

HALVÅRSRAPPORT 2014

INVESTERINGSFORENINGEN

MAJ
INVEST



INDHOLD

SÅDAN LÆSES HALVÅRSRAPPORTEN

Investeringsforeningen Maj Invest består af elleve afdelinger. Hver afdeling aflægger separat regnskab og afdelingsberetning. Regnskaberne viser afdelingernes økonomiske udvikling i halvåret samt giver en status ultimo halvåret. I afdelingsberetningerne kommenteres afdelingernes resultater i halvåret samt de specifikke forhold, som gælder for den enkelte afdeling.

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

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

INDHOLDSFORTEGNELSE

Forord	3
Ledelsesberetning	4
Finansmarkederne	14
Afkast- og risikoprofiler	16
Beretning og halvårsregnskab for afdelingerne	
Maj Invest Danske Aktier	24
Maj Invest Europa Aktier	27
Maj Invest Aktier	30
Maj Invest Value Aktier	33
Maj Invest Emerging Markets	36
Maj Invest Global Sundhed	39
Maj Invest Danske Obligationer	42
Maj Invest Obligationer	45
Maj Invest Pension	48
Maj Invest Kontra	51
Maj Invest Makro	54
Fælles noter	57
Ledelsespåtegning	58
Samarbejdsbanker	59

INVESTERINGSFORENINGEN MAJ INVEST

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.

Investeringsforvaltningsselskab: SEBinvest A/S

Investeringsforvaltningsselskabet 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. Det er den offentlige myndighed, der også fører kontrol med bl.a. banker og forsikringselskaber.

Investeringsforeningen Maj Invest

Bernstorffsgade 50
1577 København V
Telefon 33 38 73 00
info@majinvest.dk
www.majinvest.dk
CVR-nr. 28 70 59 21

Kære investor og andre Maj Invest-interesserede

Både aktie- og obligationsinvestorerne kan glæde sig over gode afkast i første halvår 2014. Selvom den europæiske og globale økonomi på overfladen kan se ud til at hænge fast i den økonomiske krise, ser det sundere ud, når man kigger længere ned i de økonomiske sammenhænge.

Skal man stadig købe aktier? Sådan spørger vi i en række annoncer, hvor vi inviterer til vores årlige række af informationsmøder i september og oktober. Her vil vi fortælle, hvordan vi ser 'the big picture', så deltagerne får en aktuell vurdering af global økonomi.

Informationsmøderne er vores mulighed for sammen med medlemmerne at gå i dybden med de afgørende tendenser i global økonomi. Vi håber derfor, at mange vil tage imod invitationen og afsætte en aften til Maj Invest.

Vi har i år valgt at udvide konceptet med en række møder, som i særlig grad henvender sig til nye investorer. Her vil vi give værktøjer til at sammensætte en opsparing i investeringsbeviser, så den afspejler investors tidshorisont og ønske til risiko.

KVALITET OG TRYGHED

Det er vigtigt for os at tilbyde produkter af høj kvalitet, som investorerne kan være trygge ved. De fleste vil nok sætte lighedstegn mellem kvalitet og højt afkast, og mange vil huske, at afkast altid skal ses i sammenhæng med risiko. Men kvalitet er også, at produkterne er enkle og gennemskuelige, så man som investor ved, hvad man investerer i. Vi gør os derfor stor umage med at fortælle om vores virke, og hvordan vi tænker, på informationsmøderne og i vores materiale.

MAJ INVEST EMERGING MARKETS

Investorerne har taget godt imod vores nye afdeling Maj Invest Emerging Markets, der allerede efter et halvt år talte flere end 2.000 medlemmer.

Med afdelingen kan vi nu tilbyde investorerne mulighed for målrettet at investere i de mest interessante emerging markets, for afdelingen har skarpt fokus på at udvælge de lande, der er på vej frem, mens mindre lovende markeder vælges fra. Vi ser afdelingen som et stærkt supplement til foreningens øvrige aktieafdelinger.

BEDØM OS NU - OG OM FEM ÅR

Investering er en langsigtet disciplin. Det gælder både for vores porteføljerådgivere og vores medlemmer. Inden du investerer, kan det derfor være en udmærket idé at spørge dig selv, om det er et produkt, du også har lyst til at eje om fem år.

I Maj Invest forventer vi ikke ros, fordi det enkelte år eller halvår giver et godt afkast, ligesom vi ved, at der også vil komme mindre gode år. Vi beder dig i stedet om at bedømme vores resultater over en længere årrække. Det er her, man ser forskellen på tilfældigheder og kvalitet.

Jeg håber, at du, når du læser halvårsrapporten, vil konstatere, at Maj Invest har leveret gode resultater af høj kvalitet, siden foreningen blev stiftet i 2005.

God fornøjelse med læsningen.



Mads Krage, formand

LEDELSESBERETNING

Første halvår 2014 var godt for investorerne i Maj Invest. Afdelingerne har givet givet afkast mellem fire og ni procent, bortset fra afdeling Danske Aktier, der gav mere end sytten procent.

Global økonomi har siden finanskrisens start været præget af den mest lempelige pengepolitik siden 1930'erne. Rentesatserne i USA, Europa og Japan er tæt på nul procent. Centralbankerne har opkøbt store mængder obligationer og på den måde presset boligrenterne ned. Samtidig har man tilbudt alle større banker hjælp i form af garantikapital og likviditet til den løbende drift. I USA er man indstillet på gradvist at stramme pengepolitikken og har i første halvår nedbragt centralbankens køb af obligationer til kun at udgøre 35 mia. dollar pr. måned. De lidt længere rentesatser i USA er på den baggrund steget ca. 1 procentpoint.

I Japan er man gået den modsatte vej og har lempet pengepolitikken ved nye omfattende opkøbsprogrammer, hvorved den japanske centralbank tilføjer markedet store mængder likviditet. Pengeudpumpningen i Japan er den mest omfattende, man hidtil har set.

ECB vedtog i slutningen af første halvår at fortsætte den meget lempelige pengepolitik. Faktisk vedtog man en række tiltag, som gør den europæiske pengepolitik næsten lige så lempelig som den japanske. Med andre ord er Europa gået den amerikanske vej og håber, at pengepolitikken kan udgøre den saltvandsindsprøjtning, som bringer den økonomiske vækst tilbage til det gamle niveau omkring 2,5 pct.

Verdens økonomiske lokomotiv, USA, har det økonomisk godt og bevæger sig i den rigtige retning. På trods af de europæiske udfordringer er der derfor grund til fortsat at være optimistisk for de kommende år. Global økonomi vil opleve fremgang. Det betyder blandt andet, at aktierne på verdens store børser for-

mentlig fortsætter den opadgående trend, selvom der formodentlig vil være perioder med uro eller korrektioner undervejs.

Det væsentligste risikoscenarie vurderes aktuelt at knytte sig til en eskalering af konfrontationen mellem Rusland og Vesten over Ukraine. Fraset denne risiko, er det Maj Invests vurdering, at den globale økonomiske fremgang vil fortsætte og gradvist vinde styrke.

I det omfang markedet på et tidspunkt begynder at indiskontere en kommende normalisering af de pengepolitiske styringsrenter, kan der således være risiko for ret betydelige rentestigninger. Vi vurderer ved halvårets afslutning, at denne risiko kan begynde at materialisere sig mod slutningen af 2014.

Investering handler først og fremmest om at kombinere de investeringskategorier, der forventes at give de bedste afkast. Hovedreglen inden for alle former for porteføljesammensætning er risikospredning, dvs. at placere sine midler inden for flere forskellige kategorier. Det er det vigtigste middel til at begrænse de risici, der findes i markederne.

Aktier er som bekendt mere risikable end obligationer, i den forstand at de hurtigt kan stige eller falde væsentligt. Dette kan også ske i resten af 2014 og 2015, men for den langsigtede investor, der ikke har brug for at kunne frigøre likviditet de kommende år, forekommer aktier ved halvårsskiftet fortsat at være mere attraktive end obligationer. Læs nærmere om dette i afsnittet om finansmarkederne i 2014 på side 14.

MAJ INVEST EMERGING MARKETS

Investeringsforeningen Maj Invest lancerede i slutningen af 2013 en ny afdeling med fokus på emerging markets. Der var i første halvår stor interesse for afdelingen fra både nye og eksisterende investorer, lige-

som den har vakt interesse i distributørkredsen.

Maj Invest Emerging Markets investerer i aktier i emerging markets-lande. Emerging markets er en lang række markeder på vej frem. Mens mange har fokus på store lande som Brasilien og Kina, ser afdeling Emerging Markets også på mulighederne i næste generation af emerging markets-lande, herunder Indonesien, Vietnam og Mexico.

Historien har vist, at urbanisering og økonomisk udvikling fører til dannelse af en større gruppe af købedygtige forbrugere. Det giver virksomheder nye muligheder for afsætning, indtjening og vækst. Og da væksten skal finansieres, er der brug for investorer, der kan tilvejebringe den nødvendige kapital. Det er i dette perspektiv, Maj Invest Emerging Markets skal ses.

Filosofien bag afdelingen er at investere i kvalitets-selskaber, der forventes at kunne skabe både indtjening og vækst, og som arbejder i gunstige makroøkonomiske klimaer.

Afdelingen er børsnoteret og kan købes gennem alle danske banker og netbanker.

HÆDER FRA MORNINGSTAR

Det uafhængige analysehus Morningstar hædrede den 12. marts 2014 Maj Invest Danske Obligationer. Afdelingen fik en Morningstar Fund Award og vandt i kategorien "Bedste Danske Obligationer".

Afdelingen vandt prisen på baggrund af resultaterne i årene 2009 til 2013 med fokus på 2013. Det er tredje gang, at prisen går til afdeling Danske Obligationer, der også fik prisen i 2013 og 2011. Dermed cementerer afdelingen sin position som én af de absolut bedste danske obligationsafdelinger.

Syv af foreningens afdelinger bliver ratet af Morningstar. Afdeling Danske Aktier og Europa Aktier får begge tre stjerner, mens afdeling Aktier og afdeling Danske Obligationer får fire stjerner. Maj Invest Value Aktier, Maj Invest Obligationer og Maj Invest Pension får alle fem stjerner.

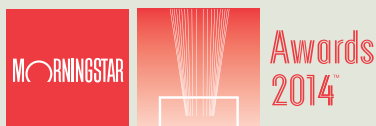
De resterende fire afdelinger er ikke ratet, da de enten har skiftet kategori eller er lanceret inden for de seneste tre år.

Stjernerne tildeles, så de afdelinger, der har givet investorerne de højeste risikojusterede afkast og laveste omkostninger, får flest stjerner. Fem stjerner betyder, at en afdeling er blandt de ti pct. bedste i Europa inden for sin kategori. Kun afdelinger med mindst tre års historik inden for deres aktuelle investeringsområde rates og får tildelt stjerner.

Det er særdeles tilfredsstillende for foreningen fortsat at modtage denne anerkendelse af de opnåede resulta-

MORNINGSTAR BEDØMMER RESULTATER I TOP

Afdelingen Danske Obligationer vandt i 2014 en Morningstar Fund Award på baggrund af resultaterne i årene 2009 til 2013 med fokus på 2013. Afdelingen har tidligere vundet prisen i 2013 og 2011.



Afdelingerne i Maj Invest har i gennemsnit 4,1 stjerne hos Morningstar, mens danske investeringsforeninger samlet set har 3,5 stjerner i gennemsnit. For Maj Invest er det afgørende, at alle produkter hver især repræsenterer god kvalitet indenfor deres område.

Morningstar Rating™	30-06-2014
Danske Aktier	★★★
Europa Aktier	★★★
Aktier	★★★★
Value Aktier	★★★★★
Emerging Markets	<i>Rates i 2017</i>
Global Sundhed	<i>Rates i 2016</i>
Danske Obligationer	★★★★★
Obligationer	★★★★★
Pension	★★★★★
Kontra	<i>Ikke rated</i>
Makro	<i>Rates i 2016</i>

ter. Morningstars evaluering og rating kan ses som et bevis på, at Maj Invest er et kvalitetsprodukt med stabile resultater, der kan måle sig med konkurrenternes.

For Maj Invest er det målet, at alle afdelinger har høj kvalitet, og hver især opnår gode resultater. Samlet set betyder ratingen, at Maj Invest ved udgangen af første halvår 2014 var den næstbedste investeringsforening i Danmark målt på gennemsnitligt antal stjerner. Foreningen lå ved indgangen til 2014 på en fjerdeplads.

HALVÅRETS AFKAST

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

Med denne tilgang er afkastet på 17,6 pct. i afdeling Danske Aktier særdeles tilfredsstillende i absolut forstand. Afkastet er lidt bedre end sammenligningsindekset, men lidt lavere end konkurrerende afdelinger i den tilsvarende Morningstar Kategori™. Afdelingen har dog målt over de seneste fem år givet et bedre afkast end Morningstarkategorien.

Resultatet i afdeling Europa Aktier på 5,6 pct. i første halvår 2014 er meget tilfredsstillende i absolut forstand, men lidt lavere end sammenligningsindekset og noget bedre end den sammenlignelige Morningstar Kategori™, der gav 4,4 pct. Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi og har som mål at give et afkast tæt på sammenligningsindekset over en længere periode. Set over afdelingens samlede levetid har afkastet været bedre end sammenligningsindekset.

Afdeling Aktier har leveret et i absolut forstand meget tilfredsstillende afkast på 5,0 pct. i første halvår. Det er dog noget mindre end sammenligningsindekset MSCI Verden, der er steget 6,9 pct. i samme periode, men i nærheden af den sammenlignelige Morningstar Kategori™, der gav 5,5 pct.

AFKAST I PROCENT

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	1. halvår 2014	Siden start
Danske Aktier	41,8	4,0	-47,7	47,4	26,1	-19,8	26,1	35,7	17,6	131,6
Europa Aktier ¹⁾	-	-4,4	-38,3	25,9	7,6	-6,1	15,6	15,8	5,6	5,7
Aktier	7,5	4,0	-29,3	30,1	24,4	-4,7	8,3	20,1	5,0	66,3
Value Aktier	8,7	-0,4	-36,2	42,3	25,5	0,6	12,0	19,0	8,9	79,9
Emerging Markets ⁵⁾	-	-	-	-	-	-	-	1,2	5,9	7,1
Global Sundhed ²⁾	-	-	-11,4	41,4	5,5	-16,1	13,9	26,4	7,7	95,9
Danske Obligationer	1,1	1,9	7,9	6,3	5,6	6,6	5,9	2,9	3,9	50,3
Obligationer	1,3	1,6	4,5	9,8	6,4	3,9	10,5	0,2	4,7	51,3
Pension	3,3	2,2	-7,9	12,6	13,3	1,4	10,5	8,5	4,7	58,1
Kontra ³⁾	2,2	1,1	21,7	8,6	12,3	7,3	-0,3	-6,9	4,9	60,4
Makro ⁴⁾	-	-	-	-	-	-	-	1,9	5,9	8,2

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. Afdelingen skiftede i februar 2013 navn og investeringsområde. 3) Afkast i 2006 vedrører perioden 16.6.2006 til 31.12.2006. 4) Siden 22.3.2013. 5) Siden 16.12.2013.

Investorerne i afdeling Value Aktier fik et særdeles tilfredsstillende afkast i absolut forstand på 8,9 pct. i første halvår, og afkastet var bedre end både sammenligningsindekset MSCI Verden, der steg 6,9 pct. og den tilsvarende Morningstar Kategori™, der steg 5,5 pct.

Afdeling Emerging Markets, der blev lanceret i december 2013, gav et i absolut forstand meget tilfredsstillende afkast på 5,9 pct. i første halvår 2014. Afkastet er dog lidt mindre end såvel afdelingens sammenligningsindeks som Morningstar Kategori™, der gav et afkast på henholdsvis 6,7 og 6,4 pct.

Global Sundhed gav i første halvår 2014 et afkast på 7,7 pct., hvilket er særdeles tilfredsstillende og bedre end sammenligningsindekset MSCI Verden, der steg 6,9 pct., men noget lavere end afdelingens Morningstar Kategori™ for fonde, der investerer i sundhedsaktier. Den gav et gennemsnitligt afkast på 11,4 pct. Bemærk, at afdelingen også indeholder miljø- og klima-aktier.

Obligationsafdelingen Danske Obligationer gav et afkast på 3,9 pct. i første halvår, hvilket i absolut forstand er særdeles tilfredsstillende og bedre end både sammenligningsindeks og afdelingens Morningstar Kategori™, der begge gav et afkast på 3,3 pct. i perioden.

Maj Invest Obligationer gav ligeledes et særdeles tilfredsstillende afkast for obligationer på 4,7 pct., hvilket skal ses i forhold til, at sammenligningsindeks og Morningstar Kategori™ gav henholdsvis 3,3 og 3,6 pct. i første halvår 2014.

Maj Invest Pension gav et i absolut forstand meget tilfredsstillende afkast på 4,7 pct. Afdelingen har intet sammenligningsindeks, men afkastet var 0,8 procentpoint bedre end afdelingens Morningstar Kategori™, der gav et afkast på 3,8 pct.

Afdeling Kontra gav et meget tilfredsstillende afkast på 4,9 pct. Afdelingen har til formål at give investorerne beskyttelse ved store aktiekursfald og uro på finansmarkederne ved at investere i aktiver, der nor-

PERFORMANCE

	Afkast siden start	Performance ift. sammenligningsindeks	Performance ift. Morningstar Kategori™		Siden 01.01.2006	Startdato
			3 år	5 år		
Danske Aktier	131,6	+23,8	-1,6	-5,8	+25,4	16. dec 2005
Europa Aktier ¹⁾	5,7	-1,3	+0,1	-3,5	-	6. jun 2007
Aktier	66,3	+21,9	+4,1	+10,8	+35,8	16. dec 2005
Value Aktier	79,9	+35,4	+21,6	+58,9	+49,8	16. dec 2005
Emerging Markets ⁵⁾	7,1	-0,5	-	-	-	16. dec 2013
Global Sundhed ²⁾	29,7	+7,7	-	-	-	10. nov 2008
Danske Obligationer	50,3	+8,6	+3,6	+4,8	+12,3	16. dec 2005
Obligationer	51,3	+9,6	+7,1	+12,4	+28,4	16. dec 2005
Pension	58,1	-	+16,0	+28,9	+42,6	16. dec 2005
Kontra ³⁾	60,4	-	-	-	-	11. jun 2006
Makro ⁴⁾	8,5	-	-	-	-	22. mar 2013

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. Afdelingen skiftede i februar 2013 navn og investeringsområde. 3) Afkast i 2006 vedrører perioden 16.6.2006 til 31.12.2006. 4) Siden 22.3.2013. 5) Siden 16.12.2013.

malt klarer sig godt, når resten klarer sig skidt. Det betyder omvendt, at man som investor må stille sig tilfreds med et afkast på niveau med pengemarkedet, når aktiemarkedene stiger. Afdelingens afkast er på den baggrund over, hvad man som investor kan forvente og kan ses som modstykket til det uventede kurstab i 2013.

Afdeling Makro blev lanceret i marts 2013 og har dermed i løbet af første halvår opnået mere end et års historik. Afdelingen har siden lanceringen og frem til udgangen af første halvår 2014 givet et afkast på 8,2 pct., mens den sammenlignelige Morningstar Kategori™ for globale afdelinger med fleksibel allokering har givet et afkast på 5,8 pct. i samme periode. I første halvår 2014 har afdelingen givet et særdeles tilfredsstillende afkast på 5,9 pct., mens den sammenlignelige Morningstar Kategori™ har givet et afkast på 3,3 pct.

Uanset de i absolut forstand meget tilfredsstillende og særdeles tilfredsstillende afkast ovenfor bør afkastet i alle afdelinger bedømmes over en tidshorisont på mindst tre og gerne fem år. Tre år er den korteste tidshorisont, foreningen anbefaler for alle afdelinger. Tabellen side 6 viser det samlede afkast i alle afdelin-

INTERNATIONAL KLASSE

Afdelingerne i Maj Invest har i international sammenligning leveret gode resultater, siden foreningen blev lanceret i slutningen af 2005, viser en gennemgang af af afdelingernes Morningstar kategorier.

Blandt 975 sammenlignelige afdelinger i Europa ligger Maj Invest Pension nummer otte målt på afkast siden foreningens lancering ultimo 2005.

Tilsvarende ligger afdelingerne Value Aktier og Aktier henholdsvis nummer 8 og 26 blandt 1.608 sammenlignelige europæiske afdelinger, med globale aktier.

Maj Invest Obligationer er nummer seks blandt 150 sammenlignelige afdelinger i samme periode.

Note: Afkast efter omkostninger 1. januar 2006 til 30. juni 2014.
Kilde: Morningstar Direct.

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

Udbytte for året	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Danske Aktier	15,00	1,75	0,00	0,00	0,00	1,50	7,80
Europa Aktier	0,00	3,50	2,00	2,00	2,50	2,25	0,00
Aktier	7,25	2,25	1,50	1,00	2,00	9,00	8,90
Value Aktier	1,50	1,75	0,00	1,25	1,00	11,25	7,20
Emerging Markets	-	-	-	-	-	-	-
Global Sundhed	-	0,00	0,00	2,50	2,25	1,50	7,90
Danske Obligationer	3,50	5,75	4,50	7,00	4,00	6,25	4,40
Obligationer	3,25	3,25	6,50	5,75	4,75	6,00	4,80
Pension	3,25	3,75	3,75	3,75	4,00	5,75	6,60
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 nominal 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.

ger siden deres respektive startdatoer. Som det fremgår, har alle afdelinger givet et afkast på mindst 50 pct., hvis man ser bort fra afdeling Europa Aktier, der har til formål at følge det europæiske aktiemarked og afdelingerne Makro og Emerging Markets, der begge blev lanceret i 2013.

Set i forhold til afdelingernes sammenligningsindeks har de siden deres introduktion alle klaret sig bedre end deres sammenligningsindeks, bortset fra den passivt forvaltede afdeling Europa Aktier, der har som mål at give et afkast på niveau med sammenligningsindeks fraregnet omkostninger og den nyligt lancerede afdeling Emerging Markets, der efter et halvt års virke er for ny til at bedømme.

Afdelingernes Morningstarkategorier udtrykker det gennemsnitlige afkast for konkurrerende produkter i hele Europa og dermed, hvad investor kan forvente i afkast efter omkostninger.

Kolonnerne længst til højre i tabellen på side 7 viser, hvordan afdelingerne i Maj Invest har klaret sig i forhold til deres Morningstarkategorier. Set over både tre år, fem år og siden lanceringen af de oprindelige seks afdelinger ultimo 2005 har afdelingerne klaret sig bedre end de konkurrerende produkter i gennem-

snit, bortset fra den passivt forvaltede afdeling Europa Aktier, der har været lidt efter konkurrenterne, og afdeling Danske Aktier, der dog har skabt et væsentligt merafkast siden lanceringen.

Fra side 24 findes detaljerede halvårsberetninger.

UDBYTTER

Alle otte udloddende afdelinger udbetalte i maj 2014 udbytter for 2013. Afdelingerne Kontra og Makro er akkumulerende og udbetaler derfor ikke udbytte, ligesom afdeling Emerging Markets, der blev lanceret i december 2013, ikke udbetalte udbytte for 2013.

Foreningen er underlagt en række skattemæssige regler for udlodning af udbytte. F.eks. udloddes urealiserede kursgevinster i afdelingerne ikke som udbytte, mens afdelingernes modtagne udbytte skal udloddes. Derfor er der ikke nogen direkte sammenhæng mellem afkastet i en afdeling og det udbytte, som afdelingen udlodder.

FORMUE 8,7 MIA. KR.

Foreningens samlede formue steg i første halvår 2014 efter udbetalt udbytte med 0,2 mia. kr. til 8,7 mia. kr. Stigningen er et resultat af det totale nettosalg af investeringsbeviser til nye og eksisterende medlemmer,

FORMUE MIO. KR. ULTIMO ÅRET OG FØRSTE HALVÅR 2014

	2009	2010	2011	2012	2013	1. halvår 2014	Ændring 2014
Danske Aktier	107	154	161	230	279	328	+49
Europa Aktier	196	249	241	301	366	364	-2
Aktier	270	685	826	1.026	921	785	-137
Value Aktier	690	1.273	1.908	2.990	3.860	3.926	+66
Emerging Markets	-	-	-	-	187	370	+183
Global Sundhed	153	212	148	151	200	241	+41
Danske Obligationer	316	521	466	468	472	521	+49
Obligationer	97	148	208	471	631	715	+84
Pension	98	224	272	385	547	608	+62
Kontra	115	902	1.249	1.229	763	607	-156
Makro	-	-	-	-	189	186	-3
Maj Invest i alt	2.042	4.368	5.480	7.253	8.415	8.651	+236

Noter: 1) Afdeling Makro blev lanceret den 22. marts 2013. 2) Afdeling Emerging Markets blev lanceret den 16. december 2013.

kursgevinster og -fald i de enkelte afdelinger og fragåede udbytter for i alt 436 mio. kr. til medlemmerne i april 2014, som ikke i fuldt omfang er blevet geninvesteret i foreningens afdelinger. Foreningens nettosalg var i første halvår tæt på nul som følge af modsatrettede bevægelser i foreningens afdelinger, og formuestigningen kan tilskrives afkastet i foreningens afdelinger.

Det er meget positivt, at foreningen fortsat har nydt eksisterende og nye medlemmers tillid igennem første halvår 2014, så foreningen har både større formue og flere medlemmer ved udgangen af første halvår 2014. Det tages som udtryk for, at foreningen vinder stadig stærkere rod på det danske marked.

Som det fremgår af tabellen side 9, er der stor forskel på udviklingen i de enkelte afdelinger. Formuen er omtrent uændret i afdelingerne Europa Aktier og Makro, mens formuen er faldet i afdelingerne Aktier og Kontra som følge af tilbagesalg af investeringsbeviser. Derimod har den nyligt lancerede afdeling Emerging Markets tiltrukket nye medlemmer og derved fordoblet sin formue.

FLERE MEDLEMMER

Maj Invest kunne i første halvår 2014 netto byde 346 nye medlemmer velkommen i foreningen og har ved halvårsskiftet 24.768 medlemmer. Det er tilfredsstillende og svarer til en vækst i medlemstallet på 1,4 pct. Foreningens fortsatte vækst kan ses i forhold til, at danske investeringsforeninger samlet set har oplevet et mindre fald i antal medlemmer i 2013.

Årsagen til den fortsatte vækst skal både findes i de gode resultater, som Maj Invest over en årrække har opnået i forhold til markedet, og som bl.a. pressen og det internationale analysehus Morningstar har sat fokus på, og i en stadig stigende interesse hos foreningens distributører i at formidle produkterne fra Maj Invest til deres kunder.

Særligt ændringer i kredsen af distributører har betydet, at der er stor forskel på udviklingen i medlemstallet for de enkelte afdelinger.

Særligt den nye afdeling Maj Invest Emerging Markets nød i første halvår stor opbakning fra foreningens medlemmer og havde ved halvårets udgang 2.073 medlemmer. Afdeling Value Aktier er fortsat foreningens største målt på både formue og medlemstal.

ANTAL MEDLEMMER ULTIMO ÅRET OG FØRSTE HALVÅR 2014

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	1. halvår 2014	Ændring 2014
Danske Aktier	971	1.107	1.343	2.831	3.668	1.737	1.753	+16
Europa Aktier	270	396	451	580	647	734	817	+83
Aktier	853	1.192	2.981	5.603	7.553	5.799	4.634	-1.165
Value Aktier	1.069	1.311	3.082	4.826	7.558	10.130	10.015	-115
Emerging Markets ³⁾	-	-	-	-	-	111	2.073	+1.962
Global Sundhed ¹⁾	82	2.915	4.790	4.273	4.166	3.982	4.673	+691
Danske Obligationer	210	1.196	2.142	1.280	1.443	1.563	1.688	+125
Obligationer	251	397	736	1.068	1.684	2.085	2.191	+106
Pension	411	629	1.158	1.481	1.945	2.338	2.507	+169
Kontra	352	686	3.664	6.742	6.456	3.565	2.215	-1.350
Makro ²⁾	-	-	-	-	-	883	773	-110
Maj Invest i alt	2.847	6.738	14.980	21.240	25.025	24.422	24.768	+346

Noter: 1) Afdeling skiftede i februar 2013 navn og investeringsområde. 2) Afdeling Makro blev lanceret den 22. marts 2013.

3) Afdeling Emerging Markets blev lanceret den 16. december 2013.

Bemærk, at medlemstallene i tabellen summer til mere end foreningens samlede medlemstal, da medlemmerne ved halvårets udgang var medlem af 1,3 afdelinger i gennemsnit.

BASIS- OG SPECIALAFDELINGER

Afdelingerne i Maj Invest er delt i to grupper.

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 afdeling Makro må investor forvente betydelige kursudsving.

Basisafdelinger: Europa Aktier, Danske Obligationer, Obligationer, Pension og Makro.

Specialafdelingerne har højere risiko eller mere specialiserede investeringsstrategier end basisafdelingerne og betaler derfor formidlingsprovision til samarbejdsbankerne (se listen på side 59 eller på www.majinvest.dk).

Specialafdelinger: Danske Aktier, Aktier, Value Aktier, Emerging Markets, Global Sundhed og Kontra.

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. Foreningen opfordrer medlemmerne til at søge rådgivning om disse forhold og gøre brug af den rådgivning, foreningen stiller til rådighed gennem samarbejdsbankerne.

ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER OG ÅOP

Som det fremgår af tabellen nedenfor, ligger administrationsomkostningerne for første halvår tæt på halvdelen af det udmeldte loft eller under. Loftet er fastsat af bestyrelsen og gælder for hele 2014. Det er en sats for, hvor meget administrationsomkostningerne højst må udgøre i procent af den gennemsnitlige formue. Omkostningerne for hele året kan blive lavere end de udmeldte lofter, hvis f.eks. formuen udvikler sig bedre end forventet.

For at gøre det lettere for investorerne at sammenligne omkostningerne i forskellige investeringsforeningsafdelinger har Investeringsfondsbranchen, IFB, i samarbejde med myndigheder og centrale interessenter udarbejdet nøgletallet: Årlige Omkostninger i Procent, forkortet til ÅOP. ÅOP for afdelingerne i Maj Invest er tilgængelige på både www.majinvest.dk og på IFB's

ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER OG ÅOP

	Adm.omkostninger		ÅOP	
	Loft	Realiseret	Maj	Median for
	2014	H1 2014	Invest	IFB-kategori
Danske Aktier	1,45	0,57	1,54	1,84
Europa Aktier	0,40	0,17	0,60	1,93
Aktier	1,45	0,67	1,85	1,96
Value Aktier	1,45	0,70	1,82	1,96
Emerging Markets	1,75	0,77	2,18	2,36
Global Sundhed	1,70	0,81	2,06	2,13
Danske Obligationer	0,35	0,16	0,47	0,71
Obligationer	0,50	0,23	0,61	1,15
Pension	0,65	0,29	0,91	1,67
Kontra	1,40	0,71	1,67	1,67
Makro	0,90	0,43	1,16	1,67

Omkostninger og ÅOP

ÅOP er de samlede omkostninger for en investor med en investeringshorisont på syv år. Administrationsomkostningerne indgår som et af flere elementer i ÅOP.

I boksen side 12-13 er sammenhængen mellem administrationsomkostninger og ÅOP forklaret.

Noter: Branchens median er opgjort den 14. august 2014 af Investeringsfondsbranchen, IFB.

hjemmeside www.investering.dk. Se også boksen på side 11.

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

Basisafdelingerne Europa Aktier, Danske Obligationer, Obligationer, Pension og Makro er alle væsentlig billigere end branchen generelt. Afdeling Kontra er et særligt produkt, hvorfor mediantallet fra IFB ikke er en relevant sammenligning. Både afdeling Danske Obligationer og Obligationer er blandt de billigste i deres kategori blandt de afdelinger, der tilbydes privatkunder. I flere tilfælde er markedets billigste afdelinger ikke tilgængelige for private investorer.

FORMIDLING OG DISTRIBUTION

Maj Invest har ved udgangen af første halvår 2014 formidlingsaftaler med 30 banker om rådgivning til privatkunder i forbindelse med investering. Der er indgået aftale med en ny distributør i løbet af første halvår 2014. Oplysninger om, hvilke banker der er indgået formidlingsaftaler med, fremgår af foreningens hjemmeside, www.majinvest.dk, og side 59 af halvårsrapporten.

Aftalerne giver distributørerne ret til tegningsprovision, under forudsætning af at den pågældende afdeling er i emission. Foreningens seks specialafdelinger giver distributørerne en løbende betaling af formidlingsprovision som beskrevet på side 11. Det forhold, at Maj Invest ikke betaler formidlingsprovision i de fem basisafdelinger, er den væsentligste kilde til, at de fem basisafdelinger har markant lavere omkostninger, end tilsvarende afdelinger generelt har i branchen.

KVALITET I PORTEFØLJELEJE

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

Professionel porteføljepleje fra et anerkendt fondsmæglerselskab, der har vist gode resultater i en lang årrække, er foreningens vej til at give medlemmerne de bedste muligheder for gode afkast. Der stilles krav om, at der er tilstrækkelige ressourcer hos porteføljemanagerne og analytikerne til at yde en kvalificeret rådgivning. Disse krav er afspejlet i aftalen om porteføljerådgivning, hvor honoraret er fastsat på markeds-konforme vilkår.

MINIMÉR DINE OMKOSTNINGER

Omkostningerne i de danske investeringsforeninger har været i fokus i pressen. Det er positivt, og Maj Invest opfordrer til altid at sammenligne omkostninger, inden der foretages en investering. Omkostningerne i Maj Invest hører til den billigste halvdel af sammenlignelige afdelinger i Danmark.

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

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

DET BETYDER ÅOP

Nøgletallet ÅOP, Årlige Omkostninger i Procent, omfatter følgende omkostninger:

- 1) Investors omkostninger ved at købe og sælge investeringsbeviser i form af maksimale emissionstillæg og indløsningsfradrag. Dog omfattes de omkostninger, som betales i kurtage til pengeinstituttet, ikke. Det forudsættes, at investor kommer til at betale de maksimale omkostninger ved at købe og sælge én gang i løbet af syv år. I de fleste tilfælde vil de reelle købs- og salgsomkostninger være lavere.
- 2) Afdelingens årlige administrationsomkostninger.
- 3) Afdelingens omkostninger ved køb og salg af værdi-

Ønsker du mere information?
Bestil Kvartalsnyt og Introduktion til
Maj Invest på www.majinvest.dk/bestil

SPONSORAT

Maj Invest har gennem første halvår 2014 været sponsor for Viborg HK's damehold i den danske håndboldliga. Den treårige aftale blev tegnet i december 2011 for fortsat at udvide kendskabet til produkterne fra Maj Invest. Sponsoratet rummes inden for foreningens almindelige markedsføringsbudget.

USIKKERHED VED INDREGNING OG MÅLING OG USÆDVANLIGE FORHOLD

Det er ledelsens vurdering, at der ikke er væsentlig usikkerhed ved indregning eller måling af balanceposter.

Der er ikke konstateret usædvanlige forhold i foreningens afdelinger, der kan have påvirket indregning eller måling.

HÆNDELSER EFTER HALVÅRETS AFSLUTNING

Der er fra balancedagen og til dato ikke indtrådt forhold, som forrykker vurderingen af halvårsrapporten.



Foto: Lennart Søgård-Høyer.

papirer til afdelingens portefølje. Disse handelsomkostninger fragår også afkastet og estimeres for det kommende år ud fra tilsvarende transaktioner.

I beregningen af ÅOP forudsættes det, at investor beholder sin investering i syv år. Er perioden kortere end syv år, vil investors omkostninger være højere, end ÅOP angiver. Er perioden længere, vil investors omkostninger være mindre, end ÅOP angiver. Maj Invest anbefaler for alle afdelinger, at investors investeringshorisont er mindst tre år og gerne længere.

KØB OG BEHOLD

Du kan minimere dine omkostninger ved at undgå at købe og sælge for ofte. Hvis du ønsker at ændre fordelingen i din portefølje, kan du overveje, om det kan

gøres i takt med, at du placerer nye investeringer. Omlægninger bør aldrig ske uden at tage højde for skat og omkostninger.

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

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

FINANSMARKEDERNE

UDVIKLINGEN I FØRSTE HALVÅR OG FORVENTNINGER

De første måneder af 2014 var præget af skuffende økonomiske nøgletal, dels som følge af usædvanligt hårdt vintervejr i USA, dels som følge af et markant dyk i lagerinvesteringerne. Begge forhold var af midlertidig karakter, og efterfølgende har udviklingen i de toneangivende konjunkturindikatorer generelt været præget af fornyet fremgang.

OBLIGATIONSINVESTORERNE SER PÅ CENTRALBANKEN

På baggrund af 1) usikkerhed som følge af situationen i Ukraine, 2) fortsat minimalt inflationspres, og 3) udbredt pessimisme omkring vækstudsigterne for Europa, har obligationsinvestorerne dog primært haft fokus på potentialet for vedvarende lempelig pengepolitik.

Det gælder ikke mindst i relation til euroområdet, hvor der har været stor opmærksomhed på muligheden for, at Den Europæiske Centralbank, ECB, ville ty til kvantitative lempelser (såkaldt QE). Udviklingen har således været præget af rentefald.

AKTIEMARKEDERNE

Aktiemarkederne var en periode stagnerede, men oplevede fornyet fremgang i takt med bedringen i de økonomiske nøgletal. På valutamarkederne har det stærke fokus på mulige initiativer fra ECB betydet, at den ellers fremherskende tendens til en styrkelse af euro over for blandt andet dollar ser ud til at være blevet brudt.

STOR FORSKEL PÅ DANSKE OG EUROPÆISKE AKTIER

I løbet af første halvår steg det amerikanske S&P 500-indeks 6,1 pct. (6,4 pct. målt i danske kroner), mens det tyske DAX-indeks steg 2,9 pct., og det danske C20-indeks steg 20,4 pct. Efter en længere periode med relativ tilbagegang udviste de såkaldte emerging markets-aktier atter fremgang, og Morgan Stanleys EM-indeks lå ved udgangen af første halvår 4,8 pct. over niveauet fra ultimo 2013 (5,1 pct. målt i danske kroner).

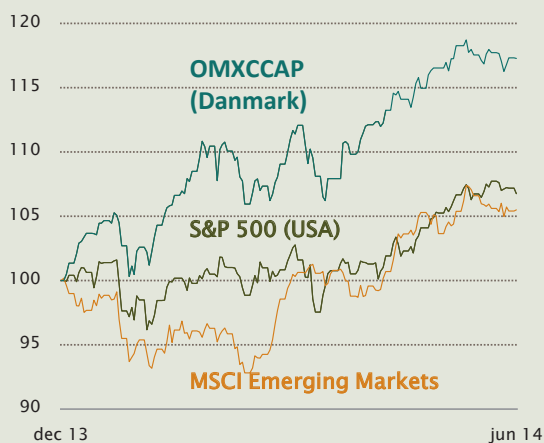
RENTEFALD

Renten på en 10-årig amerikansk statsobligation lå

AKTIEMARKEDERNE FØRSTE HALVÅR 2014 OG DOLLAR OVERFOR KRONER

Aktiemarkederne var overordnet set præget af fremgang i første halvår 2014.

Indeks (målt i danske kroner)



Kilde: Bloomberg.

Dollar overfor danske kroner



ved udgangen af første halvår på 2,53 pct. (0,50 procentpoint under niveauet ultimo 2013), mens den tilsvarende rente i Tyskland lå på 1,25 pct. (0,68 procentpoint under niveauet ultimo 2013). Samtidig lå rentespændene mellem Tyskland og lande som Spanien og Italien henholdsvis 0,81 og 0,60 procentpoint lavere end ved årets start.

UDSIGTERNE FOR DEN RESTERENDE DEL AF 2014

Det væsentligste risikoscenarie vurderes aktuelt at knytte sig til en eskalering af konfrontationen mellem Rusland og Vesten over Ukraine.

Fraset denne risiko, er det Maj Invests vurdering, at den økonomiske fremgang vil fortsætte og gradvist vinde styrke.

For Europa betyder dette især, at investorerne efter vores opfattelse undervurderer potentialet for en styrkelse af det økonomiske opsving i løbet af anden halvdel af 2014. Tilsyneladende er bankerne nu mindre aggressive i forhold til at reducere deres balancer, hvil-

ket blandt andet har givet sig udslag i en relativt markant fremgang i bilsalget.

LØNPRES I USA KAN BETYDE STIGENDE RENTER

For USA ser vi især en risiko for stigende lønpres. Det er et udbredt synspunkt, at det kraftige fald i arbejdsløsheden overdriver den reelle stramning af arbejdsmarkedet. Andre, mere kvalitative, indikatorer viser imidlertid nu også tegn på begyndende lønpres.

I det omfang markedet på et tidspunkt begynder at diskontere en kommende normalisering af de pengepolitiske styringsrenter, kan der således være risiko for ret betydelige rentestigninger. Vi vurderer på nuværende tidspunkt, at denne risiko kan begynde at materialisere sig mod slutningen af 2014.

I givet fald kan disse rentestigninger også føre til øget volatilitet på aktiemarkedene. Samtidigt er det dog vores vurdering, at den aktuelle prissætning af aktiemarkedene ved halvårets udgang fortsat efterlader et potentiale for generel kursfremgang - trods eventuelle rentestigninger.

AFKAST FREM TIL DEN 25. AUGUST 2014

Afkast i pct. i perioden 01.07.14 - 25.08.14

	Procent	Sammenlignings- indeks
Danske Aktier	-0,7	-1,4
Europa Aktier ¹⁾	0,3	-0,1
Aktier	2,2	4,1
Value Aktier	5,0	4,1
Emerging Markets ⁵⁾	6,4	7,8
Global Sundhed ²⁾	4,8	4,1
Danske Obligationer	0,3	1,1
Obligationer	1,2	1,1
Pension	1,8	-
Kontra ³⁾	2,2	-
Makro ⁴⁾	3,3	--

Note: Afkastene er opgjort på basis af kurser pr. 25.08.2014

UDSAGN OM FORVENTNINGERNE

De udsagn om fremtiden, som er indeholdt i denne halvårsrapport, afspejler ledelsens forventninger til fremtidige begivenheder og økonomiske resultater samt til konjunkturerne i verdensøkonomien og på finansmarkederne på tidspunktet for offentliggørelsen af halvårsrapporten i august 2014. Denne type forventninger er i sagens natur forbundet med usikkerhed.

AFKAST- OG RISIKOPROFILER

AFDELINGERNES AFKAST- OG RISIKOPROFILER

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

Afkastet for de enkelte afdelinger forventes over en periode på tre til fem år at ligge som illustreret på figuren nedenfor. Det absolutte afkast skal vurderes i forhold til renteniveauet og inflationen i samfundet. "Middel afkast" svarer til et gennemsnitligt årligt afkast på 2-4 pct. over inflationen. Inflationen målt som stigningen i det generelle forbrugerprisindeks var i første halvår 2014 0,8 pct. (årsniveau).

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

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

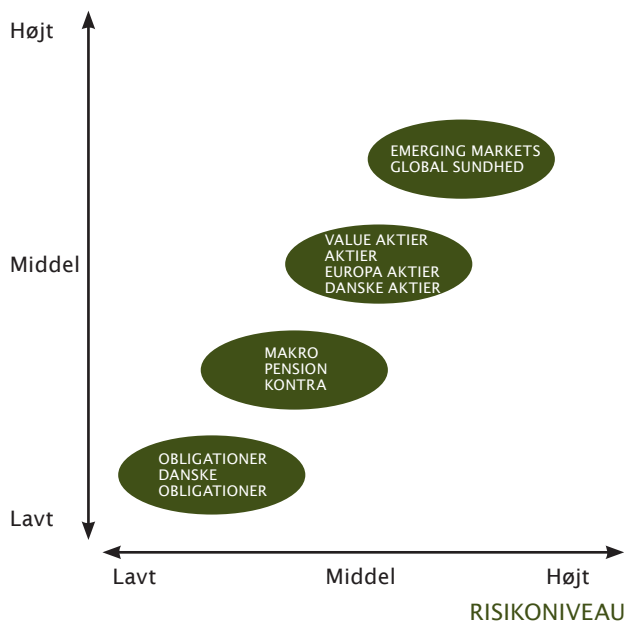
Figuren viser foreningens egen risikovurdering. Opmærksomheden henledes på, at informationsudbydere som f.eks. Morningstar og Investeringsfondsbranchen kan anvende en anden risikoklassificering af afdelingerne. Under de enkelte afdelinger i årsrapporten anvendes den EU-standardiserede risikoindikator.

Som illustration af, hvad risiko i afdelingerne kan betyde, henvises til tabellen side 6 med historiske afkast for kalenderårene 2006 og frem. Resultaterne i 2008 er et eksempel på, hvad en meget omfattende global økonomisk krise kan komme til at betyde for investors investering. Kommende kriser i nær eller fjern fremtid vil ikke nødvendigvis følge samme mønster.

RISIKOFAKTORER I AFDELINGERNE

Som investor i Investeringsforeningen Maj Invest får man en løbende pleje af sin opsparing. Plejen indebærer blandt andet en hensyntagen til de mange forskellige risikofaktorer på investeringsmarkederne. Risikofaktorerne varierer fra afdeling til afdeling. Nogle risici påvirker især aktieafdelingerne, andre især obligationsafdelingerne, mens atter andre risikofaktorer gælder for begge typer af afdelinger. En af de vigtigste risikofaktorer - og den skal investor selv tage højde for - er valget af afdelinger. Som investor skal man være klar over, at der altid er en risiko ved at investere, og at de enkelte afdelinger investerer inden for hvert deres investeringsområde uanset markedsudviklingen. Det vil sige, at hvis investor f.eks. har valgt at investere i en afdeling, der har danske aktier som investeringsområde, så fastholdes dette investeringsområde, uanset om det danske aktiemarked stiger eller falder i værdi.

AFKASTNIVEAU



SKALA FOR AFKAST

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

SKALA FOR RISIKO

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

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

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

RISICI KNYTTET TIL INVESTORS VALG AF AFDELINGER

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

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

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

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

På www.majinvest.dk/download kan investor til enhver tid finde seneste udgave af central investorinformation, hvor den opdaterede placering på risikoindikatoren fremgår.

Afdelingens placering på risikoindikatoren er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre

værdi de seneste fem år og/eller repræsentative data. Store historiske udsving er lig høj risiko og en placering til højre på indikatoren (6-7). Små udsving er lig med en lavere risiko og en placering til venstre på risikoskalaen (1-2). Afdelingens placering på skalaen er ikke konstant. Placeringen kan ændre sig med tiden. Risikoindikatoren tager ikke højde for pludseligt indtrufne begivenheder, herunder devalueringer, politiske indgreb og pludselige udsving i valutaer.

Maj Invest har ved halvårets udgang indgået aftaler med 30 banker om rådgivning af investorerne i forbindelse med valg af afdelinger og risikospredning. Bankrådgivere og investorer kan i Maj Invests materiale og på hjemmesiden få viden om afdelingernes risikoprofiler.

Maj Invest stiller et gør-det-selv-værktøj til rådighed for investorerne på foreningens hjemmeside. Dette værktøj er blevet udviklet, fordi mange investorer i dag investerer via netbanker uden at mødes med en rådgiver.

Maj Invest advarer generelt investorer imod at investere for lånte midler, herunder også at øge gælden i egen bolig for at investere.

RISICI KNYTTET TIL INVESTERINGSMARKEDERNE

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

RISICI KNYTTET TIL INVESTERINGSBESLUTNINGERNE

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



Fondsmæglerselskabet Maj Invest er rådgiver for Investeringsforeningen Maj Invest. På billedet ses nogle af de rådgivere, der arbejder med foreningens afdelinger.

Aktiechef Kurt Kara (t.v.) er ansvarlig for afdeling Value Aktier. Aktiechef Pascal Pierre Lasnier er ansvarlig for investeringsforeningens nye afdeling Emerging Markets. Aktiechef Henrik Ekman er ansvarlig for afdeling Aktier og aktiedelen i afdeling Pension. Aktiechef Keld Henriksen er ansvarlig for afdeling Danske Aktier. CIO, obligationschef Peter Mosbæk er ansvarlig for afdeling Obligationer, Makro, Kontra og obligationsdelen i afdeling Pension. Cheføkonom Arvid Stentoft Jakobsen analyserer den makroøkonomiske udvikling.

Foto: Lennart Søgård-Høyer.



Som det fremgår af afdelingsberetningerne senere i årsrapporten, har foreningen for otte af elleve afdelinger udvalgt et sammenligningsindeks. Det er et indeks, der måler afkastudviklingen på det eller de markeder, hvor den enkelte afdeling investerer. De respektive indeks er udvalgt sådan, at de repræsenterer den langsigtede afkastforventning. Afdelingernes afkast er målt efter fradrag af administrations- og handelsomkostninger. Udviklingen i sammenligningsindekset (afkastet) tager ikke højde for omkostninger. Afdelingerne Pension, Kontra og Makro har ikke et sammenligningsindeks, men holdes op imod kategorien af sammenlignelige afdelinger hos Morningstar.

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

Afdeling Europa Aktier følger en passiv investeringsstrategi, også kaldet en indeksbaseret strategi. Det betyder, at investeringerne er sammensat, så de over tid følger det valgte indeks. Derved kan investor forvente, at afkastet over tid i store træk svarer til udviklingen i indekset. Afkastet vil dog typisk være lidt lavere end udviklingen i det valgte indeks, fordi der ikke indgår omkostninger i indekset.

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

Som porteføljerådgiver for Maj Invest arbejder Fondsmæglerselskabet Maj Invest med en investeringsstrategi, hvor indtjeningssevne, kapitalforhold og gældsætning vurderes for hvert enkelt selskab, der investeres i, ligesom risici nøje afvejes i forhold til afkastpotentialet ved obligationsinvesteringer. Samtidigt spredes investeringerne på flere værdipapirer, og Fondsmæglerselskabet Maj Invest arbejder systematisk med at

skabe porteføljer, hvor der i væsentligt omfang er taget højde for særlige risikofaktorer på forskellige dele af aktie- og obligationsmarkederne. Ved at anvende en investeringsstrategi med en aktiv udvælgelse og prioritering af investeringerne ud fra fundamentale aktieanalyser kan Fondsmæglerselskabet Maj Invest som porteføljerådgiver medvirke til at afdæmpe noget af den risiko, der ellers ville være ved at investere direkte i aktier.

RISICI KNYTTET TIL DRIFTEN AF FORENINGEN

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

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

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

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

For yderligere og opdaterede oplysninger om de enkelte afdelinger i Maj Invest henvises til de gældende prospekter og dokumentet central investorinformation for de pågældende afdelinger. Disse kan downloades på www.majinvest.dk/download og under produktinformation om den enkelte afdeling.

GENERELLE RISIKOFAKTORER**Enkeltlande:**

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

Eksponering mod udlandet:

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

Valuta:

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

Selskabsspecifikke forhold:

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

Modpartsrisiko:

Ved placering i indlån, afledte finansielle instrumenter og depotbeviser, som f.eks. ADRs og GDRs, samt ved aktieudlån m.v. kan der være risiko for, at modparten ikke overholder sine forpligtelser.

SÆRLIGE RISICI VED OBLIGATIONSAFDELINGERNE**Obligationsmarkedet:**

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

Renterisiko:

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

Kreditrisiko:

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

SÆRLIGE RISICI VED AKTIEAFDELINGERNE**Udsving på aktiemarkedet:**

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

Manglende likviditet i markedet kan være en risiko. Likviditet er især et spørgsmål om, hvor mange investorer der er i markedet for at købe eller sælge aktier. Investorernes risikovillighed spiller en rolle for, hvor mange penge der investeres, og hvilke lande, sektorer og segmenter der er størst interesse for. Her kan det også spille en rolle, hvordan investorerne vurderer alternative investeringsmuligheder som f.eks. obligationsinvesteringer.

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

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

Investeringsområde:

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

SÆRLIGE RISICI VED BLANDEDE AFDELINGER

Det følger af ovenstående, at de blandede afdelinger – afdelingerne Pension, Kontra og Makro – både er følsomme over for de faktorer, der påvirker aktieinvesteringer, og de faktorer, der påvirker obligationsinvesteringer. Men spredningen på både aktie- og

obligationsinvesteringer vil generelt betyde, at den samlede risiko for blandede afdelinger vil være lavere end i rene aktieafdelinger. For afdelingerne Pension, Kontra og Makro er de særlige risici beskrevet nærmere i afdelingernes beretninger side 48, 51 og 54.

SAMFUNDSANSVAR OG LEDELSE**Redegørelse for samfundsansvar:**

Foreningens porteføljerådgiver, Fondsmæglerselskabet Maj Invest, foretager løbende overvågning og screening af de enkelte selskaber i foreningens forskellige børsnoterede aktieporteføljer med henblik på at vurdere, hvorvidt selskabernes aktiviteter er i overensstemmelse med foreningens krav til virksomhedernes etiske ansvar.

Det sker for at efterleve de standarder og retningslinjer, der er indeholdt i internationalt anerkendte konventioner og normer. Dette omfatter etik, social og miljømæssig ansvarlighed samt corporate governance.

Den løbende overvågning sker i samarbejde med den nordiske konsulentvirksomhed GES Investment Services Danmark A/S (GES), der løbende overvåger ESG-forholdene (Environmental, Social, Governance) i de selskaber, der indgår eller kunne tænkes at indgå i foreningens porteføljer.

GES screener løbende 17.000 selskaber over hele verden for eventuelle krænkelse af bredt anerkendte internationale konventioner og normer vedrørende miljø, menneskerettigheder og forretningsetik. I første halvdel af 2014 advarede GES om 83 selskaber, som kunne sættes i forbindelse med klart dokumenterede brud på disse normer. Hertil kommer 332 mulige hændelser på GES' evalueringsliste, hvor dybere research foretages med henblik på at be- eller afkræfte brud på disse normer.

GES foretager herudover eksplicit screening af de selskaber, som Fondsmæglerselskabet Maj Invest har investeret i på vegne af kunder, herunder Investeringsforeningen Maj Invest. Såfremt de selskaber, som Fondsmæglerselskabet Maj Invest har investeret i på vegne af kunder, kommer i konflikt med Fondsmæglerselskabet Maj Invests grundlag for ansvarlige investeringer, medvirker Fondsmæglerselskabet Maj Invest til at påvirke virksomhederne til en ændring af

adfærden sammen med andre institutionelle investorer gennem GES Engagement Forum. GES Engagement Forum udførte i første halvdel af 2014 aktivt ejerskab eller engagement i forbindelse med 98 kontroversielle sager. Et fåtal vedrørte Maj Invest. Vedvarende kritik af manglende ansvarlighed omkring overtrædelser af internationale konventioner og normer uden tilstrækkelig lydhørhed og adfærdsændringer fra virksomhedens ledelse vil normalt føre til salg af aktieposten.

Hensyntagen til ESG-forhold indgår dermed som en integreret del af det generelle analysearbejde med foreningens aktieinvesteringer, sådan som det bl.a. er formuleret i FN's principper for Ansvarlig Investeringspraksis, UNPRI.

Fund governance:

Bestyrelsen har vedtaget en såkaldt fund governance-politik, som beskriver samspillet mellem medlemmer, bestyrelse og investeringsforvaltningsselskabet. Politikken skal bl.a. sikre, at foreningens informationspraksis giver medlemmer og andre interessenter mulighed for dels at følge udviklingen i foreningen og i afdelingerne, dels at komme med indsigelser og forslag på områder, som er væsentlige. Endvidere skal fund governance-politikken belyse, hvordan bestyrelsen og investeringsforvaltningsselskabet arbejder med driftsmæssige risici og kontroller. Denne politik kan ses på www.majinvest.dk/download.

Investeringsfilosofi:

Fondsmæglerselskabet Maj Invest er valgt som porteføljerådgiver for alle afdelinger i Maj Invest. Fondsmæglerselskabet Maj Invest rådgiver både om porteføljestrategi og investeringsvalg samt om produktudvikling og -formidling. Fondsmæglerselskabet Maj Invest er bemandet med medarbejdere, som i årevis har forvaltet værdipapirer for Lønmodtagerens Dyrtidsfond og en lang række andre institutionelle investorer.

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

Arbejdsmetoden hos Fondsmæglerselskabet Maj Invest er kendetegnet ved "købmandskab", hvor fokus fastholdes på det, som skaber afkast på lang sigt for medlemmerne. Der foretages en aktiv udvælgelse og prioritering af værdipapirerne ud fra en grundig analyse af risici og afkastpotentiale. Endvidere arbejdes der i høj grad med egenskaberne ved den portefølje, som de samlede investeringer i en afdeling udgør. Ved at arbejde med porteføljens sammensætning kan der med fornuft på udvalgte områder investeres i værdipapirer med høje afkastpotentialer, men også høje risici, uden at den samlede risiko for afdelingens investeringer som helhed øges. Uanset hvilke temaer der er populære på investeringsmarkederne, fastholdes denne tilgang i investeringsstrategien.

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

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

MAJ INVEST DANSKE AKTIER

LÆSEVEJLEDNING

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit om afkast- og risikoprofiler side 16 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på www.majinvest.dk/download.

RISIKOPROFIL

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

På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6. I halvårsrapportens afsnit om afkast- og risikoprofiler side 16 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet Finansmarkederne side 14 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

STAMDATA

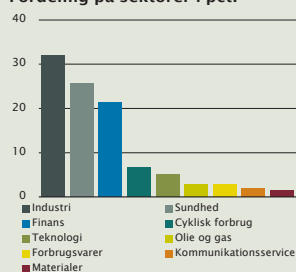
Fondskode: DK0060005171
 Startdato: 16.12.2005
 Valuta: Danske kroner
 Stykstørrelse: 100 kr.
 Udbyttebetalende: Ja
 Investeringsrådgiver: **Fondsmægler** selskabet Maj Invest
 Porteføljemanager: Keld Henriksen & Peter Stenholt
 IFB-kategori: Aktier Danmark
 Morningstar Kategori™: Aktier - Danmark

	1. halvår 2014	Siden start
Afkast	17,6 %	131,6 %
Afdelingen	17,6 %	131,6 %
Sml. indeks	17,3 %	107,7 %

Morningstar Rating™

★★★

Fordeling på sektorer i pct.



VÆRDIUDVIKLING Hvad er 100 DKK blevet til?



RISIKOINDIKATOR



Afdelingen gav i første halvår 2014 et afkast på 17,6 pct. Afkastet er i absolut forstand særdeles tilfredsstillende og lidt højere end den generelle udvikling på det danske aktiemarked målt ved sammenligningsindekset OMXCCAP, der steg 17,3 pct. Set i forhold til den sammenlignelige Morningstar Kategori™ klarede afdelingen sig 0,7 procentpoint ringere.

Afdelingen har dermed foreløbigt mere end indfriet forventningerne i årsrapporten for 2013 om et positivt afkast for hele 2014 på 7-8 pct. som følge af en stærk kursudvikling i året første halvår, ikke mindst i første kvartal.

MARKEDET

Det danske aktiemarked fortsatte sin stærke udvikling i første halvår 2014 og er i løbet af 2½ år fordoblet i værdi.

Regnskaberne for andet kvartal 2014 er aflagt, og generelt er indtrykket ganske positivt. Der har kun været få og relativt beskedne nedjusteringer og langt flere opjusteringer, end der normalt opleves efter andet kvartal. Ydermere taler mange virksomheder nu om mere tydelige væksttegn i Europa. Tendensen afspejler sig dog ikke hos de danske banker, der samstemmende beretter om manglende lånelyst både hos erhvervslivet og private. Konsolideringslysten er derfor stadig stor i banksektoren, hvilket tydeligt ses i Jyske Banks overtagelse af BRK Kredit, ligesom Spar Nord overtog en udlånsportefølje på 4 mia. kr. fra FIH.

Den gode stemning har igen skabt mulighed for at hente kapital via fondsbørsen, hvilket både Vestas Wind Systems, Genmab og Bang & Olufsen har benyttet sig af. Ligeledes har kapitalfondene udnyttet dette åbne vindue til at børsnotere to nye virksomheder på den danske fondsbørs. ISS, en gammel kending inden for serviceindustrien, er tilbage. Ligeledes er OW Bunker, der er blandt verdens største virksomheder inden for distribution af skibsbrændstof, blevet noteret. I begge tilfælde var interessen fra investorside meget stor med store kursstigninger til følge allerede på første noteringsdag.

PERFORMANCE

Det er strategien med aktiv aktieudvælgelse at skabe et langsigtet merafkast i forhold til markedet. I første

halvdel af 2014 var afkastet 0,3 procentpoint højere end sammenligningsindekset. Siden afdelingens lancering for knap ni år siden er merafkastet i forhold til markedet 23,8 procentpoint.

Det største positive bidrag til halvårets relative performance kom fra Dampskibsselskabet Norden, som afdelingen ikke er investeret i. Mange nye skibe og manglende efterspørgsel efter sejlads i tørlastsegmentet har sendt skibsraterne ned og ramt selskabets indtjening hårdt.

Også H. Lundbeck, hvor afdelingen kun har en begrænset investering, har bidraget positivt til de relative afkast. H. Lundbeck arbejder på at få genskabt vækst efter patentudløb af virksomhedens storsælgende depressionsmedicin. Selskabet er derfor meget afhængig af sin forskningspipeline af mulige fremtidige produkter, hvorfor det var en stor skuffelse, at man ikke opnåede det ønskede effektresultat i fase III med sit stof mod slagtilfælde.

Modsat har investering i teknologivirksomheden SimCorp bidraget negativt. I modsætning til egne forventninger skuffer salget af virksomhedens primære produkt SimCorp Dimension på det vigtige amerikanske marked. Man har udskiftet den lokale ledelse i USA og er stadig optimistisk omkring mulighederne.

Ligeledes bidrog investeringerne i William Demant, Sydbank, FLSmidth og DSV negativt.

SÆRLIGE RISICI 2014

I de fleste større danske børsnoterede virksomheder var tilstanden god medio 2014, og virksomhedernes tilstand vurderes derfor ikke at være den primære risiko.

Der kan naturligvis altid opstå uro på de finansielle markeder afledt af geopolitiske forhold, og i så fald kan investorernes risikoappetit svinge ganske hurtigt med store kursudsving til følge.

Gennem 2013 og første halvår 2014 satte de ledende aktieindeks for det danske marked gentagne gange rapport og halvåret 2014 endte på et rekord højt niveau. Derfor er det særligt vigtigt, at virksomhederne

leverer som forventet. Bliver markedet skuffet, eventuelt afledt af skuffende europæisk vækst, vil det sætte aktiekurserne under pres.

FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Strategien, der er fastholdt siden afdelingens start i 2005, fortsættes uforandret med en købmandsmæssig tilgang, hvor der kontinuerligt afsøges investeringsmuligheder i det danske aktiemarked på tværs af sektorer, selskabsstørrelser og -typer. Prisfastsættelsen af den enkelte aktie er en væsentlig parameter, hvor selskaberne vurderes enkeltvis ud fra en langsigtet fundamental betragtning. Der lægges stor vægt på at vedligeholde kendskabet til det enkelte selskab. Jævnlig møder med den enkelte ledelse er vigtige, da den track record og troværdighed er meget afgørende.

På trods af voldsomme kursstigninger de seneste år vurderes det danske aktiemarked at være fair prissat på indtjeningsnøgletal både i forhold til sin egen historik og i forhold til internationale aktiemarkeder generelt. Yderligere kursstigninger vurderes dog i høj grad at skulle komme på baggrund af indtjeningsforbedringer i virksomhederne.

For hele 2014 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end sammenligningsindekset, da afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi.

Ofte siges det, at aktier på langt sigt giver et afkast i gennemsnit på 7-8 pct. p.a., men at afkastet det enkelte år ofte vil afvige markant fra gennemsnittet. Ved udgangen af første halvår 2014 virker det overvejende sandsynligt, at afkastet for 2014 vil overstige 7-8 pct.

Til illustration af usikkerheden ved at investere i afdelingen henvises til tabellen over historiske afkast side 6. Her fremgår det, at afdelingens afkast har været mellem -48 og +47 pct. de seneste ni år. Der er således en betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkastet for 2014.

MAJ INVEST DANSKE AKTIER

Resultatopgørelse

	01.01.-30.06.2014 1.000 DKK	01.01.-30.06.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter	4.854	5.096
Kursgevinster og -tab	46.533	21.063
Administrationsomkostninger	-1.782	-1.865
Resultat før skat	49.605	24.294
Rente- og udbytteskat	-134	-63
Halvårets nettoresultat	49.471	24.231

Balance

	30.06.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler	2.236	3.037
1 Kapitalandele	326.674	276.351
Andre aktiver	0	241
Aktiver i alt	328.910	279.629
Passiver		
2 Medlemmernes formue	328.464	279.031
Anden gæld	446	598
Passiver i alt	328.910	279.629

Note 1: Finansielle instrumenter i pct.	30.06.2014	30.06.2013
Børsnoterede	100,0	99,9
Øvrige	0,0	0,1
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0

Note 2: Medlemmernes formue	30.06.2014 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	279.031
Udlodning fra sidste år	-13.545
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning	-523
Emissioner i perioden	18.946
Indløsninger i perioden	-4.998
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	82
Periodens resultat	49.471
Medlemmernes formue ultimo	328.464

Nøgletal for halvåret	30.06.2014	30.06.2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	328.464	275.458
Antal andele	1.817.550	2.121.920
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	180,72	129,82
Afkast (pct.) *)	17,60	9,63
Sammenligningsindeks (pct.) *)	17,28	11,74
Administrationsomk. (pct.) *)	0,57	0,65

*) Disse nøgletal er opgjort for 01.01.14 - 30.06.14 og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten.

MAJ INVEST EUROPA AKTIER

LÆSEVEJLEDNING

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit om afkast- og risikoprofiler side 16 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på www.majinvest.dk/download.

RISIKOPROFIL

Da afdelingen investerer i europæiske aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko på udviklingen i europæiske aktier og valutaer. Hertil kommer modpartsrisiko.

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

På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6. I halvårsrapportens afsnit om afkast- og risikoprofiler side 16 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet Finansmarkederne side 14 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

STAMDATA

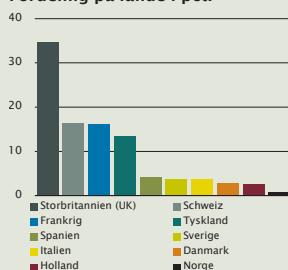
Fondskode: DK0060079960
 Startdato: 06.06.2007
 Valuta: Danske kroner
 Stykstørrelse: 100 kr.
 Udbyttebetalende: Ja
 Investeringsrådgiver: **Fonds-
 mægler**selskabet Maj Invest
 Porteføljemanager: Ulrik Jensen
 IFB-kategori: **Aktier Europa**
 Morningstar Kategori™: **Aktier -
 Europa Large Cap Blend**

	1. halvår 2014	Siden start
Afkast	5,6 %	5,7 %
Afdelingen	6,2 %	7,0 %
Sml.indeks		

Morningstar Rating™

★★★

Fordeling på lande i pct.



VÆRDIUDVIKLING Hvad er 100 DKK blevet til?



RISIKOINDIKATOR

◀ Lav risiko Høj risiko ▶
 Typisk lavt afkast Typisk højt afkast

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

Afdelingen gav i første halvår 2014 et afkast på 5,6 pct., hvilket i absolut forstand var meget tilfredsstillende, men dog lavere end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI Europa inkl. nettoudbytter, der omregnet til danske kroner steg med 6,2 pct. Den sammenlignelige Morningstar Kategori™ steg 4,4 pct.

Afdelingen har med resultaterne for første halvår indfriet forventningerne i årsrapporten for 2013 om et positivt afkast for 2014. Det er sket, selvom der har været betydelige udsving i løbet de først seks måneder. Markedet viste over en bred kam tilbageslag i løbet af januar og marts måned, ikke mindst som følge af konflikten mellem Ukraine og Rusland.

MARKEDET

Den europæiske gældskrise er i store træk sendt i baggrunden, og i takt med denne stabilisering er blandt andre de spanske renter faldet. Den favorable renteudvikling har bidraget til fortsat at gøre aktierne til en attraktiv aktivklasse, og det har i betydelig grad drevet en del af halvårs stigninger. Stigningerne er sket på trods af, at væksten i Europa i første halvår fortsat ikke viste markante tegn på forbedringer og samtidig med, at sanktionerne mellem EU og Rusland blev eskaleret i løbet af foråret.

PERFORMANCE

Markedet har til stadighed været drevet af Den Europæiske Centralbanks rentepolitik og den politiske situation omkring krisen i Ukraine. Begge har haft væsentlig indflydelse på kursudviklingen og ikke mindst på en række af de betydelige udsving, som man har kunnet observere i første halvår. Afdelingens afkast var en smule under markedets afkast for første halvår. Dette er utilsigtet, idet afdelingen søger at generere et afkast, der ligger så tæt op af markedsafkastet fra regnet omkostninger som muligt ved at følge en passiv indeksstrategi.

SÆRLIGE RISICI 2014

Krisen mellem Ukraine og Rusland vil med stor sandsynlighed fortsat være i fokus i andet halvår. Markedet vil nøje følge, hvordan krisen udvikler sig, og i hvilket omfang krisen afføder sanktioner mellem Rusland og Europa. En yderligere eskalering af konflikten og

en inddragelse af den vitale gaseksport fra Rusland til Europa vil kunne få negativ betydning for europæisk erhvervsliv og dermed de europæiske aktiemarkeder. Selvom gældskrisen ved halvårets afslutning var trængt i baggrunden, er der fortsat udfordringer på den front i dele af de sydeuropæiske lande. Ved halvårets udgang så det dog ud til, at de sydeuropæiske regeringer og Den Europæiske Centralbank havde situationen under kontrol.

FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Der er fortsat en generel markedsrisiko i 2014, efter at aktiemarkederne overordnet set har klaret sig rigtig fornuftigt i første halvår. Eftersom alternativerne til aktier er begrænsede, og den underliggende økonomiske udvikling ser stabil ud, forventes markedet generelt at udvikle sig i en positiv retning.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor afdelingen er sammensat, så den med et begrænset antal positioner over tid kan forventes at give et afkast, der er tæt på sammenligningsindekset fraregnet omkostninger. For 2014 er det fortsat forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast, men der er væsentlig usikkerhed forbundet med at forudsige afkastet. Til illustration af denne usikkerhed henvises til tabellen side 6, der viser, at afdelingens afkast de seneste seks år har været mellem -38 og +26 pct.

MAJ INVEST EUROPA AKTIER

Resultatopgørelse

	01.01.-30.06.2014 1.000 DKK	01.01.-30.06.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter	10.737	7.974
Kursgevinster og -tab	12.056	-2.300
Administrationsomkostninger	-629	-571
Resultat før skat	22.164	5.103
Rente- og udbytteskat	-1.173	-947
Halvårets nettoresultat	20.991	4.156

Balance

	30.06.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler	4.665	509
1 Kapitalandele	356.078	362.750
Andre aktiver	2.922	2.750
Aktiver i alt	363.665	366.009
Passiver		
2 Medlemmernes formue	363.577	365.944
Anden gæld	88	65
Passiver i alt	363.665	366.009

Note 1: Finansielle instrumenter i pct.	30.06.2014	30.06.2013
Børsnoterede	100,0	98,8
Øvrige	0,0	1,2
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0

Note 2: Medlemmernes formue	30.06.2014 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	365.944
Emissioner i perioden	9.005
Indløsninger i perioden	-32.564
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	201
Periodens resultat	20.991
Medlemmernes formue ultimo	363.577

Nøgletal for halvåret	30.06.2014	30.06.2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	363.577	312.915
Antal andele	4.112.143	4.268.643
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	88,42	73,31
Afkast (pct.)*	5,65	1,40
Sammenligningsindeks (pct.)*	6,08	3,60
Administrationsomk. (pct.)*	0,17	0,18

*) Disse nøgletal er opgjort for 01.01.14 - 30.06.14 og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten.

MAJ INVEST AKTIER

LÆSEVEJLEDNING

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit om afkast- og risikoprofiler side 16 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på www.majinvest.dk/download.

RISIKOPROFIL

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

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

På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 5. I halvårsrapportens afsnit om afkast- og risikoprofiler side 16 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet Finansmarkederne side 14 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

STAMDATA

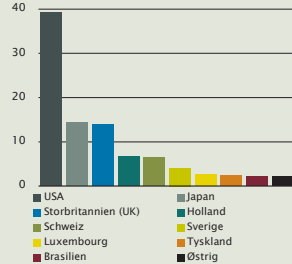
Fondskode: DK0060005254
 Startdato: 16.12.2005
 Valuta: Danske kroner
 Stykstørrelse: 100 kr.
 Udbyttebetalende: Ja
 Investeringsrådgiver: Fondsmæglerselskabet Maj Invest
 Porteføljemanager: Henrik Ekman
 IFB-kategori: Aktier Globale
 Morningstar Kategori™: Aktier - Globale Large Cap Blend

	1. halvår 2014	Siden start
Afkast	5,0 %	66,3 %
Afdelingen	5,0 %	66,3 %
Sml. indeks	6,9 %	44,5 %

Morningstar Rating™

★★★★

Fordeling på lande i pct.



VÆRDIUDVIKLING Hvad er 100 DKK blevet til?



RISIKOINDIKATOR

◀ Lav risiko Høj risiko ▶
 Typisk lavt afkast Typisk højt afkast

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

Afdelingen gav i første halvår 2014 et afkast på 5,0 pct. Afkastet er tilfredsstillende, men lavere end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI Verden, der omregnet til danske kroner steg 6,9 pct. Afkastet er 0,5 procentpoint lavere end den sammenlignelige Morningstar Kategori™.

Afdelingen har foreløbigt indfriet forventningerne i årsrapporten for 2013 om et positivt afkast for 2014 i størrelsesordenen ti procent for hele året.

MARKEDET

I modsætning til afslutningen på 2013 var begyndelsen af 2014 præget af negativ stemning på de fleste aktiemarkeder. Gennem 2013 gik de fleste aktiemarkeder fra at være relativt lavt prisfastsat til at være relativt højt prisfastsat i en historisk sammenhæng. På baggrund af de stigende aktiepriser målt på nøgletal begyndte mange investorer i stedet at fokusere på at vurdere virksomhedernes evne til at skabe indtjeningsvækst. Samtidig håbede mange investorer, at forventningerne til denne indtjeningsvækst ville blive opjusteret i lyset af de gode makroøkonomiske nøgletal, som kendetegnede 2013. Fortsatte økonomiske problemer i store dele af emerging markets, svage nøgletal i Europa og USA og krisen mellem Rusland og Ukraine lagde i begyndelsen af første halvår en dæmper på den generelle stemning på aktiemarkedene. Overordnet betød det, at investorerne foretrak obligationer frem for aktier. I aktiemarkedet var det som i begyndelsen af 2013 de ikke-konjunkturfølsomme sektorer, eksempelvis pharma, og sektorer med høje udbytter, eksempelvis forsyning, investorerne efterspurgte. Det på trods af udbredte forventninger om, at de globale konjunkturindikatorer ville udvise forbedringer i løbet af 2014 og 2015.

I takt med fremkomsten af bedre makroøkonomiske nøgletal og pæne regnskaber fra virksomhederne fik den geopolitiske usikkerhed mindre indflydelse på stemningen, og aktierne begyndte generelt at stige, særligt gennem maj måned. Undtagelsen var oliepriserne, der fortsatte med at stige, som konsekvens af den geopolitiske usikkerhed. Energiaktierne steg især som følge af olieprisstigningerne, men derudover var det fortsat pharma og forsyning, der udviste de største stigninger gennem hele halvåret. Akkurat som i starten af 2013, hvor rentefald fik aktieinvestorer til

at søge over i aktier med obligationslignende karakteristika, afspejlede rentefaldet i begyndelsen af 2014, at investorerne var skeptiske over for udsigterne til en stærk fremgang i konjunkturerne. Derfor fokuserede de på de defensive sektorer. Den eneste undtagelse var teknologi, der også udviste pæne stigninger i halvåret. Det var især en række aktier relateret til internettet og sociale medier, der udviste de største stigninger og som af mange blev anset for at være uberettiget dyre. Baggrunden var, at mange af de pågældende selskaber, trods stor og hurtig udbredelse af deres forretningsomfang, oftest kun havde lav eller negativ indtjening. Selvom aktieinvestorer generelt fokuserede på aktier med lav risiko, afspejlede prisfastsættelsen af dele af teknologisektoren, at dele af markedet var overophedet.

På regionsniveau gav emerging markets og Japan de største fald i starten af perioden. Sidstnævnte af frygt for, at en varslet momsforhøjelse per 1. april 2014 ville sætte det spirende japanske opsving i stå. De foreløbige tal ved halvårsskiftet tyder umiddelbart på, at momsforhøjelsen kun har haft mindre negativ betydning. De største regionale stigninger så man på amerikanske aktier, bl.a. hjulpet af omfattende aktietilbagekøbsprogrammer.

PERFORMANCE

Afdelingens performance var på den negative side primært påvirket af de gennemsnitlige aktievalg inden for industriområdet, som blev forstærket af, at området blev overvægtet. Det gjaldt især investeringen i den italienske producent af landbrugsmaskiner og lastbiler CNH Industrial og den japanske producent af industriglas Asahi Glass. Holdningen til de to selskaber er ved halvårsskiftet uændret positiv. Ud over disse investeringsvalg bidrog det gennemsnitlige afkast inden for råvarer negativt, bl.a. som følge af afdelingens investering i den engelsk-australske jernmalmsproducent Rio Tinto.

På den positive side var det især de gennemsnitlige investeringsvalg inden for teknologi, der var betydeligt overvægtet, som bidrog positivt. Det var bl.a. investeringerne i den taiwanesiske chipproducent TSMC og den amerikanske producent af netværksudstyr Cisco, der bidrog mest. Ud over disse generelle positive på-

virksomheder bidrog afdelingens enkeltinvesteringer i bl.a. de to amerikanske energiselskaber Chesapeake og Occidental samt i den Hong Kong-baserede kuffert- og taskeproducent Samsonite positivt.

SÆRLIGE RISICI 2014

Markedet har udvist høje kursstigninger gennem 2013 og aktierne var overordnet set ikke billige ved årsskiftet. Derfor er prisfastsættelsen af de globale aktiemarkeder afhængig af, at den forventede konjunkturfremgang og deraf afledte vækst i virksomhedernes indtjening ikke bliver bremset af den aktuelle geopolitiske uro i Østeuropa og Mellemøsten. En uventet udvikling i den amerikanske centralbanks fremtidige pengepolitik kan også få midlertidig effekt på markederne, da bankens politik og handlinger er genstand for stor bevågenhed i markedet. Uanset at den reale, langsigtede betydning for den generelle konjunkturudvikling er begrænset.

FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Det forventes, at den aktuelle svaghed i de makroøkonomiske nøgletal vil blive afløst af fornyet konjunkturfremgang i især USA, men også i Europa. I kombination med fortsat lave renter vil det give fortsat gode rammevilkår for virksomhedernes indtjeningsudvikling. Generelt forventes det, at afdelingen opretholder en høj eksponering mod de dele af aktiemarkedet, der handler til de laveste multipler i forhold til de pågældende områders historiske niveauer. Det gælder flere af de konjunkturfølsomme områder som finans, industri og teknologi. Hvis renterne begynder at stige kraftigt, vil det sandsynligvis være resultatet af økonomisk vækst, der er højere end ventet af markederne. En sådan vækst forventes at gavne de tre nævnte områder mere end resten af markedet, selv hvis rentestigningerne skulle føre til generelle aktiekursfald. Forventningen om et samlet afkast for 2014 i størrelsesordenen ti procent fastholdes.

Til illustration af usikkerheden ved at investere i afdelingen henvises til tabellen over historiske afkast side 6. Her fremgår det, at afdelingens afkast har været mellem -29 og +30 pct. de seneste otte år. Der er således en betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkastet for 2014.

MAJ INVEST AKTIER

Resultatopgørelse

	01.01.-30.06.2014 1.000 DKK	01.01.-30.06.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter	11.549	17.376
Kursgevinster og -tab	33.011	74.274
Administrationsomkostninger	-5.541	-7.361
Resultat før skat	39.019	84.289
Rente- og udbytteskat	-1.250	-1.384
Halvårets nettoresultat	37.769	82.905

Balance

	30.06.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler	355	6.170
1 Kapitalandele	782.178	913.920
Andre aktiver	4.089	3.041
Aktiver i alt	786.622	923.131
Passiver		
2 Medlemmernes formue	785.493	921.523
Anden gæld	1.129	1.608
Passiver i alt	786.622	923.131

Note 1: Finansielle instrumenter i pct.	30.06.2014	30.06.2013
Børsnoterede	100,0	99,7
Øvrige	0,0	0,3
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0

Note 2: Medlemmernes formue	30.06.2014 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	921.523
Udlodning fra sidste år	-66.113
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning	6.025
Emissioner i perioden	11.581
Indløsninger i perioden	-125.795
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	503
Periodens resultat	37.769
Medlemmernes formue ultimo	785.493

Nøgletal for halvåret	30.06.2014	30.06.2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	785.493	980.290
Antal andele	6.494.695	8.759.441
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	120,94	111,91
Afkast (pct.) *)	5,01	8,39
Sammenligningsindeks (pct.) *)	6,79	9,94
Administrationsomk. (pct.) *)	0,67	0,73

*) Disse nøgletal er opgjort for 01.01.14 - 30.06.14 og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten.

MAJ INVEST VALUE AKTIER

LÆSEVEJLEDNING

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit om afkast- og risikoprofiler side 16 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på www.majinvest.dk/download.

RISIKOPROFIL

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

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

På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 5. I halvårsrapportens afsnit om afkast- og risikoprofiler side 16 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet Finansmarkederne side 14 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

STAMDATA

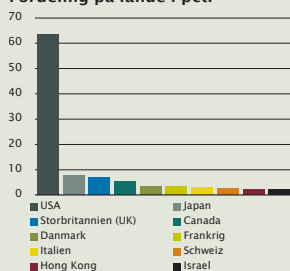
Fondskode: DK0060005338
 Startdato: 16.12.2005
 Valuta: Danske kroner
 Stykstørrelse: 100 kr.
 Udbyttebetalende: Ja
 Investeringsrådgiver: **Fonds-
 mægler**selskabet Maj Invest
 Porteføljemanager: Kurt Kara &
 Ulrik Jensen
 IFB-kategori: Aktier Globale
 Morningstar Kategori™: Aktier -
 Globale Large Cap Blend

	1. halvår 2014	Siden start
Afkast	8,9 %	79,9 %
Afdelingen	8,9 %	79,9 %
Sml. indeks	6,9 %	44,5 %

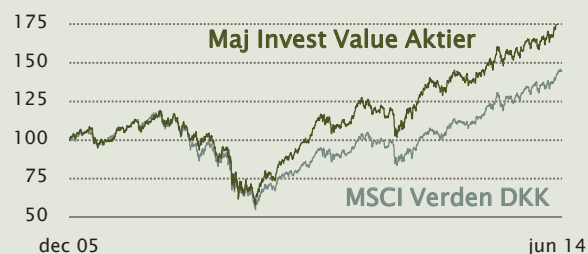
Morningstar Rating™

★★★★★

Fordeling på lande i pct.



VÆRDIUDVIKLING Hvad er 100 DKK blevet til?



RISIKOINDIKATOR

◀ Lav risiko Høj risiko ▶
 Typisk lavt afkast Typisk højt afkast

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

Afdelingen gav i første halvår 2014 et afkast på 8,9 pct., hvilket i absolut forstand var særdeles tilfredsstillende og bedre end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI Verden, der omregnet til danske kroner steg med 6,9 pct. Set i forhold til den sammenlignelige Morningstar Kategori™, der steg 5,5 pct., var afkastet ligeledes særdeles tilfredsstillende.

Forventningerne fremsat i årsrapporten for 2013 var et positivt afkast mellem 5 til 10 pct. for 2014. Dette er realiseret allerede efter første halvår.

MARKEDET

Den europæiske gældskrise er ved halvårets udgang sat på hold, hvilket kan ses i udviklingen på de lange renter, hvor de spanske og italienske renter er tilbage på niveauerne før 2011. Europa er endnu ikke kommet i højt gear, når det gælder økonomisk vækst, men alene det forhold, at gældsmarkedet ikke længere var så anspændt, havde positiv indvirkning på aktiemarkedet i Europa. Den primære økonomiske bekymring i Europe ved halvårsskiftet var, om inflationen var blevet så lav, at en egentlig deflation truede vækstbilledet på længere sigt. I USA er historien ganske anderledes, idet væksten var kommet tilbage, statsfinanserne så fornuftige ud og inflationen var på et fornuftigt niveau. Regnskaberne fra de amerikanske selskaber var i første halvår ovenud tilfredsstillende, og det amerikanske aktiemarked var igen blandt de bedste. Udsigterne for den relativt bedre amerikanske økonomiske performance var også medvirkende til, at dollaren blev styrket over for stort set alle valutaer globalt. Japansk vækst så imidlertid ikke ud til at trække op, og den meget omtalte "Abenomics" så ud til at møde modstand. Derfor var første halvår hårdt for de japanske aktier. Slutteligt var emerging markets præget af såvel positive som negative hændelser. Konflikten i Mellemøsten og Ukraine trak ned, mens andre regionale områder som Latinamerika klarede sig godt. Kina kæmpede stadig med høje boligpriser og en svulmende gældskrise, hvilket betyder, at der stadig er betydelig usikkerhed i dette land.

PERFORMANCE

Afdelingens afkast var noget bedre end markedets afkast for første halvår. Under normale markedsbetingelser er afkastet i høj grad bestemt af de enkelte selskabers resultater. Dog har markederne i de sidste par

år været drevet af eurozonens gældskrise og de geopolitiske programmer. Op til 2014 har det derfor i høj grad været makroøkonomiske faktorer og centralbankernes ageren, der gav bevægelserne på aktiemarkederne globalt set. Med en normalisering af makroøkonomien har dette imidlertid spillet en mindre rolle i første halvår af 2014, og porteføljeafkastet er derfor i stigende grad drevet af udviklingen på enkeltaktier.

Den absolut bedste investering for halvåret var DirectTV, der steg med over 20 pct. i første halvår. Derudover steg sundhedsforsikrings-selskabet Humana med ca. 20 pct.

Blandt de ringeste investeringer for halvåret var holdingselskabet Leucadia National Corp, der faldt mere end 6 pct. Derudover faldt investeringsbanken Goldman Sachs ca. 5 pct., mens teknologi- og servicevirksomheden IBM faldt ca. 2 pct. i perioden.

SÆRLIGE RISICI 2014

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

FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Der er fortsat betydelige risici for markedet i 2014, både i relation til krisen blandt eurolandene og i relation til den lavere kinesiske vækst. På trods af disse faktorer forventes markedet generelt at udvikle sig i positiv retning, blandt andet understøttet af opsvinget i den amerikanske økonomi. Et opsving, som indtil videre ser ud til at være stærkere end, hvad der generelt er forventning om blandt en stor del af markedsdeltagerne. Det forventes, at afdelingen i andet halvår vil give et positivt afkast, og at årets samlede afkast vil overstige forventningerne fremsat i årsrapporten for 2013.

Afkastet kan blive højere eller lavere end sammenligningsindekset, da afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. Til illustration af usikkerheden ved at investere i afdelingen henvises til tabellen over historiske afkast side 6. Her fremgår det, at afdelingens afkast har været mellem -36 og +42 procent de seneste otte år. Der er således en betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkastet for 2014.

MAJ INVEST VALUE AKTIER

Resultatopgørelse

	01.01.-30.06.2014 1.000 DKK	01.01.-30.06.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter	37.095	48.721
Kursgevinster og -tab	314.828	281.969
Administrationsomkostninger	-26.689	-25.234
Resultat før skat	325.234	305.456
Rente- og udbytteskat	-4.508	-4.217
Halvårets nettoresultat	320.726	301.239

Balance

	30.06.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler	18.997	29.731
1 Kapitalandele	3.910.573	3.833.623
Andre aktiver	3.003	5.237
Aktiver i alt	3.932.573	3.868.591
Passiver		
2 Medlemmernes formue	3.926.154	3.859.927
Anden gæld	6.419	8.664
Passiver i alt	3.932.573	3.868.591

Note 1: Finansielle instrumenter i pct.	30.06.2014	30.06.2013
Børsnoterede	100,0	99,6
Øvrige	0,0	0,4
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0

Note 2: Medlemmernes formue	30.06.2014 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	3.859.927
Udlodning fra sidste år	-199.098
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning	26.757
Emissioner i perioden	425.567
Indløsninger i perioden	-508.427
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	702
Periodens resultat	320.726
Medlemmernes formue ultimo	3.926.154

Nøgletal for halvåret	30.06.2014	30.06.2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	3.926.154	3.535.299
Antal andele	27.210.736	27.471.304
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	144,29	128,69
Afkast (pct.) *)	8,91	9,67
Sammenligningsindeks (pct.) *)	6,79	9,94
Administrationsomk. (pct.) *)	0,70	0,75

*) Disse nøgletal er opgjort for 01.01.14 - 30.06.14 og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten.

MAJ INVEST EMERGING MARKETS

LÆSEVEJLEDNING

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit om afkast- og risikoprofiler side 16 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på www.majinvest.dk/prospekt.

RISIKOPROFIL

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

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

På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6. I halvårsrapportens afsnit om afkast- og risikoprofiler side 16 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet Finansmarkederne side 14 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

STAMDATA

Fondskode: DK0060522316

Startdato: 16.12.2013

Valuta: Danske kroner

Stykstørrelse: 100 kr.

Udbyttebetalende: Ja

Investeringsrådgiver: Fondsmæglerselskabet Maj Invest

Porteføljemanager: Pascal Pierre

Lasnier & Lars Rømer Sørensen

IFB-kategori: Aktier Emerging Markets

Morningstar Kategori™: Aktier -

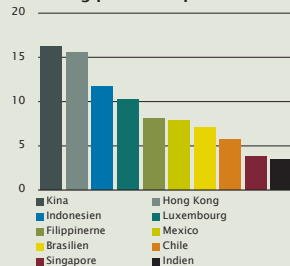
Globale Nye Markeder

	1. halvår 2014	Siden start
Afkast	6,9 %	7,1 %
Sml. indeks	6,7 %	7,6 %

Morningstar Rating™

Rates i 2017

Fordeling på lande i pct.



VÆRDIUDVIKLING Hvad er 100 DKK blevet til?



RISIKOINDIKATOR

◀ Lav risiko Høj risiko ▶
Typisk lavt afkast Typisk højt afkast

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

Afdelingen gav i første halvår 2014 et afkast på 5,9 pct. Afkastet er i absolut forstand meget tilfredsstillende, men lavere end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI Emerging Markets, der omregnet til danske kroner havde et afkast på 6,7 pct. Den sammenlignelige Morningstar Kategori™ gav et afkast på 6,4 pct. i samme periode.

Afdelingen har dermed foreløbigt knap indfriet forventningerne i årsrapporten for 2013 om et positivt afkast for hele 2014 på niveau med aktiemarkedene i USA og Europa.

MARKEDET

Emerging markets-indekset var præget af betydelige udsving i halvåret og begyndte januar måned med et fald på næsten 7 pct. forårsaget af en række rentestigninger i lande som Indien, Tyrkiet, Sydafrika og Brasilien for at dæmme op for svækkelsen af deres valutaer. Også Thailands politiske krise skabte øget negativ stemning. Endelig var der fornyet uro omkring væksten i Kina, efter at en række vækstindikatorer som boligpriser, PMI, import, inflation og industriens produktionstal viste en nedadgående tendens. Kinas økonomiske overraskelsesindeks var tæt på samme lave bundniveau som i 2008, og usikkerheden blev forstærket af konkurser blandt små og i sig selv ubetydelige trust funds. Den negative stemning toppede i marts måned med Ruslands invasion af Krimhalvøen, hvilket sendte det russiske aktiemarked ned med 15 pct.

Investorenes appetit for at investere i emerging markets blev dog væsentlig styrket af valgresultatet i Indien, hvor premierminister Modi vandt klart flertal i parlamentet. Valgresultatet medførte kraftige stigninger i de indiske aktier, men var også med til at vende den generelle negative stemning over for emerging markets, idet investorerne rettede fokus på mulighederne ved skifte i landenes politiske ledelse. Således medførte et militærkup i Thailand i maj måned først en smule uro på aktiemarkedet, men blev hurtigt afløst af stigninger, da investorer vandt tillid til, at den nye militære regering vil fremrykke politiske beslutninger for at genskabe tillid og vende den økonomiske udvikling i Thailand.

PERFORMANCE

Det er strategien med aktiv aktieudvælgelse at skabe et langsigtet merafkast i forhold til markedet. I første halvdel af 2014 var afkastet 0,8 procentpoint lavere end sammenligningsindekset. Siden afdelingens lancering medio december 2013 er merafkastet i forhold til markedet 0,3 procentpoint.

Det største positive bidrag til halvårets relative performance kom fra afdelingens investeringer i Indonesien. Afdelingen er kraftigt overvægtet i Indonesien, der i første halvår 2014 med en stigning på næsten 20 pct. målt i danske kroner var et af de bedste aktiemarkeder i investeringsuniverset. Den positive udvikling skyldtes dels en forbedring af handelsbalancen og en meget positiv politisk udvikling, hvor Jakartas borgmester Jokowi stod til at vinde præsidentvalget i juli. Men også overraskende gode regnskaber for afdelingens to investeringer i Indonesien, Ace hardware (+50 pct.) og Nippon Indosari (+45 pct.), var væsentlige bidragere til afdelingens performance.

Ligeledes har afdelingens overvægt i Filippinerne og undervægt i Kina og Korea været væsentlige bidragere til den relative performance. Modsat bidrog investeringerne i de to malaysiske selskaber Parkson Retail og KPJ Healthcare væsentligt negativt til performance, idet aktierne faldt med henholdsvis 15 og 23 pct. Faldet i KPJ skyldtes negativ udvikling i opstart af tre nye hospitalet, hvilket medfører nulvækst i to år.

Ligeledes bidrog afdelingens manglende investeringer i Taiwan negativt til den relative performance, idet landets mange teknologiselskaber inden for computere, halvledere, fladskærme og andet elektronik er steget voldsomt som følge af stigende optimisme om, at disse sektorer langt om længe kan få positiv udvikling i kølvandet på USA's og Europas stigende vækst.

SÆRLIGE RISICI 2014

Afdelingen følger en meget koncentreret investeringsstil, og derfor er risici for afdelingen i høj grad knyttet til udviklingen i enkeltaktier målt i danske kroner.

Afdelingen er qua sit investeringsområde eksponeret mod den generelle udvikling i emerging markets og de enkelte lande i emerging markets, hvor afdelingen er investeret. Der er fortsat betydelige risici for

markedet. De primære risikofaktorer for 2014 vurderes fortsat at være "tapering-debatten", finansiel eller anden uro i lande som Rusland, Ukraine, Tyrkiet, Sydafrika, Egypten og i særlig grad Kinas håndtering af gældsproblemerne i LGFV (Local Government Financial Vehicle) og SOEs (state owned enterprises). Der er en udpræget frygt i markedet for, at Kina ikke kan kontrollere gældsproblemerne. Håndteringen af Kinas gældsproblemer er uden sammenligning den største risiko for afkastet i afdeling Emerging Markets. Det er positivt, at kineserne er meget bevidste om problemet og i stigende grad strammer pengepolitikken og forsøger at nedbringe den gældsvækst, man har konstateret gennem fem år. Der er ligeledes enighed om en stærk reformagenda, der skal løse nogle af de økonomiske strukturelle problemer i den sammenhæng.

FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Strategien, der er fastholdt siden afdelingens start, fortsættes uforandret med en købmandsmæssig tilgang, hvor der kontinuerligt afsøges investeringsmuligheder i de enkelte aktiemarkeder på tværs af emerging markets-universet. Selskabernes konkurrencemæssige fordele og kvaliteten af selskaberne er væsentlig parametre, hvor selskaberne vurderes enkeltvis ud fra en langsigtet fundamental betragtning. Der lægges stor vægt på at vedligeholde kendskabet til det enkelte selskab. Jævnlig møder med den enkelte ledelse er vigtige, da dennes track record og troværdighed er meget afgørende.

For hele 2014 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast. Øget vækst i USA og Europa og mere positive investeringsklimaer i Indonesien, Indien, Filippinerne, Thailand, Mexico og senest Kina giver anledning til en vis optimisme. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end sammenligningsindekset, da afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. Ofte siges det, at aktier på langt sigt giver et afkast på i gennemsnit 7-8 pct. p.a., men at afkastet det enkelte år vil afvige markant fra gennemsnittet. På baggrund af resultaterne i første halvår 2014 virker det overvejende sandsynligt, at afkastet for 2014 vil overstige dette niveau. Til illustration af usikkerheden ved at investere i afdelingen, har afdelingens sammenligningsindeks MSCI Emerging Markets givet et afkast mellem -51 og +73 pct. de seneste ti år. Der er således en betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkastet for 2014.

MAJ INVEST EMERGING MARKETS

Resultatopgørelse

	01.01.-30.06.2014 1.000 DKK	01.01.-30.06.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter	4.886	-
Kursgevinster og -tab	14.193	-
Administrationsomkostninger	-2.138	-
Resultat før skat	16.941	-
Rente- og udbytteskat	-252	-
Halvårets nettoresultat	16.689	-

Balance

	30.06.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler	24.157	7.980
1 Kapitalandele	366.924	175.951
Andre aktiver	33.109	3.316
Aktiver i alt	424.190	187.247
Passiver		
2 Medlemmernes formue	370.123	187.230
Anden gæld	54.067	17
Passiver i alt	424.190	187.247

Note 1: Finansielle instrumenter i pct.	30.06.2014	30.06.2013
Børsnoterede	100,0	-
I alt finansielle instrumenter	100,0	-

Note 2: Medlemmernes formue	30.06.2014 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	187.230
Emissioner i perioden	164.967
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.237
Periodens resultat	16.689
Medlemmernes formue ultimo	370.123

Nøgletal for halvåret	30.06.2014	30.06.2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	370.123	-
Antal andele	3.454.063	-
Stykstørrelse i DKK	100	-
Indre værdi (DKK pr. andel)	107,16	-
Afkast (pct.) *)	5,88	-
Sammenligningsindeks (pct.) *)	6,75	-
Administrationsomk. (pct.) *)	0,77	-

*) Disse nøgletal er opgjort for 01.01.14 - 30.06.14 og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten.

MAJ INVEST GLOBAL SUNDHED

LÆSEVEJLEDNING

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit om afkast- og risikoprofiler side 16 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på www.majinvest.dk/download.

RISIKOPROFIL

Afdelingens investeringsområde er ændret med virkning fra 28.02.2013. Da afdelingen investerer i danske og udenlandske aktier inden for global sundhed har afdelingen en investeringsmæssig risiko på udviklingen på denne type aktier. Global Sundhed omfatter bl.a. selskaber inden for miljø- og klimaområdet, medicinal-, medikoteknik- og bioteknologi-sektoren og sektoren for sundhedsydelser.

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

På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 5. I halvårsrapportens afsnit om afkast- og risikoprofiler side 16 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet Finansmarkerne side 14 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

STAMDATA

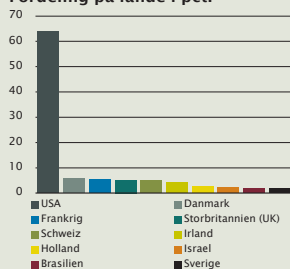
Fondskode: **DK0060157196**
 Startdato: **10.11.2008**
 Valuta: **Danske kroner**
 Stykstørrelse: **100 kr.**
 Udbyttebetalende: **Ja**
 Investeringsrådgiver: **Fondsmæglerselskabet Maj Invest**
 Porteføljemanager: **Morten Rask Nymark**
 IFB-kategori: **Aktier Klima & Miljø**
 Morningstar Kategori™: **Sektor Sundhed, Aktier**

Afkast	1. halvår 2014	Siden start
Afdelingen	7,7 %	29,7 %
Sml.indeks	6,9 %	22,0 %

Morningstar Rating™

Rates i 2016

Fordeling på lande i pct.

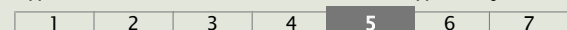


VÆRDIUDVIKLING Hvad er 100 DKK blevet til?



RISIKOINDIKATOR

◀ Lav risiko Høj risiko ▶
 Typisk lavt afkast Typisk højt afkast



Afdelingen gav i første halvår 2014 et afkast på 7,7 pct. Afkastet er meget tilfredsstillende og bedre end den generelle udvikling for aktier målt ved sammenligningsindekset MSCI Verden, der omregnet til danske kroner steg 6,9 pct. Den sammenlignelige Morningstar Kategori™, der dog ikke afspejler afdelingens investeringer inden for miljø- og klimaområdet, gav et afkast på 11,4 pct.

Afdelingen har dermed foreløbigt indfriet forventningerne i årsrapporten for 2013 om et positivt afkast for hele 2014, drevet af stigende efterspørgsel efter produkter og løsninger inden for sundhedspleje generelt samt miljø- og klimarelaterede løsninger.

MARKEDET

Markedet for sundhedspleje har generelt holdt sig godt gennem de seneste års lavkonjunktur. Sundhedspleje dækker over selskaber med aktiviteter inden for blandt andet medicinal-, medikoteknik-, biotek- og sundhedsydelsessektoren.

Inden for særligt medicinalområdet har der i 2014 været høj aktivitet inden for virksomhedshandler. Især de store farmaselskaber har været aktive med at tilkøbe mindre selskaber inden for specialmedicin (medicin til sygdomme, hvor der enten ikke er behandling eller behandlinger med ringe virkning samt specialsygdomme med få ramte personer) og selskaber med attraktive pipelines af nye produkter under udvikling. Porteføljen er veleksporeret inden for dette område, og porteføljens selskaber Shire og Allergan var ved halvårsskiftet under overtagelse af andre sundhedsselskaber. Det har som vanligt resulteret i pæne afkast.

Markedet for miljø- og klimarelaterede produkter er i langsom bedring oven på nogle svære år. Mens de underliggende strukturelle trends fortsat udvikler sig positivt, betyder den generelle usikkerhed og lave vækst i verdensøkonomien, at virksomhederne generelt er tilbageholdende med nye investeringer. Da porteføljens selskaber typisk leverer nye og mere effektive produkter, produktionsmetoder og løsninger, rammes de af det lavere investeringsniveau. Leverandører af energieffektive løsninger til transportindustrien klarer sig dog fortsat rigtig godt på grund af høje brændstofpriser.

PERFORMANCE

Porteføljens afkast er bredt funderet inden for både sundhedsplejeområdet og miljø- og klimaområdet. Investeringssuniverset og porteføljen er eksponeret mod nogle af de stærkeste trends: befolkningsudvikling, stigende levestandard, stærkt voksende middelklasse i udviklingslandene, demografisk udvikling i Vesten og Japan, global opvarmning, stigende energipriser, pres på jordens ressourcer samt øget fokus og krav generelt til miljø og sundhed lokalt og globalt. Disse trends forventes at resultere i en mangeårig periode med høj vækst og gode indtjeningsmuligheder for gode selskaber inden for området. I første halvår 2014 var det dog især sundhedsområdet, der gav de bedste afkast. Generelt steg sundhedssektoren 11,9 pct. i første halvår, mens industriselskaber kun steg 2,9 pct.

Afkastet i første halvår var især påvirket af enkeltaktier og kom især fra Shire (specialmedicin), Allergan (specialmedicin) og Actavis (kopimedicin), som steg med henholdsvis 66,9 pct., 49,7 pct. og 33,5 pct. Omvendt trak særligt GNC Holdings (vitaminer og kosttilskud) ned med et negativt bidrag til porteføljens afkast på 1,4 procentpoint som følge af dårlige regnskaber.

Endelig har afdelingens høje eksponering mod det amerikanske marked og lave eksponering mod det europæiske marked fortsat været rigtig om end i mindre grad end i 2013. I første halvår steg det generelle aktiemarked i USA med 7,7 pct., mens det europæiske marked leverede et afkast på 6,6 pct.

SÆRLIGE RISICI 2014

Porteføljens risikoprofil er bestemt ud fra investeringsmandatets to områder: Miljø- og klimaområdet er typisk præget af tunge, konjunkturfølsomme industriselskaber, mens sundhedsplejeområdet ofte er mindre konjunkturfølsomt end aktiemarkedet generelt. Porteføljens fordeling er ca. 23 pct. inden for miljø- og klimaområdet og ca. 75 pct. inden for sundhedspleje fordelt med 12 miljø- og klimaselskaber og 32 sundhedsplejeselskaber. 2 pct. er placeret kontant.

Med en relativ koncentreret portefølje på 44 selskaber kan selskabsspecifikke forhold påvirke afdelingens afkast. Ligeledes påvirkes de enkelte aktier også af den generelle udvikling på verdensmarkedet og det globale risikobillede. Herunder særligt den fortsatte øko-

nomiske udvikling i USA, Europa og Kina, men også mere regionale problemer som statsgældssituationen i Argentina og den politiske krise mellem Rusland og Vesten.

FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Porteføljens største eksponeringer er mod sundhedspleje med en andel på ca. 75 pct. Investeringerne er generelt bredt fordelt inden for området, men særligt inden for generiske pharmaselskaber, produkter til øjne, ører og tænder samt diagnostik og testudstyr. Miljø- og klimaområdet udgør ca. 23 pct. Fordelingen mellem de to områder forventes fastholdt også i andet halvår. Amerikanske aktier udgør ca. 67 pct. af porteføljen, hvilket er en væsentlig overvægt i forhold til MSCI Verden-indeksets andel på ca. 58 pct. Dette er fortsat udtryk for en forventning om en mere positiv udvikling i den amerikanske økonomi end den europæiske. Samtidig er verdens absolut største sundhedsmarked det amerikanske marked.

Vi fastholder den overordnede investeringsstrategi om hovedsageligt at investere i markedsledere med unikke muligheder for at skabe eller fastholde et højt afkast på den investerede kapital. Det være sig selskaber med stærke markedspositioner, selskaber som har de bedste teknologier, selskaber med de laveste omkostninger i produktionen, selskaber med en af de stærkeste finansielle balancer, og/eller særlig innovative selskaber.

Under forudsætning af en bedring i verdensøkonomien forventes afdelingen fortsat at give et positivt afkast i 2014. Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, og på grund af det særlige investeringsområde må investor forvente store udsving i forhold til sammenligningsindekset, der udtrykker de globale aktiemarkeder generelt.

Ofte siges det, at aktier på langt sigt giver et afkast på i gennemsnit 7-8 pct. p.a., men at afkastet det enkelte år vil afvige markant fra gennemsnittet. På baggrund af resultaterne i første halvår 2014 virker det overvejende sandsynligt, at afkastet for 2014 vil overstige eller ligge i niveauet 7-8 pct.

MAJ INVEST GLOBAL SUNDHED

Resultatopgørelse

	01.01.-30.06.2014 1.000 DKK	01.01.-30.06.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter	1.823	1.155
Kursgevinster og -tab	16.385	19.527
Administrationsomkostninger	-1.817	-1.328
Resultat før skat	16.391	19.354
Rente- og udbytteskat	-255	-207
Halvårets nettoresultat	16.136	19.147

Balance

	30.06.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler	5.551	5.359
1 Kapitalandele	236.093	194.530
Andre aktiver	2.151	425
Aktiver i alt	243.795	200.314
Passiver		
2 Medlemmernes formue	240.722	199.948
Anden gæld	3.073	366
Passiver i alt	243.795	200.314

Note 1: Finansielle instrumenter i pct.	30.06.2014	30.06.2013
Børsnoterede	100,0	97,4
Øvrige	0,0	2,6
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0

Note 2: Medlemmernes formue	30.06.2014 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	199.948
Udlodning fra sidste år	-10.380
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning	-1.374
Emissioner i perioden	36.195
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	197
Periodens resultat	16.136
Medlemmernes formue ultimo	240.722

Nøgletal for halvåret	30.06.2014	30.06.2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	240.722	164.122
Antal andele	1.548.605	1.209.131
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	155,44	135,74
Afkast (pct.) *)	7,66	12,78
Sammenligningsindeks (pct.) *)	6,79	9,94
Administrationsomk. (pct.) *)	0,81	0,83

*) Disse nøgletal er opgjort for 01.01.14 - 30.06.14 og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten.

MAJ INVEST DANSKE OBLIGATIONER

LÆSEVEJLEDNING

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit om afkast- og risikoprofiler side 16 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på www.majinvest.dk/download.

RISIKOPROFIL

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

På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 2. I halvårsrapportens afsnit om afkast- og risikoprofiler side 16 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet Finansmarkerne side 14 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

STAMDATA

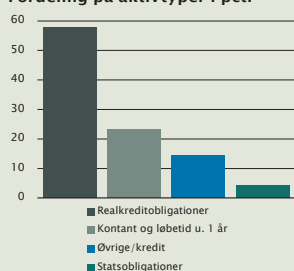
Fondskode: DK0060005098
Startdato: 16.12.2005
Valuta: Danske kroner
Styktørrelse: 100 kr.
Udbyttebetalende: Ja
Investeringsrådgiver: **Fondsmæglerselskabet Maj Invest**
Porteføljemanager: **Gustav Bundgaard Smidth**
IFB-kategori: **Obligationer - Øvrige Danske**
Morningstar Kategori™: **Obligationer - DKK Øvrige**

	1. halvår 2014	Siden start
Afkast	3,9 %	50,3 %
Sml. indeks	3,3 %	41,7 %

Morningstar Rating™

★★★★

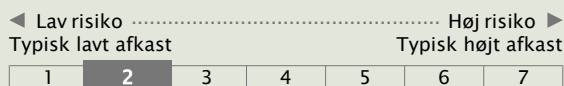
Fordeling på aktivtyper i pct.



VÆRDIUDVIKLING Hvad er 100 DKK blevet til?



RISIKOINDIKATOR



Afdelingen gav i første halvår 2014 et afkast på 3,9 pct. Afkastet er bedre end sammenligningsindekset Effas 1-10 år, der gav et afkast på 3,3 pct. I forhold til den sammenlignelige Morningstar Kategori™ er afkastet 0,5 procentpoint bedre.

Afdelingen gav i første halvår et afkast, der er bedre end forventet i årsrapporten for 2013 efter rentefald i første halvår. På trods af at rentefølsomheden i sammenligningsindekset har været højere end i afdelingen, har afdelingen alligevel givet et højere afkast end sammenligningsindekset, der udelukkende indeholder statsobligationer, hvor renten er lavere end på realkredit- og kreditobligationer. Den højere rente på obligationerne i porteføljen har mere end opvejet den højere rentefølsomhed i sammenligningsindekset.

MARKEDET

Første halvår 2014 var præget af rentefald. Ved indgangen til 2014 var det en udbredt opfattelse, at den amerikanske og den europæiske økonomi ville få det bedre, og at stigende vækst alt andet lige ville få renterne til at stige. Sådan gik det ikke. Inflationen i Europa faldt yderligere, og Den Europæiske Centralbank, ECB, sænkede derfor de rekordlave renter yderligere. Indlånsrenten blev sænket fra 0,0 til -0,1 pct. og blev for første gang negativ. Samtidig sænkede ECB den ledende europæiske rente fra 0,25 pct. til 0,15 pct. Det væsentligste tiltag fra ECB var introduktionen af langsigtede lånefaciliteter til europæiske banker, så de fra andet halvår 2014 kan låne penge hos ECB i fire år til en rente på 0,25 pct. Samtidig signalerede ECB, at den europæiske rente ville forblive lav i de næste mange år. Renten på en 10-årig tysk statsobligation faldt fra 1,93 pct. ultimo 2013 til 1,11 pct. ved udgangen af første halvår 2014. Renten på den toneangivende danske 10-årige statsobligation faldt i samme periode fra 1,96 pct. til 1,28 pct. Nationalbanken valgte i april måned at hæve renten fra -0,1 pct. til 0,05 pct., men i juni fulgte man ikke ECB's rentenedsættelse. Renteforskellen blev dermed udvidet til 0,25 procentpoint.

PERFORMANCE

Afkastet i afdelingen på 3,9 pct. er bedre end sammenligningsindekset Effas 1-10 år og ligeledes bedre end Nordeas generelle indeks for realkreditobligationer, der gav et afkast på 3,5 pct. i første halvår 2014.

Afdelingen havde en rentefølsomhed på ca. 3,4 år ved indgangen til 2014. I takt med at renterne faldt, blev rentefølsomheden gradvist reduceret til 1,7 år ved udgangen af halvåret. I december 2013 og januar 2014 reducerede afdelingen sin beholdning af konverterbare realkreditobligationer og købte i stedet 5- og 10-årige tyske statsobligationer. Da rentefaldet var større i tyske statsobligationer end danske statsobligationer, bidrog det til afdelingens performance. Statsobligationer udgjorde ca. 10 pct. af porteføljen, og afkastet på disse var omkring 5 pct. i perioden. Den største del af porteføljen bestod af danske realkreditobligationer, der udgjorde ca. to tredjedele, og afkastet var 3,4 pct. Som i 2013 gav beholdningen af kreditobligationer inden for primært bank og forsikring det højeste afkast i porteføljen. Disse udgjorde ca. 20 pct. af afdelingen, og afkastet var tæt på 6 pct. Særligt en kreditobligation udstedt af FIH, som afdelingen købte i første kvartal 2014, bidrog til afkastet, da den blev solgt med en fortjeneste på ca. 17 pct. Det alene bidrog med knap 0,4 procentpoint af afdelingens samlede afkast i første halvår.

SÆRLIGE RISICI 2014

I resten af 2014 vil der fortsat være stor usikkerhed om udviklingen i europæisk og global økonomi. Derudover er der også geopolitiske risici, der kan påvirke markedsudviklingen. Det giver stor usikkerhed om det generelle renteniveau i Danmark og Europa. Den amerikanske centralbank er begyndt at nedbringe de pengepolitiske lempelser, og den første amerikanske renteforhøjelse kan skimtes i horisonten. Såvel det danske renteniveau som det europæiske er ved halvårets udgang tæt på, eller er på, historisk lave niveauer. Alt andet lige taler det for, at en rentestigning i andet halvår er mere sandsynlig end et rentefald. Qua ECB's udmelding om at holde de ledende europæiske renter lave i lang tid, er sandsynligheden for en pludselig og kraftig rentestigning ikke så stor. Med det lave renteniveau er det dog fortsat en risiko, der ikke kan negligeres, og derfor fortsat en risiko for afdelingen, hvis danske renter stiger hurtigt og markant. På længere sigt vil en rentestigning være positivt for afdelingen, da det forventede fremadrettede afkast dermed vil stige.

FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Afdelingens største investeringer har været i konverterbare realkreditobligationer, men beholdningen er i løbet af første halvår 2014 reduceret til fordel for inkonverterbare realkreditobligationer. Dermed er andelen af inkonverterbare realkreditobligationer stort set lige så stor som andelen af konverterbare realkre-

ditobligationer ved halvårsskiftet. Reduktionen i konverterbare realkreditobligationer skyldes primært, at 4 pct. konverterbare har gjort det godt i første halvår, og der er derfor taget profit på denne del af porteføljen. Yderligere har rentefaldet gjort ekstraordinære indfrielse i 4 pct. konverterbare realkreditobligationer mere sandsynlige, og det fremadrettede afkastpotentiale var ved halvårsskiftet derfor mindre end ved indgangen til 2014. I slutningen af 2013 og begyndelsen af 2014 blev afdelingens andel af obligationer udstedt i euro øget fra knap 9 pct. til næsten 20 pct. Det skyldtes, at afdelingen øgede sin andel af statsobligationer, og at tyske statsobligationer på tidspunktet så ud til at have større værdi end tilsvarende danske. Da rentefaldet var større i tyske statsobligationer end danske, har denne beslutning set ved halvårsskiftet været fordelagtig. Ved udgangen af første halvår udgjorde obligationer udstedt i euro omtrent 15 pct. af afdelingen.

De lange obligationsrenter er faldet markant i første halvår og ligger tæt på historisk lave renteniveauer. Dermed er det fremadrettede afkastpotentiale i lange obligationer ikke imponerende, mens risikoen for kurstab i forbindelse med rentestigninger alt andet lige er steget. Afdelingen har derfor fortsat en defensiv tilgang til det absolutte renteniveau og ser alt andet lige en større sandsynlighed for rentestigninger end rentefald i andet halvår 2014 og videre ind i første halvår 2015.

Strategien i afdelingen har været uændret de seneste to år, sådan at den primære renterisiko kommer fra kreditobligationer og konverterbare realkreditobligationer frem for lange statsobligationer. Det er fortsat vurderingen, at disse obligationer vil klare sig bedre end statsobligationer ved uændrede eller svagt stigende renter, som Maj Invest ved halvårets udgang anser for værende det mest sandsynlige scenario. Såfremt renterne bliver på niveauerne ved halvårsskiftet, forventes et moderat, positivt afkast i afdelingen i andet halvår. Investor bør dog være opmærksom på, at der er en betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkast og med tanke på det store rentefald i første halvår, kan en rentestigning med deraf følgende kurstab på afdelingens beholdning af længere obligationer ikke udelukkes. Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, og da afdelingens sammenligningsindeks alene dækker danske statsobligationer, må investor forvente store udsving i forhold til sammenligningsindekset.

MAJ INVEST DANSKE OBLIGATIONER

Resultatopgørelse

	01.01.-30.06.2014 1.000 DKK	01.01.-30.06.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter	8.493	9.272
Kursgevinster og -tab	10.850	-6.204
Administrationsomkostninger	-803	-784
Resultat før skat	18.540	2.284
Rente- og udbytteskat	0	0
Halvårets nettoresultat	18.540	2.284

Balance

	30.06.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler	9.106	16.990
1 Obligationer	487.958	452.922
Andre aktiver	34.092	6.720
Aktiver i alt	531.156	476.632
Passiver		
2 Medlemmernes formue	520.543	471.746
Anden gæld	10.613	4.886
Passiver i alt	531.156	476.632

Note 1: Finansielle instrumenter i pct.	30.06.2014	30.06.2013
Børsnoterede	100,0	99,0
Øvrige	0,0	1,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0

Note 2: Medlemmernes formue	30.06.2014 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	471.746
Udlodning fra sidste år	-20.103
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning	-674
Emissioner i perioden	50.967
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	67
Periodens resultat	18.540
Medlemmernes formue ultimo	520.543

Nøgletal for halvåret	30.06.2014	30.06.2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	520.543	452.523
Antal andele	5.064.698	4.486.134
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	102,78	100,87
Afkast (pct.) *)	3,86	0,52
Sammenligningsindeks (pct.) *)	3,26	-1,63
Administrationsomk. (pct.) *)	0,16	0,17

*) Disse nøgletal er opgjort for 01.01.14 - 30.06.14 og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten.

MAJ INVEST OBLIGATIONER

LÆSEVEJLEDNING

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit om afkast- og risikoprofiler side 16 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på www.majinvest.dk/download.

RISIKOPROFIL

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

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

På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 3. I halvårsrapportens afsnit om afkast- og risikoprofiler side 16 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet Finansmarkerne side 14 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

STAMDATA

Fondskode: DK0060004950

Startdato: 16.12.2005

Valuta: Danske kroner

Stykstørrelse: 100 kr.

Udbyttebetalende: Ja

Investeringsrådgiver: Fondsmæglerforeningen Maj Invest

Porteføljemanager: Peter Mosbæk

IFB-kategori: Obligationer

Investment Grade

Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

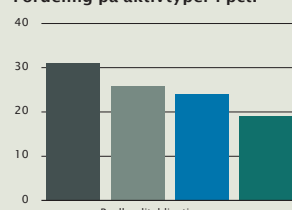
Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

	1. halvår 2014	Siden start
Afkast	4,7 %	51,3 %
Sml. indeks	3,3 %	41,7 %

Morningstar Rating™

★★★★★

Fordeling på aktivtyper i pct.



VÆRDIUDVIKLING Hvad er 100 DKK blevet til?



RISIKOINDIKATOR

◀ Lav risiko Høj risiko ▶
Typisk lavt afkast Typisk højt afkast

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

Afdelingen gav i første halvår af 2014 et afkast på 4,7 pct. Afkastet er tilfredsstillende og bedre end sammenligningsindekset Effas 1-10 år, der steg 3,3 pct. I forhold til øvrige afdelinger i samme Morningstar Kategori™ er afkastet 1,1 procentpoint bedre.

Afkastet for halvåret er væsentligt bedre end forventet i årsrapporten for 2013, hvor der forventes et årligt afkast i størrelsesordenen 3-4 pct.

MARKEDET

I 2013 steg de lange renter for første gang siden 2009. Det blev en kort fornøjelse. Ved udgangen af første halvår 2014 var specielt de europæiske renter faldet kraftigt tilbage igen. Det samme gjorde sig gældende for danske renter, som var meget tæt på de meget lave niveauer, der blev observeret i maj 2013. Den 10-årige statsrente i Tyskland var halvårets udgang på 1,11 pct., mens de korte renter var tæt på 0. Rentefaldet har også ramt realkreditobligationerne. Ser man bort fra bidrag og andre omkostninger, betaler låntager ved udgangen af første halvår 2014 ikke mere end ca. 0,8 pct. i rente for et F5-lån, hvilket må betragtes som en ekstremt lav rente. I begyndelsen af 2014 var der mange, som på baggrund af 2013, forventede, at renterne ville fortsætte med at stige i 2014. Givet den relative svage vækst og ikke mindst den meget høje gæld i samfundet, havde vi svært ved at se, at renterne skulle stige kraftigt. Rentefaldets størrelse og intensitet overraskede os imidlertid. Vi havde ikke forventet, at vi skulle komme i nærheden af rentebunden fra 2013 på et tidspunkt, hvor den europæiske økonomi har fået det bedre.

Det europæiske rentefald har i høj grad været drevet af Den Europæiske Centralbank (ECB). Ved at sætte de korte renter i 0 har ECB presset investorer til at købe længere obligationer for at få lidt mere i rente, hvilket så har presset de længere renter ned. Samtidig har ECB været ude at sige, at renterne vil forblive lave længe. Eller sagt på en anden måde: investorerne skal ikke være bange for pludselige rentestigninger. Senest har ECB givet europæiske banker mulighed for at låne penge i fire år til en rente på 0,25 pct. På den korte bane kan det godt være, at disse tiltag øger væksten i Europa. På længere sigt er det bekymrende, hvordan man forsøger at fjerne risikopræmier og tvinger almindelige investorer til at tage yderligere risiko. Reelt er

der tale om en omfordeling fra dem med opsparing til dem med gæld. Bagsiden af den meget lempelige globale pengepolitik er gældsopbygning, stigende huspriser etc., hvilket der allerede var tegn på i første halvår 2014 i nogle lande. For at sikre den finansielle stabilitet og dermed undgå de samme fejl som op til krisen i 2008, må man håbe på gradvise rentestigninger, der fremmer opsparing og modvirker gældsopbygning.

PERFORMANCE

Afdelingen gav i første halvår 2014 et afkast på 4,7 pct. Ser man på de enkelte obligationstyper gav de sikre statsobligationer et afkast på ca. 4,5 pct. Denne del af porteføljen udgjorde ca. 20 pct. af formuen og bestod primært af amerikanske, tyske og norske statsobligationer. Porteføljen af risikable statsobligationer gav et afkast på næsten 9 pct. Denne del af porteføljen udgjorde ca. 15 pct. af formuen. Særligt de irske, brasilianske og indonesiske obligationer har klaret sig godt, mens de russiske har været et noget mere tvivlsomt bekendtskab. Både kreditobligationerne og realkreditobligationerne gav også gode afkast. Realkreditobligationerne gav et afkast på ca. 3,5 pct., mens kreditobligationerne gav et afkast på godt 2 pct. Afkastene er ikke direkte sammenlignelige, da rentefølsomheden på de forskellige obligationstyper er forskellig. I 2014 har det i første halvår primært været et spørgsmål om at have så meget rentefølsomhed som muligt for at få afkast som følge af det generelle rentefald.

SÆRLIGE RISICI 2014

Målet med afdelingen er at sammensætte en kombination af sikre og risikable obligationer, som gør, at afdelingen leverer et relativt stabilt afkast uden de store udsving over tid. Det er dog vanskeligt at forudsige markedsbevægelserne og dermed også, hvilke obligationstyper investorerne vurderer som særligt risikable i en given periode. Samtidig kan der være perioder, hvor stort set alle typer af obligationer falder på samme tid. I afdelingen afdækkes valutarisikokun sjældent, hvilket kan påvirke afkastet negativt, såfremt danske kroner styrkes i forhold til de valutaer, der er investeret i. Afdelingen har en målsætning om, at andre valutaer end danske kroner og euro ikke bør udgøre mere end 50 pct. af formuen. Renterne faldt i løbet af første halvår 2014 igen til meget lave niveauer, hvilket betyder, at det direkte afkast på obligationer

i form af renter ved indgangen til andet halvår er meget beskedent i forhold til det potentielle kurstab ved rentestigninger.

FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Ved indgangen til 2014 var det vores vurdering, at længere statsobligationer var fornuftigt prissat. På den baggrund øgede vi eksponeringen mod denne aktivklasse sammen med afdelingens rentefølsomhed. I de seneste kvartaler er renterne faldet tilbage, samtidig med at de aktivklasser, vi vurderede til at være relativt dyre (kredit- og realkreditobligationer), er blevet endnu dyrere. På den baggrund er der et begrænset fremadrettet potentiale i både stats-, realkredit- og kreditobligationer. Vi ser stadig et potentiale i emerging markets-obligationer. Udsvingene i denne aktivklasse er dog forholdsvis høje på kort sigt. I de næste seks måneder er det som tingene ser ud ved udgangen af første halvår vores strategi at forholde os relativt defensivt og have fokus på at bevare formuen, samtidig med at vi som altid har fokus på at udnytte de muligheder, som måtte opstå. På trods af at renterne er faldet og afdelingen i første halvår har givet et afkast på mere end 4 pct. er det vores forventning, at vi fremadrettet vil være i stand til at levere et årligt afkast på ca. 3 pct.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, og da afdelingens sammenligningsindeks alene dækker danske statsobligationer, må investor forvente store udsving i forhold til sammenligningsindekset.

MAJ INVEST OBLIGATIONER

Resultatoppgørelse

	01.01.-30.06.2014 1.000 DKK	01.01.-30.06.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter	12.176	11.153
Kursgevinster og -tab	19.235	-13.519
Administrationsomkostninger	-1.496	-1.244
Resultat før skat	29.915	-3.610
Rente- og udbytteskat	0	0
Halvårets nettoresultat	29.915	-3.610

Balance

	30.06.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler	24.874	26.601
1 Obligationer	662.371	599.993
Andre aktiver	38.540	9.553
Aktiver i alt	725.785	636.147
Passiver		
2 Medlemmernes formue	715.167	630.762
Anden gæld	10.618	5.385
Passiver i alt	725.785	636.147

Note 1: Finansielle instrumenter i pct.	30.06.2014	30.06.2013
Børsnoterede	100,0	96,6
Øvrige	0,0	3,4
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0

Note 2: Medlemmernes formue	30.06.2014 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	630.762
Udlodning fra sidste år	-28.747
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning	401
Emissioner i perioden	98.501
Indløsninger i perioden	-15.856
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	191
Periodens resultat	29.915
Medlemmernes formue ultimo	715.167

Nøgletal for halvåret	30.06.2014	30.06.2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	715.167	603.101
Antal andele	6.789.639	5.758.395
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	105,33	104,73
Afkast (pct.) *)	4,67	-0,33
Sammenligningsindeks (pct.) *)	3,26	-1,63
Administrationsomk. (pct.) *)	0,23	0,22

*) Disse nøgletal er opgjort for 01.01.14 - 30.06.14 og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten.

MAJ INVEST PENSION

LÆSEVEJLEDNING

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit om afkast- og risikoprofiler side 16 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på www.majinvest.dk/download.

RISIKOPROFIL

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

På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 4. I halvårsrapportens afsnit om afkast- og risikoprofiler side 16 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet Finansmarkerne side 14 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

STAMDATA

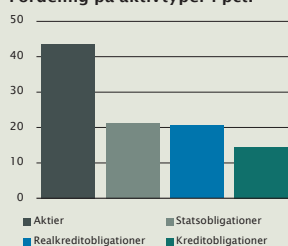
Fondskode: DK0060004877
 Startdato: 16.12.2005
 Valuta: Danske kroner
 Stykstørrelse: 100 kr.
 Udbyttebetalende: Ja
 Investeringsrådgiver: **Fondsmæglerselskabet Maj Invest**
 Porteføljemanager: **Henrik Ekman & Peter Mosbæk**
 IFB-kategori: **Blandede afd.**
 Morningstar Kategori™: **Balance-ret - EUR Moderat Risiko**

	1. halvår 2014	Siden start
Afkast	4,7 %	58,1 %
Afdelingen		

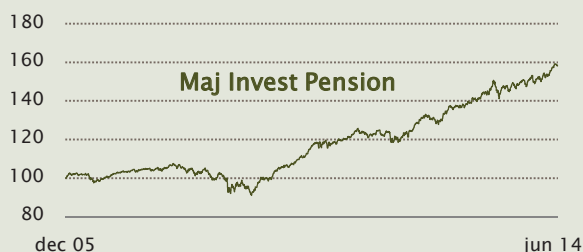
Morningstar Rating™

★★★★★

Fordeling på aktivtyper i pct.



VÆRDIUDVIKLING Hvad er 100 DKK blevet til?



RISIKOINDIKATOR

◀ Lav risiko Høj risiko ▶
 Typisk lavt afkast Typisk højt afkast

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

Afdelingen gav i første halvår 2014 et afkast på 4,7 pct., hvilket er særdeles tilfredsstillende. Maj Invest Pension har intet sammenligningsindeks, men set i forhold til kategorien af blandede afdelinger med moderat risiko hos Morningstar gav afdelingen et afkast, der var 0,9 procentpoint højere end kategori afkastet på 3,7 pct.

Afkastet blev som forventet i årsrapporten for 2013 positivt i første halvår 2014. Maj Invest Pension er en afdeling, som investerer både i aktier og obligationer. Aktieeksponeringen vil ligge i intervallet fra 25 til 49 pct. af afdelingens formue. Allokeringen til aktier henholdsvis obligationer afhænger af vores forventninger til hvilken aktivklasse, som vil klare sig bedst. I 2014 har aktieandelen i første halvår ligget mellem 40 og 45 pct., hvilket afspejler, at vi hos Maj Invest har haft en forventning om, at aktier ville klare sig bedre end obligationer.

MARKEDET

2014 har generelt været præget af kraftige rentefald og stigende aktiemarkeder. Hvor rentefaldet stort set har været kontinuerligt gennem hele første halvår, er aktiestigningerne primært sket i andet kvartal. Første kvartal 2014 var præget af lidt skuffende amerikanske nøgletal samt uro i en række emerging markets-lande. Specielt har krisen omkring Ukraine fået investorerne til at være påpasselige. I andet kvartal 2014 virkede de fleste bekymringer til at være glemt, og en fortsat meget lempelig pengepolitik trak renterne yderligere ned og aktierne op.

Akkurat som i starten af 2013, hvor rentefald fik aktieinvestorer til at søge over i aktier med obligationslignende karakteristika, afspejlede rentefaldet i begyndelsen af 2014, at investorerne var skeptiske over for udsigterne til en stærk fremgang i konjunkturerne. Derfor fokuserede de på de defensive sektorer. Den eneste undtagelse var teknologi, der også udviste pæne stigninger i halvåret. Det var især en række aktier relateret til internettet og sociale medier, der udviste de største stigninger og som af mange blev anset for at være uberettiget dyre. På regionsniveau gav emerging markets og Japan de største fald i starten af perioden. De største regionale stigninger så man på amerikanske aktier, bl.a. hjulpet af omfattende aktie-tilbagekøbsprogrammer.

PERFORMANCE

Afkastet på 4,7 pct. var et resultat af, at obligationsporteføljen gav et afkast på 4,3 pct. og et aktieafkast på 5,4 pct. Aktierne har dermed givet et marginalt højere afkast end obligationerne, hvilket har berettetiget den for afdelingen høje aktieandel på mellem 40 og 45 pct. gennem første halvår.

Afdelingens performance var på den negative side primært påvirket af de gennemsnitlige aktievalg inden for industriområdet, som blev forstærket af, at området blev overvægtet. Ligeledes bidrog det gennemsnitlige afkast inden for råvarer negativt, bl.a. som følge af afdelingens investering i den engelsk-australske jernmalmsproducent Rio Tinto. På den positive side var det især de gennemsnitlige investeringsvalg inden for teknologi, der var betydeligt overvægtet, som bidrog. Det var bl.a. investeringerne i taiwanesiske TSMC og amerikanske Cisco, der bidrog mest.

I obligationsporteføljen var det primært de risikable statsobligationer, som med et afkast på ca. 10 pct. trak afkastet op. I den forbindelse skal det tages med, at netop de risikable statsobligationer havde det meget svært i 2013. Vi har dog løbende øget eksponeringen og dermed udnyttet, at aktivklassen efter vores vurdering var faldet alt for meget. Udover vores russiske obligationer, som har været kraftigt påvirket af krisen i Ukraine, er det svært at finde obligationer, som har leveret et negativt afkast. Generelt var det i første halvår primært et spørgsmål om at have så meget rentefølsomhed som muligt.

SÆRLIGE RISICI 2014

Aktiemarkedet har gennem de seneste år udvist høje stigninger, bl.a. som følge af en stadig ekspansiv pengepolitik, høj indtjening i virksomhederne, stabiliserede makroøkonomiske nøgletal i Europa og fortsat fremgang i USA. Hvis udviklingen i økonomierne og virksomhedernes indtjening forværres, risikerer aktierne at falde i kurs. Man kan ikke længere argumentere for, at aktierne er meget billige, og de vil derfor blive påvirket, hvis det forventede opsving udebliver eller aftager. I en blandet portefølje som Maj Invest Pension vil obligationer normalt give en vis beskyttelse mod aktiekursfald, da obligationerne som oftest giver et positivt afkast, når aktierne falder. Der er dog risiko for, at både aktier og obligationer kan falde i

kurs samtidig. Det oplevede vi senest i maj/juni 2013, hvor udmeldinger om en forventet stramning af pengepolitikken fik de finansielle markeder til at se rødt. Samtidig er der givet det lave renteniveau en naturlig grænse for, hvor meget renterne kan falde yderligere.

FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Det forventes, at den aktuelle svaghed i de makroøkonomiske nøgletal vil blive afløst af fornyet konjunkturfremgang i især USA, men også i Europa. I kombination med fortsat lave renter vil det give fortsat gode rammevilkår for virksomhedernes indtjeningsudvikling. Generelt forventes det, at afdelingen opretholder en høj eksponering mod de dele af aktiemarkedet, der handler til de laveste multipler i forhold til de pågældende områders historiske niveauer. Det gælder flere af de konjunkturfølsomme områder som finans, industri og teknologi.

I obligationsporteføljen er rentefølsomheden ved halvårets udgang igen blevet nedbragt efter den blev øget i begyndelsen af året. I betragtning af at de europæiske renter er meget tæt på bundniveauerne fra maj 2013, er det ikke vores vurdering, at man bliver betalt for at påtage sig renterisiko i Europa. Renterisikoen i porteføljen ligger primært i emerging markets-obligationer og amerikanske statsobligationer. Skulle det hele falde fra hinanden, er der betydeligt mere potentiale i amerikanske statsobligationer. Desuden er det løbende afkast også væsentligt mere attraktivt, samtidig med vi forventer, at dollar på længere sigt vil styrkes i forhold til euro.

For resten af 2014 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast. Det er dog tvivlsomt, om afkastet vil komme op på niveau med det, afdelingen har givet i første halvår. Afkastet kan blive højere eller lavere end for kategorien af sammenlignelige afdelinger hos Morningstar, da afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. Til illustration af usikkerheden ved at investere i afdelingen henvises til tabellen over historiske afkast side 6. Her fremgår det, at afdelingens afkast har været mellem -8 og +13 pct. de seneste syv år. Der er således en betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkastet for resten af 2014.

PENSION

Resultatopgørelse

	01.01.-30.06.2014 1.000 DKK	01.01.-30.06.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter	9.817	8.734
Kursgevinster og -tab	18.873	5.528
Administrationsomkostninger	-1.699	-1.371
Resultat før skat	26.991	12.891
Rente- og udbytteskat	-382	-241
Halvårets nettoresultat	26.609	12.650

Balance

	30.06.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler	5.888	25.724
1 Obligationer	332.008	285.877
1 Kapitalandele	258.889	227.529
Andre aktiver	11.035	7.773
Aktiver i alt	607.820	546.903
Passiver		
2 Medlemmernes formue	607.742	546.454
Anden gæld	78	449
Passiver i alt	607.820	546.903

Note 1: Finansielle instrumenter i pct.

	30.06.2014	30.06.2013
Børsnoterede	100,0	97,8
Øvrige	0,0	2,2
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0

Note 2: Medlemmernes formue

	30.06.2014 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	546.454
Udlodning fra sidste år	-30.949
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning	-2.624
Emissioner i perioden	68.021
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	231
Periodens resultat	26.609
Medlemmernes formue ultimo	607.742

Nøgletal for halvåret

	30.06.2014	30.06.2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	607.742	456.552
Antal andele	5.276.469	4.119.587
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	115,18	110,82
Afkast (pct.) *)	4,68	3,14
Sammenligningsindeks (pct.) *)	-	-
Administrationsomk. (pct.) *)	0,29	0,31

*) Disse nøgletal er opgjort for 01.01.14 - 30.06.14 og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten.

MAJ INVEST KONTRA

LÆSEVEJLEDNING

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit om afkast- og risikoprofiler side 16 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på www.majinvest.dk/download.

RISIKOPROFIL

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

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

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

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

På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 4. I halvårsrapportens afsnit om afkast- og risikoprofiler side 16 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet Finansmarkederne side 14 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

STAMDATA

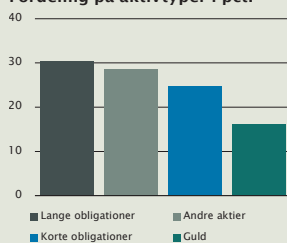
Fondskode: DK0060037455
 Startdato: 11.06.2006
 Valuta: Danske kroner
 Stykstørrelse: 100 kr.
 Udbyttebetalende: Nej
 Investeringsrådgiver: **Fonds-
 mægler**selskabet Maj Invest
 Porteføljemanager: **Peter
 Mosbæk**
 IFB-kategori: **Blandede afd.**
 Morningstar Kategori™: **Alternativ
 - øvrige**

Afkast	1. halvår 2014	Siden start
Afdelingen	4,9 %	60,4 %

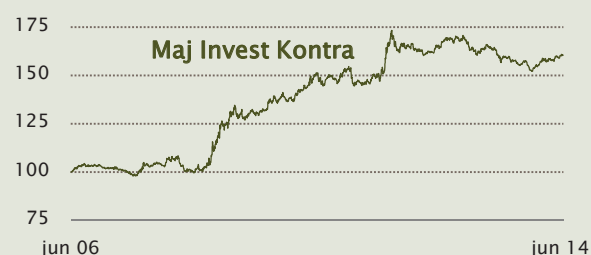
Morningstar Rating™

Ikke rated

Fordeling på aktivtyper i pct.



VÆRDIUDVIKLING Hvad er 100 DKK blevet til?



RISIKOINDIKATOR

◀ Lav risiko Høj risiko ▶
 Typisk lavt afkast Typisk højt afkast

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

Afdelingen gav i første halvår 2014 et afkast på 4,9 pct. Afkastet er særdeles tilfredsstillende. Maj Invest Kontra har intet sammenligningsindeks.

Afdelingens målsætning er at give et væsentligt positivt afkast i faldende markeder og dermed yde beskyttelse til investors portefølje. I gode år er det målet at give mindre, men positive afkast. Afdeling Kontra har i forhold til denne målsætning givet et bedre afkast end målsætningen og på niveau med forventningerne i årsrapporten for 2013 om et positivt afkast for hele 2014 trods stigende aktiemarkeder.

MARKEDET

De første seks måneder af 2014 har været gode for både aktier og obligationer. Renterne i Europa er styrt-dykket, og bortset fra få undtagelser har der været tale om et globalt rentefald. Det er tankevækkende i betragtning af, at det dominerende tema i december måned 2013 var, *hvor meget – og ikke om* – renterne skulle stige. Det viser, hvor svært det er at forudsige bevægelserne på de finansielle markeder.

Generelt er mange af de aktiver, som faldt meget i 2013 kommet pænt tilbage i første halvår 2014. Et eksempel herpå er guld. Guld er en del af Kontras investeringsunivers og havde det meget svært i 2013. Guldprisen faldt med ca. 25 pct., og guldmineaktierne blev næsten halveret i værdi. Både guld og guldmineaktier er kommet rigtigt pænt tilbage i første halvår af 2014. Udover at aktiverne nok blev "oversolgt" i 2013, er den primære årsag nok den meget lempelige pengepolitik. Centralbankerne fortsætter med at holde renterne på 0 og skovle likviditet ud i det finansielle system. Disse meget store likviditetsudpumpninger risikerer at skabe inflation og underminere tiltroen til det finansielle system. Skulle det ske, er guld det rigtige aktiv at have i sin portefølje. I afdeling Kontra øgede vi i begyndelsen af året eksponeringen mod guld fra 5 til 15 pct. Det skete efter, at vi i begyndelsen af 2013 reducerede eksponeringen fra godt 15 til 5 pct. Vi valgte at øge eksponeringen igen, da vi vurderede, at guld var faldet så meget, og investorer generelt var så negative på guld, at der ikke var mange sælgere tilbage. Eksponeringen blev øget ved køb af både fysisk guld (via ETF'er) og guldmineaktier. Normalt foretrækker vi fysisk guld, men vi vurderer, at

guldmineaktierne er så billige, at det giver god mening også at have en vis eksponering mod dem.

Et andet eksempel på aktiver, som havde det svært i 2013, men som er kommet fint tilbage i 2014, er statsobligationer. 2013 bød på stigende renter, men ved udgangen af første halvår 2014 oplevede vi et rentefald, som var så stort, at de europæiske renter var meget tæt på de niveauer, vi oplevede i maj 2013, før renterne begyndte at stige. Baggrunden for rentefaldet skal findes i den meget ekspansive pengepolitik. På trods af den lempelige pengepolitik er det ikke lykket for Den Europæiske Centralbank at komme i nærheden af sin inflationsmålsætning på 2 pct. Tværtimod er inflationen faldende, og en række investorer begynder at frygte deflation og japanske tilstande. Umiddelbart er sammenligningen ikke helt skæv. Der er ingen tvivl om, at Den Europæiske Centralbank er villig til stort set hvad som helst for at undgå deflation. Fremtiden vil vise, om det lykkes.

PERFORMANCE

Afkastet for første halvår 2014 er rigtigt fornuftigt. Vurderer man den generelle udvikling på de finansielle markeder med flotte afkast for aktier, var første halvdel af 2014 ikke en periode, hvor det var oplagt, at Kontra skulle levere et flot afkast. Der er dog ikke tvivl om, at Kontra "skylder" noget efter 2013. Derudover har de seneste seks måneder været en smule atypiske, i og med både sikre og risikable aktiver er steget i værdi. Det afspejles også i, at afkastet er relativt jævnt fordelt mellem de forskellige aktivklasser, som Kontra investerer i. Statsobligationerne har således givet et afkast på ca. 4 pct. som følge af det kraftige rentefald, og afkastet blev især trukket af de længere obligationer. I 2013 blev Kontra hårdt ramt af valutabevægelserne som følge af, at de stærke valutaer, der var investeret i, blev svækket i forhold til danske kroner. I første halvår 2014 har valutakurserne bidraget marginalt positivt til det samlede afkast.

Derudover har både de defensive aktier, specielt medicinalaktierne og guldeksponeringen, bidraget positivt. Medicinalaktierne, som udgør ca. 13 pct., har givet et afkast på knap 17 pct. Til gengæld har de stabile forbrugsaktier kun givet et afkast på ca. 3 pct.

Endelig har guldeksponeringen, som nævnt, bidraget

positivt. Det fysiske guld har givet næsten 11 pct., mens de fem udvalgte guldmineselskaber har givet et afkast på 8 pct.

SÆRLIGE RISICI

Maj Invest Kontra investerer i fire aktivtyper, som investorer normalt søger mod i svære tider. Afdelingen investerer i guld og guldmineaktier, globale defensive aktier med tilknyttet afdækning, korte obligationer i stærke valutaer samt lange statsobligationer i lande med stærke balancer. Afdelingens afkast vil således i stort omfang afhænge af, hvordan disse aktiver klarer sig. Såfremt der kommer yderligere opsving i verdensøkonomien, er der en risiko for, at afdeling Kontra vil falde i værdi. Målsætningen er stadig, at afdelingen skal give et positivt afkast i svære tider. Det betyder således, at det modsatte kan gøre sig gældende i gode tider.

FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Selvom konklusionen ikke længere er lige så åbenlys, som det var tilfældet sidste år, er det fortsat vores vurdering, at aktier er relativt billige, mens obligationer igen er blevet ret dyre.

Vi forventer, at den positive økonomiske udvikling, vi har set gennem de seneste år, fortsætter og skaber fundamentet for, at finansmarkederne også i resten af 2014 kan udvikle sig positivt. Samtidig ser vi, som tingene så ud ved udgangen af første halvår 2014, ingen meget store risikoscenarier, der for alvor kan skabe uro på de finansielle markeder. Af den grund oprettholdes en relativt defensiv positionering, dvs. lav aktieafdækning i afdeling Kontra. Efter de meget store kursstigninger på aktier i 2013 er risikoen for skuffelser dog steget betragteligt. Vi følger derfor markedet tæt og er klar til øge afdækningen. Det er vores forventning, at Kontra i resten af 2014 vil levere et positivt afkast.

MAJ INVEST KONTRA

Resultatopgørelse

	01.01.-30.06.2014 1.000 DKK	01.01.-30.06.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter	8.081	14.804
Kursgevinster og -tab	30.885	-43.638
Administrationsomkostninger	-4.620	-7.911
Resultat før skat	34.346	-36.745
Rente- og udbytteskat	-561	-769
Halvårets nettoresultat	33.785	-37.514

Balance

	30.06.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler	50.834	12.073
1 Obligationer	304.022	481.805
1 Kapitalandele	248.518	263.837
1 Afledte finansielle instrumenter	728	3.441
Andre aktiver	4.172	9.184
Aktiver i alt	608.274	770.340
Passiver		
2 Medlemmernes formue	606.554	763.252
1 Afledte finansielle instrumenter	728	3.441
Anden gæld	992	3.647
Passiver i alt	608.274	770.340

Note 1: Finansielle instrumenter i pct.

	30.06.2014	30.06.2013
Børsnoterede	100,1	97,3
Øvrige	-0,1	2,7
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0

Note 2: Medlemmernes formue

	30.06.2014 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	763.252
Emissioner i perioden	1.182
Indløsninger i perioden	-192.246
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	581
Periodens resultat	33.785
Medlemmernes formue ultimo	606.554

Nøgletal for halvåret

	30.06.2014	30.06.2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	606.554	953.606
Antal andele	3.781.307	6.025.996
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	160,41	158,25
Afkast (pct.) *)	4,95	-3,61
Sammenligningsindeks (pct.) *)	-	-
Administrationsomk. (pct.) *)	0,71	0,72

*) Disse nøgletal er opgjort for 01.01.14 - 30.06.14 og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten.

MAJ INVEST MAKRO

LÆSEVEJLEDNING

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit om afkast- og risikoprofiler side 16 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på www.majinvest.dk/download.

RISIKOPROFIL

Afdelingen investerer aktivt i globale aktier og obligationer. Der er aktiv allokering mellem såvel aktier og obligationer som mellem forskellige kategorier indenfor aktier og obligationer. Afdelingen kan investere i afledte finansielle instrumenter på dækket som udækket basis.

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

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

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

På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 4. I halvårsrapportens afsnit om afkast- og risikoprofiler side 16 kan man læse nærmere om risikoindekatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet Finansmarkederne side 14 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

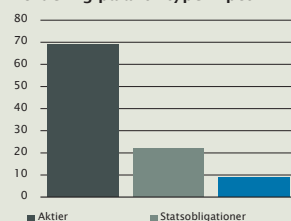
STAMDATA

Fondskode: DK0060442713
 Startdato: 11.06.2006
 Valuta: Danske kroner
 Stykstørrelse: 100 kr.
 Udbyttebetalende: Nej
 Investeringsrådgiver: **Fondsmægler**selskabet Maj Invest
 Porteføljemanager: **Peter Mosbæk**
 IFB-kategori: **Blandede afd.**
 Morningstar Kategori™: **Balance**
 ret - EUR **Fleksibel Allokering**

Afkast	1. halvår 2014	Siden start
Afdelingen	5,9 %	8,2 %

Morningstar Rating™
Rates i 2016

Fordeling på aktivtyper i pct.



VÆRDIUDVIKLING Hvad er 100 DKK blevet til?



RISIKOINDIKATOR

◀ Lav risiko Høj risiko ▶
 Typisk lavt afkast Typisk højt afkast

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

Afdelingen gav i første halvår 2014 et afkast på 5,9 pct. Maj Invest Makro har intet sammenligningsindeks. I første halvår af 2014 gav afdelingen et afkast, der var 2,6 pct. højere end kategorien af blandede afdelinger med fleksibel allokering hos Morningstar.

Afkastet er som forventet i årsrapporten for 2013 positivt, omend det er mod forventning, at afkastet er noget lavere end i afdeling Pension.

Afdelingen investerer både i aktier og obligationer fra hele verden. Det er målsætningen, at afdelingen i år, hvor aktier klarer sig dårligt, skal undgå at tabe penge. I gode år skal afdelingen give et betydeligt positivt afkast. Det betyder, at der vil være stor forskel på fordelingen mellem aktier og obligationer alt efter de aktuelle udsigter på finansmarkederne og den globale økonomiske situation. Investeringsrammerne er meget brede og giver mulighed for, at hele formuen kan investeres i henholdsvis aktier og obligationer. En betydelig del af de aktier, der investeres i, vælges fra afdelingerne Maj Invest Aktier, Maj Invest Value Aktier og Maj Invest Emerging Markets. Obligationsporteføljen består normalt af obligationer udvalgt fra afdeling Maj Invest Obligationer. Derudover udvælges aktier fra bestemte regioner eller sektorer, som vi forventer, vil klare sig bedre end markedet generelt.

MARKEDET

Første halvår af 2014 har ligesom 2013 været præget af en positiv stemning på de finansielle markeder. Centralbankerne har med en meget ekspansiv pengepolitik gjort, hvad de kunne for at opretholde den gode stemning. På trods af at økonomien har haft det bedre i den vestlige verden, har centralbankerne været meget tilbageholdende med at stramme pengepolitikken. Der er ingen tvivl om, at de har været bekymrede for, at højere renter ville kvæle opsvinget og sende den globale økonomi tilbage i recession. En recession, som ville været vanskelig at gøre noget ved, da stort set alle våben i skuffen er brugt. Første halvår har også været præget af en holdningsændring fra investorernes side til de såkaldte emerging markets-økonomier. En del investorer solgte gennem 2013 og begyndelsen af 2014 deres investeringer i disse lande. Sidst i halvåret har vi set en del investorer vende tilbage. Dette afspejler nok, at man fandt ud af, at det stadig var muligt at foretage attraktive investeringer i disse lande,

selvom væksten ikke er så høj som tidligere. Afdeling Maj Invest Makro har haft en relativ stor eksponering mod emerging markets. Det var ikke specielt hensigtsmæssigt i 2013 og begyndelsen af 2014, men i andet kvartal 2014 har det været betydeligt bedre.

PERFORMANCE

Siden etableringen har afdelingen haft en overvægt af aktier. Eksponeringen mod aktier har konstant udgjort 70 pct. af afdelingens formue, mens obligationer har udgjort de resterende 30 pct. Dette har overordnet set været en rigtig vurdering. Aktier har klaret sig væsentligt bedre end obligationer, siden afdelingen blev etableret. Også i 2014 har det været en rigtig disposition. Aktieporteføljen har således givet et afkast på ca. 6,5 pct., mens obligationerne har genereret et afkast på 5 pct. i første halvår.

Aktieporteføljen bidrog for halvåret som helhed over en bred kam med positive resultater, hvor specielt emergings markets-aktierne genvandt en del af det tabte fra begyndelsen af året. På positivsiden var det blandt enkeltaktierne specielt Teva Pharmaceuticals, Humana, Nitori Holdings, DirecTV og Union Pacific, som bidrog væsentlig.

Fra aktieporteføljen var der negative bidrag fra den russiske supermarkedskæde O'Key Group, som er solgt ud af porteføljen, og Parkson Retail Asia.

I obligationsporteføljen er det primært de risikable statsobligationer fra emerging markets, som med et afkast på knap 8 pct. har trukket afkastet i positiv retning. De russiske obligationer har til gengæld trukket i negativ retning, da de er blevet hårdt ramt i forbindelse med krisen i Ukraine. De er dog kommet pænt tilbage og ligger nu med et beskedent negativt afkast for første halvdel af året efter at have været nede med ca. 15 pct. på et tidspunkt.

SÆRLIGE RISICI 2014

Maj Invest Makro investerer i globale aktier og obligationer med fokus på aktiv allokering mellem de to investeringsområder. I en afdeling, der investerer i både aktier og obligationer, er den vigtigste investeringsbeslutning oftest allokeringen mellem aktier og obligationer. Afkastforskellen mellem de to aktivklasser kan være meget stor og vil ofte betyde mere for det

samlede afkast end valget af det enkelte værdipapir. For afdelingen er kvaliteten af beslutningerne om den løbende fordeling mellem de to aktivklasser den væsentligste risikofaktor.

FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Hos Maj Invest forventer vi, at aktier også i den resterende del af 2014 vil klare sig bedre end obligationer. På trods af at aktier er steget kraftigt de seneste år, vurderes det, at en fortsat bedring i økonomien vil kunne danne grundlag for øget indtjening i virksomhederne og dermed fornuftige afkast til aktieinvestorer. Derfor fastholder vi indtil videre en fordeling på 70 pct. aktier og 30 pct. obligationer. Aktier er dog generelt ikke så billige, som det var tilfældet for et år siden. Derfor er potentialet ved udgangen af første halvår 2014 mindre end tidligere.

I obligationsporteføljen øgede vi i begyndelsen af året rentefølsomheden. Det voldsomme rentefald har dog betydet, at rentefølsomheden blev nedbragt igen mod slutningen af halvåret. Vi forventer at fastholde en relativ stor eksponering mod emerging markets-obligationer. Selvom en del af disse lande kæmper med aftagende vækst, ser vi stadig et fornuftigt vækstpotentiale.

Der er fortsat betydelige risici for aktiemarkedet i 2014, både i relation til krisen blandt eurolandene og i relation til den lavere kinesiske vækst. På trods af disse faktorer forventes markedet generelt at udvikle sig i positiv retning, blandt andet understøttet af opsvinget i den amerikanske økonomi. Et opsving, som indtil videre ser ud til at være stærkere end, hvad der generelt er forventning om blandt en stor del af markedsdeltagerne.

For andet halvår af 2014 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast, dog næppe på niveau med det afkast, som er genereret i første halvår. Afkastet kan blive højere eller lavere end for kategorien af sammenlignelige afdelinger hos Morningstar, da afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. Det bemærkes, at der altid er en betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige fremtidige afkast.

MAJ INVEST MAKRO

Resultatoppgørelse

	01.01.-30.06.2014 1.000 DKK	14.03.-30.06.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter	3.063	1.465
Kursgevinster og -tab	8.243	-5.309
Administrationsomkostninger	-779	-590
Resultat før skat	10.527	-4.434
Rente- og udbytteskat	-192	-123
Halvårets nettoresultat	10.335	-4.557

Balance

	30.06.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler	9.972	13.791
1 Obligationer	53.801	53.210
1 Kapitalandele	122.170	121.362
1 Afledte finansielle instrumenter	289	305
Andre aktiver	6.873	1.063
Aktiver i alt	193.105	189.731
Passiver		
2 Medlemmernes formue	186.030	189.362
1 Afledte finansielle instrumenter	289	305
Anden gæld	6.786	64
Passiver i alt	193.105	189.731

Note 1: Finansielle instrumenter i pct.	30.06.2014	30.06.2013
Børsnoterede	100,0	95,4
Øvrige	0,0	4,6
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0

Note 2: Medlemmernes formue	30.06.2014 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	189.362
Indløsninger i perioden	-13.708
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	41
Periodens resultat	10.335
Medlemmernes formue ultimo	186.030

Nøgletal for halvåret	30.06.2014	30.06.2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	186.030	198.666
Antal andele	1.723.613	2.014.613
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	107,93	98,61
Afkast (pct.) *)	5,94	-1,39
Sammenligningsindeks (pct.) *)	-	-
Administrationsomk. (pct.) *)	0,43	0,42

*) Disse nøgletal er opgjort for 01.01.14 - 30.06.14 og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten.

FÆLLES NOTER

Denne halvårsrapport er i overensstemmelse med gældende praksis ikke revideret af foreningens revisor. Regnskabet er udarbejdet i overensstemmelse med almindeligt anerkendte regnskabsprincipper.

NOTE 1: ANVENDT REGNSKABSPRAKSIS

Anvendt regnskabspraksis i halvårsrapporten er uændret i forhold til den anvendte regnskabspraksis for årsrapporten for 2013.

Specifikationen af de børsnoterede finansielle instrumenter er udeladt i halvårsrapporten, idet specifikationen kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S, Bernstorffsgade 50, 1577 København V.

NOTE 2: NØGLETAL

Indre værdi, IV

Udtrykker værdien i kroner pr. andel og beregnes som:

$$IV = \frac{\text{medlemmernes formue}}{\text{cirkulerende andele}}$$

Afkast

Beregnes således:

$$\text{Afkast} = \frac{IV \text{ ultimo} + \text{geninv. udbytte}}{IV \text{ primo}} - 1 \times 100$$

$$\text{Geninv. udbytte} = \frac{\text{udbytte pr. andel} \times IV \text{ ultimo}}{IV \text{ umiddelbart efter udlodning}}$$

Sammenligningsafkast

Sammenligningsafkast er en opgørelse af udviklingen

i det sammenligningsindeks (markedsindeks), som afdelingen måler sig imod. Dette afkast indeholder i modsætning til afdelingernes afkast ikke administrationsomkostninger.

Administrationsomkostninger i pct.

Beregnes som:

$$\text{Adm. omk. i \%} = \frac{\text{administrationsomk.}}{\text{medlemmernes gns. formue}} \times 100$$

Som »administrationsomkostninger« anvendes den tilsvarende post i resultatopgørelsen, og »medlemmernes gennemsnitlige formue« er beregnet som et simpelt gennemsnit af formuens værdi opgjort dagligt.

ÅOP

Beregnes som summen af følgende fire elementer:

- Administrationsomkostninger i pct. omregnet til helårsniveau.
- Direkte handelsomkostninger ved løbende drift opgjort i pct. af den gennemsnitlige formue omregnet til helårsniveau.
- 1/7 af det maksimale emissionstillæg som det fremgår af det gældende prospekt.
- 1/7 af det maksimale indløsningsfradrag som det fremgår af det gældende prospekt.

Kurs ultimo halvåret

Som kurs ultimo halvåret anføres noteret kurs fra halvårets sidste handelsdag.

LEDELSESPÅTEGNING

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato behandlet og godkendt nærværende halvårsrapport for perioden 1. januar til 30. juni 2014.

Halvårsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v.

Halvårsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultat.

Foreningens ledelsesberetning og ledelsesberetningerne for de enkelte afdelinger indeholder retvisende redegørelser for udviklingen i foreningens og afdelingernes aktiviteter og økonomiske forhold samt en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som foreningen henholdsvis afdelingerne kan påvirkes af.

København, den 26. august 2014

Direktion:
Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S

Jens Lohfert
Adm. direktør

Bestyrelse:


Mads Krage
Formand


Ole Risager
Næstformand


Mette Kynne Frandsen


Carsten Koch


Torben Arnth Nielsen

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
- Den Jyske Sparekasse
- Djurslands Bank
- Finansnetbanken
- Fynske Bank
- Hvidbjerg Bank
- Jutlander Bank
- Lollands Bank
- Lægernes Pensionsbank
- Lån & Spar Bank
- Middelfart Sparekasse
- Møns Bank
- Nordnet Bank
- Nordfyns Bank
- Nykredit Bank
- Nørresundby Bank
- Ringkjøbing Landbobank
- Saxo Privatbank
- Skjern Bank
- Sparekassen Fyn
- Sparekassen Kronjylland
- Sparekassen for Nr. Nebel og Omegn
- Sparekassen Sjælland
- Sparekassen Thy
- Spar Nord Bank
- Sydbank
- Vestjysk Bank

ØNSKER DU MERE INFORMATION?

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

33 38 73 00

info@majinvest.dk



Mød os i:

Middelfart

Hørsholm

Kgs. Lyngby

Herning

Aarhus

København

Esbjerg

Roskilde

Vejle

Ringsted

Hillerød

Viborg

Vi holder møder, der henvender sig både til den nye og den mere erfarne investor.

Tilmelding på www.majinvest.dk/infoaften eller 33 38 73 00.

INVESTERINGSFORENINGEN

**MAJ
INVEST**

Investeringsforeningen Maj Invest

Bernstorffsgade 50, 1577 København V

Telefon 33 38 73 00

info@majinvest.dk

www.majinvest.dk

CVR-nr. 28 70 59 21