

INVESTERINGSFORENINGEN MAJ INVEST

KVARTALSNYT

FJERDE KVARTAL 2014

INVESTERINGSFORENINGEN

MAJ
INVEST



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

Svært at bevare pessimismen	4
Obligationsmarkederne	5
Aktiemarkederne	7

AKTIEAFDELINGER

Maj Invest Danske Aktier	8
Maj Invest Europa Aktier	10
Maj Invest Aktier	12
Maj Invest Value Aktier	14
Maj Invest 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	2014	Afkast	Perfor- mance	3 år	5 år
Danske Aktier	★★	47,4	26,1	-19,8	26,0	35,7	15,3	127,0	+19,4	-3,0	-8,6
Europa Aktier	★★★	25,9	7,6	-6,1	15,6	15,8	6,5	6,5	-1,0	-5,9	-3,0
Aktier	★★★	30,1	24,4	-4,7	8,2	20,3	8,6	72,1	+10,7	-10,4	+2,1
Value Aktier	★★★★	42,3	25,5	0,6	12,0	19,0	26,3	108,6	+47,2	+16,4	+47,1
Emerging Mar.	Ikke rated	-	-	-	-	-	9,7	11,1	-1,3	-	-
Global Sundhed	Ikke rated	-	-	-	-	-	23,9	49,3	+13,1	-	-
Danske Obl.	★★★★	6,3	5,6	6,6	5,8	3,0	4,8	51,7	+6,4	+4,4	+3,7
Obligationer	★★★★	9,8	6,4	3,9	10,5	0,2	6,9	54,5	+9,2	+5,6	+10,1
Pension	★★★★	12,6	13,3	1,4	10,5	8,5	7,4	62,3	-	+6,6	+27,2
Kontra	Ikke rated	8,6	12,3	7,3	-0,4	-6,8	9,0	66,6	-	-	-
Makro	Ikke rated	-	-	-	-	2,2	13,6	16,4	-	-	-

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.

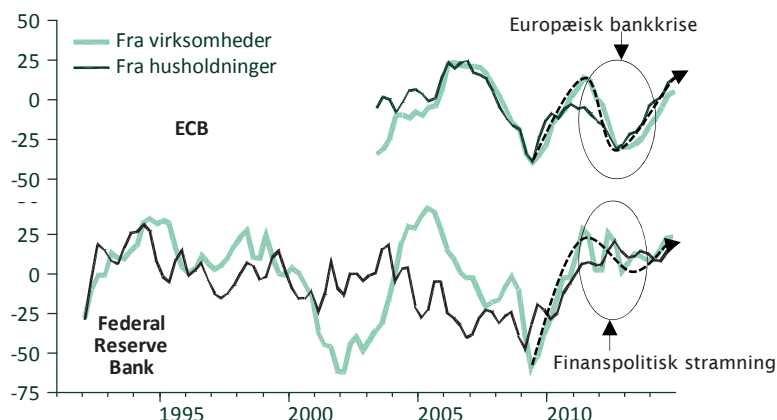
Arvid har mere end 20 års erfaring inden for global konjunktur- og finansmarkedsanalyse.

SVÆRT AT BEVARE PESSIMISMEN

Efter en periode med vigende lånelyst i USA og især i Europa går udviklingen nu atter i den rigtige retning. I USA kom nedgangen i låneefterspørgslen med konjunktursvækkelsen efter den dramatiske stramning af finanspolitikken ved indgangen til 2013.

Bank survey: låneefterspørgsel

% af bankerne der oplever stigende låneefterspørgsel



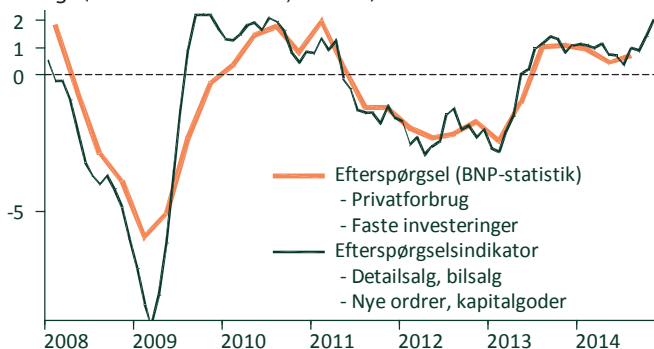
Kilde: IHS Global Insight.

I Europa kollapsede udlånsvæksten i kølvandet på eurokrisen. Det var længe en udbredt opfattelse, at hovedårsagen var svigtende udlånskapacitet i banksystemet, men meget tyder på, at den langvarige nedgang i udlånene efterhånden primært var et efterspørgselsfænomen. Effekten af disse tilbageslag har efterhånden fortaget sig, og vi ser nu en fornyet lånelyst, der hjælper økonomierne til at genvinde det tabte momentum. Kreditcyklen er en grundlæggende konjunkturdriver. Vendingen betyder, at vi er på vej ind i en 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 gradvist også et vist opadgående pres på renterne.

For så vidt angår USA, er vores positive vurdering relativt tæt på konsensus i markedet. Med hensyn til Europa er det den generelle opfattelse, at opsvinget her er gået i stå igen. Fakta er imidlertid, at den grundlæggende, private efterspørg-

Euro Area: privat sektorefterspørgsel

%-stg. (seneste 6 måneder, årsrate)



Kilde: IHS Global Insight.

sel til forbrug og investeringer, helt i overensstemmelse med vendingen i kredityklen, har været i fremgang siden midten af 2013.

Fremgangen ser ud til at vinde, ikke tabe, momentum. Når vi alligevel henover sommeren har oplevet en afsvækkelse af industrikonjunktoren, hænger det primært sammen med et midlertidigt tilbageslag i eksportsektoren.

Det er fejlagtigt blevet diagnosticeret som et udslag af problemer i Rusland og Kina. Underliggende har eksporten været i fremgang siden starten af 2013 og er

nu tilbage på denne oprindelige væksttend. Tilbageslaget i eksporten skal primært ses som et ekko af den midlertidige konjunkturedgang i USA i starten af året. Tilbageslaget efterlod imidlertid eksportindustriens indenlandske underleverandører med en ufrivillig lageropbygning, og det betinger aktuelt en periode med svagere ordreindgang fra hjemmemarkedet.

Afmatningen i Kina giver ofte anledning til bekymring for en negativ, afsmittende virkning på opsvinget i de vestlige industrilande. Denne bekymring er efter Maj Invests opfattelse malplaceret. Strukturel overøpsparing i lande som Kina, Japan og Tyskland giver betydelig makroøkonomisk ubalance, og dermed vækstproblemer, på globalt plan.

Det er international konkurrenceevne, der afgør fordelingen af disse problemer, og i perioden frem til 2008 betød Kinas konkurrencekraft, at problemerne endte i de vestlige industrilande. For at opretholde væksten tillod man så her en krediteksponering, der ultimativt resulterede i finanskrisen. Efter krisen er Kinas konkurrencekraft eroderet, og nu er det Kina, der er presset til krediteksponering og lempelig finanspolitik for at opretholde væksten. De globale ubalancer består, men byrden af dem, vækstproblemerne, er flyttet fra de vestlige industrilande til Kina. Kinas problemer er de vestlige industrilandes gevinst.

Eksport ud af Euro Area
(mængdeindeks, 2010=100)



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 spørgsmålstejn 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. Troen på den ny normal fortonede 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. De aktuelle, lave niveauer for lange markedsrenter i lande som Tyskland overdriber dog efter vores opfattelse omfanget af disse ubalancer.

Selvom der i USA er udsigt til en begyndende normalisering af den pengepolitiske styringsrente fra sommeren og fremefter, tyder en del på, at normaliseringen denne gang kommer til at forløbe i et markant langsommere tempo, end det ellers historisk har været tilfældet. Det betyder samtidigt, at styringsrenten så formodentlig kommer til at toppe på et historisk set meget lavt niveau. Markedet indiskontorerer i høj grad et sådant scenario.

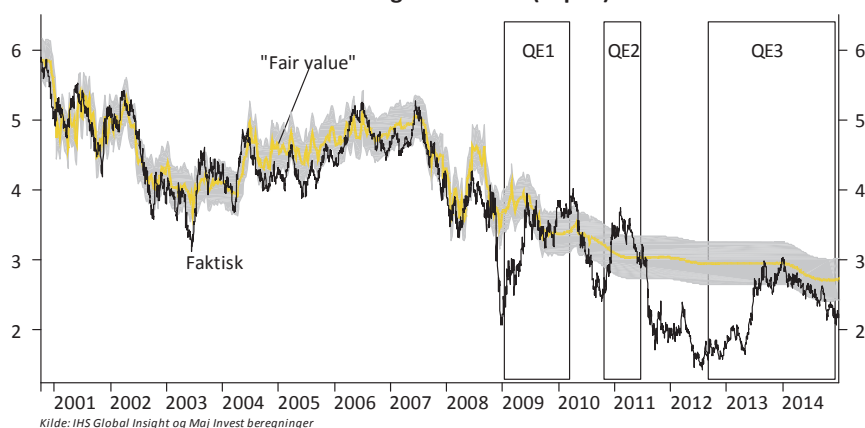
Vi forventer et voksende lønpres i USA, men det er usikkert, om det vil være tilstrækkeligt til, at Fed vil øge tempoet i normaliseringen. Vi forventer en vis opdrift i markedsrenterne igennem 2015, men med risiko for mere markante stigninger.

I det omfang markedet kan holde fast i troen på japanske tilstande, vil eventuelle rentestigninger i USA formodentlig kun i meget begrænset omfang smitte af på de

europæiske renter.

Til gengæld er der lagt op til en meget markant rentestigning, hvis markedet på et tidspunkt opgiver troen på "Jeuropan". Får vi ret i vores forventning om en styrkelse af europæisk økonomi, vil det trække i retning heraf, men det er usikkert, om det vil være tilstrækkeligt til at udløse korrektionen.

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 i tre 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 frem til slutningen af 2013 købte stats- og realkreditobligationer for omkring 85 mia. dollar om måneden, og i løbet af 2014 afviklede Fed gradvist opkøbene.

Rent porteføljeteoritisk 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 negligabel 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

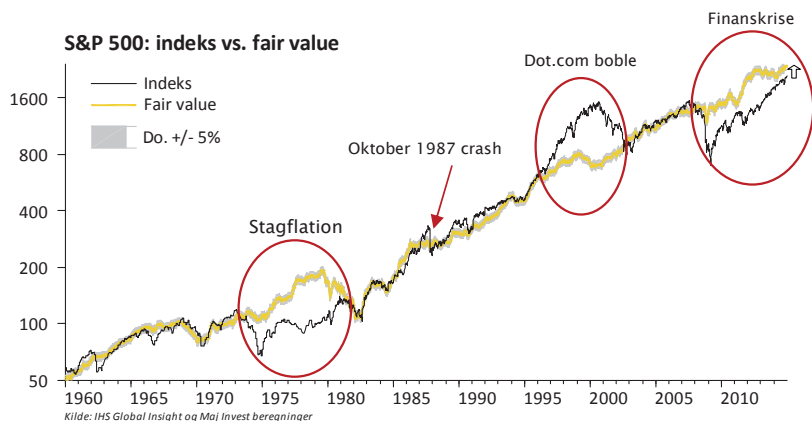
Aktier handler normalt forholdsvis tæt på deres underliggende fair værdi (Maj Invest-beregning). Under dotcom-boblen steg aktier dog til næsten det dobbelte af fair værdi, ligesom de på bunden af finanskrisen faldt til halvdelen.

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 90 pct. af fair værdi. Bemærk at grafen i figuren er vist på en logaritmisk 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 -0,6 pct. ikke tilfredsstillende. Markedsafkastet for samme periode er 1,2 pct. Absolut set er et afkast for afdelingen på 15,3 pct. for 2014 særdeles tilfredsstillende.

Kvartalet begyndte meget nervøst med et markedsfald på 10 pct. de første to uger af oktober, men markedet rettede sig lige så hurtigt igen. Geopolitisk uro og skuffende europæiske væksttal bidrog til de volatile markeder. olieprisen faldt 40 pct. i kvartalet, hvilket gør situationen for Rusland og rublen endnu vanskeligere.

Den helt overskyggende hændelse på det danske aktiemarked var konkursen i OW Bunker. Virksomheden gik fra en relativ udramatisk nedjustering til konkurs på blot 30 dage og nåede samlet set ikke at være børsnoteret i mere end syv måneder. Virkeligheden i OW Bunker var en helt anden end beskrevet, og en juridisk undersøgelse af bl.a. børsprospektet pågår. Fejlagtig gambling på olieprisen og totalt manglende debitorstyring fik bankerne til at trække sig og bragte selskabet til fald. Skandalen er helt uden sidestykke i nyere tid og vil gå over i historien på linje med Hafnia og Nordisk Fjer. Der må forventes en årelang strid i retssale om skyld og ansvar.

European Banking Authority har offentliggjort en omfattende vurdering af sundhedstilstanden i de europæiske banker. Vurderingen bestod af to elementer, nemlig en gennemgang af aktivkvaliteten samt en stresstest. Som ventet viste undersøgelsen, at de større danske banker er i ganske god forfatning. Den danske banksektor er dog fortsat udfordret af mangel på lånelyst både hos private og i erhvervslivet, ligesom landbrugets problemer ikke er blevet mindre af det russiske forbud mod import af blandt andet danske fødevarer.

Helt lokalt foregår der et drama i det nordjyske, hvor Nordjyske Bank og Nørresundby Bank ønsker at fusionere, hvilket sidstnævntes hovedaktionær, Spar Nord Bank, har modsat sig. Spar Nord Bank har i en længere årrække gerne selv villet overtage Nørresundby Bank og ser nu muligheden. Foreløbigt er udfaldet usikkert.

■ Afkast

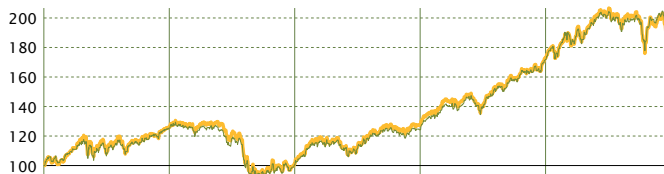
Morningstar Rating™
Aktier – Danmark

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	15,3 %	17,2 %	-1,9 %
Seneste kvartal	-0,6 %	1,2 %	-1,7 %
1 år	15,3 %	17,2 %	-1,9 %
3 år ann.	25,4 %	26,1 %	-0,7 %
5 år ann.	14,8 %	15,0 %	-0,2 %

Afkast	2010	2011	2012	2013	2014
Fond	26,1 %	-19,8 %	26,1 %	35,7 %	15,3 %
Indeks	25,3 %	-19,9 %	23,8 %	38,3 %	17,2 %
Morningstar Kategori™	30,0 %	-20,2 %	23,0 %	38,6 %	18,5 %

Investeringsområde

RISIKO- OG AFKASTPROFIL



Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

Investingshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

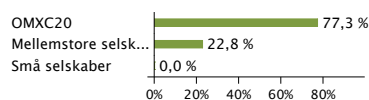
Afdelingen investerer i danske aktier og øvrige aktier, som er noteret på Nasdaq OMX Copenhagen.

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.

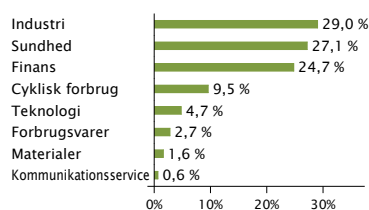
Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 30-11-2014

Selskabsfordeling



Sektorfordeling for aktier



Nøgletal

Info ratio	-0,4
Kurs/Indtjening	16,1
Kurs/Indreværdi	2,2
ROE	23,4

Den væsentligste positive bidragsyder i fjerde kvartal var DFDS. Selskabets regnskab for årets første ni måneder overraskede positivt. På trods af udfordringer på Østersøen afledt af Ruslandskrisen, klarer virksomheden sig godt. Her og nu nyder man godt af væksten i den britiske økonomi, og på lidt længere sigt kan man få glæde af olieprisfaldet. Også Rockwool Intl. bidrog positivt i fjerde kvartal til det relative afkast. Afdelingen er ikke investeret i aktien, der faldt næsten 20 pct. i kvartalet på baggrund af en nedjustering af helårsforventningerne. At omkring en femtedel af selskabets indtjening kommer fra Rusland, gør ikke situationen bedre. Endelig har overvægt i DSV og ISS bidraget positivt i fjerde kvartal.

Største negative bidrag kom fra OW Bunker, der som tidligere nævnt gik konkurs i november måned. Også A.P. Møller-Mærsk bidrog negativt. Selvom påvirkningen ikke er ensartet i selskabets enkelte divisioner, vurderes olieprisfaldet samlet set at være negativt for virksomheden. Endelig bidrog det negativt, at afdelingen ikke er investeret i Genmab og er undervægtet i Chr. Hansen.

Absolut set har afdelingen sine største investeringer i A.P. Møller-Mærsk, Novo Nordisk 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, DSV, Matas og Össur, mens de største undervægte er i TDC, Jyske Bank, H. Lundbeck og Københavns Lufthavne.

10 største investeringer

Pr. 30-11-2014

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Danske Bank	Finans	DNK	9,9 %	Pandora A/S	Cyklisk forbrug	DNK	4,8 %
Novo Nordisk A/S	Sundhed	DNK	9,8 %	TRYG A/S	Finans	DNK	4,7 %
Coloplast A/S	Sundhed	DNK	7,1 %	Vestas Wind Systems	Industri	DNK	4,5 %
A P Møller - Mærsk A	Industri	DNK	6,2 %	ISS A/S	Industri	DNK	4,4 %
DSV A/S	Industri	DNK	4,9 %	Sydbank	Finans	DNK	4,0 %

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 fjerde kvartal 2014 et afkast på -0,5 pct. Afkastet er mindre tilfredsstillende og på niveau med den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI Europa, der omregnet til danske kroner havde et afkast på -0,2 pct. Afkastet for hele 2014 blev 6,5 pct., hvilket er på niveau med sammenligningsindekset, der steg 6,7 pct.

Der var atter begrænsede afkast for hovedparten af de europæiske aktier i løbet af fjerde kvartal. Efter en svag begyndelse og kursfald i oktober måned, rettede markedet sig i det store hele i løbet af kvartalet. Dog blussede den europæiske gældskrise op i december måned som følge af det kommende parlamentsvalg i Grækenland. Udsigten til et regeringsskifte såede tvivl om landets langsigtede tilslutning til eurosamarbejdet og et potentielt exit i løbet af det kommende år. Det betød fornyet usikkerhed ikke blot om Grækenland, men også om andre af de mere sårbare lande i samarbejdet. Det sendte aktierne ned og udligtede de stigninger, som var oparbejdet siden den sidste del af oktober.

Derudover var den faldende oliepris med til at sætte dagsordenen på markedet, både på lande- og sektorniveau. Dele af olieprisfaldet kan tilskrives det øgede udbud fra blandt dele af OPEC-blokken med Saudi Arabien i spidsen, men også de lavere vækstforventninger til den globale økonomi. Særligt Europa var med til at drive forventningerne til energiforbruget ned, hvilket betød, at olieprisens nedtur blev forstærket både i omfang og hastighed.

På valutafronten var trenden den samme som de forudgående kvartaler, hvor dollar blev styrket markant i forhold til både euro og danske kroner. Det skete hovedsageligt som følge af, at den amerikanske centralbank nu har stoppet de pengepolitiske lempelser, og at Mario Draghi og Den Europæiske Centralbank først står over for at skulle indføre lempelser i den kommende periode.

■ Afkast

Morningstar Rating™
Aktier – Europa Large Cap Blend

★★★

Startdato: 07-06-2007

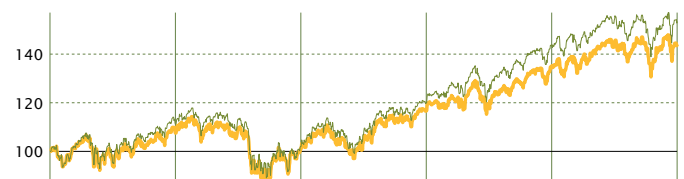
Fondskode: DK0060079960

Udbyttetype: Udbyttebetalende

Indeks: MSCI Europe Index inkl. nettoudbytter

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)

Indeks = 100
Fond
Indeks



Afkast	Fond	Indeks	Diff.
ÅTD	6,5 %	6,7 %	0,2 %
Seneste kvartal	-0,5 %	-0,2 %	-0,4 %
1 år	6,5 %	6,6 %	-0,2 %
3 år ann.	12,5 %	14,6 %	-2,1 %
5 år ann.	7,6 %	8,9 %	-1,4 %

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

Investeringsområde

RISIKO- OG AFKASTPROFIL



Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

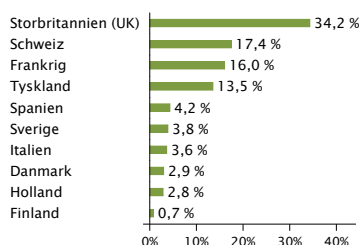
Afdelingen er en indeksafdeling med fokus på at generere et markedsafkast og har derfor intet element af aktiv aktieudvælgelse.

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.

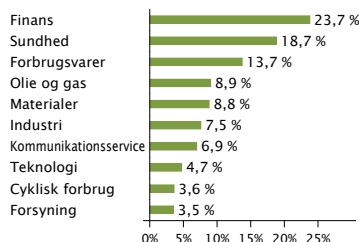
Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 30-11-2014

Top 10 Lande



Sektorfordeling for aktier



Nøgletal

Info ratio	-1,4
Kurs/Indtjening	16,2
Kurs/Indreværdi	1,7
ROE	18,3

De europæiske aktier endte fjerde kvartal i et beskedent minus, men som i store dele af året var der betydeligt varierende afkast landene imellem. Markedet var primært holdt oppe af den positive udvikling i Tyskland og Sverige samt en uændret udvikling i Storbritannien. Til gengæld var der betydelige negative bidrag fra mange af de sydeuropæiske aktiemarkeder, hvor Grækenland og Portugal førte an med massive kursfald på over 15 pct. i kvartalet. En udvikling, som også ramte nogle af de toneangivende markeder i regionen, såsom Italien, Frankrig og Spanien. Dertil kom, at Norge også faldt tilbage som følge af udviklingen i olieprisen, ved en kombination af kursfald og valutavækkelse. På sektorniveau var det specielt energisektoren, som blev hårdt ramt og således oplevede betydelige negative afkastbidrag både absolut og relativt i kølvandet på de faldende oliepriser. Der er ikke foretaget væsentlige omlægninger eller ændringer i porteføljen i fjerde 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. 30-11-2014

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Novartis	Sundhed	CHE	4,0 %	Siemens Reg	Industri	DEU	2,6 %
Nestle SA	Forbrugsvarer	CHE	3,3 %	Bayer AG	Sundhed	DEU	2,3 %
Roche Holding	Sundhed	CHE	3,2 %	HSBC Holdings Plc	Finans	GBR	2,3 %
LVMH Moët Hennessy Loui V SA	Cyklisk forbrug	FRA	3,0 %	Diageo	Forbrugsvarer	GBR	2,2 %
Novo Nordisk A/S	Sundhed	DNK	2,7 %	BT Group	Kommunikationsservice	GBR	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.

**Henrik Ekman**

Aktiechef

Ansvarlig for Maj Invest Aktier.

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

MAJ INVEST AKTIER

KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i fjerde kvartal 2014 et afkast på 0,6 pct. Afkastet er i absolut forstand tilfredsstillende, men væsentligt lavere end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI Verden, der omregnet til danske kroner steg 5,4 pct. Afkastet for 2014 blev 8,6 pct., mens sammenligningsindekset steg 19,4 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 11 procentpoint bedre end den generelle udvikling.

Aktiemarkedene udviste ligesom de forrige kvartaler en pæn udvikling, men det skyldtes især fortsatte stigninger i dollar, idet markederne målt i lokal valuta udviste en svag negativ udvikling. Kvartalet var præget af høj volatilitet i lyset af svækkede europæiske nøgletal, olieprisfald på 40 pct., uro i Mellemøsten og fortsat faldende renter. Gode amerikanske nøgletal, en veloverstået stresstest af bankerne i EU og påbegyndelse af støtteopkøb af obligationer af Den Europæiske Centralbank skabte dog fornyet positiv stemning. På selskabssiden udviste virksomhedernes indtjening en pæn udvikling, især målt per aktie pga. fortsatte aktietilbagekøb.

På regionsniveau var det i lokal valuta især Japan og i mindre grad USA, der udviste positive afkast gennem kvartalet, mens Europas udvikling var flad. Emerging markets faldt kraftigt, men med meget store forskelle inden for området, idet flere olieafhængige indeks faldt kraftigt, og Kina udviste store stigninger. På sektorniveau var det naturligt nok energi og råvarer, der udviste store fald, mens de defensive sektorer som pharma og stabilt forbrug endnu engang udviklede sig positivt.

Generelt er aktierne ikke dyre, men yderligere kursstigninger må som hidtil forventes at være drevet af den underliggende indtjeningsvækst i virksomhederne og opjustering af forventningerne hertil i takt med, at konjunkturerne forbedres.

■ Afkast

Morningstar Rating™
Aktier – Globale Large Cap Blend

★★★

Startdato: 16-12-2005

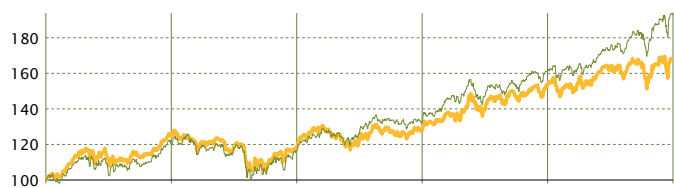
Fondskode: DK0060005254

Udbyttetype: Udbyttebetalende

Indeks: MSCI World Index inkl. nettoudbytter

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)

Indeks = 100
■ Fond
■ Indeks



Afkast	Fond	Indeks	Diff.
ÅTD	8,6 %	19,4 %	10,7 %
Seneste kvartal	0,6 %	5,4 %	4,8 %
1 år	8,6 %	19,3 %	-10,7 %
3 år ann.	12,2 %	18,3 %	-6,0 %
5 år ann.	10,9 %	14,0 %	-3,2 %

Afkast	2010	2011	2012	2013	2014
Fond	24,3 %	-4,7 %	8,3 %	20,1 %	8,6 %
Indeks	19,7 %	-2,6 %	14,5 %	21,2 %	19,4 %
Morningstar Kategori™	16,9 %	-8,1 %	12,7 %	17,5 %	15,0 %

■ Investeringsområde

RISIKO- OG AFKASTPROFIL



Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

Investeringshorisont:

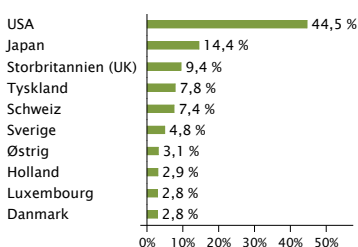
Anbefalet minimum 3 år.

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.

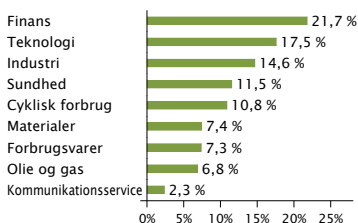
■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 30-11-2014

Top 10 Lande



Sektorfordeling for aktier



Nøgletal

Info ratio	-1,5
Kurs/Indtjening	17,1
Kurs/Indreværdi	1,6
ROE	13,6

Overordnet set var afdelingens afkast i kvartalet især positivt påvirket af høje afkast inden for sektorerne teknologi, pharma og stabilt forbrug, hvor bl.a. investeringerne i amerikanske United Health Group (sundhedsforsikringer), Oracle (databaser) og Owens Corning (byggematerialer) bidrog mest positivt. Til gengæld var afkastet betydeligt negativt påvirket af investeringerne inden for især varigt forbrug og energi, hvor bl.a. investeringerne i den amerikanske Continental Resources (producent af skifferlagsolie), engelske BG Group (naturgas) samt japanske Honda Motors og Isuzu Motors trak ned. Uden for disse områder påvirkede det endvidere afdelingens relative afkast 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. Selv om mange aktier inden for energi er faldet kraftigt, vurderes det endnu at være for tidligt at øge eksponeringen som følge af betydelig usikkerhed med den fremtidige olieprisudvikling.

På regionsniveau vurderes især Europa at have potentiale for opjustering af indtjeningsvæksten i virksomhederne, ikke mindst inden for finans. På kort sigt kan dette dog blive overskygget af fornyet politisk uro i forhold til Grækenland og usikkerhed om Den Europæiske Centralbanks støtteopkøb af obligationer.

■ 10 største investeringer

Pr. 30-11-2014

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Erste Bank	Finans	AUT	3,1 %	BASF SE	Materialer	DEU	2,9 %
Cisco Systems Inc	Teknologi	USA	3,0 %	United Health Group	Sundhed	USA	2,9 %
Royal Bank of Scotland Group	Finans	GBR	3,0 %	Isuzu Motors Ltd.	Cyklisk forbrug	JPN	2,9 %
ING Groep	Finans	NLD	2,9 %	Agilent Technologies	Sundhed	USA	2,9 %
Novartis	Sundhed	CHE	2,9 %	Prudential Financial	Finans	USA	2,9 %

■ 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 fjerde kvartal 2014 et afkast på 7,3 pct. Afkastet er særdeles tilfredsstillende og bedre end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI Verden, der omregnet til danske kroner gav et afkast på 5,4 pct. For hele 2014 gav afdelingen et afkast på 26,3 pct., mens sammenligningsindekset steg 19,4 pct.

Aktiemarkedene bød på en flad udvikling i kvartalet som følge af fortsatte stigninger på de amerikanske markeder, mens Europa, Japan og emerging markets gav negative afkast. Den store bevægelse kom således ikke fra selve aktiemarkedet, men snarere fra valutamarkedet, hvor den amerikanske dollar steg ca. 5 pct. over for euro.

Stigningen i dollarkursen afspejler det simple forhold, at USA har vækst, og at man derfor formentlig vil se stigende renter inden for en overskuelig fremtid. Det modsatte gør sig gældende i Europa, hvor man også i stigende omfang må kæmpe mod udsigten til deflation. Disse forhold gør sig ligeledes gældende i Japan.

En anden direkte konsekvens af lavere vækst i Europa og Japan samt den stigende dollar har været en faldende pris på råolie. Dertil kommer, at udbud og efterspørgsel på oliemarkedet i forvejen har været under forandring, idet især den amerikanske produktion af skifferolie og skiffergas har ændret den globale marginale produktionsdynamik væk fra OPEC og Mellemøsten over mod Nordamerika. Udsigten til en bedring på oliemarkedet ligger derfor ikke nødvendigvis inden for en overskuelig fremtid.

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

■ Afkast

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

Startdato: 16-12-2005

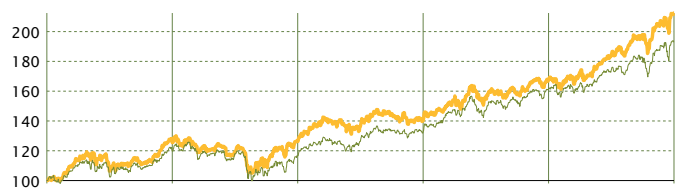
Fondskode: DK0060005338

Udbyttetype: Udbyttebetalende

Indeks: MSCI World Index inkl. nettoudbytter

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)

Indeks = 100
Fond
Indeks



Afkast	Fond	Indeks	Diff.
ÅTD	26,3 %	19,4 %	7,0 %
Seneste kvartal	7,3 %	5,4 %	1,8 %
1 år	26,3 %	19,3 %	7,0 %
3 år ann.	18,9 %	18,3 %	0,6 %
5 år ann.	16,3 %	14,0 %	2,2 %

Afkast	2010	2011	2012	2013	2014
Fond	25,5 %	0,7 %	12,0 %	19,0 %	26,3 %
Indeks	19,7 %	-2,6 %	14,5 %	21,2 %	19,4 %
Morningstar Kategori™	16,9 %	-8,1 %	12,7 %	17,5 %	15,0 %

■ Investeringsområde

RISIKO- OG AFKASTPROFIL



Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

Investeringshorisont:

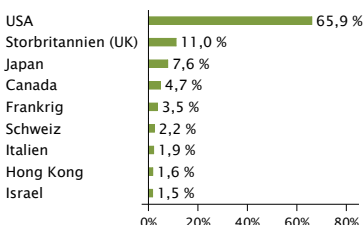
Anbefalet minimum 3 år.

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

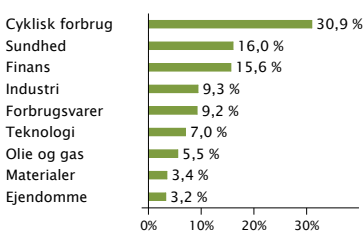
■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 30-11-2014

Top 10 Lande



Sektorfordeling for aktier



Nøgletal

Info ratio	0,2
Kurs/Indtjening	14,8
Kurs/Indreværdi	1,8
ROE	25,3

Afdelingens bedste aktier i fjerde kvartal var den canadiske supermarkeds-kæde Metro, der oven på gode resultater steg med mere end 25 pct. Derudover nød afdelingen godt af en tilsvarende stigning i WH Smith, igen som følge af gode resultater for virksomheden. Også Becton Dickinson steg med over 20 pct., som konsekvens af selskabets fornuftige opkøb af selskabet Carefusion Corp.

Blandt de investeringer, der bidrog negativt, kan man entydigt pege på afdelingens mindre positioner i energiselskaberne Hess Corp, ENI samt Apache. Alle tre selskaber blev ramt af det ekstreme prisfald på råolie.

I fjerde kvartal havde afdelingen kun en enkelt omlægning. Den britiske tøj-detailhandler Next Plc. blev købt til fordel for et salg af afdelingens position i det danske teleselskab TDC. Next Plc. lever fuldt ud op til vores krav om etablering af nye positioner, idet selskabet er meget veldrevet og attraktivt prisfastsat. TDC blev solgt som følge af selskabets afvigelse fra den førte udbetalingspolitik for dividende.

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

■ 10 største investeringer

Pr. 30-11-2014

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
American International Group	Finans	USA	6,6 %	Union Pacific Corp	Industri	USA	4,2 %
United Health Group	Sundhed	USA	5,1 %	Autozone	Cyklisk forbrug	USA	4,2 %
Nitori Co Ltd	Cyklisk forbrug	JPN	4,3 %	Aetna Inc.	Sundhed	USA	4,1 %
Goldman Sachs Group Inc.	Finans	USA	4,3 %	Cigna Corp	Sundhed	USA	3,9 %
Advance Auto Parts	Cyklisk forbrug	USA	4,3 %	WH Smith PLC	Cyklisk forbrug	GBR	3,9 %

■ 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
Co-porteføljemanager

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 fjerde kvartal 2014 et afkast på -2,0 pct. Afkastet er ikke tilfredsstillende og lavere end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI Global Emerging Markets, der omregnet til danske kroner havde et afkast på -0,3 pct. For hele 2014 gav afdelingen et afkast på 9,7 pct., mens sammenligningsindekset steg 11,2 pct. Som altid bør afkastet ses over en periode på minimum tre år, der er den korteste anbefalede investeringshorisont.

Investorenes appetit for at investere i emerging markets blev kraftigt svækket i fjerde kvartal. Årsagen til den negative stemning skyldes særligt nye sanktioner mod Rusland og et kollaps på 42 pct. i olieprisen, der medførte en kraftig svækkelse af den russiske rubel, der faldt med 29 pct. i perioden. I Grækenland har oppositionen fremtvunget et valg, der potentielt kan skabe en ny eurokrise, hvis oppositionen får magt til at gennemføre deres politik. Det græske aktiemarked faldt 25 pct. i fjerde kvartal som følge heraf. Afdelingen havde ingen investeringer i hverken Rusland eller Grækenland i denne periode og var upåvirket af disse fald, når der ses bort fra, at disse hændelser var med til at skabe en meget negativ stemning over for emerging markets generelt. Det kraftige fald i olieprisen påvirkede dog direkte afdelingens investering i Tenaris, der producerer borerør til olieindustrien. Tenaris faldt med 30 pct. i fjerde kvartal. Også genvalget i Brasilien af den siddende præsident Rousseff og en yderligere eskalering af skandalen om landets største olieselskab Petrobras medførte, at det brasilianske aktiemarked faldt yderligere 13 pct. i fjerde kvartal. Afdelingen er ikke investeret i Petrobras, men udviklingen medførte en negativ afsmittning på alle øvrige brasilianske aktier, herunder afdelingens fire brasilianske selskaber.

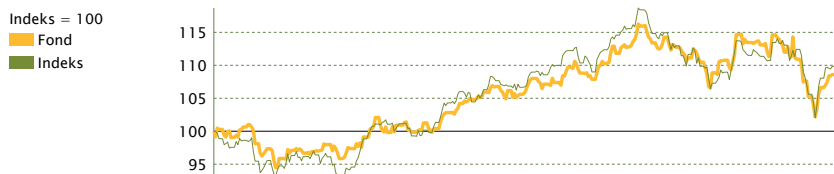
Afdelingens investeringer i Indonesien fortsatte med at skabe positive afkast efter valgsejren til den reformvenlige præsident Joko Widodo (Jokowi). En overraskende rentenedsættelse i Kina for at stimulere den svækkede økonomi medførte ligeledes, at flere af afdelingens kinesiske investeringer, såsom Baidu, AIA og 51JOB, bidrog positivt til afkastet.

■ Afkast

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

Afkast	Fond	Indeks	Diff.
ÅTD	9,7 %	11,2 %	-1,5 %
Seneste kvartal	-2,0 %	-0,3 %	-1,7 %
1 år	9,7 %	11,2 %	-1,5 %
3 år ann.	-	-	-
5 år ann.	-	-	-

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)



Afkast	2014
Fond	9,7 %
Indeks	11,2 %
Morningstar Kategori™	10,5 %

■ Investeringsområde

RISIKO- OG AFKASTPROFIL



Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

Investeringshorisont:

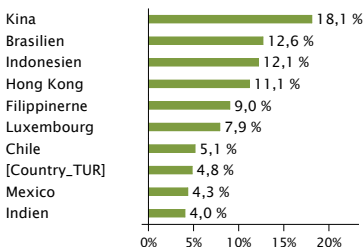
Anbefalet minimum 3 år.

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.

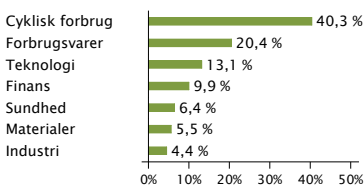
■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 30-11-2014

Top 10 Lande



Sektorfordeling for aktier



Nøgletal

Info ratio	-
Kurs / Indtjening	20,8
Kurs / Indreværdi	1,8
ROE	19,1

I fjerde kvartal har afdelingen øget sine investeringer i henholdsvis Tyrkiet og Sydafrika. Begge lande drager store fordele af den faldende oliepris. I Tyrkiet er den politiske risiko faldet betydeligt efter oprettelsen af et nyt kabinet under ledelse af premierminister Erdogan. Pga. urolighederne i første halvdel af 2014 er kvalitetsaktier i Tyrkiet kommet ned på et attraktivt niveau. Vi har investeret i Coca-Cola Icecek, der er det sjette største tapperi for Coca-Cola i verden. Selskabet distribuerer deres forskellige drikkevarer over hele Mellemøsten og servicerer derved 370 millioner mennesker i denne region. Afdelingen har ligeledes investeret i Ülker, der er den største producent af småkager, kiks og chokolade m.v. i Tyrkiet.

I Sydafrika har afdelingen investeret i Nampak, Afrikas største producent af indpakkingsprodukter. Virksomheden leverer sodavandsflasker, aluminiumsdåser, plastik og papir til en bred gruppe af verdens førende fødevarerproducenter. I Afrika har Nampak en særdeles fordelagtig og dominerende konkurrencesituation. Afdelingen har ligeledes investeret i Massmart, der er Afrikas anden største distributør af forbrugsgoder. Mest lovende er afdelingens investering i Builders Warehouse, der er Afrikas største og næsten eneste byggemarkedskæde. Endelig har afdelingen investeret i Naspers, som også har hjemsted i Sydafrika. Naspers er et konglomerat inden for e-commerce, online spil, sociale medier og betalings-tv. De har via deres investeringer opnået førende positioner i hele Afrika, Kina, Rusland, Asien og Indien.

■ 10 største investeringer

Pr. 30-11-2014

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
GT Capital Holdings Inc	Cyklisk forbrug	PHL	5,0 %	MercadoLibre Inc	Cyklisk forbrug	BRA	3,8 %
Baidu Inc	Teknologi	CHN	4,9 %	SM Investments Corp	Cyklisk forbrug	PHL	3,7 %
Sumber Alfaria Trijaya Tbk PT	Forbrugsvarer	IDN	4,0 %	Lenovo Group Ltd	Teknologi	CHN	3,6 %
Mahindra & Mahindra	Cyklisk forbrug	IND	3,9 %	Sands China Ltd	Cyklisk forbrug	HKG	3,6 %
AIA Group Ltd	Finans	HKG	3,9 %	Cia Brasileira De Distribuicao	Cyklisk forbrug	BRA	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.



Morten Rask Nymark
Seniorporteføljemanager
Ansvarlig for Maj Invest Global Sundhed.

Morten er uddannet cand.merc i regnskab og finansiering, og har mere end 15 års erfaring med forvaltning af aktieporteføljer og aktieanalyse.

MAJ INVEST GLOBAL SUNDHED

KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i fjerde kvartal 2014 et afkast på 7,9 pct. Afkastet er tilfredsstillende og bedre end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI Verden, der omregnet til danske kroner steg 5,4 pct. Afkastet bør dog altid vurderes på mindst tre års sigt, idet der anbefales en investeringshorisont på minimum tre år. Samlet for året 2014 gav afdelingen et afkast på 23,9 pct., mens aktiemarkedet målt ved MSCI Verden gav et afkast på 19,4 pct.

Over året steg sektoren sundhedspleje markant og gav et afkast på samlet 35,5 pct., mens miljø- og klimaområdet generelt målt ved indekset ET 50 (indeks over de 50 største miljø- og klimaaktier) kun steg 12,5 pct. Den store forskel skyldes delvis den makromæssige udvikling, hvor den økonomiske udvikling i verdensøkonomien skuffede. Det betød, at en række konjunkturfølsomme aktier gav et lavere afkast end markedet generelt. Miljø- og klimaselskaber er typisk industriselskaber og dermed blandt de konjunkturfølsomme aktier. Samtidig faldt olie- og naturgasprisen markant i sidste halvdel af 2014. Prisen for en tønde olie faldt fra ca. 105 dollar per tønde i første halvår 2014 til ca. 56 dollar per tønde ultimo 2014. Naturgasprisen i USA faldt fra 4,5 dollar til ca. 3 dollar per MMBtu ultimo 2014.

Maj Invest har generelt et positivt syn på udviklingen i makroøkonomien, særligt den amerikanske økonomi, men også en forventning om en langsom 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.

Hovedvægten af porteføljen ligger i markedsledere med særlige konkurrencemæssige fordele. Det være sig produkt Nicher, skalafordele eller markedspositioner, der betyder, at selskaberne er i stand til at levere et højt afkast på den investerede kapital, og som kan fastholdes over en længere årrække.

■ Afkast

Morningstar Rating™
Sektor – Sundhed, Aktier

Startdato: 10-11-2008

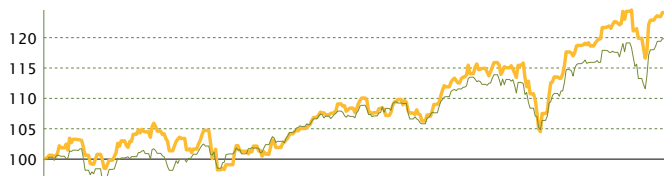
Fondskode: DK0060157196

Udbyttetype: Udbyttebetalende

Indeks: MSCI World Index inkl. nettoudbytter

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)

Indeks = 100
Fond
Indeks



Afkast	Fond	Indeks	Diff.
ÅTD	23,9 %	19,4 %	4,6 %
Seneste kvartal	7,9 %	5,4 %	2,4 %
1 år	23,9 %	19,3 %	4,6 %
3 år ann.	-	-	-
5 år ann.	-	-	-

Afkast	2014
Fond	23,9 %
Indeks	19,4 %
Morningstar Kategori™	34,0 %



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 fjerde kvartal 2014 et afkast på 0,3 pct. Afkastet er tilfredsstillende, men lavere end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset EFFAS 1-10 år, der steg 1,0 pct. For hele 2014 gav afdelingen et afkast på 4,8 pct., mens sammenligningsindekset steg 5,9 pct.

Rentefaldet er fortsat med uformindsket styrke i fjerde kvartal. Renten på den toneangivende 10-årige danske statsobligation faldt fra 1,20 pct. ultimo tredje kvartal til 0,84 pct. ved udgangen af 2014. Faktisk er renten på den 10-årige danske statsobligation faldet hver eneste måned gennem 2014, hvilket er meget bemærkelsesværdigt. Som regel vil selv en længere periode med rentefald byde på mindre korrektioner med stigende renter, men disse perioder blev meget kortvarige i 2014. Samlet set må vi erkende, at renten på de danske obligationer gennem 2014 er faldet til niveauer, som vi ikke havde forestillet os muligt. Derfor fik vi reduceret rentefølsomheden i porteføljen for tidligt, og afdelingen har derfor ikke fået så meget ud af rentefaldet, som man kunne have ønsket.

Porteføljen består af statsobligationer, realkreditobligationer og kreditobligationer. I fjerde kvartal er det statsobligationer, der isoleret set har givet det højeste afkast, mens realkreditobligationer, der udgør knap 80 pct. af porteføljen, har givet et mindre negativt afkast. Dette skyldes, at flere konverterbare realkreditobligationer er faldet i kurs, på trods af at renten er faldet som konsekvens af en øget forventning til førtidige indfrielse hos låntagerne. Porteføljens kreditobligationer har gjort det flot i fjerde kvartal, på trods af at kreditobligationer i Europa generelt har haft det svært. Men afdelingen har haft flere gode enkeltinvesteringer, der har leveret flotte afkast i fjerde kvartal.

Afdelingen fastholder en begrænset rentefølsomhed i porteføljen og generelt en lav risiko i porteføljen af realkredit- og kreditobligationer som konsekvens af det lave renteniveau.

■ Afkast

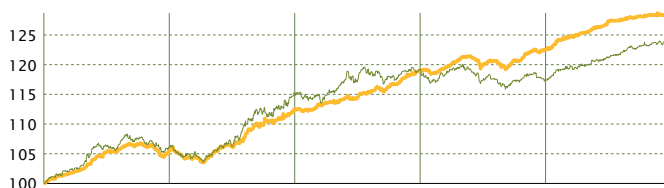
Morningstar Rating™
Obligationer – DKK Øvrige

★★★★

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	4,8 %	5,9 %	-1,1 %
Seneste kvartal	0,3 %	1,0 %	-0,8 %
1 år	4,8 %	5,9 %	-1,1 %
3 år ann.	4,5 %	2,6 %	2,0 %
5 år ann.	5,1 %	4,5 %	0,7 %

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

■ Investeringsområde

RISIKO- OG AFKASTPROFIL



Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

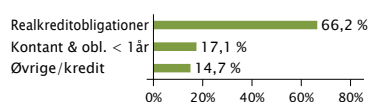
Afdelingen investerer i obligationer, der er udstedt i danske kroner. Dog kan obligationer udstedt i euro udgøre op til 20 pct. af afdelingen. Der er således meget begrænset valutarisiko ved at investere i afdelingen.

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

■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 30-11-2014

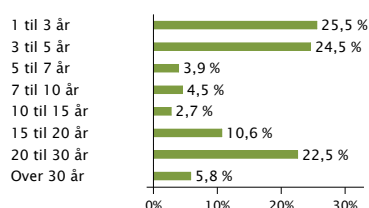
Fordeling på typer



Obligationstil

Effektiv rente %	-
Modifieret varighed	1,9

Løbetid (% obl.)



Realkreditporteføljen har haft det svært i fjerde kvartal efter en del af porteføljes konverterbare realkreditobligationer blev ramt af ekstraordinære indfrielse og kurstab, som resulterede i negative afkast. Da rentefølsomheden i afdelingen har været holdt relativt lav, var der få lavkupon-realkreditobligationer med høj rentefølsomhed, som i løbet af fjerde kvartal kunne stige i kurs som konsekvens af rentefaldet. Yderligere er renten på flexlånsobligationerne faktisk steget i fjerde kvartal. Samlet set har realkreditporteføljen et beskedent negativt afkast i fjerde kvartal.

Afdelingens beholdning af lange stats- og kreditobligationer bidrog positivt til kvartalets afkast. Især porteføljen af kreditobligationer har gjort det godt med et samlet afkast på knap 1,9 pct. i kvartalet. De bedste afkast kom fra to investeringer i struktureret kredit, som, på trods af at de samlet vægtede ca. 0,6 pct. ved kvartalets begyndelse, bidrog med knap 0,1 procentpoint af det samlede afkast i fjerde kvartal. Den største af de to positioner forfaldt i november. Også afdelingens investeringer i ansvarlig kapital fra danske pengeinstitutter har gjort det flot i fjerde kvartal.

Givet det meget lave renteniveau på stats- og realkreditobligationer, er det fortsat vores forventning, at en stor del af afdelingens afkast i 2015 vil komme fra porteføljes investeringer i kreditobligationer.

■ 10 største investeringer

Pr. 30-11-2014

Navn	Type	Valuta	Vægt	Navn	Type	Valuta	Vægt
2 RD T SDRO 2018 Apr	Realkreditobligationer	DKK	9,7 %	1.5 RD S SDRO 2032 ALM	Realkreditobligationer	DKK	3,4 %
VAR DLR B SDO 2018 IO	Realkreditobligationer	DKK	5,4 %	Var. BANKNORDIK P/F Perp	Øvrige/kredit	DKK	2,8 %
Var. NYKREDIT REALKREDIT 2017	Realkreditobligationer	DKK	4,5 %	Var. TOPDANMARK FORSIKRIN 2019	Øvrige/kredit	DKK	2,6 %
VAR NYK G RO2L 2016 ALM	Realkreditobligationer	DKK	4,3 %	4 NDA 2 SDRO 2041 ALM	Realkreditobligationer	DKK	2,6 %
2 RD T SDRO 2016 Jan	Realkreditobligationer	DKK	3,8 %	2.5 NYK E SDO 2047 IO10	Realkreditobligationer	DKK	2,2 %

■ Juridisk information

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

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



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 fjerde kvartal 2014 et afkast på 0,2 pct., hvilket er tilfredsstillende. Afdelingen har dog klaret sig ringere end sammenligningsindekset EFFAS 1-10 år, der steg 1,0 pct. For hele 2014 gav afdelingen et afkast på 6,9 pct., mens sammenligningsindekset steg 5,9 pct.

Fjerde kvartal har endnu engang været præget af rentefald. Denne gang har rentefaldet dog primært været koncentreret omkring de såkaldte sikre obligationer samt andre obligationer, som med stor sandsynlighed vil nyde godt af yderligere opkøb af obligationer af Den Europæiske Centralbank (ECB). Ved udgangen af 2014 handler 10-årige tyske statsobligationer til en rente på ca. 0,6 pct., mens renten på 10-årige spanske statsobligationer handler til en rente på ca. 1,8 pct. Efter vores mening er begge dele vanvittigt. Uanset hvor lav inflationen og vækstforventningerne er, retfærdiggør det ikke en rente på 0,6 pct. i Tyskland. I Spanien bliver man med 1,8 pct. i rente kun i meget ringe omfang kompenseret for den ikke ubetydelige risiko, der er for, at de sydeuropæiske landes gældsproblemer bluser op igen. Det er vigtigt hele tiden at huske på, at gældsproblemerne ikke er løst, men bare udskudt, og at landenes solvens er værre nu, end da krisen var på sit højeste i 2011/12.

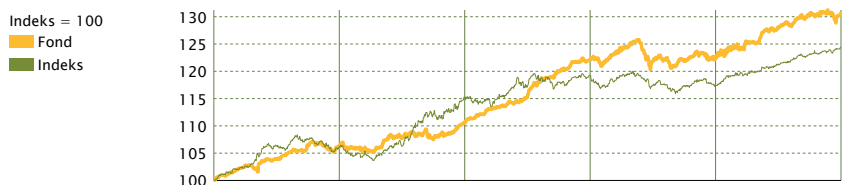
Til gengæld har virksomhedsobligationer med tvivlsom kreditkvalitet ikke klaret sig specielt godt, heller ikke i Europa. Denne type obligationer vil ikke være en del af et opkøbsprogram fra ECB og handler derfor i højere grad på fundamental værdi. Samlet set må vi erkende, at renten i 2014 er faldet til niveauer i Europa, som vi ikke havde forestillet os muligt, og vi fik derfor reduceret rentefølsomheden i porteføljen for tidligt.

I andet halvår har der været betydelig uro på de finansielle markeder, og aktierne er ad to omgange faldet forholdsvis kraftigt. Den seneste uro skyldes primært olieprisfaldet. Det gode ved uro er, at det ofte efterlader en række attraktive investeringsmuligheder, fordi investorerne overreagerer. Så på trods af at renten på sikre obligationer er meget lav ved udgangen af fjerde kvartal, ser vi stadig muligheder for at foretage attraktive investeringer i mere risikable obligationer i 2015.

■ Afkast

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

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)



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

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

Investeringsområde

RISIKO- OG AFKASTPROFIL



Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

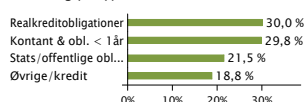
Afdelingen kan investere i alle obligationstyper uanset kreditvurdering og valuta. Det betyder, at afdelingen kan investere i emerging markets-obligationer og op til 35 procent af formuen i high yield-obligationer. Da disse investeringer er forbundet med en større risiko end danske obligationer, må afdelingen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

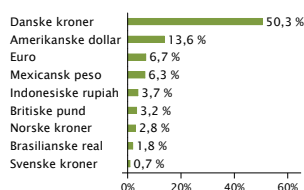
Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 30-11-2014

Fordeling på typer



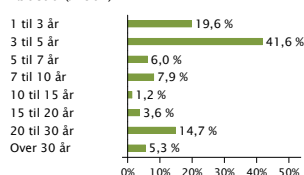
Fordeling på valuta



Obligationstilt

Effektiv rente %	2,4
Modificeret varighed	2,4

Løbetid (% obl.)



Overordnet set består Maj Invest Obligationer af "sikre" statsobligationer, "risikable" statsobligationer, realkreditobligationer og kreditobligationer.

Samlet set var fjerde kvartal noget skuffende. Porteføljen har ikke været positioneret til, at renterne i Europa skulle falde så voldsomt, som det var tilfældet. Afdelingens realkreditobligationer gav i fjerde kvartal et negativt afkast, da det meget lave renteniveau betød, at mange låntagere valgte at konvertere deres fastforrentede lån. Samtidig har realkreditobligationerne i lighed med kreditobligationer ikke helt kunnet opretholde deres forholdsvis dyre prisfastsættelse. Det, som påvirkede porteføljen mest negativt, var de afledte effekter af den faldende oliepris. Det betød, at de norske, mexicanske og brasilianske obligationer gav tab som følge af en svækket valuta. Specielt udviklingen i Mexico og Norge vurderer vi til at være overgjort. Samlet set er Mexico relativt neutral stillet over for olieprisen, mens Norge er så rigt et land, at de sagtens kan klare sig med en lavere oliepris. Vi fastholder derfor investeringerne og glæder os over, at vi i begyndelsen af oktober valgte at sælge de sidste russiske obligationer i afdelingen. Efterfølgende er rublen faldet med mere end 30 pct. og obligationerne med 10-15 pct.

December måned bød på relativt store kursfald for emerging markets-obligationer, og alt hvad der er relateret til olie. Vi tror, at denne volatilitet vil give fornuftige investeringsmuligheder i løbet af 2015.

10 største investeringer

Pr. 30-11-2014

Navn	Type	Valuta	Vægt	Navn	Type	Valuta	Vægt
1,375 United States 30-06-2018	Stats/offentlige obligationer	USD	10,8 %	8 Mexican Bonos 11-06-2020	Stats/offentlige obligationer	MXN	3,1 %
2 RD T SDRO 2018 Apr	Realkreditobligationer	DKK	9,3 %	1.5 NYK E SDO 2032 ALM	Realkreditobligationer	DKK	2,6 %
VAR NYK G RO2L 2016 ALM	Realkreditobligationer	DKK	6,4 %	2 NYK H SDO 2015 Apr	Realkreditobligationer	DKK	2,6 %
VAR DLR B SDO 2018 IO	Realkreditobligationer	DKK	6,2 %	3 Norway Government 14-03-2024	Stats/offentlige obligationer	NOK	2,2 %
2 NYK H SDO 2018 Jul	Realkreditobligationer	DKK	3,1 %	Var. Danske Bank A/ 29-09-2021	Øvrige/kredit	GBP	1,9 %

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 Maj Invest Pension.

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

MAJ INVEST PENSION

KÆRE INVESTOR

Afdelingen gav i fjerde kvartal 2014 et afkast på 0,2 pct. Afdelingen har ikke et sammenligningsindeks, men sammenlignes afkastet med, hvad afdelinger i samme kategori hos Morningstar har givet, har afdelingen i fjerde kvartal givet et afkast, der var lavere end gennemsnittet. For hele 2014 har afdelingen givet et afkast på 7,4 pct., hvilket er 0,8 procentpoint bedre end gennemsnittet for afdelingens Morningstar Kategori™.

I fjerde kvartal har vi som i de foregående mange kvartaler fastholdt en overvægt af aktier i forhold til obligationer. Hos Maj Invest tror vi på, at det er muligt via makroøkonomiske analyser at forudsige, om enten aktier eller obligationer vil klare sig bedst over en længere tidshorisont. Hvad, der sker kortsigtet, er dog umuligt at forudsige. Derfor ændrer vi kun sjældent vores holdning til andelen af aktier i forhold til obligationer. Med en aktieandel på ca. 42 pct. ligger vi stadig i den høje ende af afdelingens investeringsramme på mellem 25 og 49 pct. aktier.

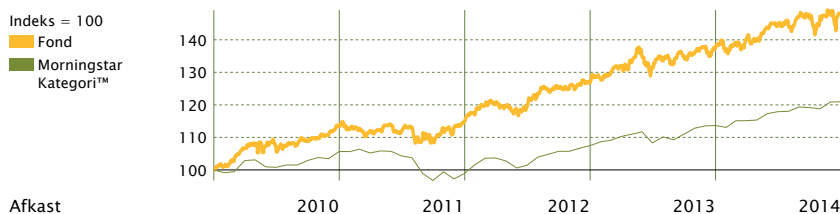
Aktiemarkedene udviste i kvartalet en pæn udvikling, men det skyldtes især fortsatte stigninger i dollar, idet markederne målt i lokal valuta udviste en svag negativ udvikling. Kvartalet var præget af høj volatilitet efter svækkede europæiske nøgletal, olieprisfald på 40 pct., uro i Mellemøsten og fortsat faldende renter. Gode amerikanske nøgletal, en veloverstået stresstest af bankerne i EU og påbegyndelse af støtteopkøb af obligationer af Den Europæiske Centralbank skabte dog fornyet positiv stemning. På selskabssiden udviste virksomhedernes indtjening en pæn udvikling. Generelt er aktierne ikke dyre, men yderligere kursstigninger må som hidtil forventes at være drevet af indtjeningsvækst i virksomhederne og opjusterede forventningerne i takt med, at konjunkturerne forbedres.

På obligationsmarkederne bød fjerde kvartal i lighed med tredje kvartal på rentefald. Generelt var rentefaldet i 2014 så voldsomt, at det har været svært at følge med. Samtidig bliver det sværere og sværere at finde attraktive investeringsmuligheder. Dertil bød fjerde kvartal på betydelig uro på udvalgte obligationsmarkeder. Særligt markederne for high yield-virksomhedsobligationer og emerging markets har været under kraftigt pres. Det betyder alt andet lige, at der på disse markeder nu er bedre muligheder, end vi har set længe.

■ Afkast

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

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)



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

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

■ 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.

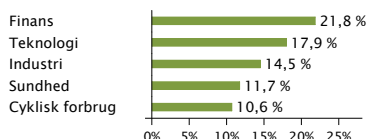
■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 30-11-2014



■ Aktier	43,2 %
■ Stats/offentlige obligationer	17,5 %
■ Realkreditobligationer	27,4 %
■ Kreditobligationer	11,9 %

Sektorfordeling for aktier



Obligationsstil

Effektiv rente %	2,4
Modificeret varighed	2,3
Løbetid over 10 år	27,1

Nøgletal

Info ratio	-
Kurs/Indtjening	17,1
Kurs/Indreværdi	1,6
ROE	13,7

I fjerde kvartal har aktieporteføljen givet et afkast på 1,5 pct., mens obligationsporteføljen har givet et afkast på -0,6 pct.

Obligationporteføljen blev forholdsvist hårdt ramt af olieprisfaldet, som betød, at norske kroner og mexicanske pesos faldt kraftigt i værdi. Dette blev til dels opvejet af, at dollaren blev styrket, men samlet set, gav statsobligationerne et negativt afkast på -0,8 pct. Også porteføljen af realkreditobligationer og kreditobligationer gav mindre negative afkast. I realkreditporteføljen skyldes det primært større udtrækninger på konverterbare obligationer, mens kreditspændene på virksomhedsobligationer er kørt noget ud i løbet af kvartalet.

Afkastet fra aktier i kvartalet var positivt påvirket af sektorerne teknologi, pharma og stabilt forbrug, mens investeringerne inden for varigt forbrug og energi trak ned. Det relative afkast var negativt påvirket af ikke at være investeret i Apple, som steg kraftigt i kurs. På sektorniveau vurderes industri, teknologi og finans fortsat positivt pga. prisfastsættelsen og vores forventning om bedre konjunkturer. Det kan løfte indtjeningsforventningerne. Selv om mange aktier inden for energi er faldet kraftigt, vurderes det at være for tidligt at øge eksponeringen. På regionsniveau vurderes især Europa at have potentiale for opjustering af indtjeningsvæksten, særligt inden for finans. Fornyet politisk uro i om Grækenland og usikkerhed om Den Europæiske Centralbanks støtteopkøb af obligationer kan dog overskygge dette.

■ 5 største obligationer 5 største aktier

Pr. 30-11-2014

Navn	Type	Valuta	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
2 RD T SDRO 2018 Apr	Realkreditobligationer	DKK	6,7 %	Novartis	Sundhed	CHE	1,3 %
1,375 United States 30-06-2018	Stats/offentlige obligationer	USD	4,9 %	Erste Bank	Finans	AUT	1,3 %
2 RD T SDRO 2017 jan	Realkreditobligationer	DKK	3,3 %	Agilent Technologies	Sundhed	USA	1,3 %
VAR DLR B SDO 2018 IO	Realkreditobligationer	DKK	2,9 %	Royal Bank of Scotland Group	Finans	GBR	1,3 %
4 RD S SDRO 2044 IO10	Realkreditobligationer	DKK	2,8 %	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 fjerde kvartal 2014 et afkast på 0,0 pct. Dermed ender afkastet for hele 2014 på 9,0 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. For hele 2014 har Kontra leveret et rigtigt flot afkast. Det på trods af, at afkastet i fjerde kvartal var nul. Overordnet har 2014 givet flotte afkast på risikable aktiver som aktier. Billedet er dog væsentligt mere nuanceret. Globale aktier har givet et afkast på ca. 20 pct. i 2014. Af de 20 pct. kan de 14 af dem imidlertid forklares med, at euro og danske kroner er blevet svækket i forhold til andre valutaer.

Selvom guldet i 2014 stoppede nedturen fra 2013, bød det dog ikke på nogen vending af betydning. Selv ikke negative realrenter på obligationer med løbetid op til 20 år i Tyskland og hidtil usete kvantitative lempelser i Japan i form af obligationsopkøb har fået investorerne til at søge mod guld. På længere sigt er det dog svært at se, hvordan Japan skal komme ud af deres gældsælde uden at destruere deres valuta og skabe betydelig inflation. Ligeledes er det svært at se, at Den Europæiske Centralbank (ECB) vil redde Sydeuropa med obligationsopkøb. Regningen er stadig ikke betalt. Indtil videre er det alene lykkedes for ECB at købe tid. Der kan meget vel gå nogle år, før det for alvor går galt igen, men jeg er overbevist om, at det sker. Det er kun et spørgsmål om hvornår. ECB har via likviditetsudpumpningen formået at presse renterne på alle europæiske obligationer ned. Det løser dog i sig selv ikke de enkelte landes solvensproblemer. Her hjælper kun vækst, og tilstrækkelig vækst er svær at få øje på.

Senest er Grækenland igen kommet i søgelyset. Efter det af uransagelige årsager lykkedes dem at sælge 5-årige statsobligationer i foråret til en rente på under 5 pct., har et nyvalg med udsigt til, at de radikale venstrefløjspartier vinder, betyder, at aktierne er faldet med 35 pct., og obligationsrenten er steget til over 9 pct.

■ Afkast

Morningstar Rating™

Alternative – Øvrige

Startdato: 16-06-2006

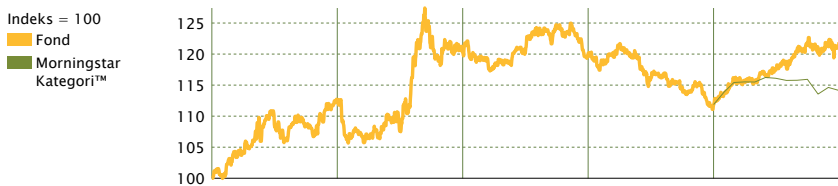
Fondskode: DK0060037455

Udbyttetypen: Akkumulerende

Indeks: –

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

– Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)



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

■ Investeringsområde

RISIKO- OG AFKASTPROFIL



Målgruppe:

Frie midler, pensionsmidler og midler under virksomhedsskatteordningen.

Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

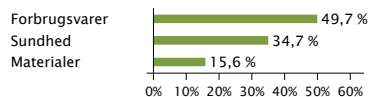
■ Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 30-11-2014



■ Korte obligationer	11,5 %
■ Lange obligationer	50,1 %
■ Andre aktier	23,4 %
■ Guldaktier	15,0 %

Sektorfordeling for aktier



Nøgletal

Info ratio	-
Kurs/Indtjening	21,8
Kurs/Indreværdi	3,2
ROE	25,9
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.

Årets sidste kvartal har særligt i oktober og december budt på betydelig uro på de finansielle markeder. Uroen er dog mere eller mindre gået i sig selv, og globale aktier ender kvartalet med en stigning. Uroen i december har primært været drevet af den faldende oliepris, og alle olierelaterede aktier, obligationer og valutaer har haft det ekstremt hårdt.

Kontra er på den baggrund blevet ramt på de norske obligationer, som ligger i porteføljen. Norske kroner er faldet med næsten 10 pct. i sympati med olien. Vi vurderer, at det er en overreaktion og forventer, at norske kroner styrkes i 2015. Mens de norske obligationer har givet et tab, har de amerikanske givet en fornuftig gevinst drevet af både rentefald og styrkelse af valutaen. Samlet set har obligationerne givet et afkast på 1 pct. i fjerde kvartal.

Aktieporteføljen af defensive aktier gav et afkast på godt 3 pct. trukket af de stabile forbrugsaktier, der gav 6 pct. i afkast. Aktieafdækningen, som udgør ca. 10 pct. af porteføljen, bidrog som følge af de stigende aktier svagt negativt til afkastet.

Endeligt har specielt guldmineaktierne haft det meget svært i fjerde kvartal og er faldet med næsten 20 pct. Det på trods af, at guldprisen stort set er uændret i kvartalet. En del af dette fald kan nok tilskrives det frasalg, der har været af råvarerelaterede aktier som følge af prisfaldet på olie.

■ 5 største obligationer 5 største aktier

Pr. 30-11-2014

Navn	Type	Valuta	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
2,375 United States 31-12-2020	Stats/offentlige obligationer	USD	9,5 %	Diageo	Forbrugsvarer	GBR	2,7 %
1,375 United States 30-06-2018	Stats/offentlige obligationer	USD	9,3 %	Coca-Cola Co	Forbrugsvarer	USA	2,6 %
2 NYK H SDO 2016 Jul	Realkreditobligationer	DKK	8,6 %	Nestle SA	Forbrugsvarer	CHE	2,6 %
3,75 Norway Governm 25-05-2021	Stats/offentlige obligationer	NOK	7,6 %	Colgate-Palmolive	Forbrugsvarer	USA	2,4 %
2,875 Singapore Gov 01-07-2015	Stats/offentlige obligationer	SGD	7,0 %	Procter & Gamble	Forbrugsvarer	USA	2,4 %

■ Juridisk information

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

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



Peter Mosbæk
CIO, obligationschef



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 fjerde kvartal 2014 et afkast på 1,8 pct. Afdelingen har intet sammenligningsindeks, men er hos Morningstar blevet inkluderet i kategorien fleksibel aktivallokering. I fjerde kvartal gav afdelingen et afkast, som er 0,6 procentpoint bedre end gennemsnittet af denne kategori. For hele 2014 gav afdelingen et afkast på 13,6 pct., mens den sammenlignelige Morningstar Kategori gav et afkast på 5,1 pct.

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. Også i fjerde kvartal fastholdte vi en aktieandel på 70 pct., hvilket afspejler, at vi hos Maj Invest forventer, at aktier i den kommende periode vil klare sig bedre end obligationer. At vi ikke har ændret på allokeringen, siden afdelingen blev etableret, afspejler, at vi hos Maj Invest forsøger at fokusere på de langsigtede makroøkonomiske forhold.

Obligationsmarkederne var i fjerde kvartal endnu engang præget af rentefald. Denne gang var rentefaldet dog primært koncentreret om de sikre statsobligationer samt de obligationer, som markedet forventer, at Den Europæiske Centralbank vil begynde at opkøbe. Til gengæld har high yield og emerging markets haft det svært. Fremadrettet ser vi klart mest potentiale i de sidstnævnte obligationsklasser. Dog skal man have respekt for, at meget få obligationer er decideret billige.

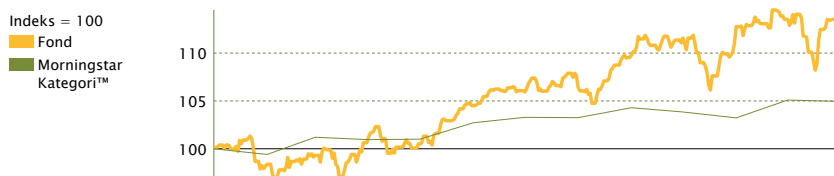
Aktiemarkederne bød i årets sidste kvartal på en mere flad udvikling og masser af udsving set over en bred kam som følge af fortsatte stigninger på de amerikanske markeder, mens Europa, Japan og emerging markets gav negative afkast. Den store bevægelse kom således ikke fra selve aktiemarkedet, men snarere fra valutamarkedet, hvor dollaren satte ny rekord med stigninger over for euro på ca. 5 pct.

■ Afkast

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

Afkast	Fond	Indeks	Diff.
ÅTD	13,6 %	–	–
Seneste kvartal	1,8 %	–	–
1 år	13,6 %	–	–
3 år ann.	–	–	–
5 år ann.	–	–	–

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)



Afkast	2014
Fond	13,6 %
Morningstar Kategori™	5,1 %

■ **Investeringsområde**

RISIKO- OG AFKASTPROFIL



Målgruppe:

Frie midler, pensionsmidler og midler under virksomhedsskatteordningen.

Investeringshorisont:

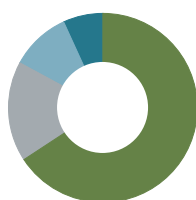
Anbefalet minimum 3 år.

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.

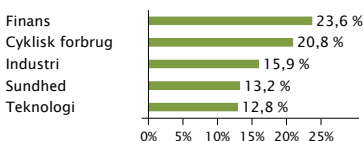
■ **Investeringsvalg**

Figurer opdateret pr. 30-11-2014



Aktier	65,8 %
Stats/offentlige obligationer	17,1 %
Realkreditobligationer	10,3 %
Kreditobligationer	6,8 %

Sektorfordeling for aktier



Obligationsstil

Effektiv rente %	3,8
Modifieret varighed	2,6
Løbetid over 10 år	27,8

Nøgletal

Info ratio	-
Kurs/Indtjening	16,1
Kurs/Indreværdi	1,7
ROE	17,6

Aktieporteføljen bidrog over en bred kam med positive resultater i fjerde kvartal på trods af, at emerging markets-aktierne og Sydeuropa atter havde det vanskeligt og oplevede en del kursfald. På positivsiden bidrog den amerikanske bilreservedelsforhandler Advanced Autoparts, som i kølvandet på gode driftsresultater steg med over 25 pct. Cigna Corp. og den asiatiske forsikringsvirksomhed AIA Group steg med hhv. over 18 pct. og 11 pct. Blandt makrotemaerne var det "amerikansk finans", der trak op med en stigning på over 11 pct. Det skyldtes både en stigning i dollaren, men var også understøttet af en fornuftig kursudvikling hos især SunTrust Bank og US Bancorp. Derudover var der positive bidrag fra sundhedstemaet.

Det britiske energiselskab BG Group Plc trak markant ned som følge af olieprisens fald. Aktien faldt med over 23 pct. Derudover var der negative bidrag fra det Hong Kong-baserede konglomerat Li & Fung samt IBM, som faldt hhv. over 16 pct. og 11 pct. Blandt makrotemaerne var Mexico både ramt af kursfald og valutavækkelse, hvilket bidrog med et negativt afkast på over 7 pct. Sydeuropa trak ligeledes ned som følge af den fornyede uro i Grækenland vedr. euroen.

Obligationsp porteføljen, som udgør 30 pct., gav et afkast på -0,2 pct. i fjerde kvartal. Overordnet set bidrog de amerikanske og indonesiske statsobligationer positivt, mens de mexicanske og brasilianske obligationer bidrog negativt. For hele 2014 gav obligationsporteføljen et afkast på ca. 9 pct., hvilket vi vurderer til at være meget tilfredsstillende. Samtidig bliver det dog meget svært at gentage i 2015.

■ **5 største obligationer 5 største aktier**

Pr. 30-11-2014

Navn	Type	Valuta	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
VAR DLR B SDO 2018 IO	Realkreditobligationer	DKK	4,1 %	American International Group	Finans	USA	2,7 %
1,375 United States 30-06-2018	Stats/offentlige obligationer	USD	3,8 %	Advance Auto Parts	Cyklisk forbrug	USA	2,4 %
4 RD S SDR0 2044 IO10	Realkreditobligationer	DKK	3,5 %	Baidu Inc	Teknologi	CHN	2,3 %
4,95 European Inves 01-03-2019	Øvrige/kredit	IDR	2,5 %	Christian Dior	Cyklisk forbrug	FRA	2,2 %
3 Norway Government 14-03-2024	Stats/offentlige obligationer	NOK	2,1 %	Union Pacific Corp	Industri	USA	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 indløsnings- fradrag
	Maj Invest	Andre foreninger				
Specialafdelinger						
Danske Aktier	1,54	1,84	1,45	1,25	1,30	0,40
Aktier	1,85	1,97	1,45	1,36	1,40	0,45
Value Aktier	1,82	1,97	1,45	1,41	1,40	0,45
Emerging Markets	2,18	2,36	1,75	-	1,70	0,80
Global Sundhed	2,06	---	1,70	1,58	1,50	0,45
Kontra	1,67	1,67	1,40	1,40	1,30	0,35
Basisafdelinger						
Europa Aktier	0,60	1,88	0,40	0,32	1,50	0,50
Danske Obligationer	0,47	0,65	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 12. januar 2015. ÅOP for alle investeringsforeninger i Danmark kan findes på www.investering.dk.

AFKAST, UDBYTTE OG STAMDATA

AFKAST I PROCENT										
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Siden start
Danske Aktier	41,8	4,0	-47,7	47,4	26,1	-19,8	26,0	35,7	15,3	127,0
Europa Aktier ¹⁾	-	-4,4	-38,3	25,9	7,6	-6,1	15,6	15,8	6,5	6,5
Aktier	7,5	4,0	-29,3	30,1	24,4	-4,7	8,2	20,1	8,6	72,1
Value Aktier	8,7	-0,4	-36,2	42,3	25,5	0,6	12,0	19,0	26,3	108,6
Emerging Markets ⁵⁾	-	-	-	-	-	-	-	-	9,7	11,1
Global Sundhed ²⁾	-	-	-11,4	41,4	5,5	-16,1	13,9	26,4	23,9	49,3
Danske Obl.	1,1	1,9	7,9	6,3	5,6	6,6	5,8	2,9	4,8	51,7
Obligationer	1,3	1,6	4,5	9,8	6,4	3,9	10,5	0,2	6,9	54,5
Pension	3,3	2,2	-7,9	12,6	13,3	1,4	10,5	8,5	7,4	62,3
Kontra ³⁾	2,2	1,1	21,7	8,6	12,3	7,3	-0,4	-6,9	9,0	66,6
Makro ⁴⁾	-	-	-	-	-	-	-	1,9	13,6	16,4

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.								Forventet
Udbytte for året	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Danske Aktier	15,00	1,75	0,00	0,00	0,00	1,50	7,80	17,70
Europa Aktier ¹⁾	0,00	3,50	2,00	2,00	2,50	2,25	0,00	7,20
Aktier	7,25	2,25	1,50	1,00	2,00	9,00	8,90	11,00
Value Aktier	1,50	1,75	0,00	1,25	1,00	11,25	7,20	10,40
Emerging Markets	-	-	-	-	-	-	-	0,20
Global Sundhed ²⁾	-	0,00	0,00	2,50	2,25	1,50	7,90	0,90
Danske Obligationer	3,50	5,75	4,50	7,00	4,00	6,25	4,40	4,40
Obligationer	3,25	3,25	6,50	5,75	4,75	6,00	4,80	4,00
Pension	3,25	3,75	3,75	3,75	4,00	5,75	6,60	5,20
Kontra	Afdelingen er akkumulerende og udbetaler ikke udbytte							
Makro	Afdelingen er akkumulerende og udbetaler ikke udbytte							

Udbytte er angivet i kroner pr. bevis. Hvert enkelt bevis svarer til en nominal værdi på 100 kr. Et udbytte på 2,00 kr. betyder, at du får 2 kr. pr. bevis, du har købt i denne afdeling. 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 kan du få hjælp til at investere.

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

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

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

■ Få overblik over skat og de forskellige satser.

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



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

Få nyt fra Maj Invest

2.000 mennesker tilmeldte sig vores informationsmøder i 2014.

Vil du være blandt de første, der får besked om vores møder i 2015, så tilmeld dig nyhedsbrevet på www.majinvest.dk/nb

Det er gratis og udkommer ca. 20 gange årligt.



INVESTERINGSFORENINGEN

MAJ INVEST

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