generelle marked. Udviklingen er dog mere uensartet. Vind og sol klarede sig godt, mens aktier relateret til bilsektoren (mindre forurening og skiftet til elbiler) har været hårdt ramt af lavere aktivitet, handelskrigen og bekymringer om væksten. Set i et langsigtet perspektiv understøttes sektoren af politisk besluttede tiltag og en voksende holdning hos befolkningen om, at der er kritiske klimaproblemer, som der skal gøres noget ved.

■ Afkast

Morningstar Rating™
Aktier - Øvrige

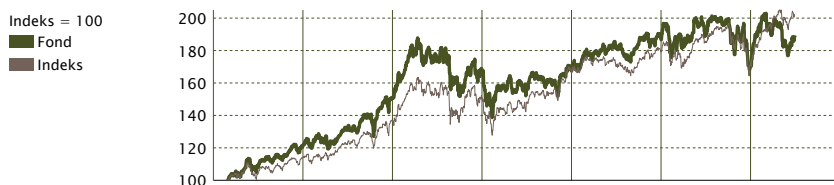
Startdato: 10-11-2008

Fondskode: DK0060157196

Udbyttetype: Udbyttebetalende

Indeks: MSCI World Index inkl. nettoudbytter

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)



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

Årlige afkast % (DKK)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30-06
Fond	-	23,9	11,3	0,0	11,4	-7,8	10,1
Indeks	-	19,3	10,7	10,3	7,7	-3,9	17,4
Morningstar Kategori™	-	-	-	-	-	-	-

■ Investeringsområde

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

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

Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

Investeringshorisont:

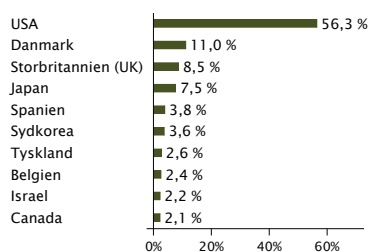
Anbefalet minimum 3 år.

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

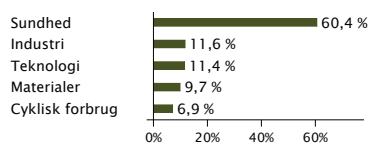
■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 31-05-2019

Top 10 Lande



Sektorfordeling for aktier



Nøgletal

Info ratio	-0,6
Kurs/Indtjening	12,7
Kurs/Indreværdi	2,1
ROE	15,3

I kvartalet var afkastet især positivt påvirket af investeringerne i Sunrun (USA, solenergi), First Solar (USA, solparker), Owens Corning (USA, isolering), Hoya (Japan, optiske produkter) og Boston Scientific (USA, medicinsk udstyr). Afkastet var især negativt påvirket af Teva (Israel, generisk medicin), Mylan (USA, generisk medicin), Tenneco (USA, mindre forurening fra transport), Takeda (Japan, medical) og Exelixis (USA, biotek).

Der blev i kvartalet frasolgt fire aktier (Celgene, LabCorp, Owens Corning og Rockwell Automation) og købt tre nye aktier (Exelixis, Umicore og Stericycle). Fordelingen mellem sundhedspleje og klima- og miljøeksponerede selskaber har gennem hele kvartalet været på omkring 60 pct. og 40 pct., som er fordelt på henholdsvis 22 og 14 selskaber. Dette er ud fra en vurdering af, at aktier inden for sundhedspleje langsigtet vil kunne klare sig bedre end markedet generelt pga. en relativ stabil vækst i sektoren. Klima- og miljøaktier vurderes ligeledes at være et attraktivt langsigtet investeringsområde.

Afdelingens strategi er uændret at være eksponeret mod flere stærke globale tendenser med fokus på flere ældre mennesker og en stigende efterspørgsel efter sundhedspleje samt politisk besluttede mål om, at den menneskeskabte CO₂-udledning skal nedbringes.

■ 10 største investeringer

Pr. 31-05-2019

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Sunrun Inc	Teknologi	USA	3,9 %	Genmab	Sundhed	DNK	3,7 %
First Solar Inc	Teknologi	USA	3,9 %	Samsung SDI Co Ltd	Teknologi	KOR	3,6 %
Demant	Sundhed	DNK	3,8 %	CVS HEALTH CORP	Sundhed	USA	3,5 %
Siemens Gamesa Renewable Energy SA	Industri	ESP	3,7 %	Vestas	Industri	DNK	3,4 %
AMG Advanced Metallurgical Gro	Materialer	USA	3,7 %	Cigna Corp	Sundhed	USA	3,4 %

■ Juridisk information

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

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



Gustav Bundgaard Smidth

Obligationsschef

Ansvarlig for Maj Invest Danske Obligationer

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

AWARDS

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



MAJ INVEST DANSKE OBLIGATIONER

KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i andet kvartal 2019 et afkast på 0,2 pct., mens sammenligningsindekset Bloomberg Danmark SBI 1-10 år steg 0,9 pct. Dog bør afdelingens afkast altid ses over en periode på minimum tre år.

Over de seneste mange år er udtrykket "historisk lave renter" blevet udvandet, idet obligationsrenterne successivt er faldet, og nye rekorder er blevet sat løbende. Andet kvartal var endnu sådan en periode, idet vi har nået nye rekordlave renteniveauer i det danske obligationsmarked. Henover andet kvartal faldt renten på den toneangivende 10-årige danske statsobligation fra 0,0 pct. til knap -0,3 pct., hvilket er det laveste nogensinde. Hvad, der dog næsten er mere bemærkelsesværdigt, er, at renten på den 20-årige danske statsobligation kun var ca. 0,01 pct. ved kvartalets udløb. Dermed er Danmark tæt på at følge efter Schweiz som det andet land i verden, hvor alle statsobligationer handler med negativ obligationsrente.

I realkreditmarkedet så vi også en række nye "rekorder". Den 30-årige fastforrentede realkreditobligation, der blev åbnet ved indgangen til andet kvartal, handlede i slutningen af juni måned omkring kurs 99. Dermed blev renten på den toneangivende 30-årige realkreditobligation halveret i løbet af første halvår 2019. Først fra 2 pct. til 1,5 pct. henover første kvartal og så fra 1,5 pct. til 1 pct. i andet kvartal.

I samme periode faldt renten på 5-årige flexlånsobligationer fra ca. 0,3 pct. ved indgangen til 2019 til -0,05 pct. ved indgangen til andet kvartal og nu til ca. -0,4 pct. ved halvårets afslutning. Det markante rentefald betyder, at låntagerne nedkonverterer i stor stil, og der er potentiale for, at de gamle konverteringsrekorder fra 2005 bliver slået markant til terminen den 1. oktober.

■ Afkast

Morningstar Rating™
Obligationer – DKK Indenlandske

★★★

Startdato: 16-12-2005

Fondskode: DK0060005098

Udbyttetype: Udbyttebetalende

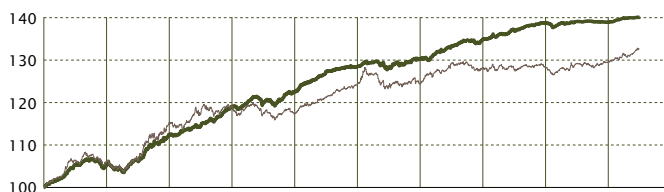
Indeks: Bloomberg Denmark Sovereign Bond

Index 1 to 10 Year

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

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)

Indeks = 100
Fond
Indeks



Årlige afkast % (DKK)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30-06
Fond	5,6	6,6	5,9	2,9	4,8	1,4	3,6	2,7	0,2	0,9
Indeks	6,1	8,7	3,4	-1,5	5,9	0,0	3,0	0,1	0,9	2,4
Morningstar Kategori™	5,4	7,9	4,3	-0,4	5,9	-0,6	3,5	2,0	0,8	2,7

■ Investeringsområde

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

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

Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

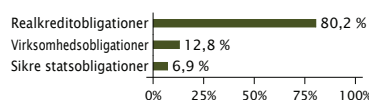
Afdelingen investerer i obligationer, der er udstedt i danske kroner. Dog kan obligationer udstedt i euro udgøre op til 20 pct. af afdelingen. Der er således meget begrænset valutarisiko ved at investere i afdelingen.

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

■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 31-05-2019

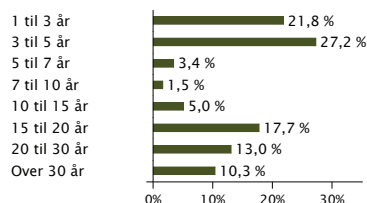
Fordeling på obligationstyper



Obligationstil

Effektiv varighed 1,2

Løbetid – eksponering



Afdelingen investerer i tre obligationstyper: statsobligationer, realkreditobligationer og kreditobligationer. I andet kvartal gav alle tre aktivklasser positive afkast og med det højeste afkast i porteføljen af kreditobligationer. Afdelingen havde ved indgangen til andet kvartal en meget begrænset eksponering mod obligationer med høj varighed, og i det lys fik afdelingen ikke stor glæde af rentefaldet.

Imod slutningen af kvartalet ændrede vi på porteføljens sammensætning. Vi øgede afdelingens eksponering mod især 20-årige konverterbare realkreditobligationer med en kuponrente på 2-3 pct. Generelt tabte segmentet af højere forrentede obligationer markant henover kvartalet i takt med rentefaldet, hvor flere investorer var presset af faldende varigheder. Det betød et salgspres i segmentet. I lyset af et meget beskedent afkastpotentiale i det danske obligationsmarked var de 20-årige højere forrentede et af de få segmenter, vi mente, var rimeligt fornuftigt prisfastsat, og som samtidigt ville klare sig rimeligt ved en rentestigning. For at finansiere købene reducerede vi beholdningen i flexlånsobligationer.

Overordnet set er eksponeringen i porteføljen fortsat relativt defensiv og positioneret mere mod rentestigninger end rentefald. Porteføljevareigheden er nu ca. 1,0 år; det laveste i mange år.

■ 10 største investeringer

Pr. 31-05-2019

Navn	Type	Vægt	Navn	Type	Vægt
DGBi 0.1 2023 Linker	Sikre statsobligationer	6,9 %	Nordea 1'24jan	Realkreditobligationer	2,9 %
NDEA 6m Cita+36bp Jul'23	Realkreditobligationer	4,5 %	RD 1'22 apr	Realkreditobligationer	2,8 %
NYK 2.5'47 io	Realkreditobligationer	3,9 %	RD 2.5% 2034 SDRO S	Realkreditobligationer	2,7 %
Danmarks Skibskredit 0.25% Sep'22	Realkreditobligationer	3,6 %	NYK 2 01 Oct50 IO (E)	Realkreditobligationer	2,5 %
NYK CF 5'38	Realkreditobligationer	3,3 %	RD 1'20 apr	Realkreditobligationer	2,4 %

■ Juridisk information

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

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



Gustav Bundgaard Smidth
Obligationsschef
Ansvarlig for Maj Invest Globale
Obligationer

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

MAJ INVEST GLOBALE OBLIGATIONER

KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i andet kvartal 2019 et afkast på 0,9 pct., mens sammenligningsindekset Bloomberg Danmark SBI 1-10 år ligeledes steg 0,9 pct. Dog bør afdelingens afkast altid ses over en periode på minimum tre år.

Både den amerikanske centralbank, Federal Reserve, og Den Europæiske Centralbank, ECB, har varslet nye lempelser af pengepolitikken. Det var medvirkende til, at obligationsrenterne faldt yderligere i løbet af kvartalet. Fed signalerede, at de ville sænke renten på næste møde i slutningen af juli, mens ECB's chef, Mario Draghi, dels signalerede en sænkelse af ECB's ledende rente, dels at QE vil blive genoptaget. Det kan på mange måder virke paradoksalt, at ECB skal sætte renten yderligere ned, når den i forvejen er på laveste niveau nogensinde (-0,4 pct.), og QE-programmet netop var afsluttet ved indgangen til 2019. Især i lyset af, at eksempelvis arbejdsløsheden i eurozonen er faldet til det laveste niveau siden juli 2008.

ECB's bekymring skyldes, at inflationen, og måske især inflationsforventningerne, var relativt lave i forhold til målsætningen om en inflation på 2 pct. ECB har kun denne ene målsætning, og i lyset af en nedgang i de økonomiske tillidsindikatorer var ECB bekymret for en yderligere nedgang i inflationsforventningerne. Man kan dog stille sig selv det spørgsmål, om det overhovedet gør en forskel for inflationen, om renten hedder -0,4 pct. eller -0,6 pct. Centralbankernes ageren rejser bekymringer for den længere horisont, men indtil videre ignorerer markedet denne bekymring.

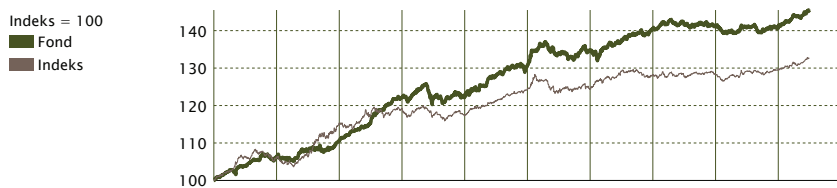
Ud over markante rentefald så vi solid performance i emerging markets-lande samt indsnævring af kreditspænd på alle fronter.

■ Afkast

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

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

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)



Årlige afkast % (DKK)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30-06
Fond	6,4	3,9	10,5	0,2	6,9	3,0	4,2	0,4	0,2	3,0
Indeks	6,1	8,7	3,4	-1,5	5,9	0,0	3,0	0,1	0,9	2,4
Morningstar Kategori™	4,6	0,8	7,7	-0,1	5,8	0,8	2,3	-0,3	-1,7	3,4

■ Investeringsområde

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

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

Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

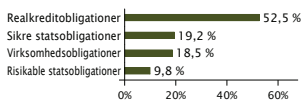
Afdelingen kan investere i alle obligationstyper uanset kreditvurdering og valuta. Det betyder, at afdelingen kan investere i emerging markets-obligationer og op til 35 procent af formuen i high yield-obligationer. Da disse investeringer er forbundet med en større risiko end danske obligationer, må afdelingen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

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

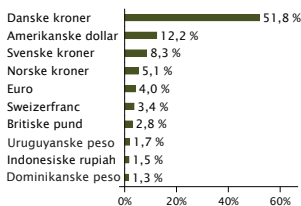
■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 31-05-2019

Fordeling på obligationstyper



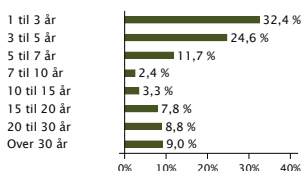
Fordeling på valuta



Obligationstilt

Effektiv varighed 2,7

Løbetid - eksponering



Porteføljens afkast i andet kvartal kan tilskrives et generelt rentefald samt solid performance på især porteføljen af emerging markets-obligationer, men alle segmenter bidrog med positive afkast i kvartalet. Blandt de sikre statsobligationer trak især porteføljens eksponering mod faldende statsobligationsrenter i USA og Australien op, men også porteføljen af kreditobligationer og realkreditobligationer bidrog positivt.

Overordnet set ændrede vi ikke væsentligt på porteføljens allokering henover kvartalet, men vi har søgt at fintune porteføljen af danske realkreditobligationer. Her øgede vi eksponeringen mod 20-årige konverterbare realkreditobligationer med en kuponrente på 2-3 pct. Generelt har de højere forrentede realkreditobligationer haft det svært i lyset af rentefaldet, men vi har vurderet, at de 20-årige var faldet for meget, og at der var et pænt potentiale for kursstigninger på sigt. Det vil dog formentlig kræve en mindre rentestigning for, at det materialiserer sig.

Overordnet set er porteføljen fortsat relativt defensivt sammensat selv om eksponeringen mod risikoobligationer (kreditobligationer og emerging markets) blev øget lidt i kvartalet. Porteføljens varighed blev dog samtidigt mindsket en anelse fra ca. 3 år til 2,2 år. Porteføljen er uændret positioneret mod faldende amerikanske og australske 10-årige statsobligationsrenter.

■ 10 største investeringer

Pr. 31-05-2019

Navn	Type	Vægt	Navn	Type	Vægt
DGBi 0.1 2023 Linker	Sikre statsobligationer	4,9 %	BRF 1'21 apr	Realkreditobligationer	3,1 %
NYK 2 01Oct50 IO (E)	Realkreditobligationer	4,3 %	UKT 1.5 Jan'21	Sikre statsobligationer	2,8 %
2% US GOVT 15/1-26	Sikre statsobligationer	3,5 %	EIB 2.125 2020 (CHF)	Sikre statsobligationer	2,3 %
RD 1'22 apr	Realkreditobligationer	3,5 %	Nyk 3M Cibor+7bp Oct'22	Realkreditobligationer	2,3 %
SHYP 1.5 dec'21 #1585	Realkreditobligationer	3,4 %	SCBi 1.0 Juni'25 Linker	Sikre statsobligationer	2,3 %

■ Juridisk information

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

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



Gustav Bundgaard Smidth
Obligationsschef
Ansvarlig for Maj Invest High
Income Obligationer

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

MAJ INVEST HIGH INCOME OBLIGATIONER

KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i andet kvartal 2019 et afkast på 1,8 pct., mens sammenligningsindekset steg 2,4 pct. omregnet til danske kroner. Afkastet bør som altid ses over en længere periode på tre år eller mere.

For mindre end et år siden stod vi i en situation med stigende renter og en generel forventning om, at rentestigningen skulle fortsætte. I andet og tredje kvartal af 2018 balancerede de 10-årige amerikanske renter omkring 3 pct. Ved udgangen af andet kvartal 2019 så situationen lidt anderledes ud. Markedet har i første halvår 2019, og især i andet kvartal, indpriset rentenedsættelser og en øget sandsynlighed for nye opkøbsprogrammer (QE). Det betød, at renterne overordnet set faldt pænt i løbet af kvartalet, og eksempelvis de 10-årige amerikanske renter ved udgangen af kvartalet lå omkring 2 pct., mens de 10-årige tyske lå på et rekordlavt niveau på under -0,3 pct.

Udviklingen i løbet af kvartalet satte også sit præg på risikoobligationer. Ikke nok med at de faldende basisrenter påvirkede aktivklassen positivt, så har stort set alle former for virksomheds- og emerging markets-obligationer oplevet en indsnævring af kreditpræmier. Præcis som det var tilfældet i første kvartal. For virksomhedsobligationer, og især investment grade-obligationer, nærmer vi os så småt de rekordlave renteniveauer, som vi så tilbage i slutningen af 2017. Eksempelvis lå europæiske investment grade-obligationer ved udgangen af kvartalet med en rente på ca. 0,5 pct. På indeksniveau endte de europæiske og de amerikanske investment grade-obligationer med afkast på hhv. 2,2 pct. og 3,0 pct. målt i kroner, og de europæiske og amerikanske high yield-obligationer endte med afkast på 2,4 pct. og 1,1 pct. målt i kroner.

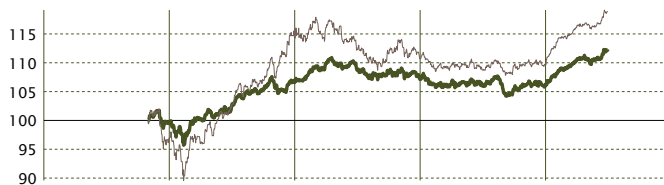
For emerging markets-obligationer er billedet lidt det samme med et fornuftigt kvartalsafkast. Både obligationer i hård valuta (dollar) og lokal valuta gav i kvartalet afkast på omkring 3 pct. målt i kroner. For emerging markets-valutaer var der dog store variationer. Russiske rubler og thailandske baht steg henholdsvis 2,4 pct. og 2,1 pct., mens tyrkiske lira og kinesiske renminbi faldt henholdsvis 5,2 og 3,6 pct. Sidstnævnte påvirkede de fleste asiatiske valutaer.

■ Afkast

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

★ Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)

Indeks = 100
■ Fond
■ Indeks



Afkast	Fond	Indeks	Diff.	Årlige afkast % (DKK)	2015	2016	2017	2018	30-06
Seneste kvartal	1,8 %	2,4 %	-0,6 %	Fond	-	7,0	0,3	-0,8	5,7
3 år ann.	3,1 %	5,0 %	-1,9 %	Indeks	-	17,8	-3,1	-0,8	8,2
5 år ann.	-	-	-	Morningstar Kategori™	-	13,9	-5,7	1,4	8,9
10 år ann.	-	-	-						

■ Investeringsområde



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

Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

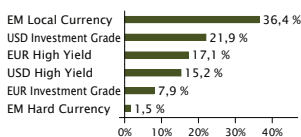
Afdelingen investerer fortrinsvis i højtforrentede globale stats- og virksomhedsobligationer med høj risiko, også kaldet risikobligationer. Det gør afdelingen til et oplagt supplement til de øvrige obligationsafdelinger for investorer, der ønsker højere risiko og større afkastmuligheder.

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

■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 31-05-2019

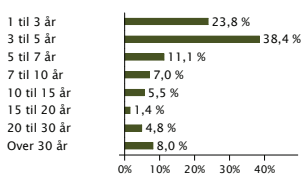
Fordeling på obligationstyper



Obligationstil

Effektiv varighed 2,7

Løbetid – eksponering



Blandt porteføljens virksomhedsobligationer klarede europæiske og amerikanske investment grade-obligationer sig bedst i kvartalet og gav afkast på henholdsvis 1,7 pct. og 1,3 pct. De bidrog tilsammen med 0,4 procentpoint til porteføljens samlede afkast i kvartalet. Europæiske og amerikanske high yield-obligationer var dog ikke langt fra og gav afkast på henholdsvis 1,0 pct. og 1,2 pct. og et samlet afkastbidrag på 0,4 procentpoint.

Porteføljens emerging markets-obligationer gav et afkast på 2,8 pct. for kvartalet. De lande, der har klaret sig bedst, var Argentina, Rusland og Mexico med afkast på henholdsvis 14,0 pct., 6,8 pct. og 4,9 pct. og et afkastbidrag på samlet 0,7 procentpoint i kvartalet. Uruguay og Colombia klarede sig mindre godt med afkast på henholdsvis -3,8 pct. og -0,3 pct. Samlet bidrog disse lande med -0,2 procentpoint til afkastet i kvartalet, hvoraf primært Uruguay trak afkastet ned.

Porteføljens afdækning af dollar bidrog positivt med 0,1 procentpoint til afkastet, da dollar blev svækket med 1,4 pct. overfor kroner i kvartalet. Det positive bidrag herfra opvejer dog kun delvist tabet fra valutakursreguleringen af dollar fra de amerikanske virksomhedsobligationer, da porteføljen som en del af den overordnede strategi ikke afdækker hele porteføljens eksponering mod dollar.

■ 10 største investeringer

Pr. 31-05-2019

Navn	Type	Vægt	Navn	Type	Vægt
CZECK 3.75 Sep'20 CZK	EM Local Currency	4,3 %	Dominikanske Rep. 8.9% 2023	EM Local Currency	2,7 %
URUGUAY 8.5% mar'28 (UYU)	EM Local Currency	3,5 %	ASIA 7.8% 2034	EM Local Currency	2,5 %
Rusland Statsobl. 7% 2023	EM Local Currency	3,2 %	Vestjysk 8.5 pct. T1 2022/perp	EUR High Yield	2,3 %
IFC 6.3 2024 (INR)	EM Local Currency	3,0 %	Express Scripts 3.5% 06/2024	USD Investment Grade	2,2 %
COLOM 7.75% April'21 (COP)	EM Local Currency	2,9 %	EBRD 35 2019 (ARS)	EM Local Currency	2,1 %

■ Juridisk information

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

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



Gustav Bundgaard Smidth
Obligationsschef
Ansvarlig for Maj Invest Pension

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

MAJ INVEST PENSION

KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i andet kvartal 2019 et afkast på -0,1 pct., mens sammenligningsindekset steg 1,5 pct. Afkastet bør som altid bedømmes over mindst tre år.

Ved indgangen til andet kvartal var porteføljens aktieeksponering omkring 32 pct. Aktieandelen har været i omegnen af 30 pct., siden vi nedvægtede aktieandelen i slutningen af april 2018. Det er i den lavere del af intervallet på 25-49 pct. aktier, som afdelingen arbejder med, og afspejlede, at vi var – og ved halvårsskiftet fortsat er – lidt bekymrede for den fremtidige udvikling på finansmarkederne. Den lavere aktieandel har været delvist ugunstig i andet kvartal, da de globale aktiemarkeder generelt steg henover kvartalet. Dog har porteføljens obligationsportefølje gjort det bedre end aktieporteføljen i andet kvartal, da aktieporteføljen var i stilmæssig modvind i andet kvartal.

Udviklingen i aktieporteføljen kan i store træk ses under afdeling Value Aktier, da afdelingens aktieportefølje følger samme strategi som afdeling Value Aktier.

På obligations siden bød kvartalet på kraftigt faldende renter på sikre statsobligationer i både USA og Europa, primært drevet af mere lempelig retorik fra de store centralbanker Fed og ECB. Fed signalerede sænkning af renten, måske allerede i juli måned, mens ECB varslede dels en rentesænkning, dels en genoptagelse af QE-programmet.

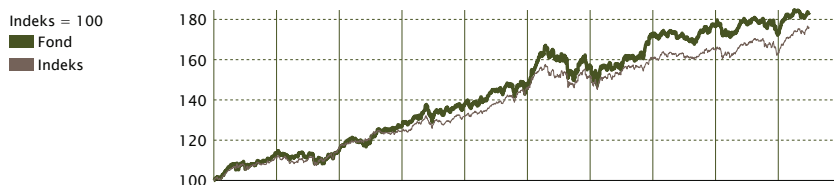
Udsigterne til endnu lavere renter og endnu mere likviditet var en understøttende faktor for både aktier og de mere risikable dele af obligationsuniverset. Selvom kreditspændene ved udgangen af kvartalet ikke var helt tilbage på de niveauer, vi så primo 2018, så var renteniveauerne på europæiske investment grade-obligationer de laveste nogensinde. High yield-obligationer lå fortsat lidt højere, men samlet set på relativt lave niveauer. Ud over kreditobligationer klarede emerging markets-obligationer sig rigtigt flot i andet kvartal, primært som følge af en øget risikovillighed blandt investorerne samt de mere lempelige signaler fra Fed, som typisk er positivt for mange emerging markets-landes performance.

■ Afkast

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

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

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)



Årlige afkast % (DKK)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30-06
Fond	13,3	1,4	10,5	8,4	7,5	5,9	9,3	2,8	-1,6	5,6
Indeks	10,9	4,8	7,2	6,0	10,4	3,9	5,7	2,7	-0,6	7,6
Morningstar Kategori™	6,0	-6,3	9,0	6,5	6,6	2,7	2,7	4,6	-6,7	8,0

■ Investeringsområde

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

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

Målgruppe:
Pensionsmidler.

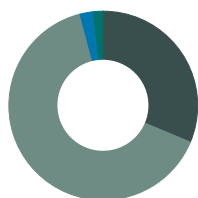
Investeringshorisont:
Anbefalet minimum 3 år.

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

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

■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 31-05-2019



■ Aktier	31,3 %
■ Obligationer	64,5 %
■ Kontant o. lign.	2,3 %
■ Andet	1,9 %

Fordeling på obligationstyper

Realkreditobligationer	55,3 %
Sikre statsobligationer	18,4 %
Virksomhedsobligationer	16,8 %
Risikable statsobligationer	9,5 %

Obligationstil

Effektiv varighed	2,5
Løbetid over 10 år	30,1

Nøgletal

Info ratio	0,3
Kurs/Indtjening	11,3
Kurs/Indreværdi	2,0
ROE	25,1

Afkastet på obligationsporteføljen var 1,0 pct. mens aktieporteføljen gav -2,3 pct. For halvåret som helhed har aktier dog givet et betydeligt højere afkast end obligationer.

I obligationsporteføljen var der positive bidrag fra alle segmenter, med emerging markets- og kreditobligationer som de primære bidragsydere med afkast på henholdsvis 3,5 og 1,9 pct. Der var dog også betydelige positive afkast på porteføljen af sikre statsobligationer, hvor afdelingen nød godt af faldende statsobligationsrenter i USA og Australien.

Periodens bedste aktie var den USA-baserede producent af komponenter til biler Gentex Corp. (+18 pct.) sammen med det amerikanske livsforsikringselskab Aflac (+9 pct.) og det japanske teleselskab Nippon Telegraph & Telephone Corp. (+8 pct.). Kvartalets ringeste aktie var den amerikanske varehuskæde Kohl's Corp. (-31 pct.), der faldt som følge af en mindre nedjustering til helårsresultatet. Derudover faldt Central Japan Railway Co. (-15 pct.) og den amerikanske semiconductor-producent Intel Corp. (-12 pct.).

Sundhedsforsikringselskabet CVS Health Corp. og Delphi Technologies blev solgt ud af porteføljen til fordel for blandt andet investeringer i industriselskabet Parker-Hannifin Corp. og Autozone inc., der forhandler reservedele til biler. Alle fire selskaber er amerikanske.

■ 5 største obligationer og 5 største aktier

Pr. 31-05-2019

Navn	Type	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Nyk 3M Cibor+7bp Oct'22	Realkreditobligationer	4,1 %	Aflac	Finans	USA	1,7 %
NYK 1.5'50	Realkreditobligationer	3,6 %	Southwest Airlines	Industri	USA	1,7 %
NYK 2 01Oct50 IO (E)	Realkreditobligationer	3,5 %	Nippon Tel og Tel Corp	Kommunikationsservice	JPN	1,6 %
DGBi 0.1 2023 Linker	Sikre statsobligationer	3,5 %	Samsung Electronics – GDR 144A	Teknologi	KOR	1,5 %
RD 1'22 apr	Realkreditobligationer	3,2 %	Goldman Sachs Group Inc.	Finans	USA	1,5 %

■ Juridisk information

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

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



Gustav Bundgaard Smidth
Obligationschef



Torsten Bech
Seniorporteføljemanager

Gustav og Torsten er ansvarlige for Maj Invest Kontra.

Gustav har 14 års erfaring inden for obligationsområdet, herunder forvaltning, rådgivning og analyse. Torsten har arbejdet med analyse og aktieinvesteringer siden 2000 og er uddannet cand.merc. i finansiering.

MAJ INVEST KONTRA

KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i andet kvartal 2019 et afkast på 1,0 pct. Afkastet skal som altid ses over en periode på mindst tre år og i forhold til afdelingens særlige målsætning.

Kvartalet var præget af forholdsvis store udsving mellem månederne. Efter en optimistisk start på aktiemarkedene i april måned blussede handelskrigen og en fornyet recessionsfrygt op i maj, men aktiemarkedet genvandt det meste i løbet af juni måned. En stor del af æren for stigningen i juni måned blev tilskrevet den amerikanske centralbank, der indikerede, at rentesænkninger kan komme på tale i andet halvår 2019. Yderligere varslede ECB's chef, Mario Draghi, rentesænkninger og genopstart af QE-programmet. Alene i juni måned var konsekvenserne af primært centralbankens udmeldinger, at det globale aktieindeks MSCI World steg mere end 4 pct. målt i danske kroner. Renten på amerikanske statsobligationer med 10 års løbetid faldt til ca. 2 pct. (laveste niveau siden 2016), og gullet nåede over 1.400 dollar/ounce for første gang siden 2013.

Faldende renter og højere guldpris er positivt for afdeling Kontras afkast, mens højere aktiepriser påvirker negativt. Da andet kvartal gav et positivt afkast på aktier, er det derfor tilfredsstillende, at afdelingen gav et positivt afkast.

Begge centralbanker signalerede som nævnt gennem kvartalet, at de er villige til at lempe pengepolitikken for at undgå en eventuel recession. Det tog rentemarkedet til sig, og ved udgangen af kvartalet var markedets forventninger 2-3 rentesænkninger allerede i 2019 og yderligere to i 2020. Aktiemarkedet forekom derimod ikke helt så klar på recession. Ganske vist faldt vækstforventningerne til 2019, men de var fortsat positive, og for 2020 var forventningen en indtjeningsvækst omkring 10 pct. Prissætningen på aktier var omkring 18 gange indtjeningen og lå dermed omkring det historiske gennemsnit. Det kan virke paradoksalt, at aktierne kan holde sig på dette niveau på trods af de makroøkonomiske bekymringer. Efter vores opfattelse skyldes det de lave renter, der både sikrer likviditet og betyder, at obligationer for mange ikke er virker som et særligt interessant alternativ til aktier. Af samme årsager opfatter vi ædelmetaller som interessante for afdeling Kontra.

■ Afkast

Morningstar Rating™

Alternative – Øvrige

Startdato: 16-06-2006

Fondskode: DK0060037455

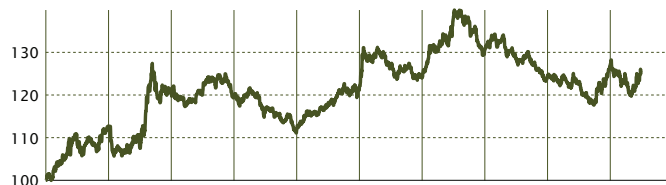
Udbyttetype: Akkumulerende

Indeks: –

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

– Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)

Indeks = 100
■ Fond



Årlige afkast % (DKK)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30-06
Fond	12,3	7,3	-0,3	-6,9	9,0	1,9	5,2	-4,8	2,3	-1,6

■ Investeringsområde

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

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

Målgruppe:

Frie midler, pensionsmidler og midler under virksomhedsskatteordningen.

Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 31-05-2019

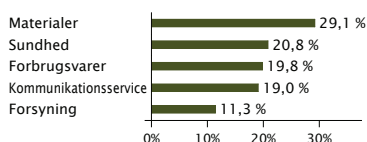


■ Aktier	13,6 %
■ Obligationer	43,1 %
■ Kontant o. lign.	11,0 %
■ Andet	32,3 %

Hovedelementer i Kontra

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

Sektorfordeling for aktier



Nøgletal

Info ratio

■ 5 største obligationer/ædelmetaller og 5 største aktier

Pr. 31-05-2019

Navn	Type	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Gold Bullion Securities ETC	Guld-ETF'er	8,8 %	Newmont Goldcorp Rg	Materialer	USA	1,1 %
ISHARES Physical Gold ETC	Guld-ETF'er	8,7 %	Barrick Gold corp.	Materialer	CAN	1,1 %
Source Physical Gold P-ETC	Guld-ETF'er	8,4 %	Cia De Minas Buenaventura SA	Materialer	PER	1,0 %
DGBi 0.1 2023 Linker	Obligationer	6,8 %	Fresnillo PLC	Materialer	MEX	0,9 %
ETFS Physical Silver	Andre aktier	6,6 %	Kddi Corp.	Kommunikationservice	JPN	0,7 %

■ Juridisk information

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

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

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

Afdeling Kontra investerer overordnet i fire aktivklasser: lange obligationer, stærke valutaer, guld/ædelmetaller og defensive aktier samt aktieafdækning, hvor sidstnævnte udgør den mest direkte afdækning, en såkaldt hedge, mod faldende aktier. Ved indgangen til andet kvartal 2019 havde afdelingen en hedgegrad på 37 pct., hvilket løst sagt betyder, at afdelingens værdi ville stige 0,37 procentpoint for hvert fald på 1 procentpoint på aktiemarkedet. Hedgegraden er fastholdt ved udgangen af juni.

Aktieafdækningen i afdelingen trak i andet kvartal afdelingens afkast ned med ca. 2 procentpoint. Omvendt bidrog defensive aktier med ca. 0,4 procentpoint til afdelingens afkast. Blandt afdelingens investeringer i defensive aktier inden for guld og sølvmineselskaber, farma, forsyning, varigt forbrug samt telekom, der samlet udgør ca. 15 pct. af porteføljens værdi, var der positive afkast. Særligt inden for mineselskaberne var der positive bidrag, da de nyder godt af den høje guldpris. Afdelingens guld- og sølvmineaktier steg samlet ca. 15 pct. i juni.

Ud over ovenstående nød afdelingen godt af faldende amerikanske og australske statsobligationsrenter. Obligationsporteføljen bidrog med ca. 0,9 procentpoint til afdelingens afkast, mens fysisk guld via ETF'er bidrog med ca. 1,7 procentpoint som de væsentligste bidragsydere i kvartalet.



Gustav Bundgaard Smidth
Obligationschef



Torsten Bech
Seniorporteføljemanager

Gustav og Torsten er ansvarlige for Måj Invest Makro.

Gustav har 14 års erfaring inden for obligationsområdet, herunder forvaltning, rådgivning og analyse. Torsten har arbejdet med analyse og aktieinvesteringer siden 2000 og er uddannet cand.merc. i finansiering.

MAJ INVEST MAKRO

KÆRE INVESTOR

Afdeling Makro gav i andet kvartal 2019 et afkast på 2,4 pct., mens sammenligningsindekset steg 1,8 pct. Afkastet bør som altid bedømmes over mindst tre år.

Andet kvartal var omskifteligt, men endte dog med positive afkast. Det globale aktiemarked steg 2,5 pct. målt i danske kroner, og de globale obligationsindeks viste tilsvarende stigninger som følge af rentefald henover kvartalet. Eksempelvis faldt den 10-årige amerikanske statsobligationsrente fra ca. 2,4 pct. til 2,0 pct., og obligationsmarkedet inddiskonterede ved udgangen af kvartalet tre rentesænkninger fra Federal Reserve i 2019. Kvartalet var, som de to foregående kvartaler, præget af makroøkonomisk spænding relateret til handelskonflikten mellem USA og Kina, og en tiltagende nervøsitet i markedet for en yderligere nedgang i realøkonomien. Nervøsiteten var tydeligst i maj måned hvorefter centralbankernes udmeldinger om mulige rentesænkninger og yderligere QE fra ECB atter fik bragt ro på de finansielle markeder.

Sammenligningsindekset, der består af 50 pct. aktier og 50 pct. obligationer, steg 1,8 pct. Afdeling Makro er et balanceret produkt, der investerer i en blanding af aktier og obligationer. Fordelingen mellem aktier og obligationer styres aktivt og kan variere mellem 0 og 100 pct. I andet kvartal havde afdelingen en gennemsnitlig aktieeksponering på 33 pct., hvilket er betydeligt under sammenligningsindekset, og derfor er det tilfredsstillende, at afkastet i afdelingen er højere end sammenligningsindekset.

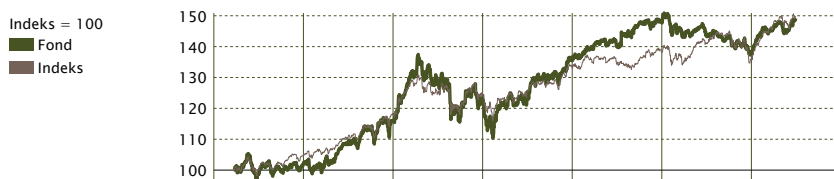
Årsagen til undervægten af aktier er en vurdering af, at de makroøkonomiske konjunkturer, der i kvartalet pegede nedad, vil gøre det svært for et aktiemarked, der i forvejen ikke var billigt.

Vi fastholdt i løbet af andet kvartal de temaer, som er indarbejdet i porteføljen: effektiv transport, elektriske biler, faldende renter i USA og Australien samt udvalgte enkeltaktiehistorier.

■ Afkast

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

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)



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

Årlige afkast % (DKK)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30-06
Fond	-	13,6	5,8	10,4	9,0	-6,4	7,9
Indeks	-	12,4	5,5	6,8	3,9	-1,3	9,8
Morningstar Kategori™	-	5,1	2,3	1,8	5,2	-8,4	7,8

■ Investeringsområde

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

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

Målgruppe:

Frie midler, pensionsmidler og midler under virksomhedsskatteordningen.

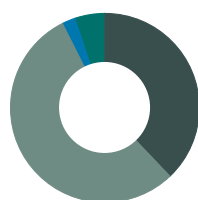
Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

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

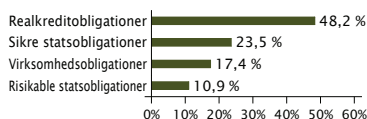
■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 31-05-2019



■ Aktier	37,9 %
■ Obligationer	54,7 %
■ Kontant o. lign.	2,3 %
■ Andet	5,2 %

Fordeling på obligationstyper



Obligationstil

Effektiv varighed	2,9
Løbetid over 10 år	18,7

Nøgletal

Info ratio	0,1
Kurs/Indtjening	11,1
Kurs/Indreværdi	1,8
ROE	19,5

Blandt de individuelle investeringsvalg var højdespringerne Vestjysk Bank, der steg mere end 50 pct. Vestjysk Bank slap tidligere på året fri af et skærpet tilsyn, og stigende svinepriser gav gode bankens kunder indenfor landbruget, hvor banken har væsentlige udlån. De bidrog også positivt til kursen, at banken blev omtalt som et muligt opkøbsmål. Den japanske spilproducent Nintendo, den tyske softwarevirksomhed SAP, amerikanske Facebook og den tyske kemiproducent Lanxess steg alle mere end 10 pct. i kvartalet. Derimod trak jernbaneoperatøren Central Japan Railway, den danske smykkeproducent Pandora og teknologiselskabet Cognizant Tech ned. Alle faldt mere end 10 pct.

Der er i løbet af kvartalet blevet skiftet ud i porteføljen. Anthem, IAC og Parker Hannifin er nye selskaber i porteføljen. Osram, CVS og WHSmith blev til gengæld solgt helt ud af porteføljen. Afdelingen investerer primært i selskaber, der også indgår i afdelingerne Maj Invest Value Aktier og Maj Invest Vækstaktier. Hertil kommer de tematiske investeringer som nævnt forrige side og særlige investeringer som Vestjysk Bank ovenfor.

Obligationporteføljen gav som helhed et afkast på 1,2 pct. Især kreditobligationer og statsobligationer fra emerging markets-lande bidrog med stigninger på mere end 5 pct. Blandt de sikre obligationer bidrog faldende amerikanske og australske statsobligationsrenter også positivt til performance i andet kvartal.

■ 5 største obligationer og 5 største aktier

Pr. 31-05-2019

Navn	Type	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
RD 1'22 apr	Realkreditobligationer	5,1 %	Vestjysk Bank	Finans	DNK	4,5 %
NYK 1'21 jan	Realkreditobligationer	4,9 %	General Motors Co	Cyklisk forbrug	USA	2,7 %
NYK 2 01Oct50 IO (E)	Realkreditobligationer	3,7 %	MTU Aero Engines Holding AG	Industri	DEU	2,0 %
SHYP 1.5 dec'21 #1585	Realkreditobligationer	3,5 %	Cigna Corp	Sundhed	USA	1,5 %
DGBi 0.1 2023 Linker	Sikre statsobligationer	2,8 %	Daito Trust Construct Co. Ltd	Ejendomme	JPN	1,4 %

■ Juridisk information

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

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

MAJ INVEST OG OMKOSTNINGERNE

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

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

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

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

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

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

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

ÅOP består af:

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

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

Indirekte handelsomkostninger

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

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

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

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

OVERSIGT - BØRSNOTEREDE PRODUKTER

AFKAST I PROCENT, HELE ÅR													
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Danske Aktier	41,8	4,0	-47,7	47,4	26,1	-19,8	26,1	35,7	15,3	31,3	1,3	18,8	-14,6
Vækstaktier ¹⁾	7,5	4,0	-29,3	30,1	24,4	-4,7	8,3	20,1	8,6	10,1	7,6	13,3	-12,1
Value Aktier	8,7	-0,4	-36,2	42,3	25,5	0,6	12,0	19,0	26,3	14,9	14,3	5,5	-6,5
Value Aktier Akk.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	14,2	5,3	-6,6
Value Aktier SRI+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Emerging Markets	-	-	-	-	-	-	-	-	9,5	-11,3	8,3	18,6	-12,2
Global Sundhed ²⁾	-	-	-	-	-	-	-	-	23,9	11,3	0,0	11,3	-7,8
Danske Obl.	1,1	1,9	7,9	6,3	5,6	6,6	5,9	2,9	4,8	1,4	3,6	2,7	0,2
Globale Obl.	1,3	1,6	4,5	9,8	6,4	3,9	10,5	0,2	6,9	3,0	4,2	0,4	0,1
High Income Obl.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7,0	0,3	-0,8
Pension	3,3	2,2	-7,9	12,6	13,3	1,4	10,5	8,5	7,5	5,9	9,3	2,8	-1,7
Kontra	-	1,1	21,7	8,6	12,3	7,3	-0,3	-6,9	9,0	1,9	5,2	-4,8	2,2
Makro	-	-	-	-	-	-	-	-	13,6	5,8	10,4	9,0	-6,5

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

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

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

STAMDATA

	Fondskode	Børsnoteret	Valuta	Stykstørrelse	Type	Startdato
Danske Aktier	DK0060005171	Ja	Danske kroner	100	Udloddende	16. dec. 2005
Vækstaktier	DK0060005254	Ja	Danske kroner	100	Udloddende	16. dec. 2005
Value Aktier	DK0060005338	Ja	Danske kroner	100	Udloddende	16. dec. 2005
Value Aktier Akk.	DK0060642726	Ja	Danske kroner	100	Akkumulerende	29. jun. 2015
Value Aktier SRI+	DK0061074432	Ja	Danske kroner	100	Udloddende	4. okt. 2018
Emerging Markets	DK0060522316	Ja	Danske kroner	100	Udloddende	16. dec. 2013
Global Sundhed	DK0060157196	Ja	Danske kroner	100	Udloddende	10. nov. 2008
Danske Obl.	DK0060005098	Ja	Danske kroner	100	Udloddende	16. dec. 2005
Globale Obl.	DK0060004950	Ja	Danske kroner	100	Udloddende	16. dec. 2005
High Income Obl.	DK0060642809	Ja	Danske kroner	100	Udloddende	4. nov. 2015
Pension	DK0060004877	Ja	Danske kroner	100	Udloddende	16. dec. 2005
Kontra	DK0060037455	Ja	Danske kroner	100	Akkumulerende	11. jun. 2006
Makro	DK0060442713	Ja	Danske kroner	100	Akkumulerende	22. mar. 2013

For unoterede produkter se www.majinvest.dk/unoterede.

INDEN DU INVESTERER

På Maj Invests hjemmeside www.majinvest.dk kan du få hjælp til at investere.

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

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

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



NÅR DU ER KLAR TIL AT INVESTERE

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

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

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

SAMARBEJDSBANKER

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

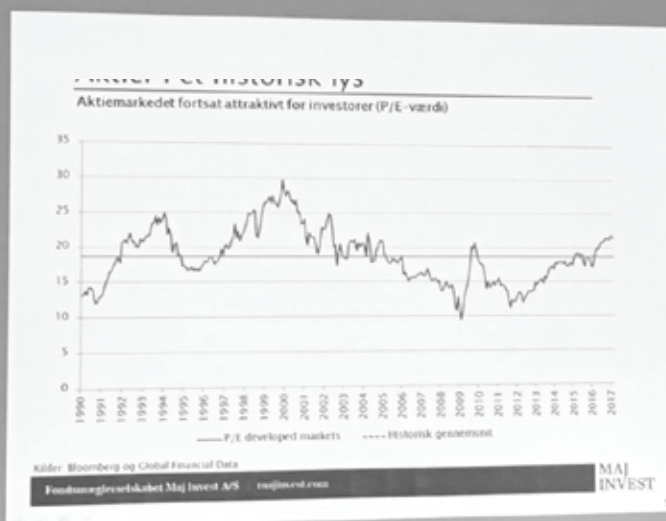
- Arbejdernes Landsbank
- BankNordik
- BIL Bank Danmark
- Carnegie Bank
- Danske Bank
- Den Jyske Sparekasse
- Djurslands Bank
- Forvaltningsinstituttet for Lokale Pengeinstitutter
- Frøslev-Møllerup Sparekasse
- Fynske Bank
- Hvidbjerg Bank
- Jutlander Bank
- Lollands Bank
- Lån & Spar Bank
- Maj Bank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

HOTLINE 33 38 73 33

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

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

Nyhedsbrevet er gratis og udsendes 12-20 gange om året. Tilmeld dig på majinvest.dk/nb



INVESTERINGSFORENINGEN
**MAJ
INVEST**



TAK FOR ANERKENDELSEN



MAJ INVEST DANSKE OBLIGATIONER

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

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

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

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

Få mere information på **33 38 73 33** eller majinvest.dk/dko