

INVESTERINGSFORENINGEN

MAJ  
INVEST

# KVARTALSNYT

FJERDE KVARTAL 2012





**Mads Krage**

Formand for Investeringsforeningen Maj Invest.

Mads stod gennem 25 år i spidsen for Netto, som han har bygget op nærmest fra grunden. I dag står han i spidsen for Investeringsforeningen Maj Invest.

## KVALITET, ENKELTHED OG KØBMANDSKAB

Investeringsforeningen Maj Invest har som mål at levere et godt afkast til medlemmerne. Kodeordene for Maj Invest er enkelthed, kvalitet og fokus på rimelige omkostninger.

### ENKELTHED

Maj Invest lægger vægt på enkelthed og sammenhæng. Det gælder både den enkelte portefølje og hele investeringsforeningen. Vi tilbyder ikke et væld af specialiserede og avancerede afdelinger, men satser i stedet på mere basale afdelinger, der dækker den almindelige investors behov.

### KVALITET

Kvalitet betyder for os, at vi står inde for det, vi laver. Vi lader ikke forbigående tendenser diktere, hvordan vi skal investere dine penge. Vi tror ikke på hurtige gevinster ved at investere i meget vækstorienterede og populære områder. Vi har fokus på den langsigtede opsparing.

### ERFARNE MEDARBEJDERE

Porteføljerådgivningen i Maj Invest ligger hos Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S, der også rådgiver Lønmodtagernes Dyrtidsfond (LD) og en lang række andre institutionelle investorer. Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S bygger sin investeringsfilosofi på faglig indsigt, og porteføljemanagerne bag de enkelte afdelinger har 10, 15 eller 20 års erfaring.

### FÅ RÅDGIVNING I DIN EGEN BANK ELLER HOS VORES SAMARBEJDSBANKER

Afdelingerne i Maj Invest er børsnoterede, og du kan investere i Maj Invest gennem alle danske banker. Har du brug for mere rådgivning, står vores samarbejdsbanker klar til at hjælpe dig. Se listen på bagsiden.

### LÆS MERE OM OS PÅ WWW.MAJINVEST.DK

Her kan du læse mere om de enkelte afdelinger i Maj Invest, og du kan bruge vores investeringsguide og opsparingsmodeller, hvis du ønsker inspiration til, hvordan du kan sammensætte din opsparing.

INVESTERINGSFORENINGEN

# MAJ INVEST

Parallelvej 17  
2800 Kgs. Lyngby  
Telefon 33 38 73 00  
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 (Fondsmæg-

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

**Investeringsforvaltnings-**  
**selskab: Danske Invest Management A/S**  
Investeringsforvaltnings-selskabet udfører en række administrative og investeringsmæssige opgaver i

forbindelse med den daglige drift af foreningen.

#### Depotbank:

##### Danske Bank A/S

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.

# INDHOLDFORTEGNELSE

## MAKROØKONOMI

Boligbyggeri giver vækst i USA . . . . .	4
Obligationsmarkederne . . . . .	5
Aktiemarkederne . . . . .	7

## AKTIEAFDELINGER

Maj Invest Danske Aktier . . . . .	8
Maj Invest Europa Aktier . . . . .	10
Maj Invest Aktier . . . . .	12
Maj Invest Value Aktier . . . . .	14
Maj Invest Miljø & Klima . . . . .	16

## OBLIGATIONSAFDELINGER

Maj Invest Danske Obligationer . . . . .	18
Maj Invest Obligationer . . . . .	20

## BLANDEDE AFDELINGER

Maj Invest Pension . . . . .	22
Maj Invest Kontra . . . . .	24

## FAKTA

Omkostninger . . . . .	26
Historiske afkast . . . . .	27
Udbytter . . . . .	27
Stamdata . . . . .	27
Samarbejdsbanker . . . . .	28

	MORNINGSTAR RATING™	AFKAST				SIDEN START		PERFORMANCE MORNINGSTAR KATEGORI™	
		2009	2010	2011	2012	Afkast	Perfor- mance	3 år	5 år
Danske Aktier	★★★★	47,4	26,1	-19,8	26,0	45,1	+17,0	+1,8	+7,0
Europa Aktier	★★★★	25,9	7,6	-6,1	15,6	-13,3	+4,4	-2,7	+4,7
Aktier	★★★★★	30,1	24,4	-4,7	8,2	31,8	+20,2	+5,0	+27,2
Value Aktier	★★★★★	42,3	25,5	0,6	12,0	38,9	+27,3	+18,3	+39,6
Miljø & Klima	★★★	41,4	5,5	-16,1	13,9	26,4	-17,4	-4,0	
Danske Obligationer	★★★★	6,3	5,6	6,6	5,8	40,6	+2,0	+2,3	+6,3
Obligationer	★★★★★	9,8	6,4	3,9	10,5	44,3	+5,7	+5,7	+13,8
Pension	★★★★★	12,6	13,3	1,4	10,5	39,2	-	+16,2	+30,5
Kontra	★★★★★	8,6	12,3	7,3	-0,4	64,0	-	+7,6	+51,4

Noter: Afdelingerne Pension og Kontra har ikke et sammenligningsindeks. Performance (merafkast i forhold til sammenligningsindeks) siden start er i forhold til den enkelte afdelings sammenligningsindeks. Performance i forhold til Morningstar Kategori™ er beregnet ud fra den sammenlignelige kategori hos (og data fra) Morningstar, der omfatter sammenlignelige afdelinger i Europa.



**Arvid Stentoft Jakobsen**  
 Cheføkonom i Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S.

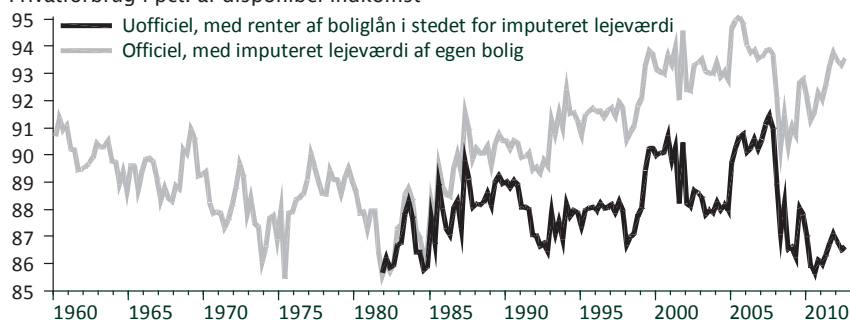
Arvid Stentoft Jakobsen er cheføkonom i Fondsmæglerselskabet Maj Invest. Arvid har mere end 20 års erfaring inden for global konjunktur- og finansmarkedsanalyse.

## BOLIGBYGGERI GIVER VÆKST I USA

I USA betyder aftalen om at fastholde en række skattelettelser, at man i første omgang har styret uden om den såkaldte ”fiskale afgrund”. Der er dog fortsat problemer med at nå til enighed om en række nedskæringer i de offentlige udgifter, samt om at hæve loftet over den offentlige gæld.

### USA: Forbrugskvote

Privatforbrug i pct. af disponibel indkomst



Kilde: IHS Global Insight, Maj Invest beregninger

Man har frist frem til slutningen af februar til at nå et forlig om disse emner, og forløbet tegner til at blive mindst lige så dramatisk som forhandlingerne om skattelettelserne. Det er altså endnu for tidligt at afblæse risikoen for, at USA ryger ud over afgrunden. Til gengæld er det fortsat vores opfattelse, at hvis denne risiko ikke udløses, er der potentiale til et robust, selv bærende økonomisk opsving i USA med betydelige positive følgevirkninger for den globale økonomi. At opsvinget i USA efterhånden kan blive selv bærende skyldes, at der efter fire år med historisk lav aktivitet i boligbyggeriet nu endelig er tegn på fremgang. Der hersker ganske vist en udbredt skepsis over for, om det for alvor kan trække økonomien fremad, men denne skepsis bygger efter Maj Invests vurdering på en fejltolkning af de grundlæggende økonomiske data.

Privatforbruget udgør en meget stor del af den samlede efterspørgsel og ligger ifølge de officielle tal allerede meget højt i forhold til husholdningernes indkomster. Det tages generelt som udtryk for, at forbrugerne er meget pressede og primært vil udnytte en eventuel fremgang i indkomsten til at reetablere deres opsparing. Dermed bliver det meget svært at løfte økonomien op på et spor med robust, selv bærende vækst, selv om der skulle komme mere gang i boligbyggeriet. Ifølge de officielle tal ligger forbrugskvoten igen tæt på de historisk høje niveauer fra lige før finanskrisen, men det skyldes rent beregningstekniske forhold. I de officielle tal opgøres boligforbruget for husholdninger, der bor i ejerbolig, som en beregnet lejeværdi af egen bolig. Dette beregnede boligforbrug viser, hvad boligejerne skulle have haft betalt i leje af deres bolig, hvis de havde lejet den. Det er således en fiktiv udgift. Den modsvarende udgift i det virkelige liv – de penge boligejerne skal have op af lommen – er renteudgifterne på boliglån (afdragene er opsparing og ikke forbrug). Siden begyndelsen af 1980'erne er den beregnede lejeværdi steget en smule hurtigere end indkomsterne, mens de virkelige udgifter er faldet i takt med de fortsat lavere renter. Bruger man renter af boliglån i stedet for en beregnet lejeværdi får man et væsentligt andet og mere retvisende billede af forbrugskvoten. Reelt ligger forbruget stadig meget lavt

relativt til indkomsten og med rigelig plads til, at forbrugskvoten kan stige i takt med, at opsvinget i bygge- og anlægssektoren presser arbejdsløsheden ned. Dermed er der også gode muligheder for, at amerikansk økonomi i løbet af 2013 endelig etablerer sig på et mere robust vækstspor, som også levner plads til en gradvis genopretning af de offentlige finanser.

### STRAMNINGER I EUROPA

I Europa er der overordnet set to stramningstendenser, der bremser væksten: dels opstramningen af finanspolitikken, dels gældskorrekturen, hvor pressede virksomheder og husholdninger holder igen med udgifterne for at nedbringe gælden. Det økonomiske opsving starter imidlertid allerede, når man begynder at stramme lidt langsommere, og ikke som man måske skulle tro, først når opstramningen stopper. Noget tyder på, at vi er ved at have passeret bunden. For så vidt angår finanspolitikken, forudser IMF, at det cyklisk korrigerede budgetunderskud i euroområdet bliver reduceret langsommere i 2013, end det blev i 2012. Dermed bliver vækstbidraget fra finanspolitikken mindre negativt, og det vil alt andet lige trække i retning af højere vækst.

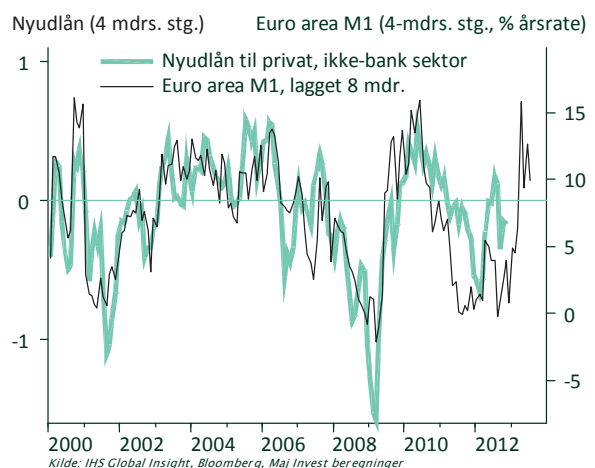
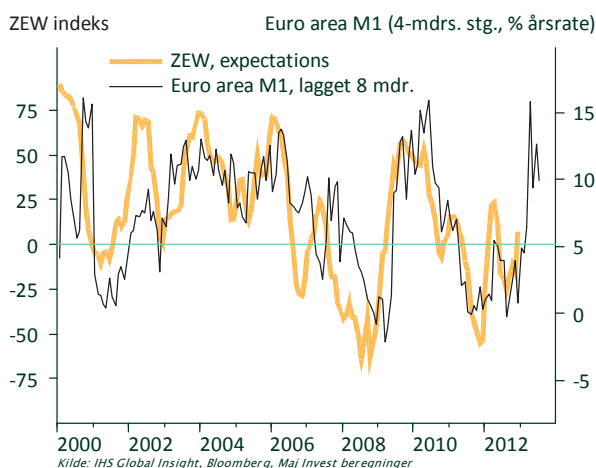
Samtidig, og det er nok det væsentligste, er den fornyede vækst i pengemængden (M1) tegn på, at ECB efterhånden har fået stabiliseret banksektoren tilstrækkeligt til, at også gældskorrekturen nu ser ud til at have toppet. M1 (den private, ikke-banksektors beholdning af sedler, mønter og anfordringsindskud) er en usædvanlig pålidelig indikator for udviklingen i samfundsøkonomien. Det er illustreret i figuren nedenfor til venstre, der viser M1 over for den anerkendte konjunkturindikator ZEW. M1 er generelt 8 måneder foran den faktiske ud-

vikling og antyder kraftigt, at den seneste fremgang i ZEW markerer starten på et egentligt opsving. Når M1 er så god en indikator for den overordnede økonomiske udvikling, er det primært fordi den er en meget præcis indikator for udlånsvæksten (ligeledes med et lead på ca. 8 måneder). Det er illustreret i figuren nedenfor til højre, der viser M1 over for bankernes nyudlån. Gældskorrekturen kommer til udtryk ved, at væksten i nyudlån i en længere periode generelt har været negativ. Det egentlige budskab fra M1 er altså, at gældskorrekturen ser ud til at nærme sig sin afslutning.

### KONKLUSION

Der begynder at være begrundet håb om, at den økonomiske vækst gradvist vil vinde fodfæste i løbet af 2013, men der er fortsat også væsentlige usikkerhedsmomenter. I USA er det først og fremmest usikkerheden om den økonomiske politik, der kan afspore udviklingen, mens fundamentet for økonomisk fremgang i Europa hurtigt vil kunne eroderes, hvis der på ny opstår markant usikkerhed om perspektiverne for eurosamarbejdet. Det er fortsat Maj Invests vurdering, at obligationer er meget højt prissat, mens aktier er meget lavt prissat. Der er således fortsat grundlag for en gradvis normalisering af den overordnede prissætning på finansmarkederne, hvor risikoaktiver, som aktier, oplever fremgang på bekostning af sikre aktiver som tyske, amerikanske og danske statsobligationer. Forløbet forventes dog stadig præget af "risk-off" perioder med udsalg af risikoaktiver. Især hvis der opstår ny tvivl om eurolandenes sammenhold, eller hvis USA's finanslovsforhandlinger ser ud til at køre af sporet.

#### Pengemængden i forhold til konjunkturindikator og nyudlån



# OBLIGATIONSMARKEDERNE

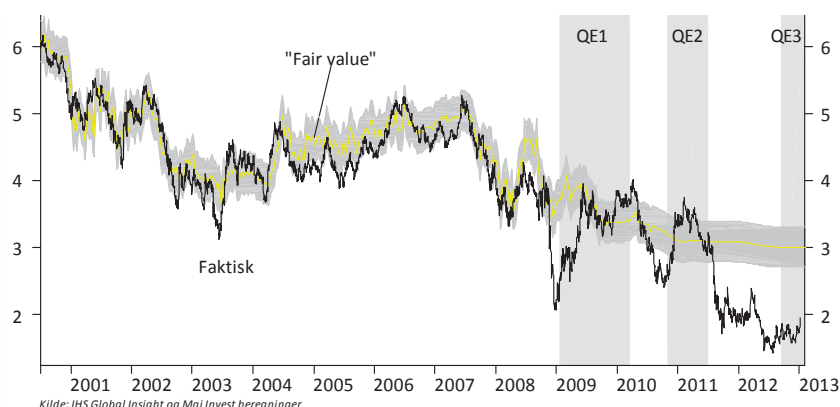
Gældsproblemerne i Sydeuropa, usikkerhed om den økonomiske politik i USA og generelt skuffende økonomiske vækst, tynger fortsat investorenes risikovillighed. Renten på 10-årige amerikanske statsobligationer ligger fortsat næsten lige så langt under "fair value" som ved årsskiftet 2008/2009, da finanskrisen toppede. Tilsvarende forhold gælder for andre "sikre" statsobligationer som danske og

tyske. Vi venter en generel bedring i vækstbilledet gennem året, men usikkerheden omkring statsgældsproblemerne og den økonomiske politik har ikke nødvendigvis topet endnu.

Der er udbredt skepsis over for de vestlige økonomiers evne til at generere tilstrækkeligt vækst, og mange opfatter "japanske tilstande" som det mest sandsynlige sce-

narie. Efter Maj Invest's vurdering er der afgørende forskel på Japans strukturelle ligevægtsproblemer, og de problemer der aktuelt plager USA og Europa. Japans problemer er udslag af en grundlæggende, strukturel overopsparing i samfundet, mens problemerne i USA og Europa i vidt omfang er relateret til en boligboble, der nu er punkteret (og i Sydeuropa desuden til et betydeligt konkurrenceevneproblem). I takt med at boligmarkedet stabiliseres og efterfølgende gradvist normaliseres, vil økonomierne på ny kunne generere selv bærende økonomisk fremgang. Helingsprocessen er længst fremme i USA, men også i Europa er der nu udsigt til en vis fremgang i løbet af 2013. Balancen mellem afkast og risiko er efter Maj Invest's vurdering ikke attraktiv ved 10-årige renter på 2 pct. eller derunder.

Amerikansk 10-års rente; faktisk og fair value, pct. p.a.



## BAGGRUND: FAIR VALUE PÅ OBLIGATIONSMARKEDET

Fair value bygger på en model for forventningsdannelsen på obligationsmarkedet, og figuren illustrerer således 10-års rentens forankring i forventningerne til den fremtidige pengepolitik. Den faktiske 10-års rente bevæger sig typisk i et interval på +/-0,3 procentpoint omkring den modelberegnete fair value. Markant større afvigelser vil generelt være udtryk for, at rentedannelsen er påvirket af ekstraordinære udbuds- og efterspørgselsforhold som for eksempel QE.

Siden midten af 2011 har forventningsdannelsen desuden i stigende grad været præget af en "this time is different"-opfattelse, hvor inve-

storene ser stadig tydeligere paralleller til udviklingen i Japan siden 1990, og hvor perspektiverne for en kommende normalisering af styringsrenten derfor tegner sig stadig fjernere. Efter Maj Invest's opfattelse kan parallellerne til Japan begynde at fortone sig i løbet af 2013.

Den amerikanske centralbank (Fed) har tidligere i 2 runder opkøbt statsobligationer. Først under finanskrisen, hvor Fed opkøbte for i alt 1.750 mia. dollar (QE1), og efterfølgende fra slutningen af 2010 frem til udgangen af juni 2011, hvor der blev opkøbt for ialt 600 mia. dollar (QE2). I midten af september 2012 vedtog Fed et nyt opkøbsprogram (QE3), hvor man ind-

til arbejdsløsheden falder markant vil købe realkreditobligationer for 40 mia. dollar om måneden.

Rent porteføljetoretisk er udbudseffekten en såkaldt "beholdningseffekt", der vokser i takt med at opkøbene reducerer obligationsudbuddet. Teoretisk skulle renten derfor falde under hele QE programmet, og derefter forblive lav indtil Fed på et tidspunkt begynder at afvikle obligationsbeholdningen igen. Det forhold, at den faktiske rente både under QE1 og QE2 steg helt tilbage til fair value, allerede mens Fed stadig var i fuld gang med at reducere obligationsudbuddet, er udtryk for, at den isolerede udbudseffekt er negligeabel på blot lidt længere sigt. I praksis giver QE kun

# AKTIEMARKEDERNE

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

Efter finanskrisens bund i marts 2009 har aktiemarkedet nærmet sig gradvist en mere normal prissætning, men investorerne har vist sig ude af stand til for alvor at lægge finanskrisen bag sig.

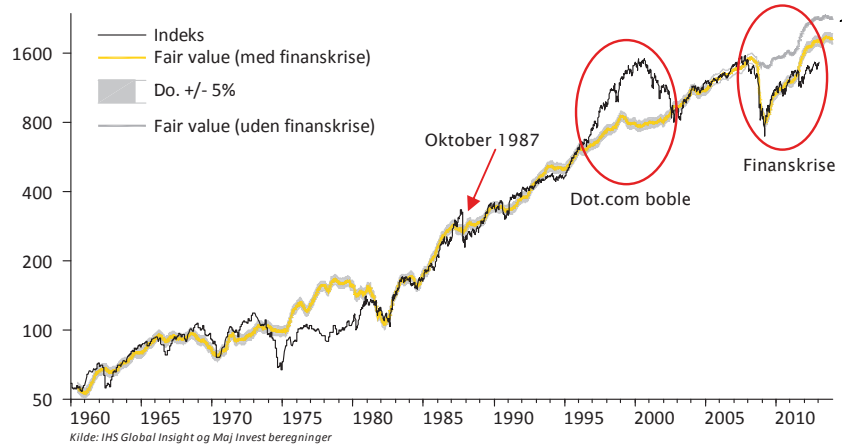
En kombination af generel skepsis over for opsvingets bæredygtighed og usikkerhed som følge af den europæiske gældskrise fastholder prissætningen af amerikanske aktier på et niveau svarende til ca. 65 pct. af fair værdi (uden finanskrise, jfr. nedenfor).

Det er i brede termer nogenlunde samme prissætning som under

1970'ernes stagflation. Markedet har tidligere vist sig i stand til at fastholde en skæv prissætning over meget lange forløb, men i givet fald kan et mere robust konjunkturopsving i 2013 og fremefter skabe mulighed for en gradvis normalisering af prissætningen.

Prissætningen af amerikanske aktier er generelt normgivende for prissætningen af globale aktier, og tilsvarende forhold gælder således for europæiske og herunder danske aktier.

S&P 500: indeks vs. *fair value*



volatilitet i renterne, ikke varigt lave renter, og virkningen er størst i den forventningsdrevne, initiale fase, inden opgøbsprogrammet reelt går i gang.

## BAGGRUND: FAIR VALUE PÅ AKTIEMARKEDET

Fondsmæglerselskabet Maj Invest estimerer fair værdi ud fra virksomhedernes indtjening og det risikofri alternativafkast udtrykt ved renten på en 10-årig statsobligation.

Vi anvender i denne sammenhæng et indtjeningsbegreb, der er renset for en lang række hensættelser og op- eller nedskrivninger. Det svarer nærmest til "resultat før justeringer over balancen". Dette indtjeningsbegreb er et bedre mål for virksom-

hedernes underliggende evne til at tjene penge, som er det, aktiemarkedet under normale omstændigheder prissættes efter.

Efter finanskrisen gælder det dog, ikke mindst for banksektoren, at en væsentlig del af indtjeningen i de nærmest kommende år ikke direkte kommer aktionærene til gode. Den må hensættes for at genskabe egenkapitalen. Da det anvendte indtjeningsbegreb netop ikke indeholder disse hensættelser, er det nødvendigt at lave en korrektion.

I den gule kurve i figuren er der indregnet 285 mia. dollar pr. år i ekstraordinære hensættelser. Dette beløb kan sammenlignes med, at den internationale valutafond, IMF,

efter finanskrisen estimerede, at alene USA's banksektor havde tabt 1.025 mia. dollar.

På et tidspunkt vil rekapitaliseringen være tilendebragt, og hensættelserne vil forsvinde ud af virksomhedernes regnskaber. I figuren ville det komme til udtryk ved, at "fair value med finanskrise" (gul kurve) bevæger sig tilbage på niveau med "fair value uden finanskrise" (grå kurve).



**Keld Henriksen**  
Aktiechef



**Peter Stenholt**  
Porteføljemanager

#### Keld og Peter er ansvarlige for Maj Invest Danske Aktier

Keld har mere end 20 års erfaring fra den finansielle branche, hvor han har arbejdet med styring af specielt danske aktieporteføljer. Peter er cand.polit. og har de seneste 10 år arbejdet med analyse og udvælgelse af danske aktier.

## MAJ INVEST DANSKE AKTIER

### KÆRE INVESTOR

Afkast bør altid vurderes på mindst 3 års sigt, men isoleret set er et kvartalsafkast for afdelingen på 1,5 pct. tilfredsstillende. Det skal dog ses i sammenhæng med et meget højt afkast for hele 2012 på 26,0 pct. Markedsafkastet for fjerde kvartal blev 0,6 pct. og 23,8 pct. for hele året.

Det danske aktiemarked udviklede sig svagt negativt i kvartalets første del som følge af svage makroøkonomiske nøgletal, specielt i Europa, hvor der fortsat er bekymringer om de massive problemer i de sydlige lande. Heldigvis ser det ud til, at der er bedring på vej i USA, som stadig er verdens økonomiske lokomotiv. Kort-sigtet har USA købt sig tid ved at politikerne lykkedes med at nå til enighed om en delvis aftale omkring budgettet for 2013 og derved undgå den "fiskale afgrund".

Regnskabssæsonen for tredje kvartal er overstået og har generelt været en blanded landhandel uden reel retningspil for markedet. Endnu engang var skuffelserne størst blandt de mere konjunkturfølsomme virksomheder, og endnu engang klarede de store selskaber sig bedre end de mindre. Ellers har kvartalet været kendetegnet ved en lang række kapitalmarkedsdage, hvor den enkelte virksomhed præsenterer sig dybere over for investorer, analytikere og presse. Blandt andet holdt A.P. Møller-Mærsk, Carlsberg, Rockwool Intl., Vestas Wind Systems, TDC og Danske Bank kapitalmarkedsdage. Ikke mindst sidstnævnte trak stor interesse, da den nye ledelse ville præsentere sin strategi for de kommende år. Her var der dog ikke så meget nyt at komme efter, så eksekveringseffektiviteten bliver helt afgørende for selskabets aktiekursudvikling den kommende periode. Samtidig valgte banken at udstede nye aktier for 7 mia. kroner, hvilket overraskede og skuffede markedet.

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

### ■ Afkast

#### Morningstar Rating™

Aktier – Danmark



Startdato: 16.12.2005

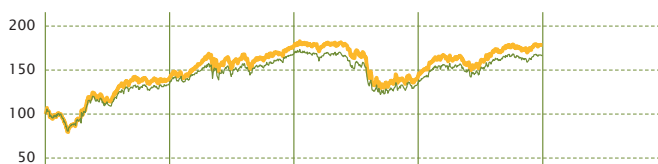
Fondskode: DK0060005171

Udbyttetype: Udbyttebetalende

Indeks: OMXCCap

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

Indeks = 100  
 — Fond  
 — Indeks



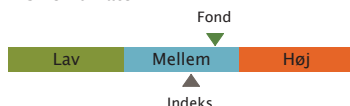
Afkast	Fond	Indeks	Diff.
ÅTD	26,0 %	23,8 %	2,2 %
Seneste kvartal	1,5 %	0,6 %	0,9 %
1 år	26,0 %	23,8 %	2,2 %
3 år ann.	8,4 %	7,5 %	0,9 %
5 år ann.	-0,3 %	-2,7 %	2,4 %

Afkast	2009	2010	2011	2012	-
Fond	47,4 %	26,1 %	-19,8 %	26,0 %	-
Indeks	38,5 %	25,3 %	-19,9 %	23,8 %	-
Morningstar Kategori™	45,0 %	30,0 %	-20,2 %	23,0 %	-



## Investeringsområde

### Risikoindikator



### Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

### Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

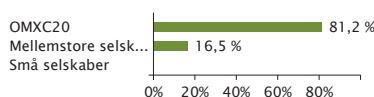
Afdelingen investerer i danske aktier og øvrige aktier, som er noteret på Nasdaq OMX Copenhagen.

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. 30-11-2012

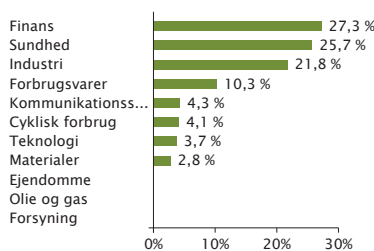
### Selskabersfordeling



Da stockpicking er fundamentet i afdelingen, skal afkastforskellen i forhold til det generelle aktiemarked findes i den enkelte akties udvikling.

Blandt de væsentligste positive bidragsydere er IC Companys, Pandora, Tryg og Topdanmark. Det har ligeledes bidraget positivt, at afdelingen er undervægtet i H. Lundbeck og Vestas Wind Systems.

### Sektorfordeling for aktier



Modsat har det bidraget negativt i den relative performance, at afdelingen ikke er investeret i Rockwool Intl.

I fjerde kvartal er H+H Intl. solgt ud af porteføljen.

Absolut set har afdelingen sine største investeringer i Novo Nordisk, Carlsberg, Danske Bank samt A.P. Møller-Mærsk, der hver især udgør 8 - 10 pct. af den samlede beholdning.

I forhold til sammenligningsindekset har afdelingen sine største overvægte i Topdanmark, Spar Nord Bank og DFDS, mens de største undervægte er i Novozymes, Københavns Lufthavne og Rockwool Intl.

### Nøgletal

Info ratio	0,4
Kurs/Indtjening	13,3
Kurs/Indreværdi	1,3
ROE	20,3

## 10 største investeringer

Pr. 30-11-2012

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Land	Vægt
Novo Nordisk B		DK	9,7 %	Tryg	DK	4,7 %
Carlsberg B		DK	8,9 %	Topdanmark	DK	4,6 %
Danske Bank		DK	8,6 %	TDC	DK	4,2 %
A.P. Møller - Mærsk A		DK	4,8 %	William Demant Holding	DK	4,1 %
DSV		DK	4,7 %	Coloplast B	DK	3,9 %

## Juridisk information

Investeringsforeningen Maj Invest  
 Parallelvej 17  
 2800 Kgs. Lyngby  
 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.



**Ulrik Jensen**  
Porteføljemanager, ansvarlig for  
Maj Invest Europa Aktier

Ulrik er uddannet cand. merc. Han har 10 års erfaring med aktieanalyse og value investering.

## MAJ INVEST EUROPA AKTIER

### KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i 4. kvartal 2012 et afkast på 4,7 pct. Afkastet er i absolut forstand særdeles tilfredsstillende og på niveau med sammenligningsindekset MSCI Europa, der omregnet til danske kroner havde et afkast på 4,5 pct. For hele 2012 blev afkastet i afdelingen 15,6 pct. mod 17,7 pct. i sammenligningsindekset.

Den europæiske gældskrise, som var det dominerende tema igennem det meste af 2012, blev i løbet af årets sidste kvartal trængt i baggrunden af både det amerikanske præsidentvalg, og budgetforhandlingerne omkring gældsloftet i USA.

Sammen med en foreløbig stabilisering af situationen i de mest gældsplagede europæiske lande betød det, at aktiemarkedet i Europa klarede sig markant bedre end hovedparten af de øvrige udviklede regioner, herunder USA og Japan.

Således fortsatte de europæiske aktiemarkeder deres gode performance i 4. kvartal godt hjulpet af stigninger i en række af de toneangivende sydeuropæiske lande såsom Spanien, Italien og Frankrig. Det var specielt de finansielle aktier, der steg oven på en stabilisering af den europæiske gældssituation.

### ■ Afkast

**Morningstar Rating™**  
Aktier – Europa Large Cap Blend



**Startdato:** 07.06.2007

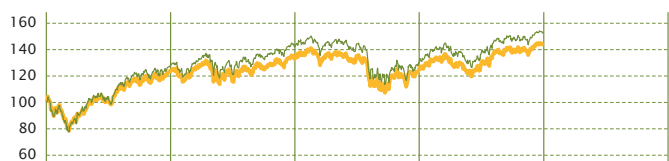
**Fondskode:** DK0060079960

**Udbyttetype:** Udbyttebetalende

**Indeks:** MSCI Europe Index inkl. nettoudbytter

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)

Indeks = 100  
■ Fond  
■ Indeks

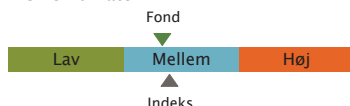


Afkast	Fond	Indeks	Diff.
<b>ÅTD</b>	15,6 %	17,7 %	-2,2 %
<b>Seneste kvartal</b>	4,7 %	4,5 %	0,2 %
<b>1 år</b>	15,6 %	17,7 %	-2,2 %
<b>3 år ann.</b>	5,3 %	6,3 %	-1,0 %
<b>5 år ann.</b>	-2,0 %	-2,3 %	0,4 %

Afkast	2009	2010	2011	2012	-
<b>Fond</b>	26,0 %	7,5 %	-6,1 %	15,5 %	-
<b>Indeks</b>	31,6 %	11,3 %	-8,3 %	17,7 %	-
<b>Morningstar Kategori™</b>	29,1 %	11,8 %	-11,2 %	18,3 %	-

## Investeringsområde

### Risikoindikator



### Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

### Investingshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

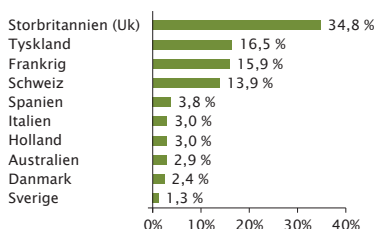
Afdelingen er en indeksafdeling og fokuseret på at generere et markedsafkast og har derfor intet element af aktiv aktieudvælgelse.

Sammensætningen af porteføljen sker ud fra et mål om at generere et afkast, der over en længere periode ligger tæt op af MSCI Europa inkl. nettoudbytter geninvesteret. Afdelingen vil normalt være fuldt investeret i udvalgte større europæiske aktier.

## Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 30-11-2012

### Top 10 Lande

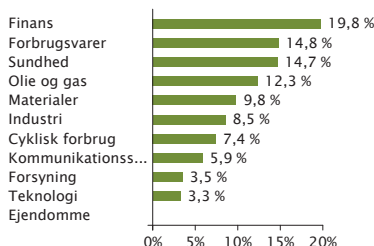


Der er foretaget mindre justeringer, men det har udelukkende været med henblik på at sikre, at afdelingens afkast fortsat vil ligge tæt op ad dets sammenligningsindeks MSCI Europa. Herudover er der ikke sket større ændringer, da dette ikke har været fordret.

Afdeling Europa Aktier har en målsætning om en *tracking error* på højst to procent. Tracking error beskriver, hvor store udsving der er i afdelingens afkast i forhold til sammenligningsindeks. Det betyder, at afdelingens performance (dvs. afkast relativt til sammenligningsindekset) statistisk set vil opføre sig således (ssh. betyder sandsynlighed):

- Performance vil ligge i intervallet +/- 2 pct. pro anno med 66 pct. ssh.
- Performance vil ligge i intervallet +/- 4 pct. pro anno med 95 pct. ssh.
- Performance vil ligge i intervallet +/- 6 pct. pro anno med 99 pct. ssh.

### Sektorfordeling for aktier



Hastigheden og størrelsen af kursfaldende under finanskrisen i 2008 var de største siden 1929, og derfor har afdelingen oplevet udsving i forhold til sammenligningsindekset, der er væsentlig større end de normalt vil være for afdelingen.

### Nøgletal

Info ratio	-0,6
Kurs/Indtjening	12,0
Kurs/Indreværdi	1,4
ROE	19,7

## 10 største investeringer

Pr. 30-11-2012

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Land	Vægt
Nestle (Regd)		CH	4,4 %	BHP Billiton Plc	AU	2,9 %
LVMH Louis Vuitton Moet...		FR	4,2 %	Royal Dutch Shell Plc A Ord	GB	2,7 %
Siemens (Regd)		DE	3,2 %	Vodafone Group Plc Ord	GB	2,6 %
HSBC Holdings Plc Ord (U...		GB	3,1 %	BASF SE	DE	2,6 %
Roche Holding (genussch...		CH	3,0 %	Novo Nordisk B	DK	2,4 %

## Juridisk information

Investeringsforeningen Maj Invest  
 Parallevej 17  
 2800 Kgs. Lyngby  
 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.



### Henrik Ekman

Aktiechef, ansvarlig for Maj Invest Aktier

Henrik er uddannet cand.merc. i regnskab og finansiering og har mere end 20 års erfaring med rådgivning om forvaltning af aktieporteføljer og aktieanalyse.

## MAJ INVEST AKTIER

### KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i fjerde kvartal et afkast 1,0 pct. Afkastet er mindre tilfredsstillende men dog bedre end udviklingen i sammenligningsindekset MSCI Verden, der målt i danske kroner stort set var uændret med en stigning på 0,1 pct. over samme periode. Afkastet bør dog altid vurderes på mindst 3 års sigt, idet der anbefales en minimum 3 års investeringshorisont.

Efter en god udvikling på aktiemarkedene i tredje kvartal var starten på årets sidste kvartal igen præget negativt af situationen i Sydeuropa og af virksomhedernes regnskaber, der i gennemsnit gav færre og mindre positive overraskelser end sædvanligt. Sidst, men ikke mindst, blev markedet også påvirket af stigende usikkerhed om valgresultatet af det amerikanske præsidentvalg. Det øgede risikoen for, at budgetforhandlingerne ville blive vanskeligere end tidligere forventet. Efter genvalget af Obama som amerikansk præsident vendte stemningen imidlertid hurtigt til det positive i forventning om, at budgetforhandlingerne alligevel ville finde en løsning.

Samtidig fortsatte en række makroøkonomiske nøgletal gennem den sidste halvdel af kvartalet med at vise, at amerikansk økonomi er i fremgang, og at udviklingen i Europa er ved at blive stabiliseret. I Japan og Kina blev der varslet nye lempelige pengepolitiske initiativer mod årets slutning. Samlet set udviste markederne således store udsving gennem kvartalet, selv om det sluttede nærmest uændret. Geografisk var der også store forskelle, og den kraftigt forbedrede markedsstemning mod kvartalets slutning førte til store stigninger på en række af de markeder, der ellers ikke var steget så meget i løbet året.

Den omskiftelige udvikling gennem fjerde kvartal viser, hvor hurtigt stemningen kan skifte, men det ændrer ikke ved, at aktiemarkedet trods pæne kursstigninger gennem 2012 fortsat er attraktivt prisfastsat ved årets slutning. Både målt på traditionelle aktienøgletal og i forhold til alternativafkastet på obligationer. Hertil kommer de forbedrede globale konjunkturudsigter. Samlet set giver disse forhold anledning til at være særdeles positiv overfor aktiemarkedet ved indgangen til 2013, især i forhold til de konjunkturfølsomme sektorer og regioner.

### ■ Afkast

Morningstar Rating™  
Aktier – Globale Large Cap Blend



Startdato: 16.12.2005

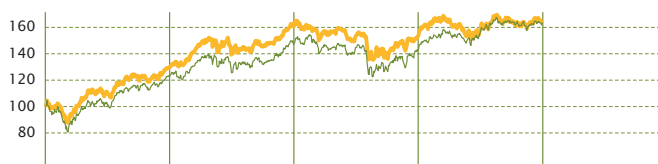
Fondskode: DK0060005254

Udbyttetype: Udbyttebetalende

Indeks: MSCI World Index inkl. nettoudbytter

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)

Indeks = 100  
Fond  
Indeks



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

Afkast	2009	2010	2011	2012	-
Fond	30,1 %	24,3 %	-4,7 %	8,2 %	-
Indeks	25,9 %	19,7 %	-2,6 %	14,5 %	-
Morningstar Kategori™	28,6 %	16,9 %	-8,1 %	12,7 %	-





**Kurt Kara**  
Aktiechef



**Ulrik Jensen**  
Porteføljemanager

Kurt og Ulrik er ansvarlige for Maj Invest Value Aktier

Kurt er uddannet cand.polit. Han har 12 års erfaring med investering og har i de senere år haft value aktier som sit primære arbejdsområde. Ulrik er uddannet cand. merc. Han har 10 års erfaring med aktieanalyse og value investering.

## MAJ INVEST VALUE AKTIER

### KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i 4. kvartal 2012 et afkast på -1,7 pct. Afkastet er i absolut forstand mindre tilfredsstillende og lavere end sammenligningsindekst MSCI World, der målt i danske kroner steg 0,1 pct. For 2012 som helhed steg afdelingen 12,0 pct., mens sammenligningsindekst steg 14,5 pct.

De økonomiske nøgletal som kom i løbet af 4. kvartal viste ingen umiddelbare tegn på store svagheder. I USA så vi fortsat positive tegn fra boligmarkedet, som nu er begyndt at komme ud af den historiske nedtur efter finanskrisen. I slutningen af kvartalet blev fokus dog rettet mod den såkaldte "fiskale afgrund" i USA, som ville betyde højere skatter og budgetnedskæringer i USA med mindre republikanere og demokrater var i stand til at indgå en aftale.

Risikoen for at den amerikanske økonomi ville blive hårdt ramt af dette i 2013 berørte primært de amerikanske aktiemarkeder, som faldt i kvartalet. Oven i de positive makroøkonomiske tal har centralbankerne i Europa og Japan gentaget deres villighed til at forsyne finansmarkederne med likviditet, hvilket stadig bør kunne understøtte aktiemarkederne.

Især den japanske centralbanks meddelelse om at øge likviditeten og direkte svække yennen har haft betydning for aktiemarkedet og porteføljen. De har ønsket at svække deres valuta, som gennem flere år er styrket betydeligt. Svækkelsen er rigtig godt nyt for japanske virksomheder, som derved får styrket deres konkurrenceevne betragteligt. Det har samtidig medført pæne stigninger til japanske aktier.

Afdelingen har i kvartalet leveret et afkast lidt under markedet. Afkastet er i denne afdeling normalt drevet af enkelte aktier, da afdelingen er koncentreret og fokuseret. I dette kvartal har den væsentligste faktor dog været, at afdelingen næsten ingen japanske aktier har, mens der har været en overvægt i amerikanske aktier. Begge dele har bidraget negativt til afdelingens relativt afkast.

### ■ Afkast

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

**Startdato:** 16.12.2005

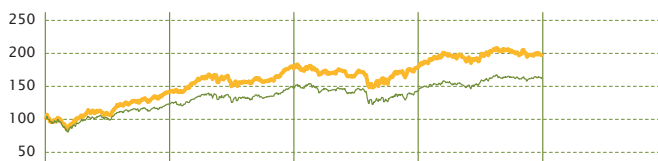
**Fondskode:** DK0060005338

**Udbyttetype:** Udbyttebetalende

**Indeks:** MSCI World Index inkl. nettoudbytter

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)

Indeks = 100  
■ Fond  
■ Indeks

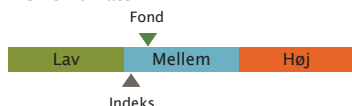


Afkast	Fond	Indeks	Diff.
<b>ÅTD</b>	12,0 %	14,5 %	-2,5 %
<b>Seneste kvartal</b>	-1,7 %	0,1 %	-1,8 %
<b>1 år</b>	12,0 %	14,5 %	-2,5 %
<b>3 år ann.</b>	12,3 %	10,1 %	2,2 %
<b>5 år ann.</b>	5,1 %	0,9 %	4,2 %

Afkast	2009	2010	2011	2012	-
<b>Fond</b>	42,3 %	25,5 %	0,7 %	12,0 %	-
<b>Indeks</b>	25,9 %	19,7 %	-2,6 %	14,5 %	-
<b>Morningstar Kategori™</b>	28,6 %	16,9 %	-8,1 %	12,7 %	-

## Investeringsområde

### Risikoindikator



### Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

### Investingshorisont:

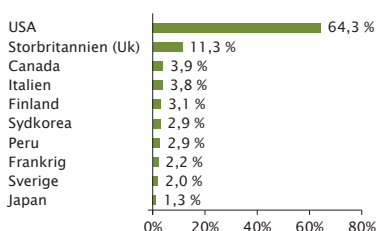
Anbefalet minimum 3 år.

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

## Investeringsvalg

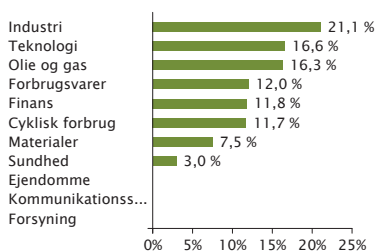
Figurer opdateret pr. 30-11-2012

### Top 10 Lande



Store kursudsving i fjerde kvartal har givet mulighed for at foretage en række justeringer af porteføljen. Vi har i kvartalet solgt en række selskaber. Der er både solgt selskaber som har bidraget med gode kursstigninger, og selskaber der ikke har indfriet det forventede potentiale, som de tidligere blev købt på. Blandt vores gode investeringer, som efter vores vurdering, har nået tæt på det fulde potentiale, er Google, der blev solgt helt ud. Også selskabet Reckitt Benckiser blev reduceret betydeligt som følge af gode kursstigninger gennem lang tid. Yderligere salg fra porteføljen var Applied Materials, Carnival, Kohl's The Mosaic og WMS Industries.

### Sektorfordeling for aktier



Provenuet fra salgene blev brugt til at investere i en række nye selskaber, som alle er kvalitetsaktier med fortsat kurspotentiale. Den største del af provenuet er blevet brugt på forsikrings-selskabet AIG og jernbaneselskabet Union Pacific. AIG har gennem flere turbulente år efter finanskrisen fået ryddet op og er kommet igennem som et stærkere selskab. Vi forventer, at det kan give et godt afkast. Union Pacific er et kvalitetsselskab som i mange år har klaret sig rigtig godt, og vi forventer, at det stadig vil levere gode resultater. Selskabet ejer og driver et jernbanenet, som vil opleve yderligere efterspørgsel, når økonomien igen kommer til at vokse. Yderligere er der etableret nye positioner i IBM samt sundheds-selskaberne Humana og United Health Group.

### Nøgletal

Info ratio	0,5
Kurs/Indtjening	11,9
Kurs/Indreværdi	1,4
ROE	19,3

## 10 største investeringer

Pr. 30-11-2012

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Land	Vægt
Danaher Corp. (US)		US	5,2 %	Aaron's Inc	US	4,1 %
Reckitt Benckiser Group Plc		GB	4,8 %	Leucadia National Corp.	US	4,0 %
Apple Inc.		US	4,7 %	Canadian Tire Corp. A	CA	3,9 %
Goldman Sachs Group Inc.		US	4,4 %	Eni SpA	IT	3,8 %
Union Pacific Corp.		US	4,2 %	Microsoft Corp.	US	3,7 %

## Juridisk information

Investeringsforeningen Maj Invest  
 Parallelvej 17  
 2800 Kgs. Lyngby  
 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.



**Morten Rask Nymark**  
Seniorporteføljemanager, ansvarlig  
for Maj Invest Miljø & Klima

Morten er uddannet cand.merc. i regnskab og finansiering og har 10 års erfaring med miljøinvesteringer.

## MAJ INVEST MILJØ & KLIMA

### KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i fjerde kvartal 2012 et afkast på 4,6 pct. Afkastet er særdeles tilfredsstillende og bedre end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI Verden, der omregnet til danske kroner steg 0,1 pct. Afkastet bør dog altid vurderes på mindst 3 års sigt, idet der anbefales en minimum 3 års investeringshorisont.

I årets sidste kvartal fortsatte den økonomiske usikkerhed i Europa med at påvirke markederne negativt. Samtidig viste en række nøgletal i USA, at verdens største økonomi er i bedring. Omvendt var der en håndgribelig risiko for, at USA ville falde tilbage i recession, hvis ikke politikerne fandt en løsning på USA's finansielle afgrund, altså de automatiske skattestigninger og besparelser på offentlige budgetter, der ville træde i kraft ved årsskiftet. Dette smittede af på markedets generelle udvikling og porteføljens kursudvikling. Miljø & Klima-universet er i særdeleshed domineret af industriselskaber, som i deres natur er mere konjunkturfølsomme end markedet generelt.

I fjerde kvartal har vi igen øget vores andel af amerikanske selskaber, så de nu udgør hele 63 pct., mens Europas andel er faldet til ca. 21 pct. Endelig udgør eksponeringen mod Kina ca. 9 pct og Japan ca. 6 pct.

Vær opmærksom på, at afdelingens investeringsområde i løbet af første kvartal 2013 udvides. Afdelingen vil fortsat investere i aktier inden for miljø- og klimaområdet, men ændringerne betyder, at afdelingen også får mulighed for at investere i selskaber inden for blandt andet medicinal-, medikoteknik- og bioteknologisektoren og sektoren for sundhedsydelser. Samtidig skifter afdelingen navn til Global Sundhed for at rumme det samlede investeringsområde. Ændringen skyldes, at det ikke er oplagt, at en snæver fokusering på miljø- og klimaområdet fremover vil være en god strategi til at skabe et merafkast i forhold til det globale aktiemarked. Derimod forventer vi, at den bredere investeringsstrategi vil give mulighed for at skabe et merafkast i forhold til det globale aktiemarked over tid. Samtidig er miljø- og klimaområdet præget af tunge industriselskaber, der ofte er meget konjunkturfølsomme. Ændringen vil give langt bedre muligheder for også at investere i mindre konjunkturfølsomme selskaber, når tiderne tilsiger dette.

### ■ Afkast

Morningstar Rating™  
Sektor – Miljø & Klima, Aktier



Startdato: 10.11.2008

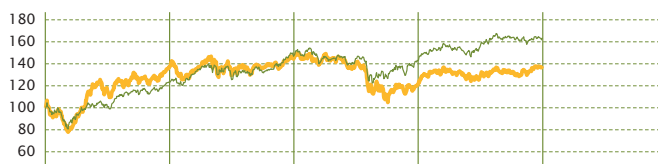
Fondskode: DK0060157196

Udbyttetype: Udbyttebetalende

Indeks: MSCI World Index inkl. nettoudbytter

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)

Indeks = 100  
■ Fond  
■ Indeks



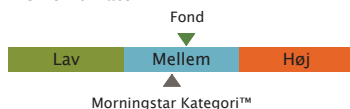
Afkast	Fond	Indeks	Diff.
ÅTD	13,9 %	14,5 %	-0,5 %
Seneste kvartal	4,6 %	0,1 %	4,5 %
1 år	13,9 %	14,5 %	-0,5 %
3 år ann.	0,3 %	10,1 %	-9,8 %
5 år ann.	-	0,9 %	-

Afkast	2009	2010	2011	2012	-
Fond	41,4 %	5,5 %	-16,1 %	13,9 %	-
Indeks	25,9 %	19,7 %	-2,6 %	14,5 %	-
Morningstar Kategori™	27,8 %	7,1 %	-18,6 %	11,1 %	-



## Investeringsområde

### Risikoindikator



### Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

### Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

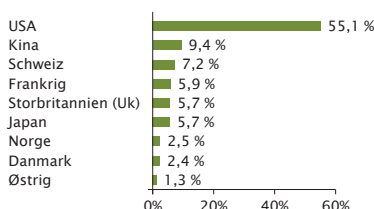
Afdelingen investerer globalt i børsnoterede selskaber. Selskaberne skal have en betydelig aktivitet inden for miljø- og klimaområdet og/eller gøre en særlig indsats for at forbedre produkter og produktionsmetoder i forhold til miljø og klima. Afdelingen kan investere i såvel små som store og mellemstore selskaber.

Vær opmærksom på, at investeringsområdet udvides i løbet af første kvartal. Se foregående side og [www.majinvest.dk](http://www.majinvest.dk).

## Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 30-11-2012

### Top 10 Lande



### Nøgletal

Info ratio	-0,9
Kurs/Indtjening	16,6
Kurs/Indreværdi	1,8
ROE	12,9

I årets sidste kvartal var det især engelske Invensys og franske Schneider samt Compagnie de saint-Gobain, der bidrog positivt med kursstigninger på henholdsvis 37,4 pct., 19,1 pct. og 18,0 pct. målt i danske kroner. Invensys steg markant oven på offentliggørelsen af deres frasalgs af tog-divisjonen til Siemens. De største fald i kvartalet havde amerikanske Molycorp med 20,0 pct., Enernoc med 11,6 pct. og Pall med 7,0 pct.

Vi har positive forventninger til den generelle udvikling på aktiemarkedene de kommende år på trods af store enkeltstående risici og har derfor reduceret kontantandelen væsentligt. Andelen af amerikanske selskaber er øget, da vi forventer USA hurtigere kommer ud af krisen end Europa. Der er nyinvesteret i amerikanske Danaher og Waters. Begge selskaber er blandt de ledende indenfor test- og måleudstyr til miljø- og sundhedssektoren. Waters har i særdeleshed en stærk nicheposition inden for kromatografi (metode til bestemmelse af indholdets enkelte komponenter), hvilket betyder, at de har en stabil og høj forrentning af den investerede kapital på over 20 pct. årligt. Selskabet har en markedsværdi på 7,5 mia. USD og ca. 5.700 ansatte. Danaher har en markedsværdi på 40,2 mia. USD og ca. 59.000 ansatte.

## 10 største investeringer

Pr. 30-11-2012

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Land	Vægt
LKQ Corp.		US	5,2 %	PerkinElmer Inc.	US	3,9 %
Owens Corning Inc		US	4,7 %	Praxair Inc.	US	3,6 %
Roper Industries Inc.		US	4,6 %	Regal-Beloit Corp.	US	3,6 %
Westinghouse Air Brake ...		US	4,0 %	Cie de Saint-Gobain SA	FR	3,6 %
Pentair Ltd. (USD)		CH	3,9 %	China Metal Recycling Ho...	CN	3,5 %

## Juridisk information

Investeringsforeningen Maj Invest  
 Parallevej 17  
 2800 Kgs. Lyngby  
[www.majinvest.dk](http://www.majinvest.dk)  
[info@majinvest.dk](mailto:info@majinvest.dk)

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



**Gustav Bundgaard Smidth**  
Porteføljemanager, ansvarlig for  
Maj Invest Danske Obligationer

Gustav har en bred erfaring inden for obligationsområdet med forvaltning, rådgivning og analyse gennem 9 år.

## MAJ INVEST DANSKE OBLIGATIONER

### KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i fjerde kvartal 2012 et afkast på 2,4 pct. Afkastet er i både absolut og relativ forstand særdeles tilfredsstillende og bedre end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset Effas 1-10 år, der steg 1,0 pct. Afkastet for 2012 som helhed blev 5,8 pct. mod 3,4 pct. i sammenligningsindekset.

Det flotte afkast i fjerde kvartal kan i høj grad tilskrives et generelt faldende renteniveau, der har medført kursstigninger på afdelingens obligationer. Yderligere er renten på realkreditobligationer faldet mere end renten på statsobligationer, hvilket har været positivt for afdelingen, da størstedelen af formuen er placeret i danske realkreditobligationer.

I løbet af november og december har de danske realkreditinstitutter afholdt de årlige auktioner over rentetilpasningslån. Mens låntagerne i rentetilpasningslån har nydt synet af de lave renter på auktionerne, har det som obligationsinvestor ikke været nogen speciel stor fornøjelse. 1-årige obligationer giver ved årets udgang ca. 0,25 pct. i effektiv rente, 3-årige obligationer ca. 0,55 pct., mens 5-årige giver ca. 1,05 pct. Det lave renteniveau skyldes dels et generelt faldende renteniveau i Europa, men også at efterspørgslen efter kortere danske obligationer har været overvældende stor. Sidstnævnte faktor kan tilskrives, at ca. hver femte F1-låntager har valgt enten et længere rentetilpasningslån eller alternativt et fastforrentet lån. Det betød, at der udstedes ca. 20-25 pct. færre F1-obligationer end "normalt", og da den danske stat ser ud til ikke at skulle udstede så mange statsobligationer næste år, har der næsten været "mangel" på korte danske statsobligationer.

I 2013 er der fortsat stor usikkerhed om, hvordan situationen i såvel Europa som verdensøkonomien generelt kommer til at udvikle sig. Derfor er der også stor usikkerhed om, hvad der generelt vil ske med de danske renter, der ved årsskiftet er tæt på et historisk lavt niveau.

### ■ Afkast

Morningstar Rating™  
Obligationer – DKK Øvrige



Startdato: 16.12.2005

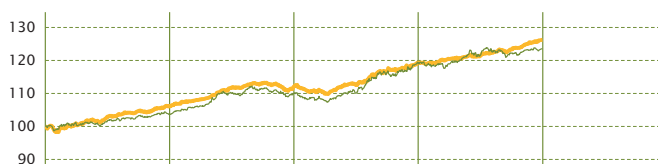
Fondskode: DK0060005098

Udbyttetype: Udbyttebetalende

Indeks: Bloomberg-EFFAS 1 – 10 år

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)

Indeks = 100  
■ Fond  
■ Indeks



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

Afkast	2009	2010	2011	2012	-
Fond	6,3 %	5,6 %	6,6 %	5,8 %	-
Indeks	3,8 %	6,1 %	8,7 %	3,4 %	-
Morningstar Kategori™	5,9 %	4,8 %	7,6 %	4,6 %	-

## Investeringsområde

### Risikoindikator



### Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

### Investingshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

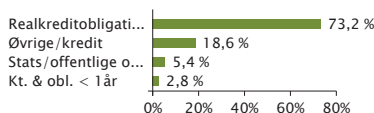
Afdelingen investerer i obligationer, der er udstedt i danske kroner. Dog kan obligationer udstedt i euro udgøre op til 20 pct. af afdelingen. Der er således meget begrænset valutarisiko ved at investere i afdelingen.

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 2 og 7 år.

## Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 30-11-2012

### Fordeling på typer



### Obligationsstil

Effektiv rente %	-
Modificeret varighed	2.3

### Løbetid % Obl.

Kontant og < 1 år	-
1 til 3 år	16.9
3 til 5 år	2.6
5 til 7 år	6.1
7 til 10 år	5.9
Over 10 år	68.5

En betydelig del af afdelingens afkast i fjerde kvartal kommer fra beholdningen af danske kreditobligationer inden for primært bank og forsikring. Især skal afdelingens beholdning af ansvarlig kapital fra BankNordik fremhæves, da denne har bidraget væsentligt til afdelingens performance i fjerde kvartal. Kreditobligationer udgør pt. ca. 19 pct. af formuen og kan maksimalt udgøre 25 pct. Vi forventer, at kreditobligationer i 2013 ligesom i 2012 vil bidrage positivt til afkastet, men da renten på kreditobligationer er faldet meget markant i 2012, kan der ikke ventes det samme høje afkast som i 2012. Overordnet set anser vi både danske stats- og realkreditobligationer som dyre i forhold til sammenlignelige obligationer i resten af verden. Vi fastholder derfor en lav rentefølsomhed i afdelingen.

Vi har foretaget den første investering i en obligation udstedt i euro, da afdelingen har købt for ca. 2,5 pct. af formuen i en tjekkisk statsobligation. Afdelingen kan investere op til 20 pct. af formuen i obligationer udstedt i euro, men der er aktuelt ingen planer om at øge andelen så markant. Med udgangspunkt i de nuværende meget lave renter vil det blive svært at gen tage de seneste års afkast for danske obligationer. Såfremt renterne bliver på de nuværende niveauer, forventer vi et moderat, positivt afkast i 2013.

## 10 største investeringer

Pr. 30-11-2012

Navn	Type	Valuta	Vægt	Navn	Type	Valuta	Vægt
2,00 BRFKREDIT 321 B O...	Realkreditobligationer	DKK	7,1 %	4,00 NYKREDIT 01E A 20...	Realkreditobligationer	DKK	5,3 %
5,00 BRFKREDIT 411.E.O...	Realkreditobligationer	DKK	6,4 %	3,50 REALKREDIT DANM...	Realkreditobligationer	DKK	4,0 %
3,00 REALKREDIT DANM...	Realkreditobligationer	DKK	6,1 %	4,00 NYKREDIT 01E A 20...	Realkreditobligationer	DKK	3,9 %
2,75 REALKREDIT DANM...	Realkreditobligationer	DKK	5,9 %	BANKNORDIK HYBRID FR...	Øvrige/kredit	DKK	3,3 %
4,00 NYKREDIT 01E A 20...	Realkreditobligationer	DKK	5,4 %	TOPDANMARK ANSV.KAP...	Øvrige/kredit	DKK	3,2 %

## Juridisk information

Investeringsforeningen Maj Invest  
 Parallelvej 17  
 2800 Kgs. Lyngby  
 www.majinvest.dk  
 info@majinvest.dk

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



**Peter Mosbæk**  
Obligationsschef, ansvarlig for Maj Invest Obligationer

Peter har en bred erfaring inden for obligationsområdet gennem 15 års arbejde med handel og rådgivning.

## MAJ INVEST OBLIGATIONER

### KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i fjerde kvartal 2012 et afkast på 1,8 pct. Afkastet er særdeles tilfredsstillende og bedre end sammenligningsindekset Effas 1-10 år, der steg 1,0 pct. Afdelingen gav dermed et afkast på 10,5 pct. i 2012. Vi er rigtig godt tilfredse med afkastet i 2012, men også med det afkast afdelingen har leveret siden etableringen i 2005. Det er således syvende år i træk (af syv mulige), at afdelingen klarer sig bedre end den tilsvarende Morningstar Kategori™. Gennemsnitlig har det årlige afkastet været knap 3 pct. højere end tilsvarende afdelinger i samme kategori.

Det er stadig de meget store mængder af likviditet, som styrer obligationsmarkederne og presser renten ned på stort set alle typer af obligationer. Nogle typer af investorer skal bruge "sikre" papirer og køber korte tyske og danske statsobligationer til nul i rente. Andre investorer er ude efter et afkast, der overstiger, eller i det mindste matcher, den forventede inflation og søger mod forskellige typer af kreditobligationer eller obligationer udstedt af "emerging markets"-lande. Normalt betyder en sådan rotation, at renten på de "sikre" obligationer stiger som følge af, at investorerne om-allokerer deres investeringer. Det har dog ikke været tilfældet denne gang. Renten på f.eks. danske statsobligationer er meget tæt på de laveste niveauer, vi nogensinde har oplevet. Det kan kun tilskrives de rigelige mængder af likviditet i det finansielle system.

For et år siden var det oplagt, at potentialet på lidt længere sigt var størst i kreditobligationer. Efter det seneste års kollaps i renten på kreditobligationer, er dette ikke længere åbenlyst. Vi ser i øjeblikket det største potentiale i udvalgte stats- og kreditobligationer udstedt i "emerging markets"-lande. Vi ser specielt et fornuftigt potentiale i Rusland og Mexico.

Fremadrettet fastholder vi strategien, hvor vi forsøger at sammensætte en balanceret portefølje bestående af en blanding af "sikre obligationer" og "risiko obligationer". Hovedparten af investeringerne foretages i nordeuropæiske obligationer.

### ■ Afkast

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

Startdato: 16.12.2005

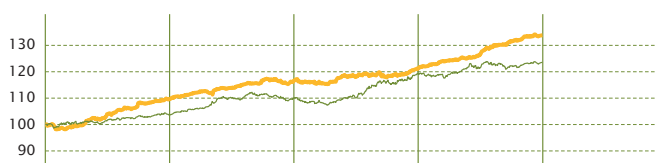
Fondskode: DK0060004950

Udbyttetype: Udbyttebetalende

Indeks: Bloomberg-EFFAS 1 – 10 år

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)

Indeks = 100  
■ Fond  
■ Indeks



Afkast	Fond	Indeks	Diff.
ÅTD	10,5 %	3,4 %	7,1 %
Seneste kvartal	1,8 %	1,0 %	0,8 %
1 år	10,5 %	3,4 %	7,1 %
3 år ann.	6,9 %	6,0 %	0,8 %
5 år ann.	7,0 %	6,3 %	0,7 %

Afkast	2009	2010	2011	2012	-
Fond	9,8 %	6,4 %	3,9 %	10,5 %	-
Indeks	3,8 %	6,1 %	8,7 %	3,4 %	-
Morningstar Kategori™	6,4 %	4,6 %	0,8 %	7,7 %	-

## Investeringsområde

### Risikoindikator



### Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

### Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

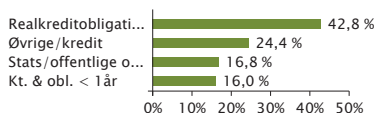
Afdelingen kan investere i alle obligationstyper uanset kreditvurdering og valuta. Det betyder, at afdelingen også kan investere i emerging markets-obligationer og op til 35 procent af formuen i high yield-obligationer. Da disse investeringer er forbundet med en større risiko end danske obligationer, 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 2 og 9 år.

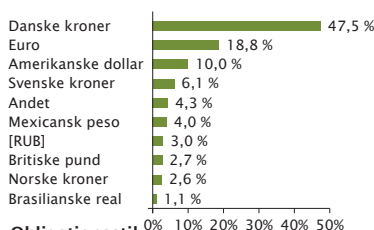
## Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 30-11-2012

### Fordeling på typer



### Fordeling på valuta



### Obligationsstil

Effektiv rente %	-
Modificeret varighed	2.9

### Løbetid

Løbetid	% Obl.
Kontant og < 1 år	-
1 til 3 år	8.2
3 til 5 år	22.2
5 til 7 år	4.0
7 til 10 år	18.7
Over 10 år	46.9

I forhold til tredje kvartal er der ikke de store ændringer. Det er porteføljen af kreditobligationer og statsobligationer, som har givet det højeste afkast i 2012. Statsobligationer har givet ca. 15 pct., kreditobligationer har givet godt 20 pct., mens realkreditobligationer har givet ca. 5 pct. I fjerde kvartal er det dog kreditobligationerne, der med et afkast på godt 3 pct. har klaret sig bedst.

Vi har i fjerde kvartal foretaget to investeringer i russiske obligationer. Hvor det tidligere har været svært at handle russiske rubler, er det i 2012 blevet meget nemmere. Da Rusland er et af de lande med de bedste balancer i verden (lav statsgæld etc.) og samtidig har et normalt renteniveau på 5-6 pct., ser vi et betydeligt potentiale og har investeret i to obligationer udstedt af næsten statsejede virksomheder. Ved udgangen af året udgør de tilsammen ca. 5 pct. af formuen. Derudover har vi omlagt fra Brasilien til Mexico, hvor vi ser et større potentiale i kølvandet på en forventet bedring af økonomien i USA. Samtidig er væksten gået i stå i Brasilien, og de internationale obligationer udstedt i brasilianske real er blevet meget dyre.

I december har vi købt en større post garantiobligationer udstedt af Bankinvest gennem finansiel stabilitet. Obligationerne løber et år, og står til at give en rente på knap 9 pct. i 2013.

## 10 største investeringer

Pr. 30-11-2012

Navn	Type	Valuta	Vægt	Navn	Type	Valuta	Vægt
4,00 NORDEA ANNUITET...	Realkreditobligationer	DKK	8,3 %	2,00 BRFKREDIT 321.E O...	Realkreditobligationer	DKK	3,6 %
1,625 U.S. TREASURY N/...	Stats/offentlige obligationer	USD	5,4 %	4,00 NYKREDIT 01E A 20...	Realkreditobligationer	DKK	3,1 %
2,00 NYKREDIT 12H B OK...	Realkreditobligationer	DKK	5,4 %	4,00 REALKREDIT DANM...	Realkreditobligationer	DKK	3,1 %
8,00 MEXICAN FIXED RAT...	Stats/offentlige obligationer	MXN	4,0 %	8,30 RZD CAPITAL LIMIT...	Øvrige/kredit	RUB	3,0 %
3,875 CZECH (REPUBLIC) ...	Stats/offentlige obligationer	EUR	3,9 %	5,375 DANSKE BANK FRN...	Øvrige/kredit	GBP	2,7 %

## Juridisk information

Investeringsforeningen Maj Invest  
Parallelvej 17  
2800 Kgs. Lyngby  
www.majinvest.dk  
info@majinvest.dk

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



**Peter Mosbæk**  
Obligationschef



**Henrik Ekman**  
Aktiechef

Peter og Henrik er ansvarlige for Måj Invest Pension

Peter har en bred erfaring inden for obligationsområdet gennem 15 års arbejde med handel og rådgivning.

Henrik har en bred erfaring med aktieporteføljer og har i mere end 20 år beskæftiget sig med rådgivning og aktieanalyse.

## MAJ INVEST PENSION

### KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i fjerde kvartal 2012 et afkast på 1,5 pct. Afkastet er for kvartalet tilfredsstillende, men bør bedømmes over mindst tre år, idet der anbefales en minimum treårig investeringshorisont. Afkastet for hele 2012 blev 10,5 pct.

Vi har i fjerde kvartal fastholdt det positive syn på risikable aktiver, som vi har haft igennem 2012. Aktieandelen har været holdt på omkring 42 pct. Samtidig opretholder vi en relativ høj andel af kreditobligationer og obligationer udstedt af "emerging markets"-lande.

Efter stigende aktiemarkeder i tredje kvartal var starten på fjerde kvartal negativt præget af Sydeuropa, skuffende regnskaber, usikkerhed om valgresultatet i USA og de forestående budgetforhandlinger. Efter genvalget af Obama som præsident vendte stemningen dog hurtigt til det positive i forventning om, at budgetforhandlingerne alligevel ville finde en løsning. Samtidig fortsatte en række makroøkonomiske nøgletal med at vise, at amerikansk økonomi var i fremgang, og at udviklingen i Europa var ved at blive stabiliseret. I Japan og Kina blev der varslet nye lempelige pengepolitiske initiativer mod årets slutning. Samlet set var der stor udsving på markedet gennem kvartalet. Både målt på traditionelle aktienøgletal og i forhold til alternativafkastet på obligationer er aktier attraktivt prisfastsat ved årets slutning. Hertil kommer forbedrede globale konjunkturudsigter. Samlet set giver det anledning til at være særdeles positiv over for aktiemarkedet ved indgangen til 2013. Især i forhold til de konjunkturfølsomme aktier.

I obligationsporteføljen har vi gennem fjerde kvartal fastholdt en relativt lav rentefølsomhed i afdelingen. Vi anser ikke længere statsobligationer som en attraktiv investering. Samtidig er vi noget i tvivl om, hvor meget kurspotentiale der reelt er tilbage, såfremt der skulle opstå fornyet usikkerhed. I stedet forsøger vi at forsikre porteføljen ved at investere i valutaer, som normalt klarer sig godt i tilfælde af uro. På den baggrund har vi benyttet svækkelsen af dollar i fjerde kvartal til at øge eksponeringen. Fremadrettet fastholder vi i obligationsporteføljen strategien, hvor vi forsøger at udvælge de mest attraktive investeringer inden for de tre segmenter statsobligationer, kreditobligationer og realkreditobligationer. Hovedparten af investeringerne foretages i nordeuropæiske obligationer.

### ■ Afkast

**Morningstar Rating™**  
Balanceret – EUR Moderat Risiko



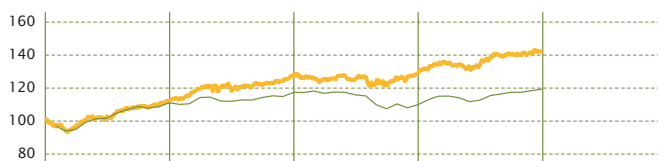
Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)

Startdato: 16.12.2005

Fondskode: DK0060004877

Udbyttetype: Udbyttebetalende

Indeks = 100  
■ Fond  
■ Morningstar Kategori™



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

Afkast	2009	2010	2011	2012	-
Fond	12,6 %	13,3 %	1,4 %	10,5 %	-
Morningstar Kategori™	14,3 %	6,0 %	-6,3 %	9,0 %	-

## Investeringsområde

### Risikoindikator



**Målgruppe:**  
Pensionsmidler.

**Investeringshorizont:**  
Anbefalet minimum 3 år.

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

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

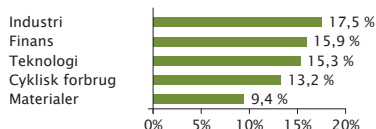
## Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 30-11-2012



■ Aktier	40,7 %
■ Stats/offentlige obligationer	11,7 %
■ Realkreditobligationer	27,0 %
■ Kreditobligationer	19,3 %

### Sektorfordeling for aktier



### Obligationstil

Effektiv rente %	3,5
Modificeret varighed	2,9
Løbetid over 10 år	39,3

### Nøgletal

Info ratio	-
Kurs/Indtjening	13,7
Kurs/Indreværdi	1,5
ROE	14,7

Obligationsdelen i afdeling Pension er stort set identisk med afdeling Obligationer. Obligationsporteføljen, som udgør knap 60 pct., har givet et afkast i 2012 på knap 11 pct. Afkastet for 2012 har primært været drevet af porteføljen af kreditobligationer og statsobligationer. I fjerde kvartal er det dog primært kreditobligationerne som har bidraget. Det lader til at rigtig mange investorer desperat søger efter investeringer, som giver en rimelig rente. Det har presset renten på stort set alle kreditobligationer kraftigt ned. Fremadrettet ser vi ikke det samme potentiale i kreditobligationer. Vi ser større potentiale i udvalgte "emerging markets"-lande. I fjerde kvartal har vi således for første gang investeret i russiske obligationer. Rusland er en af verdens stærkeste økonomier, og i løbet af 2012 er det blevet meget nemmere at handle den russiske valuta. På den baggrund ser vi et fornuftigt potentiale i russiske obligationer i 2013.

Ved udgangen af tredje kvartal var overvejelserne at øge porteføljens vægt mod konjunkturfølsomme aktier og forøge overvægtene på europæiske og japanske selskaber. Overvejelserne er blevet forstærket gennem fjerde kvartal. Dels som følge den fortsat lempelige pengepolitik i USA og Europa, dels i forventning om, at den japanske centralbank via opkøbsprogrammer vil forsøge at svække yennen og dermed forbedre konkurrenceevnen for japanske eksportselskaber og dels med baggrund i de konstant forbedrede makroøkonomiske nøgletal, der må forventes at øge den generelle risikoappetit.

## 5 største obligationer 5 største aktier

Pr. 30-11-2012

Navn	Type	Valuta	Vægt	Navn	Land	Vægt
8,00 MEXICAN FIXED RAT...	Stats/offentlige obligationer	MXN	3,4 %	Sandvik AB	SE	1,2 %
2,00 NYKREDIT 12H B OK...	Realkreditobligationer	DKK	3,4 %	Securitas AB B	SE	1,1 %
6,00 STADSHYPOTEK (15...	Realkreditobligationer	SEK	3,3 %	Owens Corning Inc	US	1,0 %
8,30 RZD CAPITAL LIMIT...	Øvrige/kredit	RUB	3,0 %	Canon Inc.	JP	1,0 %
4,00 NORDEA ANNUITET...	Realkreditobligationer	DKK	2,7 %	Fanuc Corporation	JP	1,0 %

## Juridisk information

Investeringsforeningen Maj Invest  
Parallelvej 17  
2800 Kgs. Lyngby  
www.majinvest.dk  
info@majinvest.dk

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



**Peter Mosbæk**  
Obligationsschef, ansvarlig for Maj Invest Kontra

Peter har en bred erfaring inden for obligationsområdet gennem 15 års arbejde med handel og rådgivning.

## MAJ INVEST KONTRA

### KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i fjerde kvartal 2012 et afkast på -3,7 pct. For hele 2012 har afdelingen givet et afkast på -0,4 pct.

Målsætningen med Kontra er, at den skal klare sig godt i svære tider, mens den i gode tider i højere grad skal undgå at sætte penge til. Fjerde kvartal har ikke været godt for Kontra. Det negative afkast skal ses i lyset af, at stemningen omkring Europa og euroen er forbedret i løbet af kvartalet. Baggrunden for dette er i meget stor udstrækning den udmelding som direktøren for den europæiske centralbank, Mario Draghi, kom med tilbage i august måned. Her lovede han ubegrænsede opkøb af korte statsobligationer fra lande, som måtte komme i problemer og søge om hjælp. De finansielle markeder har reageret positivt på trods af, at ingen endnu har søgt om hjælp. Der er så meget tiltro til garantien, at investorerne igen er begyndt at investere i europæiske aktiver.

Den positive stemning omkring Europa har betydet, at flere af aktiverne i afdeling Kontra er faldet i værdi. Vi ser stadig Europa som den største globale risiko, og vi har derfor primært investeret i aktiver, som vil klare sig godt, såfremt stemningen omkring Europa forværres. Det omvendte gør sig gældende, når stemningen bliver bedre. En af de ting, som skal til for at Europa og euroen har en chance, er en svækkelse af valutaen. På længere sigt tror vi, at denne svækkelse vil komme, og vi holder derfor fast i vores stærke valutaer som svenske og norske kroner, dollar og singapore dollar.

På trods af at guld og guldmineaktier ligeledes har haft det svært i fjerde kvartal, er det stadig vores vurdering, at den meget lempelige pengepolitik vil være understøttende for guldprisen på længere sigt. Som investor skal man holde øje med, om der er ved at ske en normalisering af pengepolitikken og likviditeten i det finansielle system, da det vil påvirke guldprisen negativt. Efter vores vurdering er det dog ikke noget, der kommer til at ske foreløbig. På den baggrund fastholder vi vores guldesponering og ser fra de nuværende niveauer yderligere potentiale.

### ■ Afkast

**Morningstar Rating™**  
Balanceret – EUR Moderat Risiko



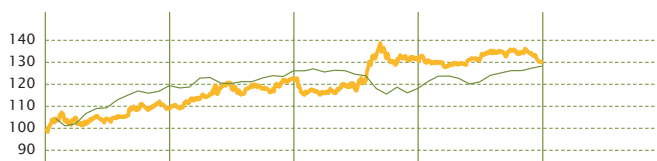
Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)

Startdato: 16.06.2006

Fondskode: DK0060037455

Udbyttetype: Akkumulerende

Indeks = 100  
■ Fond  
■ Morningstar Kategori™



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

Afkast	2009	2010	2011	2012	-
Fond	8,6 %	12,3 %	7,3 %	-0,4 %	-
Morningstar Kategori™	14,3 %	6,0 %	-6,3 %	9,0 %	-



## Investeringsområde

### Risikoindeks



#### Målgruppe:

Frie midler, pensionsmidler og midler under virksomhedsskatteordningen.

#### Investeringshorizont:

Anbefalet minimum 3 år.

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

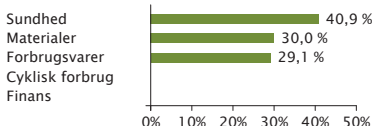
## Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 30-11-2012



Korte obligationer	27,0 %
Lange obligationer	36,1 %
Andre aktier	21,0 %
Guldaktier	15,9 %

### Sektorfordeling for aktier



### Obligationstil

Effektiv rente %	1.4
Modificeret varighed	2.8
Løbetid over 10 år	0.0

### Nøgletal

Info ratio	-
Kurs/Indtjening	16,8
Kurs/Indreværdi	2,3
ROE	18,2
Hedgegrad	16,3

Generelt har vi været positive på aktier og risikable aktiver gennem 2012. Det afspejles i, hvordan Kontra er positioneret. Efter at have haft en begrænset aktieafdækning valgte vi at øge den i november måned via køb af putoptioner på det tyske aktieindeks DAX. Aktierne er efter vores køb fortsat med at stige, hvilket har bidraget negativt. Samlet set har aktieafdækningen i fjerde kvartal givet et tab svarende til ca. 1,25 pct. af formuen.

I fjerde kvartal er dollar blevet svækket med mere end 2 pct. i forhold til danske kroner. Det samme er tilfældet med svenske kroner og singapore dollar. Alle disse valutaer har Kontra eksponering mod, hvilket har bidraget til det negative afkast i årets sidste kvartal. Guld og guldmineaktier har ligeledes haft det rigtigt svært i fjerde kvartal og er faldet med 6 henholdsvis 16 pct. Euforien omkring de kvantitative lempelser lader til at have fortaget sig. På lidt længere sigt ser vi dog stadig et pænt potentiale i guld og guldreleterede investeringer.

Fremadrettet ser vi overordnet stadig størst potentiale i aktier. De er billige – specielt i forhold til obligationer. Usikkerheden er dog stadig stor, og den vestlige verden slås stadig med meget store gældsproblemer, som med kort varsel kan vende billedet. Derfor vil vi løbende vurdere om afdelingen skal øge eksponeringen i en eller flere af de aktivklasser, som Kontra investerer i. Dette inkluderer også at øge aktieafdækningen.

## 5 største obligationer 5 største aktier

Pr. 30-11-2012

Navn	Type	Valuta	Vægt	Navn	Land	Vægt
2,00 BUNDESREP. DEUTS...	Stats/offentlige obligationer	EUR	10,5 %	Newmont Mining Corp.	US	1,6 %
2,25 SINGAPORE (GOVER...	Stats/offentlige obligationer	SGD	9,9 %	Agnico-Eagle Mines (CAD)	CA	1,6 %
2,00 REALKREDIT DANM...	Realkreditobligationer	DKK	6,4 %	Merck & Co. Inc. (US)	US	1,5 %
3,50 EUROPEAN INVESTM...	Stats/offentlige obligationer	CHF	5,9 %	Pfizer Inc. (US)	US	1,5 %
6,00 STADSHYPOTEK (15...	Realkreditobligationer	SEK	5,0 %	Goldcorp Inc. (CAD)	CA	1,4 %

## Juridisk information

Investeringsforeningen Maj Invest  
 Parallevej 17  
 2800 Kgs. Lyngby  
 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.

OMKOSTNINGER	Forventet AOP 2012	Loft over adm. omk. 2012	Højeste emissionstillæg	Højeste indløsningsfradrag
<b>Specialafdelinger</b>				
Danske Aktier	1,62	1,45	1,30	0,40
Aktier	1,73	1,45	1,40	0,45
Value Aktier	1,84	1,45	1,40	0,45
Miljø & Klima	1,82	1,60	1,50	0,45
Kontra	1,69	1,40	1,30	0,35
<b>Basisafdelinger</b>				
Europa Aktier	0,65	0,40	1,50	0,50
Danske Obligationer	0,54	0,35	1,10	0,20
Obligationer	0,65	0,50	1,15	0,25
Pension	0,96	0,65	1,30	0,35

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

For at gøre det lettere for investorerne at sammenligne omkostningerne i forskellige investeringsforeninger har InvesteringsForeningsRådet, IFR, i samarbejde med myndigheder og centrale interessenter udarbejdet nøgletallet: Årlige Omkostninger i Procent, forkortet til ÅOP. Nøgletallet er sammensat af:

- Afdelingens årlige administrationsomkostninger.
- Afdelingens interne omkostninger ved handel med værdipapirer.

■ Investors omkostninger ved at købe og sælge beviser i form af maksimale emissionstillæg og indløsningsfradrag. Dog omfattes de omkostninger, som betales i kurtage til pengeinstituttet, ikke. ÅOP opgøres, som om investor kommer til at betale de maksimale omkostninger ved at købe og sælge én gang i løbet af syv år. I de fleste tilfælde vil de reelle købs- og salgsmkostningerne være lavere. Hvis investor handler oftere end hver syvende år, vil den realiserede ÅOP være højere end nøgletallet for afdelingen viser.

#### FORMIDLINGSPROVISION I SPECIALAFDELINGER

**Basisafdelingerne** er kendetegnet ved, at investor typisk vil have mindre behov for rådgivning end i specialafdelingerne.

**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 bagsiden).

**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.

AFKAST I PROCENT							2012	Siden start
	2006	2007	2008	2009	2010	2011		
Danske Aktier	41,8	4,0	-47,7	47,4	26,1	-19,8	26,0	45,1
Europa Aktier <sup>1)</sup>	-	-4,4	-38,3	25,9	7,6	-6,1	15,6	-13,3
Aktier	7,5	4,0	-29,3	30,1	24,4	-4,7	8,2	31,8
Value Aktier	8,7	-0,4	-36,2	42,3	25,5	0,6	12,0	38,9
Miljø & Klima <sup>2)</sup>	-	-	-11,4	41,4	5,5	-16,1	13,9	26,4
Danske Obligationer	1,1	1,9	7,9	6,3	5,6	6,6	5,8	40,6
Obligationer	1,3	1,6	4,5	9,8	6,4	3,9	10,5	44,3
Pension	3,3	2,2	-7,9	12,6	13,3	1,4	10,5	39,2
Kontra <sup>3)</sup>	2,2	1,1	21,7	8,6	12,3	7,3	-0,4	64,0

Noter: Regnskabsåret 2006 omfatter perioden 18.12.2005 til 31.12.2006. 1) Afkast i 2007 vedrører perioden 7.6.2007 til 31.12.2007. Afdelingen ændrede i 2011 navn fra Europa Aktieindeks til Europa Aktier. 2) Afkast i 2008 vedrører perioden 7.11.2008 til 31.12.2008. 3) Afkast i 2006 vedrører perioden 16.6.2006 til 31.12.2006.

### Se forventede udbytter for 2012 på [www.majinvest.dk](http://www.majinvest.dk)

Udbytte for året	UDBYTTTE I KR. PR. INVESTERINGSBEVIS AF NOMINEL VÆRDI PÅ 100 KR.						Skattemæssig fordeling 2011		
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Aktie	Kapital	Skattefri
Danske Aktier	6,75	15,00	1,75	0,00	0,00	0,00	-	-	-
Europa Aktier <sup>1)</sup>	-	0,00	3,50	2,00	2,00	2,50	2,47	0,03	-
Aktier	2,00	7,25	2,25	1,50	1,00	2,00	1,85	0,15	-
Value Aktier	2,75	1,50	1,75	0,00	1,25	1,00	0,93	0,07	-
Miljø & Klima <sup>2)</sup>	-	-	0,00	0,00	2,50	2,25	2,09	0,16	-
Danske Obl.	3,50	3,50	5,75	4,50	7,00	4,00	-	4,00	-
Obligationer	3,50	3,25	3,25	6,50	5,75	4,75	0,01	4,74	-
Pension	2,75	3,25	3,75	3,75	3,75	4,00	0,90	3,10	-
Kontra									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 du har købt i denne afdeling. Udbytter udbetales fire bankdage efter, at de er vedtaget på foreningens generalforsamling. Den skattemæssige fordeling er for personer, der har investeret frie midler.

### STAMDATA

	Fondskode	Børsnoteret	Valuta	Stykstørrelse	Startdato
Danske Aktier	DK0060005171	Ja	Danske kroner	100	16. dec. 2005
Europa Aktier	DK0060079960	Ja	Danske kroner	100	06. jun. 2007
Aktier	DK0060005254	Ja	Danske kroner	100	16. dec. 2005
Value Aktier	DK0060005338	Ja	Danske kroner	100	16. dec. 2005
Miljø & Klima	DK0060157196	Ja	Danske kroner	100	10. nov. 2008
Danske Obl.	DK0060005098	Ja	Danske kroner	100	16. dec. 2005
Obligationer	DK0060004950	Ja	Danske kroner	100	16. dec. 2005
Pension	DK0060004877	Ja	Danske kroner	100	16. dec. 2005
Kontra	DK0060037455	Ja	Danske kroner	100	11. jun. 2006

# Kender du Maj Invest?

## Vi er nummer 1 i Danmark

Maj Invest er nummer 1 på Morningstars liste over de bedste danske investeringsforeninger. Det har vi været gennem 4 år.

Læs mere på [www.majinvest.dk](http://www.majinvest.dk)

Morningstar Rating™	31-12-2012
Danske Aktier	★★★★
Europa Aktier	★★★★
Aktier	★★★★★
Value Aktier	★★★★★
Miljø & Klima	★★★
Danske Obligationer	★★★★
Obligationer	★★★★★
Pension	★★★★★
Kontra	★★★★★

Få rådgivning om alle afdelinger i Maj Invest her: Arbejdernes Landsbank ■ BankNordik ■ BIL Bank Danmark ■ Carnegie Bank ■ Den Jyske Sparekasse ■ DiBa ■ Djurslands Bank ■ FinansNetbanken ■ Hvidbjerg Bank ■ Lollands Bank ■ Lån & Spar Bank ■ Middelfart Sparekasse ■ Møns Bank ■ Nordnet ■ Nordfyns Bank ■ Nykredit Bank ■ Nørresundby Bank ■ Ringkjøbing Landbobank ■ Saxo Privatbank ■ Skjern Bank ■ Sparekassen Faaborg ■ Sparekassen Himmerland ■ Sparekassen Hobro ■ Sparekassen Kronjylland ■ Sparekassen for Nr. Nebel og Omegn ■ Sparekassen Sjælland ■ Sparekassen Thy ■ Spar Lolland ■ Spar Nord Bank ■ Sydbank ■ Vestfyns Bank ■ Vestjysk Bank ■

INVESTERINGSFORENINGEN

**MAJ  
INVEST**

Investeringsforeningen Maj Invest  
Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby  
CVR-nr. 28 70 59 21  
Telefon 33 38 73 00  
[info@majinvest.dk](mailto:info@majinvest.dk)  
[www.majinvest.dk](http://www.majinvest.dk)