

INVESTERINGSFORENINGEN

MAJ  
INVEST

# KVARTALSNYT

TREDJE KVARTAL 2014





**Mads Krage**

Formand for Investeringsforeningen Maj Invest.

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

## KVALITET, ENKELTHED OG KØBMANDSKAB

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

### ENKELTHED

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

### KVALITET

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

### ERFARNE MEDARBEJDERE

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

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

Afdelingerne i Maj Invest er børsnoterede, og du kan investere i Maj Invest gennem alle danske banker. Har du brug for mere rådgivning, står vores samarbejdsbanker klar til at hjælpe dig. Se listen på side 34.

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

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

INVESTERINGSFORENINGEN

# MAJ INVEST

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

#### Medlemmer

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

**Porteføljerådgiver:**  
**Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S**  
Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S (Fondsmæg-

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

**Investeringsforvaltnings-**  
**selskab: SEBinvest A/S**  
Investeringsforvaltnings-selskabet udfører en række administrative og investeringsmæssige opgaver i forbindelse med den dag-

lige drift af foreningen.

**Depotbank:**  
**Skandinaviska Enskilda Banken AB**

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

**Tilsyn: Finanstilsynet**  
Investeringsforeningen Maj Invest er under tilsyn af Finanstilsynet.

# INDHOLDSFORTEGNELSE

## MAKROØKONOMI

Fornyset lånelyst . . . . .	4
Obligationsmarkederne . . . . .	4
Aktiemarkederne . . . . .	7

## AKTIEAFDELINGER

Maj Invest Danske Aktier . . . . .	8
Maj Invest Europa Aktier . . . . .	10
Maj Invest Aktier . . . . .	12
Maj Invest Value Aktier . . . . .	14
Maj Invest Emerging Markets . . . . .	16
Maj Invest Global Sundhed . . . . .	18

## OBLIGATIONSAFDELINGER

Maj Invest Danske Obligationer . . . . .	20
Maj Invest Obligationer . . . . .	22

## BLANDEDE AFDELINGER

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

## FAKTA

Omkostninger . . . . .	30
Historiske afkast og udbytte . . . . .	32
Stamdata . . . . .	33
Inden du investerer . . . . .	33
Samarbejdsbanker . . . . .	34

	MORNING- STAR RATING™	AFKAST						SIDEN START		PERFORMANCE MORNINGSTAR KATEGORI™	
		2009	2010	2011	2012	2013	1.-3. kvrt. 2014	Afkast	Perfor- mance	3 år	5 år
Danske Aktier	★★★	47,4	26,1	-19,8	26,0	35,7	15,9	128,3	+23,1	-0,3	-7,5
Europa Aktier	★★★	25,9	7,6	-6,1	15,6	15,8	7,0	7,1	-0,6	-1,0	+1,2
Aktier	★★★★	30,1	24,4	-4,7	8,2	20,3	7,9	71,0	+18,0	-3,6	+7,1
Value Aktier	★★★★★	42,3	25,5	0,6	12,0	19,0	17,7	94,4	+41,4	+20,7	+51,1
Emerging Markets	Ikke rated	-	-	-	-	-	11,9	13,3	0,6	-	-
Global Sundhed	Ikke rated	-	-	-	-	-	14,8	38,4	+9,2	-	-
Danske Obl.	★★★★	6,3	5,6	6,6	5,8	3,0	4,6	51,3	+7,5	+5,1	+5,,1
Obligationer	★★★★★	9,8	6,4	3,9	10,5	0,2	6,7	54,2	+10,3	+8,0	+11,5
Pension	★★★★★	12,6	13,3	1,4	10,5	8,5	7,2	62,0	-	+12,0	+30,3
Kontra	Ikke rated	8,6	12,3	7,3	-0,4	-6,8	8,9	66,6	-	-	-
Makro	Ikke rated	-	-	-	-	2,2	11,6	14,3	-	-	-

Noter: Afdelingerne Pension, Kontra og Makro har ikke et sammenligningsindeks. Performance (merafkast i forhold til sammenligningsindeks) siden start er i forhold til den enkelte afdelings sammenligningsindeks. Performance i forhold til Morningstar Kategori™ er beregnet ud fra den sammenlignelige kategori hos (og data fra) Morningstar, der omfatter sammenlignelige afdelinger i Europa. Global Sundhed har skiftet investeringsområde i 2013 og har derfor ikke sammenligningstal på 3 års sigt. Afkastet i afdeling Makro er siden lancering d. 22. marts 2013, og afdelingen rates efter 36 måneder. Emerging Markets blev lanceret den 16. december 2013.



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

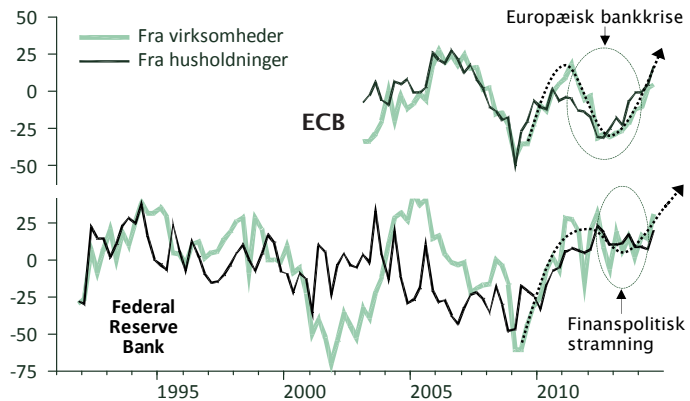
Arvid har mere end 20 års erfaring inden for global konjunktur- og finansmarkedsanalyse.

## FORNYET LÅNELYST

Efter en længere periode med vigende lånelyst hos både virksomheder og husholdninger i både USA og især Europa, peger udviklingen nu atter i den rigtige retning.

### Bank survey: låneefterspørgsel

% af bankerne, der oplever stigende låneefterspørgsel



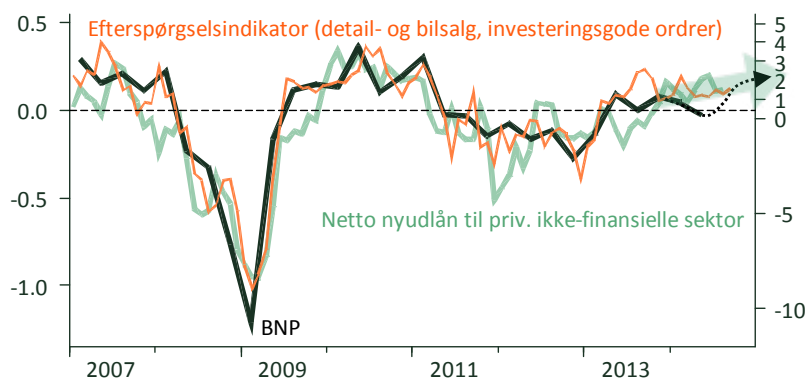
I **USA** kom nedgangen i låneefterspørgslen sammen med den konjunktursvækkelse, der fulgte i kølvandet på gældsloftskrisen og den dramatiske stramning af finanspolitikken ved indgangen til 2013. Efterhånden som effekten af disse hændelser nu fortager sig, ser vi en fornyet lånelyst, der hjælper økonomien til at genvinde det tabte momentum.

I **Europa** kom bankkrisen i kølvandet på eurokrisen, der ramte bankerne hårdt. Det er stadig en udbredt opfattelse, at den svage udlånsvækst skyldes svigtende kapacitet i banksystemet, men meget tyder på, at den efterhånden primært er et efterspørgselsfænomen. I Europa har vi i nogen tid kunnet iagttage, at kreditkontraktionen var aftagende, og i USA er der tegn på fornyet fremgang i den kreditfinansierede efterspørgsel. Det er således interessant, at både ECB's og Feds *bank lending surveys* også peger i retning af stigende lånelyst. Det styrker grundlaget for at tro, at vendingen i kredittcyklen er af mere fundamental karakter, og at vi dermed står over for en afgørende styrkelse af opsvinget.

### Euro Area: BNP vs. efterspørgsel (% kvd/kvt, årsrate, 2005 priser)

Nyudlån (% af udestående)

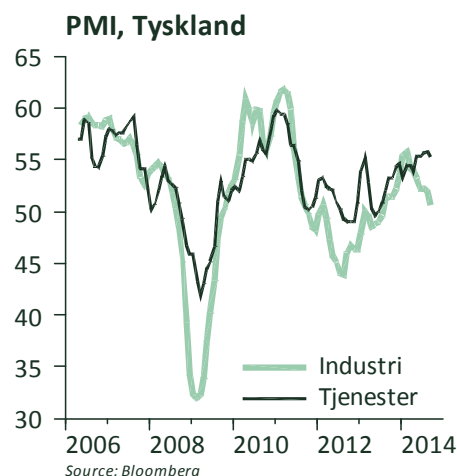
BNP, efterspørgselsindikator



Vi er med andre ord på vej ind i den konjunkturfase, som på længere sigt lægger kimen til den næste recession, men som de næste par år giver grundlag for fortsat indtjeningsvækst i virksomhederne og lægger et opadgående pres på renterne.

For så vidt angår USA er vores positive vurdering i relativt god overensstemmelse med konsensus i markedet. Med hensyn til udviklingen i Europa er det den generelle opfattelse, at opsvinget her er gået i stå igen. Det afspejler de seneste måneders afsvækkelse af industrikonjunktoren, sådan som den er kommet til udtryk i blandt andet IFO og PMI, og i andet kvartals skuffende BNP-vækst.

På kort sigt er industrikonjunktoren imidlertid ganske volatil og ofte ikke udtryk for ret meget mere end relativt tilfældige udsving i lagerinvesteringerne. Tilsyneladende er afmatningen i påfaldende grad er isoleret til industrisektoren. I et lidt større perspektiv er det efter vores opfattelse langt vigtigere, at efterspørgslen til forbrug og investering fortsætter fremgangen og således indikerer et underliggende potentiale for en pæn styrkelse af BNP-væksten, jf. figur nederst på forrige side



Europa befinder sig i den konjunkturfase, hvor låneudviklingen begynder at bidrage positivt til væksten. I starten kommer væksten i nyudlånene ganske vist i den forstand, at de bliver mindre negative, når gældsafviklingen begynder at gå langsommere. Men om nyudlånene vokser, fordi de bliver mindre negative, eller fordi de bliver mere positive, er ligegyldigt i henseende til virkningen på efterspørgsel og økonomisk vækst. Den eneste væsentlige forskel er, at i den fase, hvor den kreditfinansierede efterspørgsel bliver mindre negativ, er opsvinget kun lige begyndt.

## OBLIGATIONSMARKEDERNE

Troen på en "ny normal" med permanent lavvækst og "japanske tilstande" i de vestlige økonomier har siden sommeren 2011 domineret markedets forventninger til den langsigtede udvikling i pengepolitikken.

Efter Maj Invests vurdering er det den afgørende årsag til de lave obligationsrenter i den efterfølgende periode. USA har imidlertid gennem 2013 demonstreret sin evne til fortsat at generere vækst på trods af markante opstramninger i finanspolitikken.

### Japanske tilstande?

Det sætter et helt fundamentalt spørgsmålstegn ved forestillingen om japanske tilstande og dermed også

ved forestillingen om, at pengepolitikken kan forblive ekstraordinært lempelig i meget lang tid fremover.

Feds beslutning om gradvist at afvikle obligationsopkøbsprogrammet QE3 understreger dette. Rentestigningerne gennem 2013 afspejler efter Maj Invests opfattelse investorernes svindende tro på den "ny normal".

De er således ikke udtryk for, at investorerne allerede har inddiskonteret en fremtidig normalisering af den pengepolitiske styringsrente. Troen på den ny normal fortønde sig derfor i løbet af sommeren 2013 for USA's vedkommende.

For Europa ser investorerne derimod nu igen en tydelig parallel til Japan. Efter Maj Invests vurdering har USA aldrig været plaget af samme strukturelle ubalancer som Japan, hvorimod dette i nogen grad er tilfældet for Europa.

Rentestigningen i 2013 afspejlede efter Maj Invests opfattelse investorerens svindende tro på den ny normal. Den er således ikke udtryk for, at investorerne allerede har

inddiskonteret en fremtidig normalisering af den pengepolitiske styringsrente i USA.

Ifølge Feds forward guidance af markedet bliver dette tidligst aktuelt næste sommer, og foreløbig har markederne ikke vist tegn til at ville betvivle dette.

Samtidigt inddiskonterer rentemarkederne, at normaliseringen af pengepolitikken i USA denne gang kommer til at ske i et meget lang-

sommere tempo, end det har været tilfældet historisk set.

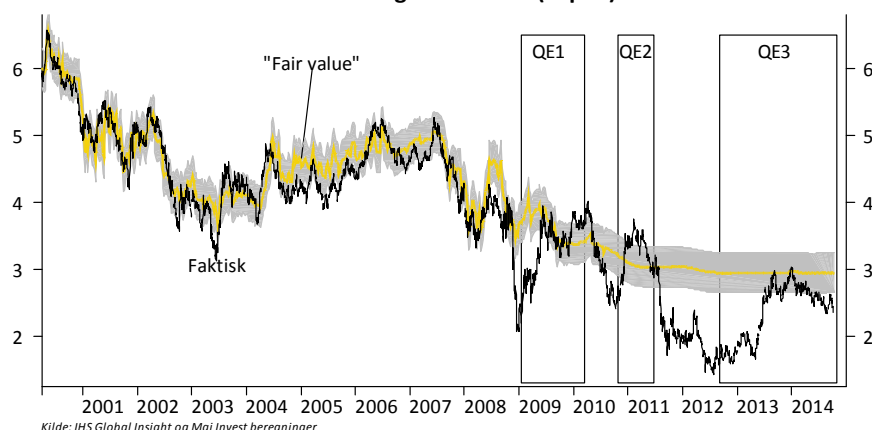
#### Lønpres kan give rentestigning

På 3-6 måneders sigt ser vi imidlertid en risiko for et øget lønpres, der kan få markedet til at fremrykke det forventede tidspunkt og/eller hæve det forventede tempo for Feds normalisering af styringsrenten.

I givet fald vil det føre til rentestigninger, der i et vist omfang vil trække europæiske renter med op, også selv om der ikke her måtte være grund til at forvente en tilsvarende udvikling i pengepolitikken.

Samtidigt inddiskonterer det aktuelle renteniveau i Europa efter vores vurdering en forventning om, at ECB på et tidspunkt vil iværksætte et mere vidtgående QE-program. Får vi ret i vores forventning om øget økonomisk vækst i Europa, vil dette trække i retning af ikke at iværksætte et sådant program.

Amerikansk 10-års rente: faktisk og "fair value" (% p.a.)



#### BAGGRUND: FAIR VALUE PÅ OBLIGATIONSMARKEDET

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

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

storene så stadig tydeligere paralleller til udviklingen i Japan siden 1990, og hvor perspektiverne for en normalisering af styringsrenten tegnede sig meget fjerne.

Den amerikanske centralbank (Fed) har tidligere i to runder opkøbt statsobligationer. Først under finanskrisen, hvor Fed opkøbte for i alt 1.750 mia. dollar (QE1), og efterfølgende fra slutningen af 2010 frem til udgangen af juni 2011, hvor der blev opkøbt for i alt 600 mia. dollar (QE2). I midten af september 2012 vedtog Fed et nyt opkøbsprogram (QE3), hvor man købte stats- og realkreditobligationer for omkring 85 mia. dollar om måneden. Dette program er nu under gradvis afvikling.

Rent porteføljeteoretisk er udbudseffekten en såkaldt "beholdningseffekt", der vokser i takt med, at opkøbene reducerer obligationsudbuddet. Teoretisk skulle renten derfor falde under hele QE-programmet og derefter forblive lav, indtil Fed på et tidspunkt begynder at afvikle obligationsbeholdningen igen. Det forhold, at den faktiske rente under både QE1, QE2 og QE3 vendte tilbage til fair værdi, allerede mens Fed stadig var i fuld gang med at reducere obligationsudbuddet, er et udtryk for, at den isolerede udbudseffekt er negligibel på blot lidt længere sigt. I praksis giver QE kun volatilitet i renterne, ikke varigt lavere renter, og virkningen er størst i den forventningsdrevne initiale fase, inden opkøbs-

# AKTIEMARKEDERNE

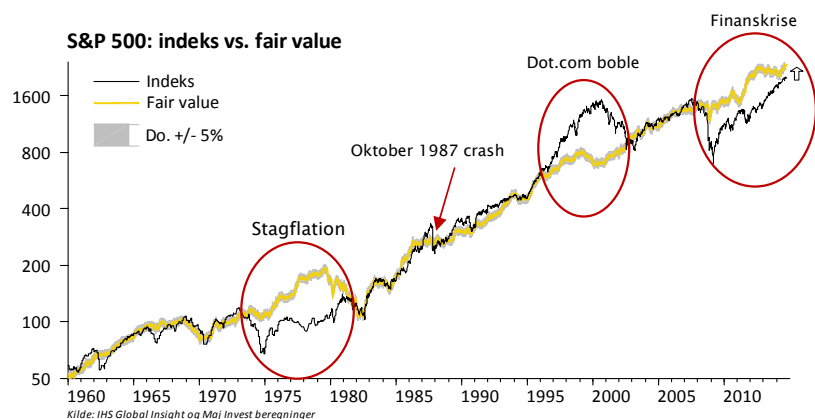
Aktier handler normalt forholdsvis tæt på deres underliggende fair værdi (Maj Invest-beregning). Under dotcom-boblen steg aktier dog til næsten det dobbelte af fair værdi, ligesom de på bunden af finanskrisen faldt til halvdelen.

Investorerne har indtil nu vist sig ude af stand til for alvor at lægge finanskrisen bag sig. En kombination af store hensættelser, generel skepsis over for opsvingets bæredygtighed og usikkerhed som følge af den europæiske gældskrise har fastholdt prissætningen af amerikanske og globale aktier på et niveau markant under fair værdi. Troen på at økonomien kan genvinde sin tidligere styrke er dog i klar fremgang, og S&P 500 er nu oppe på en prissætning svarende til 85 pct. af fair værdi. Bemærk at grafen i figuren er vist på en logarismisk skala. Markedet har tidligere vist sig i stand til at

fastholde en skæv prissætning over meget lange forløb, men en fortsat styrkelse af konjunkturopsvinget kan skabe mulighed for en fortsat, gradvis normalisering af prissætningen.

Prissætningen af amerikanske aktier er generelt normgivende for

prissætningen af globale aktier, og tilsvarende forhold gælder således for europæiske, herunder danske, aktier.



programmet reelt går i gang.

## BAGGRUND: FAIR VALUE PÅ AKTIEMARKEDET

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

Vi anvender i denne sammenhæng et indtjeningsbegreb, der i modsætning til det normalt anvendte "earnings per share" er opgjort efter ensartede principper over hele perioden 1960-2014. Det anvendte indtjeningsbegreb er renset for en lang række hensættelser og op- eller nedskrivninger. Det svarer nær-

mest til "resultat før justeringer over balancen". Dette indtjeningsbegreb er et bedre mål for virksomhedernes underliggende evne til at tjene penge, som er det, aktiemarkedet under normale omstændigheder prissættes efter.

Efter finanskrisen gælder det dog, ikke mindst for banksektoren og virksomheder med store pensionsfonde, at en væsentlig del af indtjeningen i en årrække ikke direkte kommer aktionærene til gode. Den må hensættes for at genskabe egenkapitalen.

Da det anvendte indtjeningsbegreb netop ikke indeholder disse hen-

sættelser, er det uklart, i hvilket omfang den lave prissætning efter finanskrisen afspejler en effekt af store hensættelser, og i hvilket omfang der er tale om en generel mistillid til opsvingets bæredygtighed.

I begge tilfælde er det dog vores opfattelse, at en fortsat styrkelse af opsvinget gradvist vil medføre en tilbagevenden til den historiske norm for prissætningen af aktier (fair værdi).

Bemærk at skalaen i figuren er logaritmisk.



**Keld Henriksen**  
Aktiechef



**Peter Stenholt**  
Seniorporteføljemanager

Keld og Peter er ansvarlige for Maj Invest Danske Aktier.

Keld har mere end 25 års erfaring fra den finansielle branche, hvor han har arbejdet med styring af specielt danske aktieporteføljer. Peter er cand.polit. og har de seneste 13 år arbejdet med analyse og udvælgelse af danske aktier.

## MAJ INVEST DANSKE AKTIER

### KÆRE INVESTOR

Afkast bør altid vurderes på mindst tre års sigt, men isoleret set er et negativt kvartalsafkast for afdelingen på -1,4 pct. ikke tilfredsstillende, men dog sammenligneligt med markedsafkastet for samme periode på -1,2 pct. Absolut set er et afkast for afdelingen på 15,9 pct. for årets første ni måneder dog meget tilfredsstillende.

På den internationale scene er der endnu ikke tegn på væsentlig opblødning i konflikten i Ukraine. Rusland og den vestlige verden står fortsat stejlt over for hinanden, og sanktioner og modsanktioner hører nu til dagens orden.

Halvårsregnskaberne for 2014 er aflagt, og overordnet set var de i økonomisk forstand ganske tilfredsstillende med flere op- end nedjusteringer. De verbale kommentarer fra virksomhederne var dog i flere tilfælde mindre positive end tidligere på året. Hvor man efter første kvartal talte om mere tydelige væksttegn i Europa, er tonen hen over sommeren blevet mere kølig, og man taler nu igen om en svagere europæisk vækst. Investorerne modtog da også regnskaberne med en vis skepsis. Hvor aktiemarkedet tidligere har udvist en mere tilgivende adfærd over for regnskabsskuffelser, var der denne gang kontant afregning. Blandt andet faldt nogle af de højest prissatte børsdarlings Novozymes og Coloplast begge mere end 5 pct. på regnskaber, der efterfølgende kun medførte ganske beskedne estimatændringer fra analytikerne.

På selskabssiden er det bemærkelsesværdigt, at TDC har opkøbt det norske kabel-tv-selskab GET for 12,5 mia. kroner. En stor satsning i betragtning af TDC's egen markedsværdi på ca. 36 mia. kroner. Opkøbet virker dyrt, og selskabet har da også selv erkendt, at "man var nødt til at betale en fair pris". Med opkøbet af GET har TDC endegyldigt forladt den dividendehistorie, man for få år siden relancerede sig på Fondsbørsen med.

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

### ■ Afkast

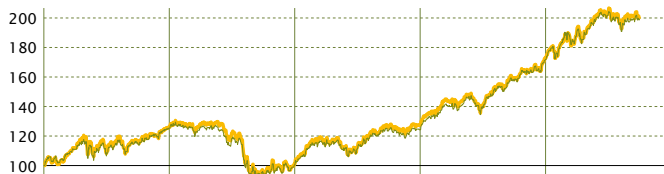
Morningstar Rating™  
Aktier – Danmark

Startdato: 16-12-2005  
Fondskode: DK0060005171  
Udbyttetype: Udbyttebetalende  
Indeks: OMXCCap

★★★

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)

Indeks = 100  
Fond  
Indeks



Afkast	Fond	Indeks	Diff.
ÅTD	15,9 %	15,9 %	0,0 %
Seneste kvartal	-1,4 %	-1,2 %	-0,2 %
1 år	26,7 %	26,7 %	0,0 %
3 år ann.	27,9 %	28,0 %	-0,2 %
5 år ann.	14,8 %	15,1 %	-0,3 %

Afkast	2010	2011	2012	2013	09-2014
Fond	26,1 %	-19,8 %	26,1 %	35,7 %	15,9 %
Indeks	25,3 %	-19,9 %	23,8 %	38,3 %	15,9 %
Morningstar Kategori™	30,0 %	-20,2 %	23,0 %	38,6 %	16,8 %



## Investeringsområde

### RISIKO- OG AFKASTPROFIL



#### Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

#### Investingshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

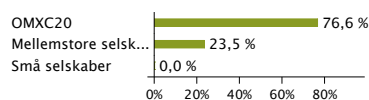
Afdelingen investerer i danske aktier og øvrige aktier, som er noteret på Nasdaq OMX Copenhagen.

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

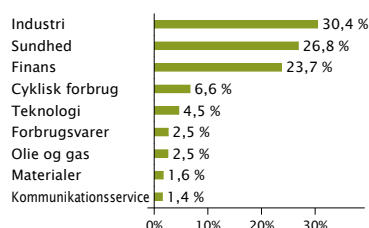
## Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 31-08-2014

### Selskabsfordeling



### Sektorfordeling for aktier



### Nøgletal

Info ratio	-0,1
Kurs/Indtjening	16,5
Kurs/Indreværdi	2,3
ROE	22,3

Den væsentligste positive bidragsyder i tredje kvartal er Sydbank, hvor afdelingen i en længere periode har haft en overvægt. Banken har været lavt prissat grundet en række skuffelser med større tabshensættelser end ventet. I løbet af kvartalet har markedet imidlertid vurderet, at banken er sammenlignelig med peers som Jyske Bank og Spar Nord Bank og derfor burde prissættes nogenlunde som disse. Det er sket efter et meget flot halvårsregnskab, og aktiekursen steg 25 pct. i kvartalet. Ligeledes har det bidraget positivt, at afdelingen kun har haft beskedne investeringer i TDC, hvis aktiekurs er faldet 18 pct. i kvartalet. Udover opkøbet af GET i Norge har selskabet offentliggjort, at man ikke har genvundet en række kontrakter med det offentlige, hvilket vil koste omsætning og indtjening i 2015 og frem. Største negative bidrag kommer fra OW Bunker, der gik på Fondsbørsen i første kvartal 2014. Allerede få måneder senere har analytikere i bankkonsortiet måttet sænke deres estimater kraftigt, og for et selskab uden track record hos investorerne slår det hårdt igennem på aktiekursen, der er faldet 24 pct. i tredje kvartal. Investering i ISS har ligeledes bidraget negativt. Også ISS gik på Fondsbørsen i første kvartal og har allerede måttet nedjustere sine egne forventninger til 2014. At både OW Bunker og ISS har skuffet så hurtigt efter deres indtræden på Fondsbørsen gøder bestemt ikke vandene for fremtidige kandidater. Absolut set har afdelingen sine største investeringer i Novo Nordisk, A.P. Møller-Mærsk, og Danske Bank, der hver især udgør 9-10 pct. af den samlede beholdning. I forhold til sammenligningsindekset har afdelingen sine største overvægte i Sydbank, Össur og DSV, mens de største undervægte er i Jyske Bank, H. Lundbeck og Københavns Lufthavn.

## 10 største investeringer

Pr. 31-08-2014

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Novo Nordisk A/S	Sundhed	DNK	10,0 %	Vestas Wind Systems	Industri	DNK	4,8 %
Danske Bank	Finans	DNK	9,8 %	TRYG A/S	Finans	DNK	4,2 %
A P Møller - Mærsk A	Industri	DNK	6,9 %	Pandora A/S	Cyklisk forbrug	DNK	4,1 %
Coloplast A/S	Sundhed	DNK	6,2 %	ISS A/S	Industri	DNK	4,1 %
DSV A/S	Industri	DNK	4,8 %	William Demant Holding	Sundhed	DNK	3,6 %

## Juridisk information

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

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



**Ulrik Jensen**  
Seniorporteføljemanager  
Ansvarlig for Maj Invest Europa  
Aktier.

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

## MAJ INVEST EUROPA AKTIER

### KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i tredje kvartal 2014 et afkast på 1,3 pct. Afkastet er tilfredsstillende og lidt bedre den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI Europa, der omregnet til danske kroner havde et afkast på 0,7 pct. I årets første ni måneder har afdelingen givet et afkast på 7,0 pct., hvilket er på niveau med sammenligningsindekset, der gav et afkast på 6,9 pct. i samme periode.

Der var begrænsede afkast for hovedparten af de europæiske aktier i løbet af tredje kvartal. Selvom markedet viste en smule svaghed i løbet af sommeren, blandt andet som følge af svage nøgletal fra industriproduktionen og en heraf følgende negativ opfattelse af retningen i europæisk økonomi, rettede markedet sig i den sidste del af kvartalet. En af de primære årsager til, at markedet rettede sig, var Den Europæiske Centralbank, ECB, og chefen Mario Draghis udmeldinger om at åbne op for en mere lempelig pengepolitik på linje med, hvad der er set i både USA og Japan. Således vil ECB nu kunne købe større mængder obligationer op for at understøtte en fortsat lav rente, ligesom indskudsrenten i centralbanken nu er negativ. ECB håber på den måde at kunne stimulere den europæiske økonomi.

Krisen i Ukraine må siges fortsat at glide i baggrunden blandt investorerne til trods for, at situationen ikke har ændret sig nævneværdigt. Vores vurdering er, at det nuværende kriseniveau og eventuelt øgede sanktioner er indregnet i priserne i aktiemarkedet.

På valutafronten er dollaren styrket markant i forhold til både euro og danske kroner i løbet af tredje kvartal. Det skal ses som en kombination af både de amerikanske og europæiske centralbankers pengepolitiske udmeldinger og tiltag.

### ■ Afkast

Morningstar Rating™  
Aktier – Europa Large Cap Blend

Startdato: 07-06-2007

Fondskode: DK0060079960

Udbyttetype: Udbyttebetalende

Indeks: MSCI Europe Index inkl. nettoudbytter

★★★

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

Indeks = 100  
Fond  
Indeks



Afkast	Fond	Indeks	Diff.
ÅTD	7,0 %	6,9 %	0,1 %
Seneste kvartal	1,3 %	0,7 %	0,7 %
1 år	13,0 %	13,2 %	-0,2 %
3 år ann.	16,2 %	17,9 %	-1,6 %
5 år ann.	8,9 %	10,1 %	-1,2 %

Afkast	2010	2011	2012	2013	09-2014
Fond	7,5 %	-6,1 %	15,6 %	15,8 %	7,0 %
Indeks	11,3 %	-8,3 %	17,7 %	19,8 %	6,9 %
Morningstar Kategori™	11,8 %	-11,2 %	18,3 %	19,6 %	4,3 %

## Investeringsområde

### RISIKO- OG AFKASTPROFIL



#### Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

#### Investingshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

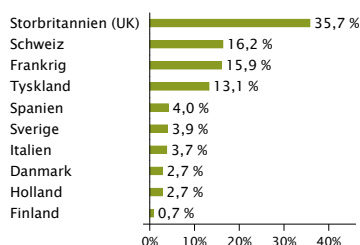
Afdelingen er en indeksafdeling med fokus på at generere et markedsafkast og har derfor intet element af aktiv aktieudvælgelse.

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

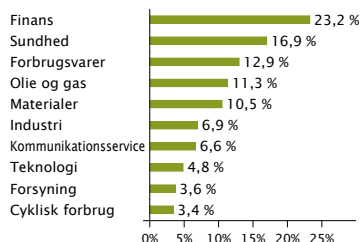
## Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 31-08-2014

### Top 10 Lande



### Sektorfordeling for aktier



### Nøgletal

Info ratio	-1,1
Kurs/Indtjening	15,6
Kurs/Indreværdi	1,7
ROE	19,3

Det europæiske aktieindeks var stort set uændret i tredje kvartal. Det var primært holdt oppe af positive afkast i de skandinaviske markeder, Italien og pæne stigninger i schweiziske aktier. Til gengæld var der betydelige negative afkast at spore blandt de toneangivende aktiemarkeder i Tyskland, Storbritannien og Frankrig. Storbritannien er nu i negativt afkastterritorium for året. Samtidig oplevede både Grækenland og Portugal betydelige fald i løbet af kvartalet, og der kunne således observeres negative afkast på over 12 pct. for begge markeder. På sektorniveau var det finans og forsyningsvirksomheder, der var blandt de positive bidragsydere til performance, både absolut og relativt. Til gengæld var der betydelige negative afkastbidrag fra de cykliske forbrugsaktier samt fra materialer og råvare-selskaber. Der er ikke foretaget væsentlige omlægninger eller ændringer i porteføljen i tredje kvartal

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

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

## 10 største investeringer

Pr. 31-08-2014

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Nestle SA	Forbrugsvarer	CHE	3,6 %	Novo Nordisk A/S	Sundhed	DNK	2,7 %
Novartis	Sundhed	CHE	3,3 %	HSBC Holdings Plc	Finans	GBR	2,6 %
Roche Holding	Sundhed	CHE	3,2 %	Royal Dutch Shell Plc – A shs	Olie og gas	GBR	2,4 %
LVMH Moët Hennessy Loui V SA	Cyklisk forbrug	FRA	3,0 %	Total SA	Olie og gas	FRA	2,4 %
Siemens Reg	Industri	DEU	2,9 %	Nordea AB	Finans	SWE	2,3 %

## Juridisk information

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

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

**Henrik Ekman**

Aktiechef

Ansvarlig for Maj Invest Aktier.

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

## MAJ INVEST AKTIER

### KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i tredje kvartal 2014 et afkast på 2,8 pct. Afkastet er tilfredsstillende, men noget lavere end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI Verden, der omregnet til danske kroner steg 5,9 pct. Som altid bør afkastet ses over en periode på minimum tre år, der er den kortest anbefalede investeringshorisont. Siden start har afdelingen givet et afkast, der er 18 procentpoint bedre end den generelle udvikling.

Efter en positiv udvikling og stemning på aktiemarkedene gennem andet kvartal genfandt den afdæmpede stemning sig igen på markederne i tredje kvartal målt i lokal valuta. Som følge af en betydelig stigning i dollaren udviste markederne til gengæld høje stigninger målt i danske kroner. Bortset fra denne valutapåvirkning var stemningen negativt påvirket af skuffende tal for væksten i andet kvartal i Europa, fortsat geopolitisk uro, og regnskaber fra virksomhederne, der især i USA og Japan, ganske vist var pæne grundet fortsatte omkostningsbesparelser og aktietilbagekøb, men med afdæmpede fremtidsudsigter for så vidt angår omsætningen.

På regionsniveau var det i lokal valuta især Japan og i mindre grad USA, der udviste positive afkast gennem kvartalet. Europa og emerging markets-landene udviste store kursfald, dog med væsentlige nationale forskelle inden for regionerne. På sektorniveau dannede den afdæmpede stemning grundlag for relativt pæne afkast for de defensive sektorer som pharma, telekommunikation og stabilt forbrug. Teknologi udviste også en positiv udvikling som følge af en generel god udvikling i mange af de største selskabers indtjening. De øvrige sektorer udviste kursfald med sektorerne energi og råvarer i spidsen som følge af faldende olie- og råvarepriser, hvor førstnævnte trods fortsat geopolitisk uro var negativt påvirket af stigende olielagre.

Generelt er aktierne ikke dyre ved udgangen af tredje kvartal, men yderligere kursstigninger herefter må i højere grad forventes at være drevet af den underliggende indtjeningsvækst i virksomhederne og opjustering af forventningerne hertil i takt med, at de globale konjunkturer forbedres.

### ■ Afkast

Morningstar Rating™  
Aktier – Globale Large Cap Blend

★★★★

Startdato: 16-12-2005

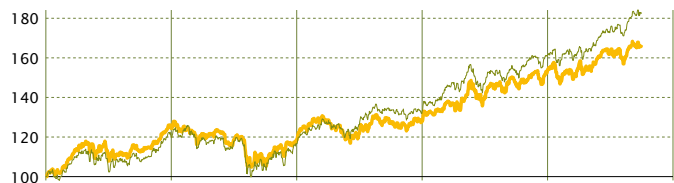
Fondscode: DK0060005254

Udbyttetype: Udbyttebetalende

Indeks: MSCI World Index inkl. nettoudbytter

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

Indeks = 100  
Fond  
Indeks



Afkast	Fond	Indeks	Diff.
ÅTD	7,9 %	13,1 %	-5,1 %
Seneste kvartal	2,8 %	5,9 %	-3,1 %
1 år	13,7 %	20,0 %	-6,3 %
3 år ann.	15,3 %	20,3 %	-5,0 %
5 år ann.	11,8 %	14,1 %	-2,4 %

Afkast	2010	2011	2012	2013	09-2014
Fond	24,3 %	-4,7 %	8,3 %	20,1 %	7,9 %
Indeks	19,7 %	-2,6 %	14,5 %	21,2 %	13,1 %
Morningstar Kategori™	16,9 %	-8,1 %	12,7 %	17,5 %	10,0 %

## ■ Investeringsområde

### RISIKO- OG AFKASTPROFIL



#### Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

#### Investeringshorisont:

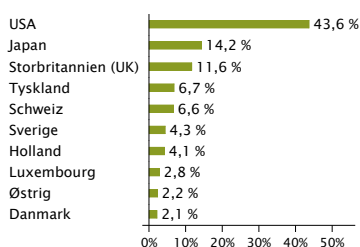
Anbefalet minimum 3 år.

Afdelingen investerer i 40-60 forskellige og primært større danske og udenlandske virksomheder bredt repræsenteret på brancher og regioner. Aktieudvælgelsen tager udgangspunkt i traditionelle nøgletal som P/E (price/earning) og K/I (kurs/indre værdi), der sættes i forhold til virksomhedens forventede indtjening og egenkapitalforrentning (ROE). Der fokuseres på det langsigtede potentiale, og der gås gerne mod strømmen, hvis det vurderes, at markedet undervurderer en virksomheds potentiale. Da der er tale om en bred global portefølje, inddrages kontinuerligt en vurdering af den internationale makroøkonomiske udvikling, når de enkelte aktier vælges.

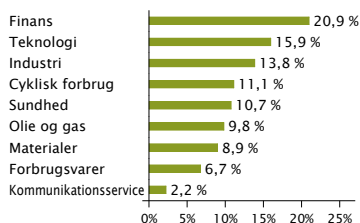
## ■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 31-08-2014

### Top 10 Lande



### Sektorfordeling for aktier



### Nøgletal

Info ratio	-1,3
Kurs/Indtjening	16,8
Kurs/Indreværdi	1,6
ROE	13,0

Overordnet set var afdelingens afkast i tredje kvartal især positivt påvirket af høje afkast inden for pharma, varigt forbrug og teknologi, hvor bl.a. investeringerne i den japanske lastvognsproducent Isuzu Motors, den amerikanske producent af lagerversere EMC og det amerikanske sygeforsikringsselskab United Health bidrog mest. Uden for disse områder bidrog den engelske bank Royal Bank of Scotland og den japanske producent af industrirobotter Fanuc også med høje positive afkast.

Til gengæld påvirkede især de gennemsnitlige investeringsvalg inden for industri, forsyning og finans afdelingens afkast negativt. Bl.a. investeringerne i italienske CNH Industrial, der producerer lastbiler og landbrugsmaskiner, de to svenske industriselskaber SKF og Sandvik, det brasilianske vandforsyningselskab SABESP samt den østrigske bank Erste Bank udviste store negative afkast. Uden for disse områder udviste den amerikanske producent af skiffergas Chesapeake også et stort negativt afkast, ligesom det påvirkede afdelingen negativt, at der ikke var investeret i Apple, som steg kraftigt i kurs i kvartalet.

På sektorniveau vurderes industri, teknologi og finans fortsat positivt pga. prisfastsættelsen og forventninger om bedre konjunkturer, der især vurderes at kunne øge forventningerne til indtjeningsvæksten inden for disse områder. På regionsniveau vurderes især Europa at have potentiale for opjustering af indtjeningsvæksten i virksomhederne, herunder især i bankerne.

## ■ 10 største investeringer

Pr. 31-08-2014

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Discovery Comm-A	Cyklisk forbrug	USA	2,9 %	Royal Bank of Scotland Group	Finans	GBR	2,6 %
Isuzu Motors Ltd.	Cyklisk forbrug	JPN	2,9 %	Canon	Industri	JPN	2,6 %
Samsonite International SA	Cyklisk forbrug	LUX	2,8 %	Occidental Petroleum	Olie og gas	USA	2,6 %
Prudential Financial	Finans	USA	2,7 %	Honda Motor Co	Cyklisk forbrug	JPN	2,6 %
Cisco Systems Inc	Teknologi	USA	2,7 %	Continental Resources Inc/OK	Olie og gas	USA	2,5 %

## ■ Juridisk information

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

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



**Kurt Kara**  
Aktiechef



**Ulrik Jensen**  
Seniorporteføljemanager

Kurt og Ulrik er ansvarlige for Maj Invest Value Aktier.

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

## MAJ INVEST VALUE AKTIER

### KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i tredje kvartal 2014 et afkast på 8,1 pct. Afkastet er meget tilfredsstillende og bedre end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI Verden, der omregnet til danske kroner havde et afkast på 5,9 pct. Afkastet for årets første tre kvartaler blev 17,7 pct., hvilket ligeledes er bedre end sammenligningsindekset.

Det globale aktiemarked fortsatte ufortrødent den opadgående tendens gennem kvartalet, dog med mindre styrke end i den første halvdel af året. De fortsat stærke makroøkonomiske nøgletal fra USA lagde en god bund under de globale markeder, og det var i højere grad på valutamarkederne, de store sving kunne observeres. Den amerikanske centralbanks gradvise nedtrapning af de store, kvantitative pengepolitiske lettelser gav forventninger om en normaliseret pengepolitik i verdens største økonomi. Disse forventninger til USA samt den realitet, at Europa først nu går i gang med tilsvarende kvantitative lettelser, styrkede den amerikanske dollar betydeligt, og den steg over 8 pct. i perioden i forhold til danske kroner.

Uroen i Ukraine samt IS' fremfærd i Mellemøsten var i høj grad indregnet i priserne på de europæiske aktier, som også kun steg beskedent i tredje kvartal. Derudover har markedet taget udmeldingerne om en mere lempelig europæisk pengepolitik positivt, men også dette må siges at have været afspejlet i priserne på aktiemarkedet.

Japan overraskede i kvartalet med stigninger i de toneangivende indeks på næsten 6 pct. målt i danske kroner. Disse stigninger kommer dog i kølvandet på nogle dårlige kvartaler og er muligvis en naturlig kursreaktion herpå.

Afdelingen har fortsat en betydelig andel af investeringer i USA, en eksponering som dog forretningsmæssigt er lavere, eftersom dele af omsætningen og indtjeningen ligger uden for Nordamerika. På den korte bane vil afkastet dog være påvirket af udsving i dollar over for andre landes valutaer, selvom denne effekt over den lidt længere bane er beskedent.

### ■ Afkast

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

Startdato: 16-12-2005

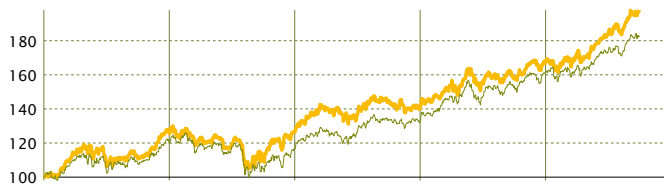
Fondskode: DK0060005338

Udbyttetype: Udbyttebetalende

Indeks: MSCI World Index inkl. nettoudbytter

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

Indeks = 100  
Fond  
Indeks



Afkast	Fond	Indeks	Diff.
ÅTD	17,7 %	13,1 %	4,6 %
Seneste kvartal	8,1 %	5,9 %	2,2 %
1 år	25,6 %	20,0 %	5,6 %
3 år ann.	21,1 %	20,3 %	0,7 %
5 år ann.	16,9 %	14,1 %	2,8 %

Afkast	2010	2011	2012	2013	09-2014
Fond	25,5 %	0,7 %	12,0 %	19,0 %	17,7 %
Indeks	19,7 %	-2,6 %	14,5 %	21,2 %	13,1 %
Morningstar Kategori™	16,9 %	-8,1 %	12,7 %	17,5 %	10,0 %

## Investeringsområde

### RISIKO- OG AFKASTPROFIL



#### Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

#### Investingshorisont:

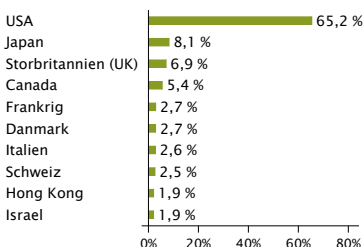
Anbefalet minimum 3 år.

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

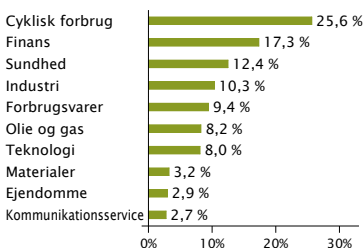
## Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 31-08-2014

### Top 10 Lande



### Sektorfordeling for aktier



### Nøgletal

Info ratio	0,2
Kurs/Indtjening	14,2
Kurs/Indreværdi	1,7
ROE	22,8

Afdelingens bedste aktier var den japanske møbelkæde Nitori Holdings, der steg med mere end 17 pct. i tredje kvartal. Dernæst var afkastet især positivt drevet af den canadiske supermarkedskæde Metro, der steg med godt 14 pct. Herudover er også selskabet CF Industries steget markant i kølvandet på fusionsplaner med det norske selskab Yara.

Blandt de investeringer, der bidrog negativt, kan det nævnes, at især TDC med deres opkøb i Norge faldt markant med ca. 18 pct. i tredje kvartal. Derudover faldt handelsfirmaet Li & Fung med godt 15 pct., og ligeledes var der negative bidrag at spore blandt afdelingens energiaktier som følge af den faldende pris på råolie.

I perioden har afdelingen kun haft en enkelt omlægning. Det amerikanske sundhedsforsikringselskab Humana blev solgt ud for en tilsvarende investering i Aetna. Årsagen til dette var en høj prisfastsættelse af Humana sammenlignet med markedet såvel som Aetna.

Markedet virker stadig attraktivt, især set i relation til alternative aktivklasser.

## 10 største investeringer

Pr. 31-08-2014

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
American International Group	Finans	USA	7,3 %	IBM	Teknologi	USA	4,1 %
Nitori Co Ltd	Cyklisk forbrug	JPN	5,1 %	Cigna Corp	Sundhed	USA	3,9 %
United Health Group	Sundhed	USA	4,8 %	Reckitt Benckiser Group PLC	Forbrugsvarer	GBR	3,9 %
Goldman Sachs Group Inc.	Finans	USA	4,5 %	Microsoft Corp	Teknologi	USA	3,8 %
Advance Auto Parts	Cyklisk forbrug	USA	4,3 %	Autozone	Cyklisk forbrug	USA	3,7 %

## Juridisk information

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

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



**Pascal Pierre Lasnier**  
Aktiechef



**Lars Rømer Sørensen**  
Seniorporteføljemanager

Pascal og Lars er ansvarlige for afdeling Maj Invest Emerging Markets.

Pascal har mere end 20 års erfaring med investeringer og aktieudvælgelse inden for globale aktier, og Lars har mere end 25 års erfaring med investeringer i emerging markets.

## MAJ INVEST EMERGING MARKETS

### KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i tredje kvartal 2014 et afkast på 5,8 pct. Afkastet er meget tilfredsstillende og bedre end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI Global Emerging Markets, der omregnet til danske kroner havde et afkast på 4,5 pct. Som altid bør afkastet ses over en periode på minimum tre år, der er den korteste anbefalede investeringshorisont. Siden afdelingens lancering i december 2013 har afkastet været 13,3 pct. mod 12,7 pct. for sammenligningsindekset.

Investorenes appetit på at investere i emerging markets blev yderligere styrket i juli og august af positive forventninger til reformer i henholdsvis Kina, Indien, Mexico og endelig Indonesien efter valgsejren til den reformvenlige præsident Joko Widodo (Jokowi). Også håb om politisk ændring i Brasilien efter nye positive meningsmålinger til fordel for præsidentkandidat Marina Silva sendte det brasilianske aktiemarked kraftigt op i kvartalets første to måneder. En meningsmåling til fordel for den siddende præsident Rousseff ultimo september medførte dog store fald igen i de brasilianske aktier. MSCI Brasilien endte således tredje kvartal uændret målt i danske kroner.

Omvendt er markederne i Østeuropa faldet kraftigt i hele kvartalet som følge af fortsatte spændinger i Ukraine og nye sanktioner mod Rusland. Den manglende forudsigelighed, som følge af de geopolitiske spændinger i Østeuropa, er hovedårsagen til, at vi har valgt ikke at have investeringer i Rusland i afdeling Emerging Markets. Afdelingen er derfor upåvirket af disse uroligheder. Det er vores klare strategi ikke at investere i aktiemarkeder, hvor politisk uro eller krigslignende tilstande gør, at det er fuldstændig umuligt at forudsige fremtiden for landet og for de virksomheder, der er knyttet til disse markeder. Rusland og Egypten er af denne årsag på nuværende tidspunkt ikke investerbare lande.

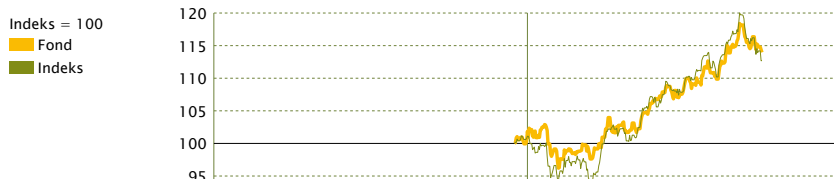
Største bidrag til afdelingens performance kom fra afdelingens største investering, GT Capital fra Filippinerne. Aktien steg 30 pct. målt i danske kroner grundet særdeles gode væksttal for salget i deres Toyota-distribution.

### ■ Afkast

Morningstar Rating™  
Aktier – Globale Nye Markeder  
Startdato: 16-12-2013  
Fondskode: DK0060522316  
Udbyttetyp: Udbyttebetalende  
Indeks: MSCI EM NR EUR

Afkast	Fond	Indeks	Diff.
ÅTD	11,9 %	11,5 %	0,4 %
Seneste kvartal	5,8 %	4,5 %	1,4 %
1 år	-	-	-
3 år ann.	-	-	-
5 år ann.	-	-	-

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



Afkast	2013	09-2014
Fond	-	11,9 %
Indeks	-	11,5 %
Morningstar Kategori™	-	10,6 %



## ■ Investeringsområde

### RISIKO- OG AFKASTPROFIL



#### Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

#### Investeringshorisont:

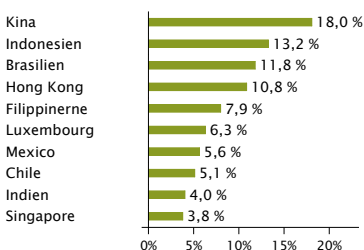
Anbefalet minimum 3 år.

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 kvalitetsselskaber og følge en disciplineret investeringsproces. I udvælgelsen af aktier lægges der lige så meget vægt på at fravælge de dårlige investeringer som på at finde de gode.

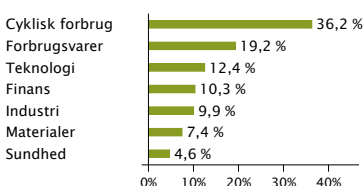
## ■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 31-08-2014

### Top 10 Lande



### Sektorfordeling for aktier



### Nøgletal

Info ratio	-
Kurs / Indtjening	18,7
Kurs / Indreværdi	1,7
ROE	18,0

Valget af Jokowi til præsident i Indonesien har, trods ihærdig modstand fra modkandidaten, tidligere Suharto-general Prabowo Subianto, skabt fornyet tro på vækstskabende reformer i Indonesien. Vi har øget vores eksponering mod Indonesien ved investering i Bank Rakyat Indonesia, som efter vores vurdering er en af verdens mest effektivt ledet banker, samt i to cementselskaber Semen Indonesia og Indocement.

Væksten i Kina har længe været en stor bekymring for aktiemarkedet. Særligt det faldende boligmarked har vakt bekymring. Den kinesiske regering forsøger løbende at indføre lempelser for at stimulere økonomien. En særlig positiv udvikling er Kinas reformagenda, hvor konkret udvikling af SOE-reformen i juli har påvirket nogle kinesiske aktier meget positivt. Vi har investeret i Sinopharm, Kinas største distributør af farmaceutiske produkter, som drager stor fordel af Kinas nye SOE-reform samt af deres sundhedsreformer og sociale sikkerhedsreformer.

Afdelingen har længe været undervægtet i Brasilien som følge af dårlig ledelse fra præsident Rousseff og deraf faldende økonomisk udvikling. Det brasilianske aktiemarked har været faldende tre år i træk som følge af Rousseff, og mange aktier er blevet yderst attraktivt prisfastsat. Hvis modkandidat Marina Silva vinder, vil det være særdeles positivt for de brasilianske aktier. Omvendt vurderer vi, at Rousseff har lært af sine fejltagelser og er klar til at lægge kursen om. Vi har identificeret tre nye virksomheder i Brasilien, Mills, Marcopolo og Hypermarcas, som vi har investeret i.

## ■ 10 største investeringer

Pr. 31-08-2014

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
GT Capital Holdings Inc	Cyklisk forbrug	PHL	4,3 %	Sumber Alfaria Trijaya Tbk PT	Forbrugsvarer	IDN	3,8 %
Baidu Inc	Teknologi	CHN	4,1 %	Parkson Retail Asia Ltd	Cyklisk forbrug	SGP	3,7 %
Cia Brasileira De Distribuicao	Forbrugsvarer	BRA	4,0 %	Samsonite International SA	Cyklisk forbrug	LUX	3,7 %
Mahindra & Mahindra	Cyklisk forbrug	IND	4,0 %	SM Investments Corp	Cyklisk forbrug	PHL	3,6 %
Lenovo Group Ltd	Teknologi	CHN	3,9 %	Cia Cervecerias Unidas SA	Forbrugsvarer	CHL	3,1 %

## ■ Juridisk information

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

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



**Morten Rask Nymark**  
Seniorporteføljemanager  
Ansvarlig for Maj Invest Global Sundhed.

Morten er uddannet cand.merc. i regnskab og finansiering og har 13 års erfaring med miljøinvesteringer.

## MAJ INVEST GLOBAL SUNDHED

### KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i tredje kvartal 2014 et afkast på 6,7 pct. Afkastet er tilfredsstillende og højere end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI Verden, der omregnet til danske kroner steg 5,9 pct. Afkastet bør dog altid vurderes på mindst tre års sigt, idet der anbefales en investeringshorisont på minimum tre år.

Maj Invest har generelt et positivt syn på udviklingen i makroøkonomien, særligt den amerikanske økonomi, men også en forventning om en bedring i Europa. Derfor er der i porteføljen inden for sundhedsplejesektoren også en undervægt af de traditionelle store medicinalselskaber, der typisk vurderes som defensive aktier. I stedet er der en overvægt af velpositionerede markedsledere inden for f.eks. distribution af lægemidler og inden for andre af sundhedsplejens specialområder, hvor der forventes at være en relativ høj vækst i indtjeningen. Væksten i Europa synes dog endnu engang at skuffe med manglende økonomisk fremgang i forhold til forventningerne. Porteføljen er fortsat svagt undervægtet i Europa med ca. 25,9 pct. af porteføljen investeret, og markant overvægtet i Nordamerika, hvor 68,2 pct. af porteføljen er investeret.

I både tredje kvartal og årets første to kvartaler har sundhedssektoren vist pæne kursstigninger, der er højere end det generelle aktiemarked. Modsætningsvis har de industrielle aktier generelt leveret et lavere afkast end markedet. Dette mønster gælder også for porteføljen, hvor de mere industritunge aktier inden for miljø- og klimaområdet har givet et lavere afkast end markedet. Således har sundhedssektoren i tredje kvartal givet et afkast i danske kroner på 12,1 pct. mod afkastet i det generelle aktiemarked på 5,9 pct. Modsat har sektoren for industriselskaber givet et afkast på 3,2 pct. For årets første tre kvartaler ligger industrisektorens afkast hele 7,1 pct. efter afkastet for det globale aktiemarked. Denne udvikling tilskrives især den manglende bedring i verdensøkonomien generelt, hvor især væksten i Europa, men også i en række udviklingslande, har været lavere end ventet ved årets begyndelse.

### ■ Afkast

Morningstar Rating™  
Sektor – Sundhed, Aktier

Startdato: 10-11-2008

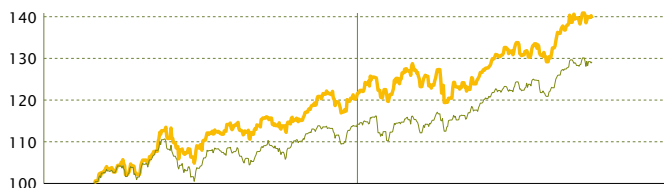
Fondskode: DK0060157196

Udbyttetype: Udbyttebetalende

Indeks: MSCI World Index inkl. nettoudbytter

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

Indeks = 100  
Fond  
Indeks



Afkast	Fond	Indeks	Diff.
ÅTD	14,8 %	13,1 %	1,8 %
Seneste kvartal	6,7 %	5,9 %	0,8 %
1 år	22,8 %	20,0 %	2,8 %
3 år ann.	-	-	-
5 år ann.	-	-	-

Afkast	2013	09-2014
Fond	-	14,8 %
Indeks	-	13,1 %
Morningstar Kategori™	-	23,4 %

## ■ Investeringsområde

### RISIKO- OG AFKASTPROFIL



#### Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

#### Investeringshorisont:

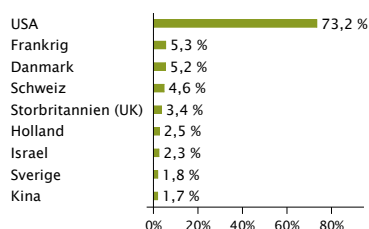
Anbefalet minimum 3 år.

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

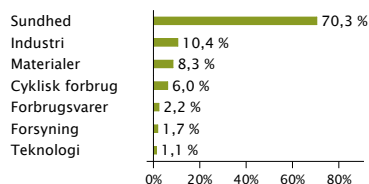
## ■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 31-08-2014

### Top 10 Lande



### Sektorfordeling for aktier



### Nøgletal

Info ratio	-
Kurs/Indtjening	20,7
Kurs/Indreværdi	3,1
ROE	17,0

I tredje kvartal er SABESP solgt ud af porteføljen på grund af en væsentlig højere risiko mod selskabets indtjening end oprindeligt ventet. Som vandforsynings- og vandrensningsselskab er selskabet ramt af den historisk hårde tørke, som har ramt Brasilien. Der er nyinvesteret i amerikanske Baxter International samt amerikanske Cummins. Baxter International er et pharmaselskab med fokus på behandling af kroniske lidelser (blødersygdomme, immunsygdomme og infektioner) og produkter til levering af medikamenter i kroppen. Inden for blødersygdomme, som udgør ca. 60 pct. af omsætningen, er Baxter global markedsleder med en markedsandel på ca. 51 pct. (Hæmofili A-markedet). Cummins er verdens førende inden for højeffektive motorer, primært til brug for lastbiler. Selskabet er desuden global markedsleder inden for motorer til transport drevet af naturgas.

Porteføljen var ved udgangen af kvartalet fordelt med ca. 22 pct. af porteføljen investeret inden for miljø- og klimaområdet fordelt på 13 selskaber og ca. 76 pct. af porteføljen investeret inden for sundhedspleje fordelt på 31 selskaber.

I tredje kvartal bidrog særligt Gilead (producent af specialmedicin) positivt til afkastet med et afkast på 38,9 pct., Cooper (kontaktlinser) med 24,4 pct. og GNC (kosttilskud) med 23,4 pct. Omvendt bidrog GT Advanced Tech., SABESP og NPS Pharmaceuticals mest negativt til porteføljen med afkast på henholdsvis -37,0 pct., -17,8 pct. og -14,9 pct.

## ■ 10 største investeringer

Pr. 31-08-2014

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Gilead Science	Sundhed	USA	4,3 %	McKesson Corp	Sundhed	USA	3,0 %
Actavis Plc	Sundhed	USA	3,9 %	Mylan Inc/PA	Sundhed	USA	2,9 %
Novo Nordisk A/S	Sundhed	DNK	3,7 %	Express Scripts Holding Co	Sundhed	USA	2,8 %
Shire PLC	Sundhed	GBR	3,3 %	United Health Group	Sundhed	USA	2,8 %
Celgene Corp.	Sundhed	USA	3,0 %	Agilent Technologies	Sundhed	USA	2,8 %

## ■ Juridisk information

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

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



**Gustav Bundgaard Smidth**  
Porteføljemanager  
Ansvarlig for Maj Invest Danske Obligationer.

Gustav har 11 års erfaring inden for obligationsområdet, herunder forvaltning, rådgivning og analyse.

## MAJ INVEST DANSKE OBLIGATIONER

### KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i tredje kvartal 2014 et afkast på 0,7 pct. Afkastet er tilfredsstillende, men lavere end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset EFFAs 1-10 år, der steg 1,5 pct. I årets første tre kvartaler har afdelingen givet et afkast på 4,6 pct. mod 4,8 pct. for sammenligningsindekset.

Rentefaldet er fortsat med uformindsket styrke gennem tredje kvartal. Faktisk er renten faldet på den toneangivende 10-årige danske statsobligation i hver eneste måned gennem hele 2014. Det er ret bemærkelsesværdigt, og man skal mange år tilbage, før det sidst var tilfældet. Det vedvarende rentefald og intensiteten i det har overrasket os, og afdelingen har i tredje kvartal ikke været helt hensigtsmæssigt positioneret til rentefaldet. Vi vurderer dog fortsat, at det forventede afkastpotentiale i længere løbende obligationer ikke står mål med risikoen. Yderligere vurderer vi stadig, at størstedelen af rentefaldet ligger bag os og ikke foran os. For hver dag der går med faldende renter, er konsekvensen, at det fremtidige afkastpotentiale mindskes mod at opnå en kursgevinst her og nu.

Historien har det med at gentage sig, og på mange måder synes vi, at den nuværende prisfastsættelse af visse segmenter i obligationsmarkedet minder om årene op til finanskrisen. Risikopræmierne i især kreditobligationsmarkedet er på de laveste niveauer siden 2006-2007, og som investor må man stille sig selv spørgsmålet, hvor længe det kan vare ved. Så længe de store centralbanker pumper likviditet ud i markedet, er der benzin til at holde bålet brændende, men jo længere tid risikopræmierne bliver presset ned, jo større er sandsynligheden for, at de på et tidspunkt kommer til at stige kraftigt. Vi har gennem 2014 i stor grad fastholdt afdelingens eksponering mod kreditobligationer, men generelt solgt ud af de lange og mest risikofyldte obligationer. Dermed har vi plads til at øge eksponeringen og risikoen i porteføljen, såfremt kreditobligationerne igen bliver attraktivt prisfastsat.

### ■ Afkast

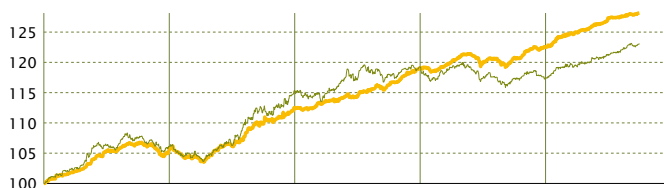
Morningstar Rating™  
Obligationer – DKK Øvrige

★★★★

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)

Startdato: 16-12-2005  
Fondskode: DK0060005098  
Udbyttetype: Udbyttebetalende  
Indeks: Bloomberg-EFFAS 1 – 10 år

Indeks = 100  
Fond  
Indeks



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

Afkast	2010	2011	2012	2013	09-2014
Fond	5,6 %	6,6 %	5,9 %	2,9 %	4,6 %
Indeks	6,1 %	8,7 %	3,4 %	-1,5 %	4,8 %
Morningstar Kategori™	4,8 %	7,6 %	4,6 %	-0,3 %	4,5 %

## Investeringsområde

### RISIKO- OG AFKASTPROFIL



#### Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

#### Investingshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

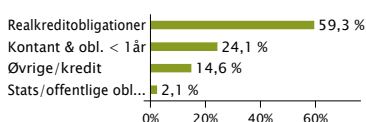
Afdelingen investerer i obligationer, der er udstedt i danske kroner. Dog kan obligationer udstedt i euro udgøre op til 20 pct. af afdelingen. Der er således meget begrænset valutarisiko ved at investere i afdelingen.

Afdelingen investerer hovedsageligt i stats- og realkreditobligationer, men kreditobligationer kan udgøre op til 25 pct. af formuen. Den samlede porteføljes korrigerede varighed vil være mellem 1 og 7 år.

## Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 31-08-2014

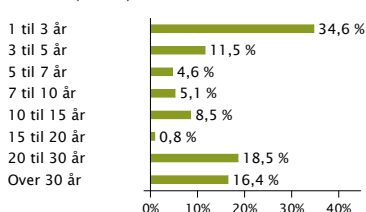
### Fordeling på typer



### Obligationstil

Effektiv rente %	-
Modifieret varighed	1,5

### Løbetid (% obl.)



Obligationporteføljen er fordelt på statsobligationer, realkreditobligationer og kreditobligationer. Knap tre fjerdedele af porteføljen består af danske realkreditobligationer, kreditobligationer udgør knap 20 pct., mens statsobligationer og kontanter udgør resten. I tredje kvartal har det generelt været obligationer med høj rentefølsomhed, der har givet de højeste afkast som konsekvens af rentefaldet. Dvs. lange statsobligationer og konverterbare obligationer med lave kuponrenter. Som aktivklasse er det dog kreditobligationer, der samlet set bidrog med de højeste afkast. Samlet gav kreditobligationerne ca. 2,1 pct. i afkast i tredje kvartal og bidrog med knap 0,4 procentpoint af afdelingens samlede afkast på 0,6 pct. i kvartalet.

Renterne er meget lave, og det vil naturligvis påvirke det fremtidige afkast. Som investor kan man forholde sig til dette på flere måder. Enten kan man tage mere risiko ved at købe obligationer med ringere kreditkvalitet eller længere varighed, således at man øger den gennemsnitlige forrentning af obligationerne i porteføljen. Alternativt kan man vælge at holde fast i sin strategi og acceptere, at afkastet i en periode ikke bliver prangende. Vi holder fast i vores strategi. Det vil sige, at vi ikke øger risikoen i porteføljen som følge af, at renten er lav på mange obligationer. Hvis vi skal øge risikoen i porteføljen, er det fordi, vi vurderer, at det er muligt at foretage attraktive investeringer med stort potentiale. Det er ikke tilfældet ved udgangen af tredje kvartal.

## 10 største investeringer

Pr. 31-08-2014

Navn	Type	Valuta	Vægt	Navn	Type	Valuta	Vægt
2 RD T SDRO 2016 apr	Realkreditobligationer	DKK	5,5 %	2 RD T SDRO 2016 Jan	Realkreditobligationer	DKK	4,0 %
2 BRF B RO20 2015 Oct	Realkreditobligationer	DKK	5,3 %	1,5 NYKREDIT 2024	Realkreditobligationer	DKK	3,5 %
2 RD T SDRO 2015 Jan	Realkreditobligationer	DKK	4,9 %	2,5 Bundesobligatio 10-10-2014	Stats/offentlige obligationer	EUR	3,4 %
Var. NYKREDIT REALKREDIT 2017	Realkreditobligationer	DKK	4,7 %	Var. BANKNORDIK P/F Perp	Øvrige/kredit	DKK	2,9 %
4 NDA 2 SDRO 2041 ALM	Realkreditobligationer	DKK	4,0 %	5 Nordea Kredit 2041	Realkreditobligationer	DKK	2,8 %

## Juridisk information

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

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



**Peter Mosbæk**  
CIO, obligationschef  
Ansvarlig for Maj Invest Obligationer.

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

## MAJ INVEST OBLIGATIONER

### KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i tredje kvartal 2014 et afkast på 1,9 pct., hvilket er meget tilfredsstillende. Afdelingen har klaret sig bedre end sammenligningsindekset EFFAs 1-10 år, der har givet et afkast på 1,5 pct. Det gennemsnitlige afkast i samme Morningstar Kategori™ var 1,4 pct.

Ved udgangen af andet kvartal argumenterede vi for, at specielt europæiske obligationer var blevet dyre. Hvis det var tilfældet, er de nu endnu dyrere. Med få undtagelser er rentefaldet fortsat i et bekymrende tempo givet det allerede meget lave renteniveau. F.eks. er renten på 10-årige spanske statsobligationer faldet fra 2,6 pct. til 2,1 pct. i tredje kvartal efter at have begyndt året på mere end 4 pct. Den spanske gæld er meget tæt på at ramme 100 pct. af BNP, og underskuddet på statsbudgettet er stadig stort. Frankrig har haft underskud på deres statsbudget de seneste 40 år, og deres gæld har netop passeret 2.000 mia. euro, hvilket også er tæt på 100 pct. af BNP. På trods af dette handler de til rekordlave renter, og forskellen til tyske renter er meget lav. Med andre ord er det lykkedes for Den Europæiske Centralbank, ECB, at tvinge stort set alle renter i bund med en lempelig pengepolitik og løfter om yderligere lempelser. Det er helt sikkert en forudsætning for at mange af disse lande kan klare sig økonomisk, når renterne er lave. Spørgsmålet er, om det er nok. Det tvivler vi på og holder os indtil videre væk fra denne aktivklasse.

En af konsekvenserne af den lempelige pengepolitik fra ECB har været, at euro er blevet svækket relativt kraftigt i løbet af tredje kvartal, specielt i forhold til dollar. På trods af at USA sandsynligvis står over for renteforhøjelser, anser vi det for mere attraktivt at investere i amerikanske obligationer, da vi forventer, at dollar vil styrkes yderligere på længere sigt. Det, som måske kan redde Europa, er en svækket euro, så mon ikke det sker.

Tredje kvartal har budt på et betydeligt outflow fra specielt amerikanske high yield-obligationer. Det er første gang i meget lang tid, at det sker, og kan være en indikation på, at den ensidige obligationsfest er ved at være overstået.

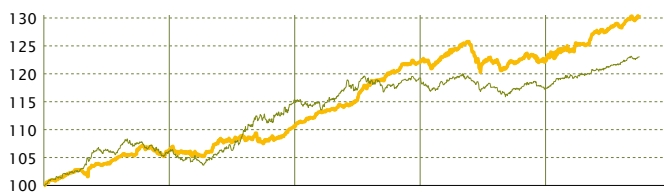
### ■ Afkast

Morningstar Rating™ ★★★★★  
Obligationer – Globale EUR Fokus  
Startdato: 16-12-2005  
Fondscode: DK0060004950  
Udbyttetype: Udbyttebetalende  
Indeks: Bloomberg-EFFAS 1 – 10 år

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

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

Indeks = 100  
Fond  
Indeks



Afkast	2010	2011	2012	2013	09-2014
Fond	6,4 %	3,9 %	10,5 %	0,2 %	6,7 %
Indeks	6,1 %	8,7 %	3,4 %	-1,5 %	4,8 %
Morningstar Kategori™	4,6 %	0,8 %	7,7 %	-0,1 %	4,9 %

## ■ Investeringsområde

### RISIKO- OG AFKASTPROFIL



#### Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

#### Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

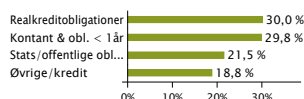
Afdelingen kan investere i alle obligationstyper uanset kreditvurdering og valuta. Det betyder, at afdelingen kan investere i emerging markets-obligationer og op til 35 procent af formuen i high yield-obligationer. Da disse investeringer er forbundet med en større risiko end danske obligationer, må afdelingen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

Den samlede portefølje vil have en korrigeret varighed mellem 1 og 9 år.

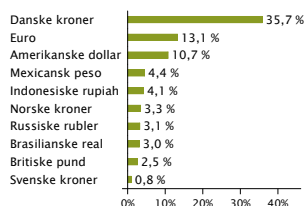
## ■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 31-08-2014

#### Fordeling på typer



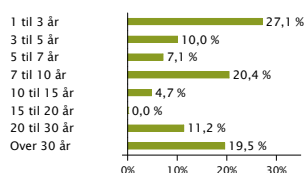
#### Fordeling på valuta



#### Obligationstilt

Effektiv rente %	-
Modificeret varighed	2,1

#### Løbetid (% obl.)



Afdelingen investerer i flere typer globale obligationer. Overordnet set består Maj Invest Obligationer af "sikre" statsobligationer, "risikable" statsobligationer, realkreditobligationer og kreditobligationer. De sikre statsobligationer, godt 20 pct. af formuen, har i tredje kvartal givet et afkast på knap 5 pct. En stor del af dette afkast skal tilskrives styrkelsen af dollaren, da en stor del af porteføljen netop består af amerikanske statsobligationer. En position i norske statsobligationer har også bidraget positivt. For årets første ni måneder har de sikre statsobligationer leveret et afkast på 10 pct.

De risikable statsobligationer har klaret sig flot igen i tredje kvartal og givet et afkast på ca. 2,5 pct. Det bringer afkastet for årets første tre kvartaler op på næsten 12 pct. Porteføljen består blandt andet af mexicanske, brasilianske, indonesiske og russiske statsobligationer. I tredje kvartal bidrog særligt de mexicanske og indonesiske obligationer positivt til afkastet. Realkreditobligationerne og kreditobligationerne har givet et afkast på henholdsvis 0,5 pct. og 2 pct. i tredje kvartal. Inden for begge typer har vi reduceret risikoen i løbet af 2014. Med den nuværende prisfastsættelse af obligationer har vi valgt en forholdsvis defensiv sammensætning af porteføljen. Vi tror, at der kommer en betydelig korrektion i prisfastsættelsen af nogle obligationstyper. Skulle det ske, vil vi gerne have muligheden for at købe nogle billigere obligationer. En forudsætning for at kunne gøre det er, at man ikke har for mange obligationer med risiko, når markedet falder.

## ■ 10 største investeringer

Pr. 31-08-2014

Navn	Type	Valuta	Vægt	Navn	Type	Valuta	Vægt
2,5 Bundesobligatio 10-10-2014	Stats/offentlige obligationer	EUR	7,5 %	1,625 United States 15-08-2022	Stats/offentlige obligationer	USD	2,9 %
2 RD T SDRO 2016 apr	Realkreditobligationer	DKK	7,0 %	4 NDA 2 SDRO 2044 ALM	Realkreditobligationer	DKK	2,9 %
0,375 United States 15-03-2015	Stats/offentlige obligationer	USD	4,5 %	3 Norway Government 14-03-2024	Stats/offentlige obligationer	NOK	2,7 %
4 NYK E SDO 2041 ALM	Realkreditobligationer	DKK	3,2 %	2,5 United States T 15-08-2023	Stats/offentlige obligationer	USD	2,3 %
2 NYK H SDO 2015 Apr	Realkreditobligationer	DKK	3,0 %	8 Mexican Bonos 11-06-2020	Stats/offentlige obligationer	MXN	2,3 %

## ■ Juridisk information

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

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



**Peter Mosbæk**  
CIO, obligationschef



**Henrik Ekman**  
Aktiechef

Peter og Henrik er ansvarlige for Måj Invest Pension.

Peter har en bred erfaring inden for obligationsområdet gennem 15 års arbejde med handel og rådgivning. Henrik har en bred erfaring med aktieporteføljer og har i mere end 20 år beskæftiget sig med rådgivning og aktieanalyse.

## MAJ INVEST PENSION

### KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i tredje kvartal 2014 et afkast på 2,5 pct. Afkastet er meget tilfredsstillende. Afdelingen har ikke et sammenligningsindeks, men den sammenlignelige kategori hos Morningstar har i tredje kvartal givet et afkast på 1,1 pct. For de tre første kvartaler af 2014 har afdelingen givet et afkast på 7,3 pct., hvilket er 2,4 procentpoint bedre end gennemsnittet for afdelingens Morningstar Kategori™.

Det begynder måske at blive lidt kedeligt, men også i tredje kvartal har vi fastholdt en høj allokering mod aktier. Med en aktieandel på ca. 43 pct. ligger vi stadig i den høje ende af intervallet på mellem 25 og 49 pct. Det afspejler, at vi stadig forventer, at aktier fremadrettet vil klare sig bedre end obligationer. Med tanke på de seneste ni måneders rentefald, er det vores vurdering, at aktier er mere attraktive end obligationer. Selvom aktier ikke er nær så billige som for 2-3 år siden er de, efter vores vurdering, stadig ikke dyre, og derfor opretholder vi en relativ høj eksponering.

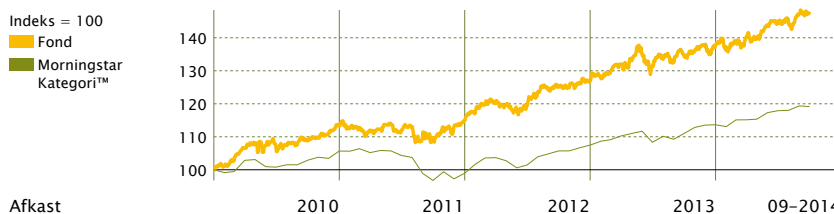
De internationale aktiemarkeder udviklede sig positivt i løbet af tredje kvartal på baggrund af en kraftigt stigende dollar, idet markederne faktisk faldt i løbet af kvartalet målt i lokal valuta. Den underliggende stemning var præget af skuffende tal for væksten i andet kvartal i Europa og geopolitisk uro, mens virksomhedernes regnskaber var pæne som følge af fortsatte omkostningsbesparelser og aktietilbagekøb, men med afdæmpede fremtidsudsigter for så vidt angår omsætningen. I lyset af den afdæmpede stemning, gav de defensive sektorer pharma, telekom og stabilt forbrug højest afkast.

Hvor meget kan renterne falde? I hvert fald noget mere, end vi havde forestillet os. Rentefaldet og eurosvækkelsen har været de dominerende temaer i tredje kvartal på obligationsmarkederne. I det meste af perioden, har der været tale om "gode" rentefald. Det vil sige, at renter og kreditpræmier er faldet samtidig, og der har ikke været tale om en flugt til "sikre havne".

### ■ Afkast

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

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



Afkast	Fond	Indeks	Diff.
ÅTD	7,3 %	–	–
Seneste kvartal	2,5 %	–	–
1 år	10,0 %	–	–
3 år ann.	10,6 %	–	–
5 år ann.	8,7 %	–	–

Afkast	2010	2011	2012	2013	09-2014
Fond	13,3 %	1,4 %	10,6 %	8,4 %	7,3 %
Morningstar Kategori™	6,0 %	-6,3 %	9,0 %	6,5 %	4,9 %



## ■ Investeringsområde

### RISIKO- OG AFKASTPROFIL



**Målgruppe:**  
Pensionsmidler.

**Investeringshorisont:**  
Anbefalet minimum 3 år.

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

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

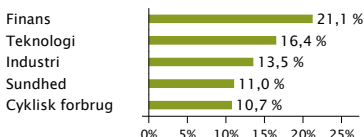
## ■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 31-08-2014



■ Aktier	44,2 %
■ Stats/offentlige obligationer	21,2 %
■ Realkreditobligationer	20,7 %
■ Kreditobligationer	14,0 %

### Sektorfordeling for aktier



### Obligationsstil

Effektiv rente %	-
Modificeret varighed	2,1
Løbetid over 10 år	26,6

### Nøgletal

Info ratio	-
Kurs/Indtjening	16,8
Kurs/Indreværdi	1,6
ROE	13,2

I tredje kvartal har obligationsporteføljen givet et afkast på godt 2 pct., og for hele året har obligationerne givet et afkast på næsten 7 pct. Det ligger meget over de forventninger, vi havde, da året begyndte. Desværre betyder det også, at det fremtidige afkastpotentiale er blevet mindre. I tredje kvartal er det primært statsobligationerne, der med et afkast på godt 4 pct. har bidraget mest til afkastet. Til gengæld har porteføljen af realkreditobligationer og virksomhedsobligationer, med afkast på henholdsvis 0,5 pct. og 1,5 pct., bidraget mere beskedent. Med den nuværende prisfastsættelse af obligationer har vi indtil videre valgt at holde en relativ lav risiko i obligationsporteføljen. Vi opretholder en eksponering mod emerging markets-obligationer og obligationer udstedt i dollar. Til gengæld opretholder vi en begrænset rentefølsomhed og indtil videre også en meget begrænset eksponering mod virksomhedsobligationer generelt.

I tredje kvartal har aktieporteføljen givet et afkast på 3,2 pct., hvilket er lavere end udviklingen på aktiemarkederne. Det skyldes især en overvægt af europæiske aktier samt overvægt af aktier inden for industri. Herudover er porteføljen negativt påvirket af kurstab på enkeltaktier, bl.a. den østrigske bank Erste Bank, den amerikanske producent af skiffergas Chesapeake samt det brasilianske forsyningselskab SABESP. Det er fortsat holdningen, at prisfastsættelsen af europæiske aktier generelt samt især finans, teknologi og industri afspejler lave forventninger til en konjunkturafledt indtjeningsfremgang. Da vi er mere positive på udsigterne for de europæiske konjunkturer overvægtes disse områder fortsat.

## ■ 5 største obligationer 5 største aktier

Pr. 31-08-2014

Navn	Type	Valuta	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
2 RD T SDRO 2016 apr	Realkreditobligationer	DKK	4,1 %	Discovery Comm-A	Cyklisk forbrug	USA	1,3 %
2,5 Bundesobligatio 10-10-2014	Stats/offentlige obligationer	EUR	4,1 %	Continental Resources Inc/OK	Olie og gas	USA	1,2 %
2 NYK H SDO 2015 Apr	Realkreditobligationer	DKK	3,1 %	Samsonite International SA	Cyklisk forbrug	LUX	1,2 %
0,375 United States 15-03-2015	Stats/offentlige obligationer	USD	2,8 %	Isuzu Motors Ltd.	Cyklisk forbrug	JPN	1,2 %
2 RD T SDRO 2017 jan	Realkreditobligationer	DKK	2,2 %	Cisco Systems Inc	Teknologi	USA	1,2 %

## ■ Juridisk information

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

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



**Peter Mosbæk**  
CIO, obligationschef  
Ansvarlig for Maj Invest Kontra.

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

## MAJ INVEST KONTRA

### KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i tredje kvartal 2014 et afkast på 3,8 pct. For hele 2014 har Kontra givet et afkast på 8,9 pct.

Målsætningen med afdeling Kontra er, at afdelingen skal klare sig godt i svære tider, mens den i gode tider skal undgå at sætte penge til. Samlet set har 2014 indtil videre været et godt år for risikable aktiver. Dog har spredningen været større, end hvad vi har oplevet tidligere. Efter kreditkrisen i 2008 var de efterfølgende fem år i stor udstrækning præget af risk on – risk off. Det vil sige, at enten steg alle aktier, eller også faldt de, stort set uanset hvilke aktier der var tale om. Det samme gjorde sig gældende i obligationsuniverset, hvor renten på tyske statsobligationer normalt faldt, når renten på high yield-obligationer steg, og omvendt. Denne høje samvariation mellem aktivklasser er aftaget i 2014, i hvert fald for en periode. Skulle der komme kraftig uro på finansmarkederne, er det meget sandsynligt, at mønstrene fra 2008 til 2013 vender tilbage. Denne udvikling giver muligheder f.eks. i forhold til, hvilke aktieindeks man skal anvende til aktieafdækning.

Tredje kvartal har overordnet set været præget af lettere faldende aktiemarkeder, dog med betydelige regionale udsving. Globale aktier er faldet med ca. 2,5 pct. målt i lokale valutaer. Danske kroner er dog faldet så meget, at det målt i danske kroner konverteres til et positivt afkast på 5,9 pct. For hele 2014 har globale aktier givet et beskedent afkast på 2,5 pct. målt i dollar. Målt i danske kroner har afkastet været 13,2 pct. Sagt på en anden måde, har det i 2014 i stor udstrækning været valutabevægelser frem for aktiekursgevinster, som har genereret afkastet til danske investorer.

Derudover er rentefaldet for specielt europæiske obligationer fortsat med ufor mindsket styrke. Selvom vi løbende har reduceret eksponeringen mod lange europæiske obligationer, har det påvirket afkastet positivt.

### ■ Afkast

Morningstar Rating™

Alternative – Øvrige

Startdato: 16-06-2006

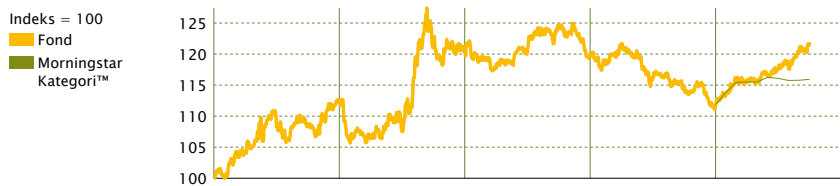
Fondskode: DK0060037455

Udbyttetypen: Akkumulerende

Indeks: –

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

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



Afkast	2010	2011	2012	2013	09-2014
Fond	12,3 %	7,3 %	-0,3 %	-6,9 %	8,9 %
Morningstar Kategori™	–	–	–	–	9,0 %

## ■ Investeringsområde

### RISIKO- OG AFKASTPROFIL



#### Målgruppe:

Frie midler, pensionsmidler og midler under virksomhedsskatteordningen.

#### Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

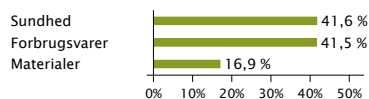
## ■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 31-08-2014



■ Korte obligationer	24,3 %
■ Lange obligationer	30,9 %
■ Andre aktier	28,4 %
■ Guldaktier	16,5 %

#### Sektorfordeling for aktier



#### Nøgletal

Info ratio	-
Kurs/Indtjening	20,1
Kurs/Indreværdi	3,1
ROE	23,0
Hedgegrad	11,0

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

Afkastet for tredje kvartal er primært kommet fra obligationsinvesteringerne og delvist fra aktier udstedt i andre valutaer end danske kroner og euro.

Obligationeporteføljen har i tredje kvartal givet et afkast på næsten 5 pct., hvilket bringer afkastet for 2014 op på næsten 10 pct. En stor del af afkastet er dog kommet som følge af valutabevægelser. Vi har gennem årets første tre kvartaler haft en høj eksponering mod det, vi definerer som stærke valutaer. Her har dollar med en eksponering på ca. 50 pct. af porteføljen været den klart største position. Da dollar gennem det seneste kvartal er blevet styrket med mere end 7 pct. i forhold til danske kroner, har dette været en stor drivkraft bag det positive afkast i tredje kvartal. Målt i lokal valuta har obligationsporteføljen således kun givet et afkast på ca. 1 pct.

Specielt medicinalaktierne har klaret sig rigtig flot i 2014, og vi har i slutningen af september valgt at nedbringe eksponeringen mod defensive aktier fra 25 til 20 pct.

Efter at have klaret sig flot i første halvår, har gullet haft det meget svært i tredje kvartal. Målt i dollar er gullet således faldet med ca. 8 pct. og koster nu ca. 1.200 dollar pr. ounce, hvilket er det samme som i begyndelsen af 2014. Guldmineaktierne er faldet med ca. 12 pct. og er tilbage på niveauet ved årets begyndelse. Vi fastholder en eksponering mod guld og guldreleterede aktiver på ca. 15 pct. af formuen.

## ■ 5 største obligationer 5 største aktier

Pr. 31-08-2014

Navn	Type	Valuta	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
2,375 United States 31-12-2020	Stats/offentlige obligationer	USD	8,9 %	Merck & Co Inc/NJ	Sundhed	USA	2,5 %
3,75 Norway Governm 25-05-2021	Stats/offentlige obligationer	NOK	8,0 %	Teva Pharmaceutical	Sundhed	ISR	2,4 %
2,5 Bundesobligatio 10-10-2014	Stats/offentlige obligationer	EUR	7,1 %	Nestle SA	Forbrugsvarer	CHE	2,3 %
1,625 United States 15-08-2022	Stats/offentlige obligationer	USD	6,9 %	Novartis	Sundhed	CHE	2,3 %
2 NYK H SDO 2014 Oct	Realkreditobligationer	DKK	6,8 %	Coca-Cola Co	Forbrugsvarer	USA	2,3 %

## ■ Juridisk information

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

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



**Peter Mosbæk**  
CIO, obligasjonschef



**Ulrik Jensen**  
Seniorporteføljemanager

Peter og Ulrik er ansvarlige for Maj Invest Makro.

Peter har en bred erfaring inden for obligationsområdet gennem 15 års arbejde med handel og rådgivning. Ulrik er uddannet cand. merc. Han har 10 års erfaring med aktieanalyse og valueinvestering.

## MAJ INVEST MAKRO

### KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i tredje kvartal 2014 et afkast på 5,3 pct. Afdelingen har intet sammenligningsindeks, men er hos Morningstar inkluderet i kategorien fleksibel aktivallokering. I tredje kvartal har afdelingen givet et afkast, som er 4,8 procentpoint bedre end gennemsnittet af denne kategori.

Maj Invest Makro er en balanceret afdeling, hvor der investeres i både aktier og obligationer. Fordelingen mellem disse kan svinge meget afhængig af vores vurdering af den globale økonomi og de finansielle markeder. Siden etableringen af afdelingen har vi dog fastholdt en aktieandel på 70 pct., hvilket afspejler, at vi hos Maj Invest stadig forventer, at aktier vil klare sig bedre end obligationer den kommende periode. Der vil helt sikkert komme bump på vejen, men overordnet set er det vores vurdering, at aktier vil klare sig bedre end obligationer. Når vi ikke længere forventer, at det er tilfældet, vil aktieandelen blive reduceret til fordel for obligationer.

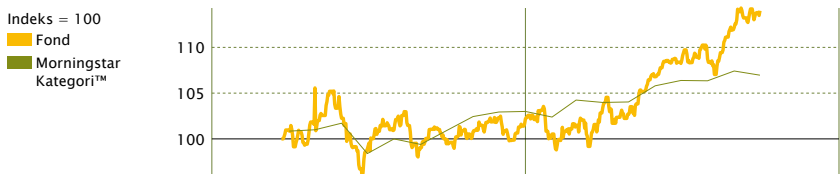
Aktiemarkedene fortsatte ufortrødent den opadgående tendens gennem tredje kvartal, dog med mindre styrke end i den første halvdel af året. De fortsat stærke makroøkonomiske nøgletal fra USA lagde en god bund under de globale markeder, og det var i højere grad på valutamarkedene, at de store sving kunne observeres. Den amerikanske centralbanks gradvise nedtrapning af de store, kvantitative pengepolitiske lettelser gav forventninger om en normaliseret pengepolitik i verdens største økonomi. Disse forventninger til USA og den realitet, at Europa først nu går i gang med tilsvarende kvantitative lettelser, styrkede den amerikanske dollar væsentligt, og den steg over 8 pct. i tredje kvartal. Rente-faldet fortsatte i tredje kvartal, hvilket har påvirket afkastet på obligationerne positivt. Det er specielt de europæiske renter, der er faldet kraftigt. 10-årige tyske statsrenter handler ved kvartalets udgang til en rente på mindre end 1 pct. Investor kan dermed hurtigt miste mere end et års rente ved et kursfald. Det voldsomme rentefald påvirker selvfølgelig det fremtidige renteafkast negativt, da det har spist af de kommende års afkast. Derudover har rentefaldet, som delvist skyldes en mere lempelig pengepolitik fra Den Europæiske Centralbank, initieret et fald i euro og en styrkelse af dollar, da det er blevet relativt mere attraktivt at investere i aktiver udstedet i dollar.

### ■ Afkast

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

Afkast	Fond	Indeks	Diff.
ÅTD	11,6 %	–	–
Seneste kvartal	5,3 %	–	–
1 år	14,6 %	–	–
3 år ann.	–	–	–
5 år ann.	–	–	–

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



Afkast	2013	09-2014
Fond	–	11,6 %
Morningstar Kategori™	–	3,9 %

■ **Investeringsområde**

**RISIKO- OG AFKASTPROFIL**



**Målgruppe:**

Frie midler, pensionsmidler og midler under virksomhedsskatteordningen.

**Investeringshorisont:**

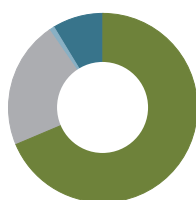
Anbefalet minimum 3 år.

Maj Invest Makro har til formål at skabe et bedre afkast end en traditionel portefølje i såvel gode som dårlige markeder ved aktivt at allokere afdelingens midler mellem forskellige investeringsområder og mellem aktier og obligationer. Afdelingen kan investere i alle obligationstyper uanset kreditvurdering og valuta.

Såvel aktier som obligationer kan udgøre mellem 0 og 100 procent af formuen. Op til 20 procent af formuen kan placeres kontant. Afdelingen kan investere i afledte finansielle instrumenter på udækket basis.

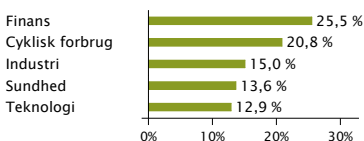
■ **Investeringsvalg**

Figurer opdateret pr. 31-08-2014



Aktier	68,6 %
Stats/offentlige obligationer	21,8 %
Realkreditobligationer	0,9 %
Kreditobligationer	8,7 %

**Sektorfordeling for aktier**



**Obligationsstil**

Effektiv rente %	4,4
Modificeret varighed	3,0
Løbetid over 10 år	15,8

**Nøgletal**

Info ratio	-
Kurs/Indtjening	15,1
Kurs/Indreværdi	1,6
ROE	17,1

Afdelingens afkast er et resultat af et afkast på 6,7 pct. i aktieporteføljen og ca. 4 pct. i obligationsporteføljen. De væsentligste positive bidragsydere i afdelingens aktieportefølje var den kinesiske internetportal Baidu Inc., som oplevede en stigning på over 25 pct. i løbet af tredje kvartal målt i danske kroner. Derudover var der positive bidrag fra den japanske møbelkæde Nitori Holdings og Microsoft Corp., der begge steg med over 20 pct. Blandt makrotemaerne var det specielt sundhedsaktierne, der klarede sig markant bedre end markedet med en stigning på over 12 pct. Det blev godt suppleret af pæne stigninger blandt fødevareraktierne. Begge sektorer nød godt af stigende opkøbs- og fusionsaktiviteter. Blandt de negative bidragsydere for kvartalet var specielt handelsselskabet Li & Fung med et fald på over 15 pct. Derudover var der mindre negative bidrag fra modeselskabet Christian Dior og det britiske olie- og gasselskab BG Group Plc., som faldt henholdsvis 5 og 8 pct. Makrotemaet Sydeuropa gav ligeledes et beskedent minus. Der er foretaget en enkelt ændring i porteføljen i løbet af kvartalet. Således er Japan-temaet solgt helt ud, og der er til gengæld påbegyndt et tema i tyske aktier. Obligationsporteføljen, som udgør ca. 30 pct., har givet et afkast på hele 9 pct. i 2014 og ca. 4 pct. i tredje kvartal. Obligationsporteføljen minder på mange punkter om afdeling Obligationer, dog med mere risiko i afdeling Makro. Det betyder, at andelen af sikre og risikable statsobligationer er højere, mens andelen af realkreditobligationer er lavere. Da det i tredje kvartal netop er statsobligationerne i fremmed valuta, som har klaret sig bedst, er det ikke overraskende, at obligationsporteføljen har klaret sig godt. Det er specielt de amerikanske og mexicanske statsobligationer, der som følge af den stærkere dollar har klaret sig godt.

■ **5 største obligationer 5 største aktier**

Pr. 31-08-2014

Navn	Type	Valuta	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
2,5 Bundesobligatio 10-10-2014	Stats/offentlige obligationer	EUR	4,1 %	American International Group	Finans	USA	2,8 %
4,95 European Inves 01-03-2019	Øvrige/kredit	IDR	2,5 %	IBM	Teknologi	USA	2,2 %
1,625 United States 15-08-2022	Stats/offentlige obligationer	USD	2,5 %	Advance Auto Parts	Cyklisk forbrug	USA	2,2 %
Var. General Electr 15-09-2066	Øvrige/kredit	GBP	2,1 %	Nitori Co Ltd	Cyklisk forbrug	JPN	2,1 %
2,5 United States T 15-08-2023	Stats/offentlige obligationer	USD	2,1 %	Christian Dior	Cyklisk forbrug	FRA	2,1 %

■ **Juridisk information**

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

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

## MAJ INVEST OG OMKOSTNINGERNE

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

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

**Specialafdelingerne** har højere risiko eller mere specialiserede investeringsstrategier end basisafdelingerne, og investor vil derfor oftere have behov for individuel rådgivning. Specialafdelingerne betaler formidlingsprovision til samarbejdsbankerne (se listen på side 34).

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

Afdelingerne i Maj Invest tilhører dermed den billigste halvdel af sammenlignelige investeringsforeningsafdelinger i Danmark.

Afdeling Kontra og afdeling Makro er særlige produkter, der arbejder på en anden måde end mere traditionelle, blandede afdelinger som afdeling Pension. Derfor er omkostningerne i de to afdelinger vanskelige at sammenligne med medianen for blandede afdelinger.

**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.

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

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

#### ÅOP består af:

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

Omkostningerne til køb og salg af investeringsbeviser er beregnet som det maksimale emissionstillæg og indløsningsfradrag. Dog omfattes de omkostninger, som betales i kurtage til pengeinstituttet, ikke. ÅOP opgøres, som om investor kommer til at betale de maksimale omkostninger ved at købe og sælge én gang i løbet af syv år. I de fleste tilfælde vil de reelle købs- og salgsomkostninger være lavere.

Hvis investor handler oftere end hvert syvende år, vil den realiserede ÅOP være højere end nøgletallet for afdelingen viser.

OMKOSTNINGER	ÅOP		Loft over adm.omk. 2014	Realiserede adm.omk 2013	Højeste emissions-tillæg	Højeste indløsningsfradrag
	Maj Invest	Andre foreninger				
<b>Specialafdelinger</b>						
Danske Aktier	1,54	1,84	1,45	1,25	1,30	0,40
Aktier	1,85	1,96	1,45	1,36	1,40	0,45
Value Aktier	1,82	1,96	1,45	1,41	1,40	0,45
Emerging Markets	2,18	2,36	1,75	-	1,70	0,80
Global Sundhed	2,06	2,13	1,70	1,58	1,50	0,45
Kontra	1,67	1,67	1,40	1,40	1,30	0,35
<b>Basisafdelinger</b>						
Europa Aktier	0,60	1,93	0,40	0,32	1,50	0,50
Danske Obligationer	0,47	0,71	0,35	0,28	1,10	0,20
Obligationer	0,61	1,15	0,50	0,41	1,15	0,25
Pension	0,91	1,67	0,65	0,58	1,30	0,35
Makro	1,16	1,67	0,90	-	1,30	0,35

Noter: ÅOP for andre foreninger er medianen af ÅOP for sammenlignelige afdelinger opgjort af Investeringsfundsbranchen, IFB, den 14. august 2014. ÅOP for alle investeringsforeninger i Danmark kan findes på [www.investering.dk](http://www.investering.dk).

# AFKAST, UDBYTTE OG STAMDATA

AFKAST I PROCENT										
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	1.-3. kvrt. 2014	Siden start
Danske Aktier	41,8	4,0	-47,7	47,4	26,1	-19,8	26,0	35,7	15,9	128,3
Europa Aktier <sup>1)</sup>	-	-4,4	-38,3	25,9	7,6	-6,1	15,6	15,8	7,0	7,1
Aktier	7,5	4,0	-29,3	30,1	24,4	-4,7	8,2	20,1	7,9	71,0
Value Aktier	8,7	-0,4	-36,2	42,3	25,5	0,6	12,0	19,0	17,7	94,4
Emerging Markets <sup>5)</sup>	-	-	-	-	-	-	-	-	11,9	13,3
Global Sundhed <sup>2)</sup>	-	-	-11,4	41,4	5,5	-16,1	13,9	26,4	14,8	38,4
Danske Obl.	1,1	1,9	7,9	6,3	5,6	6,6	5,8	2,9	4,6	51,3
Obligationer	1,3	1,6	4,5	9,8	6,4	3,9	10,5	0,2	6,7	54,2
Pension	3,3	2,2	-7,9	12,6	13,3	1,4	10,5	8,5	7,2	62,0
Kontra <sup>3)</sup>	2,2	1,1	21,7	8,6	12,3	7,3	-0,4	-6,9	8,9	66,6
Makro <sup>4)</sup>	-	-	-	-	-	-	-	1,9	11,6	14,3

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.

## 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 <sup>1)</sup>	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 <sup>2)</sup>	-	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						

Udbytteerne er angivet i kroner pr. bevis. Hvert enkelt bevis svarer til en nominel værdi på 100 kr. Et udbytte på 2,00 kr. betyder, at du får 2 kr. pr. bevis, du har købt i denne afdeling. Udbytte udbetales fire bankdage efter, at de er vedtaget på foreningens generalforsamling. Den skattemæssige fordeling er for personer, der har investeret frie midler.



## STAMDATA

	Fondskode	Børsnoteret	Valuta	Stykstørrelse	Type	Startdato
Danske Aktier	DK0060005171	Ja	Danske kroner	100	Udloddende	16. dec. 2005
Europa Aktier	DK0060079960	Ja	Danske kroner	100	Udloddende	06. jun. 2007
Aktier	DK0060005254	Ja	Danske kroner	100	Udloddende	16. dec. 2005
Value Aktier	DK0060005338	Ja	Danske kroner	100	Udloddende	16. dec. 2005
Emerging Markets	DK0060522316	Ja	Danske kroner	100	Udloddende	16. dec. 2013
Global Sundhed	DK0060157196	Ja	Danske kroner	100	Udloddende	10. nov. 2008
Danske Obl.	DK0060005098	Ja	Danske kroner	100	Udloddende	16. dec. 2005
Obligationer	DK0060004950	Ja	Danske kroner	100	Udloddende	16. dec. 2005
Pension	DK0060004877	Ja	Danske kroner	100	Udloddende	16. dec. 2005
Kontra	DK0060037455	Ja	Danske kroner	100	Akkumulerende	11. jun. 2006
Makro	DK0060442713	Ja	Danske kroner	100	Akkumulerende	22. mar. 2013

## INDEN DU INVESTERER

På Maj Invests hjemmeside [www.majinvest.dk](http://www.majinvest.dk) kan du få hjælp til at investere.

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

■ Læs mere om de enkelte afdelinger og se aktuelle nøgletal og afkast.

■ Sammenlign resultaterne i Maj Invest med andre afdelinger og investeringsforeninger. Historiske afkast er naturligvis ingen garanti for fremtidige afkast.

■ Få overblik over skatteregler og de forskellige satser.

Du kan også bestille en papirversion af materialet. Så sender vi det med posten.



## NÅR DU ER KLAR TIL AT INVESTERE

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

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

■ **Brug netbank** og søg på fondskoderne.

■ **Henvend dig i din bank.** Medbring eventuelt denne folder og/eller fondskoderne.

## SAMARBEJDSBANKER

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

- Arbejdernes Landsbank
- BankNordik
- BIL Bank Danmark
- Carnegie Bank
- 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**

# SIDSTE CHANCE

2.000 mennesker har tilmeldt sig vores informationsmøder, og der er kun få møder tilbage. Vil du være blandt de første, der får besked om vores møder i 2015, så tilmeld dig nyhedsbrevet på [www.majinvest.dk/nb](http://www.majinvest.dk/nb).

## BIG PICTURE

### Program

- 16:00 Investorcafé
- 17:00 Global økonomi v. Jeppe Christiansen  
Emerging Markets v. Lars Rømer  
Sørensen (ikke Lyngby)  
Globale Value Aktier v. Kurt Kara (kun  
Lyngby)
- 20:30 Tak for i aften

Der serveres kaffe og kage i investorcaféen og en bid brød i løbet af aftenen.

### Middelfart

1. september  
Hindsgavl Slot

Afholdt



### Hørsholm

8. september  
Søhuset

Afholdt



### Kgs. Lyngby

16. september  
Lyngby Kulturhus

Afholdt



### Herning

6. oktober  
Carl-Henning Carls &  
Else Alfelts Museum

Afholdt



### Aarhus

7. oktober  
Aarhus Teater

Afholdt



### København

9. oktober  
Den Sorte Diamant

Afholdt



Tilmeld dig på

**MAJINVEST.DK/  
INFOAFTEN**

## INFORMATIONSMØDE

### Program

- 16:30 Investorcafé
- 17:00 Sådan finder du en god investerings-  
forening v. Søren Hvidberg  
Sådan investerer Maj Invest v. Ulrik  
Jensen (ikke Viborg)
- 20:00 Tak for i aften

Der serveres kaffe og kage i investorcaféen og en bid brød i løbet af aftenen.

### København

25. juni  
Gammeltorv

Afholdt



### Esbjerg

17. september  
Hotel Brian

Afholdt



### Roskilde

23. september  
Galleri Lab

Afholdt



### Vejle

24. september  
Munkebjerg Hotel

Afholdt



### Ringsted

30. september  
Scandic Ringsted

Afholdt



### Hillerød

1. oktober  
Frederiksborg Slot

Afholdt



### København

2. oktober  
Gammeltorv

Afholdt



### Viborg

22. oktober  
Viborg HK, Tingvej



### København

21. okt, 25. nov & 26. jan  
Gammeltorv



# Tilmeld dig nyhedsbrevet og få Kvartalsnyt i din indbakke



Du tilmelder dig på  
[www.majinvest.dk/nb](http://www.majinvest.dk/nb)

INVESTERINGSFORENINGEN  
**MAJ  
INVEST**

Investeringsforeningen Maj Invest  
Bernstorffsgade 50, 1577 København V  
CVR-nr. 28 70 59 21  
Telefon 33 38 73 00  
[info@majinvest.dk](mailto:info@majinvest.dk)  
[www.majinvest.dk](http://www.majinvest.dk)