

INVESTERINGSFORENINGEN

MAJ  
INVEST

# KVARTALSNYT

3. KVARTAL 2011



# Om Investeringsforeningen Maj Invest

3. kvartal 2011



## Mads Krage

formand for Investeringsforeningen Maj Invest.

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

## Kvalitet, enkelthed og købmandskab

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

### Enkelthed

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

### Kvalitet

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

### Erfarne medarbejdere

Porteføljerådgivningen i Maj Invest ligger hos Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S, der også rådgiver Lønmodtagernes Dyrtidsfond (LD) og en lang række andre institutionelle investorer. Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S bygger sin investeringsfilosofi på de erfaringer og den tankegang, der har præget LDs måde at investere på og givet LD gode resultater gennem mange år.

### Få rådgivning i din egen bank eller hos vores samarbejdsbanker

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

## Læs mere om os på [www.MajInvest.dk](http://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.

## Indhold

Aktier er billige og obligationer er dyre.....	side 4
Obligationsmarkederne .....	side 5
Aktiemarkederne .....	side 6

### Aktieafdelinger:

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

### Obligationsafdelinger:

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

### Blandede afdelinger:

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

Oversigt over historiske afkast .....	side 26
Udbytter .....	side 26
Stamdata .....	side 27
Samarbejdsbanker .....	side 28

## INVESTERINGSFORENINGEN

# MAJ INVEST

### Medlemmer

Alle, der har investeret penge i Investeringsselskabet 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 er porteføljerådgiver for Maj Invest. Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S står for den daglige porteføljerådgivning af alle Maj Invests afdelinger.

### Investeringsforvaltningsselskab

Danske Invest Management A/S.

Investeringsforvaltningsselskabet udfører en række administrative og investingsmæssige opgaver i forbindelse med den daglige drift af foreningen.

### Depotbank

Danske Bank A/S.

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

### Tilsyn

Finanstilsynet.

Investeringsselskabet Maj Invest er under tilsyn af Finanstilsynet. Det er den offentlige myndighed, der også fører kontrol med bl.a. banker og forsikrings-selskaber.

### Investeringsselskabet Maj Invest

Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby  
Telefon 33 38 73 00  
www.majinvest.dk, info@majinvest.dk  
CVR-nr. 28 70 59 21

	Afkast 2011		Morningstar Rating™	Årligt merafkast i fht. indeks seneste	
	2011	3. kvrt.		3 år	5 år
Danske Aktier	-23,9	-20,6	★★★★	+3,1 %	+1,2 %
Europa Aktier	-14,4	-15,3	★★★★	-0,8 %	
Aktier	-12,7	-8,0	★★★★★	+4,7 %	+4,9 %
Value Aktier	-11,1	-5,9	★★★★★	+5,7 %	+4,8 %
Miljø & Klima	-24,5	-21,9			
Danske Obligationer	4,0	3,3	★★★★	+0,5 %	-0,3 %
Obligationer	1,0	-0,1	★★★★★	+0,2 %	-0,8 %
Pension	-3,5	-2,2	★★★★★		
Kontra	8,5	12,9	★★★★★		

Note: Afdelingerne Pension og Kontra har ikke sammenligningsindeks. Miljø & Klima er yngre end 3 år og er derfor ikke ratet af Morningstar.



**Arvid Stentoft Jakobsen**

Cheføkonom i Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S.

Arvid Stentoft Jakobsen er cheføkonom i Maj Invest. Arvid har mere end 20 års erfaring inden for global konjunktur- og finansmarkedsanalyse og benyttes regelmæssigt som gæsteforelæser på CBS.

## Aktier er billige og obligationer er dyre

Tegn på fornyet recession og uro omkring gældskrisen i Sydeuropa har fået mange investorer til at sælge ud af aktier og andre risikoaktiver. Obligationer forekommer nu meget højt prissat, mens aktier forekommer meget lavt prissat. Der er imidlertid heller ingen tvivl om, at vi lige nu gennemlever en periode med høj risiko, og der er ingen garanti for, at aktier ikke kan blive endnu billigere – og obligationer endnu dyrere.

Vi er i Fondsmæglerselskabet Maj Invest ikke så bekymrede for de dårlige nøgletal. Vi har i gennem det meste af året advaret om, at nøgletallene ville skuffe markant i løbet af sommeren, og at det kunne skabe frygt for en ny recession. Det har imidlertid også hele tiden været vores opfattelse, at der var tale om en periode med lav vækst, ikke en ny recession. Den opfattelse har vi stadig. Faktisk forventer vi en pæn fremgang i vigtige nøgletal som for eksempel det amerikanske ISM-indeks gennem de nærmest kommende måneder.

### Sydeuropa bekymrer

Derimod kan der være god grund til at bekymre sig over gældskrisen, som har potentiale til at udvikle sig til en ny finanskrise og dermed alligevel sende den globale økonomi tilbage i recession. Problemet her er, at den Europæiske Stabiliseringsfond (EFSF), som politikerne i euro-landene oprettede i juli, og som de nationale parlamenter i euro-landene nu er ved at ratificere, umiddelbart er alt for lille sammenlignet med størrelsen af de potentielle tab.

Når alle landene har ratificeret EFSF, er fonden på 440 mia. euro, men den vil reelt kun kunne løbe en risiko på i størrelsesordenen 20 pct. af dette beløb, hvis den skal operere, som man oprindeligt havde planlagt. Det lader imidlertid til, at man nu parallelt med ratificeringsprocessen vil opstille en ny model for, hvordan EFSF skal operere, som vil betyde, at man kan begynde at tage risiko for det fulde beløb. Det vil altså i praksis svare til en femdobling af fonden.

Hensigten er, at det skal være på plads til G20 mødet i starten af november. Kommer man i mål med dette, vil der for første gang under

krisen ikke være tale om "too little, too late". Det vil nok være i sidste øjeblik, men det vil ikke længere være for lidt.

### Konklusion

Kommer man i mål med ratificeringen og omlægningen af EFSF, og får man den forbedring i nøgletallene, vi forventer, vil det reducere risikoen på de globale finansmarkeder betragteligt. Det kan skabe grundlag for en i hvert fald delvis normalisering af prissætningen af globale fi-

nansaktiver og dermed fremgang for aktier på bekostning af obligationer.

Der er imidlertid fortsat stor modvilje blandt vælgerne i eurolandene. Ifølge den tyske avis Die Welt er 82 pct. af den tyske befolkning utilfredse med Merkels håndtering af krisen, og det kan langt fra tages for givet, at politikerne når i mål med omlægningen af EFSF. Hvis man ender med at tabe det på gulvet, bliver det svært at se, hvad der skal forhindre en ny finanskrisen i Europa. I så fald er der formodentlig stadig langt til bunden på aktiemarkedet.

## Obligationsmarkederne

### Aktuel prissætning

Den amerikanske centralbank har senest annonceret, at den vil sælge obligationer med kort løbetid og købe obligationer med lang løbetid. Samtidig har man lovet at holde den korte rente tæt på nul to år frem. Tiltagene kommer på baggrund af en skuffende konjunkturudvikling, som blandt andet kan ses i ISM-indekset.

Hertil kommer den voksende frygt for, at statsgældskrisen i Sydeuropa skal eskalere ud af kontrol og udvikle sig til en ny global finanskrisen. Dette har medført omfattende "flight to quality", hvor investorer søger over i mere sikre papirer.

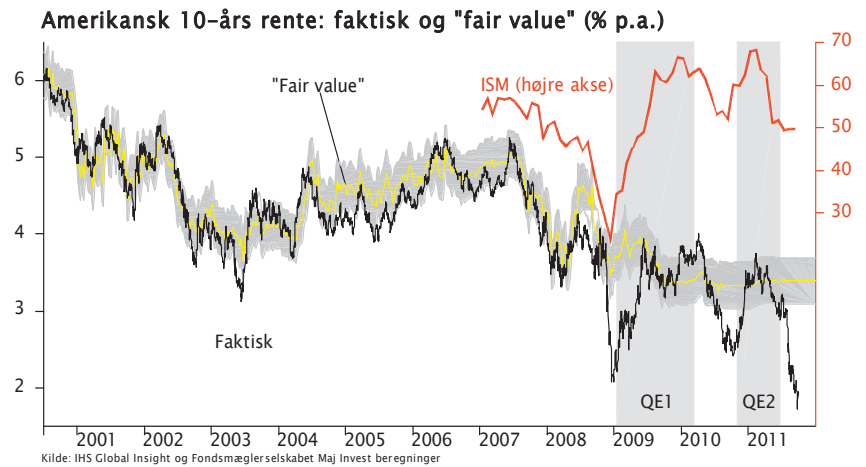
Renten på 10-årige statsobligationer i USA ligger nu stort set ligeså langt under "fair value" som ved årsskiftet 2008/2009, da finanskrisen toppede. Tilsvarende forhold gælder for tyske og danske statsobligationer.

### Baggrund: Fair value på obligationsmarkedet.

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

Den amerikanske centralbank (Fed) har i to runder opkøbt statsobligationer. Først under finanskrisen, hvor Fed opkøbte for i alt 1.750 mia. dollar (QE1), og senest frem til udgangen af juni 2011, hvor Fed har opkøbt for ialt 600 mia. dollar (QE2).

"Fair value" bygger på en model for forventningsdannelsen på obligationsmarkedet, og figuren illustrerer således 10-års rentens forankring i forventningerne til den fremtidige pengepolitik. Den faktiske 10-års rente bevæger sig typisk i et interval på +/-0,3 procentpoint omkring den modelberegnete fair value.



Rent porteføljeteoritisk er udbudseffekten en såkaldt "beholdnings-effekt", der vokser i takt med at opkøbene reducerer obligationsudbudet. Teoretisk skulle renten derfor falde under hele QE-programmet, og derefter forblive lav indtil Fed på et tidspunkt begynder at afvikle obligationbeholdningen igen. Det forhold, at

den faktiske rente både under QE1 og QE2 steg helt tilbage til fair value, allerede mens Fed stadig var i fuld gang med at reducere obligationsudbudet, er udtryk for, at den isolerede udbudseffekt er ubetydelig på blot lidt længere sigt. I praksis giver QE kun udsving i renterne, ikke varigt lavere renter.

## Aktiemarkederne

### Aktuel prissætning

Aktier handler ifølge vores beregninger normalt forholdsvist tæt på deres underliggende fair værdi. Under dotcom boblen steg aktier dog til næsten det dobbelte af fair værdi, ligesom de på bunden af finanskrisen faldt til halvdelen.

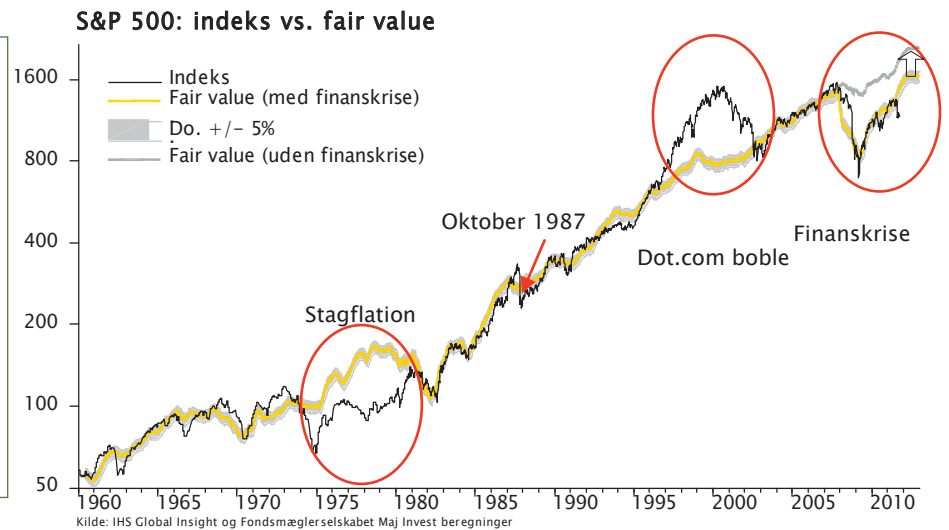
Siden bunden af finanskrisen i marts 2009 har aktier på ny nærmet sig en normalisering af prissætningen, og aktiemarkedet i USA lå gennem det meste af 2011 på ca. 80 pct. af fair værdi. En kombination af dårlige nøgletal og usikkerhed som følge af den europæiske gældskrise har imidlertid ført til nye aktiekursfald, og aktuelt handler amerikanske aktier til ca. 65 pct. af fair værdi. Nogenlunde samme prissætning som under 1970'ernes stagflation.

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

### Baggrund: "Fair value" på aktiemarkedet

Fondsmæglerselskabet Maj Invest estimerer "fair value" ud fra virksomhedernes indtjening og det risikofri alternativafkast (renten på en 10-årig statsobligation). Vi anvender i denne sammenhæng et indtjeningsbegreb, der er rensat for en lang række hensættelser og op- eller nedskrivninger, og som nærmest svarer til "resultat før justeringer over balancen". Dette indtjeningsbegreb er et bedre mål for virksomhedernes underliggende evne til at tjene penge, som er det

På et tidspunkt vil rekapitaliseringen være tilendebragt, og hensættelserne vil forsvinde ud af virksomhedernes regnskaber. I figuren ville det komme til udtryk ved, at det faktiske indeks bevæger sig fra den gule kurve og tilbage til "fair value uden finanskrise".



aktiemarkedet under normale omstændigheder prissættes efter.

Efter finanskrisen gælder det dog – ikke mindst for banksektoren – at en væsentlig del af indtjeningen i de nærmest kommende år ikke direkte kommer aktionærene til gode, men må hensættes for at genskabe egenkapitalen. Da det anvendte indtjeningsbegreb netop ikke indeholder disse hensættelser, er det nødvendigt at lave en korrektion, og i den gule kurve i figuren er der indregnet USD 285 mia. pr. år i ekstraor-

dinære hensættelser. Det kan sammenlignes med, at IMF efter finanskrisen estimerede, at alene USA's banksektor havde tabt USD 1.025 mia.

På et tidspunkt vil rekapitaliseringen være tilendebragt, og hensættelserne vil forsvinde ud af virksomhedernes regnskaber. I figuren ville det komme til udtryk ved, at det faktiske indeks bevæger sig fra den gule kurve og tilbage til "fair value uden finanskrise".

## Maj Invest Danske Aktier

3. kvartal 2011



## Keld Henriksen

chefporteføljemanager, ansvarlig  
for Maj Invest Danske Aktier

Keld har især indsigt i det danske aktiemarked og har mere end 20 års erfaring fra den finansielle branche, hvor han har arbejdet med styring af specielt danske aktieporteføljer.

Kære investor

Afkast bør altid vurderes på mindst 3 års sigt, men isoleret set er et negativt kvartalsafkast for afdelingen på 20,6 pct. utilfredsstillende. Markedsafkastet i samme periode var -18,9 pct.

Frygten for en ny større nedgang i den økonomiske aktivitet satte tonen for aktiemarkedet gennem hele kvartalet, og vækstskønnene er løbende sænket i både USA og Europa. I USA kæmpede politikerne længe, inden man i sidste øjeblik blev enige om en forhøjelse af gældsloftet, og i Europa er udviklingen gået fra bekymrende til værre. Her er det statsgældsproblemerne i Sydeuropa og de afledte effekter deraf, der har markedets store opmærksomhed. Ved udgangen af 3. kvartal er det endnu uvist, om der kan findes en løsningsmodel, eller om krisen udvikler sig yderligere. Dette er naturligvis afgørende for udviklingen på aktiemarkedet fremadrettet.

Regnskaberne for 2. kvartal er aflagt, og her finder man desværre heller ikke grobund for den helt store optimisme.

Bekymringen er stor for den europæiske banksektor generelt, hvilket har besværliggjort funding for de fleste danske banker på det internationale marked. Af samme årsag har Nationalbanken tilbudt belåning mod sikkerhed i udlån af god bonitet efter visse regler. Hermed håber man at bygge bro henover den periode, hvor statsgarantierne for bankerne udløber.

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

## Afkast

Morningstar Rating™

★★★★

Aktier – Danmark

Startdato: 16.12.2005

Fondskode: DK0060005171

Udbyttetype: Udbyttebetalende

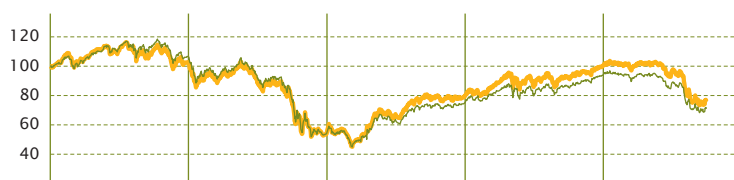
Indeks: OMXCCap

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)

Indeks = 100

Fond

Indeks



Afkast	Fond	Indeks	Diff.
ÅTD	-23,9 %	-24,3 %	0,4 %
Seneste kvartal	-20,6 %	-18,9 %	-1,7 %
1 år	-17,9 %	-17,9 %	0,0 %
3 år ann.	0,3 %	-2,8 %	3,1 %
5 år ann.	-3,0 %	-4,2 %	1,2 %

Afkast	2007	2008	2009	2010	09-2011
Fond	4,0 %	-47,7 %	47,4 %	26,1 %	-23,9 %
Indeks	8,0 %	-49,3 %	38,5 %	25,3 %	-24,3 %
Morningstar Kategori™	1,2 %	-49,0 %	45,1 %	29,9 %	-24,6 %



## Investeringsområde

### Risikoindikator



### Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

### Investeringshorisont:

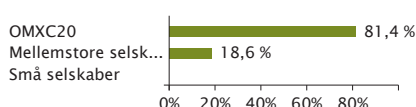
Anbefalet minimum 3 år.

Afdelingen investerer i danske aktier og øvrige aktier, som er noteret på Nasdaq OMX Copenhagen. Strategien for afdelingen er den langsigtede investering, hvor der lægges stor vægt på et godt kendskab til de selskaber, der investeres i. Dette opnås gennem information til markedet og ved jævnlige møder med virksomhedernes ledelser. Investeringstilgangen er langsigtet, pragmatisk og købsmandsmæssig.

## Investeringsvalg

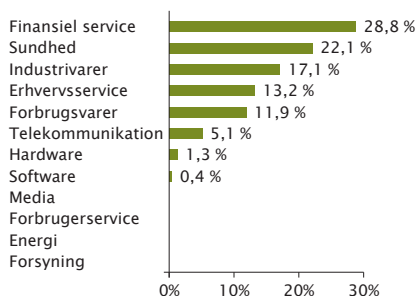
Figurer opdateret pr. 30-09-2011

### Selskabersfordeling



Da stockpicking er fundamentet i afdelingen, skal afkastforskellen i forhold til det generelle aktiemarked findes i den enkelte akties udvikling. Væsentligste positive bidragsyder skal findes i afdelingens undervægt i smykkevirksomheden Pandora. Selskabet blev børsnoteret for et års tid siden, og forventningerne til kraftig vækst var fremherskende i aktiemarkedet. Selskabet forventede selv en omsætningsvækst for 2011 på mindst 30 pct., men nedjusterede dette skøn til flad vækst i august, hvilket sendte aktiekursen ned med 65 pct.

### Sektorfordeling for aktier



Investering i forsikringssektoren, specielt i Topdanmark, bidrog ligeledes positivt. Sektoren begunstiges i øjeblikket af, at der konkurreres mindre om markedsandele end tidligere. Specielt Tryg og Alm. Brand har flyttet fokus fra vækst til indtjening, og dette har betydet et gunstigt prismsiljø.

De væsentligste negative bidragsydere har været konjunkturfølsomme virksomheder som NKT Holding, Solar, H+H International og FLSmidt. At de to førstnævnte ydermere nedjusterede forventninger til indeværende år, bar kun yderligere ved til blået.

### Nøgletal

Info ratio	0,9
Kurs/Indtjening	11,8
Kurs/Indreværdi	1,1
ROE	17,8

Absolut set har afdelingen sine største investeringer i Novo Nordisk, Danske Bank, Carlsberg og A.P. Møller – Mærsk, der hver især udgør 8 – 10 pct. af den samlede beholdning. I forhold til sammenligningsindekset har afdelingen sine største overvægte i Topdanmark, DSV og NKT Holding, mens de største undervægte er i H. Lundbeck, Novozymes og Københavns Lufthavne.

## 10 største investeringer

Pr. 30-09-2011

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Danske Bank	Finansiell service	DK	9,5 %	Coloplast B	Sundhed	DK	4,5 %
Novo Nordisk B	Sundhed	DK	9,5 %	Topdanmark	Finansiell service	DK	4,4 %
Carlsberg B	Forbrugsvarer	DK	7,8 %	FLSmidt & CO	Industrivarer	DK	4,3 %
TDC	Telekommunikation	DK	4,9 %	A.P. Møller – Mærsk A	Erhvervs-service	DK	4,1 %
DSV	Erhvervs-service	DK	4,6 %	A.P. Møller – Mærsk B	Erhvervs-service	DK	3,8 %

## Juridisk information

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

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

## Maj Invest Europa Aktier

3. kvartal 2011



## Kurt Kara

seniorporteføljemanager, ansvarlig  
for Maj Invest Europa Aktier

Kurt er uddannet cand.polit. Han har 11 års erfaring med aktieinvesteringer og har i de senere år haft value aktier som sit primære arbejdsområde.

## Kære investor

Afdelingen gav i 3. kvartal 2011 et afkast på -15,3 pct. Afkastet er i absolut forstand utilfredsstillende, men på niveau med den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI Europa, der omregnet til danske kroner havde et afkast på -16,6 pct. Afdelingens formål er over tid at give et afkast tæt på sammenligningsindekset og set over tre år, er afkastet 0,8 procent under sammenligningsindekset, hvilket er meget tilfredsstillende.

Tredje kvartal kan være begyndelsen på, hvad man efterhånden kan kalde den nye finanskriser. De europæiske gældsproblemer, som er blevet adresseret flere gange i de forrige udgaver af Kvartalsnyt, slog igennem med fuld styrke i 3. kvartal. Grækenland havde ikke længere penge nok til at kunne betale renter i nær fremtid.

Resultatet blev, at græske statsobligationer blev sendt yderligere ned, og Grækenland fik særdeles store problemer med at rejse kapital på lånemarkedet. Det sendte chokbølger igennem de finansielle markeder. Italienske og spanske statsobligationer kom ligeledes under hårdt pres. Dermed var en dominoeffekt reelt under opsejling og eurosamarbejdet kom under lup og kritik. Dette er selvsagt ikke positivt for et i forvejen nervøst finansielt system. Aktiemarkederne kvitterede med voldsomme fald af en størrelsesorden, der minder om krisen i 2008. De globale investorer søgte bl.a. ly i ædelmetaller, og guldprisen var på et tidspunkt steget med mere end 25 pct. siden årskiftet.

Aktiemarkederne i de kriseramte lande Grækenland og Italien faldt mere end resten af Europa, men også det store tyske aktiemarked trak ned på det samlede indeks for europæiske aktier.

## Afkast

## Morningstar Rating™

★★★★

Aktier – Europa Large Cap Value

Startdato: 07.06.2007

Fondskode: DK0060079960

Udbyttetype: Udbyttebetalende

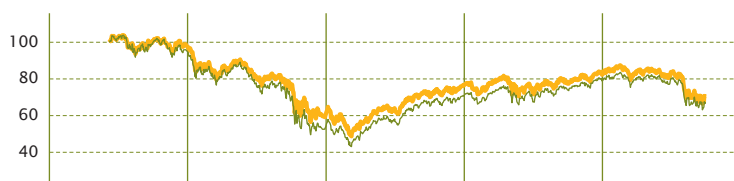
Indeks: MSCI Europe Index inkl. nettoudbytter

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

Indeks = 100

Fond

Indeks

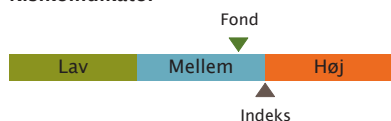


Afkast	Fond	Indeks	Diff.
ÅTD	-14,4 %	-15,7 %	1,4 %
Seneste kvartal	-15,3 %	-16,6 %	1,3 %
1 år	-9,1 %	-10,4 %	1,2 %
3 år ann.	-2,1 %	-1,4 %	-0,8 %
5 år ann.	-	-5,3 %	-

Afkast	2007	2008	2009	2010	09-2011
Fond	-	-38,3 %	26,0 %	7,5 %	-14,4 %
Indeks	2,7 %	-43,7 %	31,6 %	11,3 %	-15,7 %
Morningstar Kategori™	-0,9 %	-43,4 %	28,9 %	8,7 %	-17,0 %

## Investeringsområde

### Risikoindikator



### Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

### Investeringshorisont:

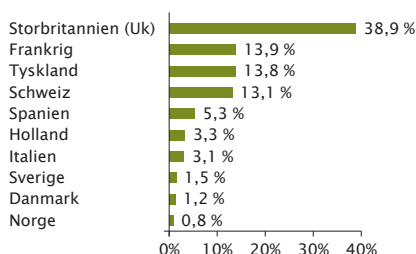
Anbefalet minimum 3 år.

Afdelingen er fokuseret på at generere et markedsafkast og har derfor intet element af aktiv aktieudvælgelse. Sammensætningen af porteføljen sker ud fra et mål om at generere et afkast, der ligger tæt op af MSCI Europa inkl. nettoudbytter geninvesteret. Afdelingen vil normalt være fuldt investeret i udvalgte større europæiske aktier.

## Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 30-09-2011

### Top 10 Lande

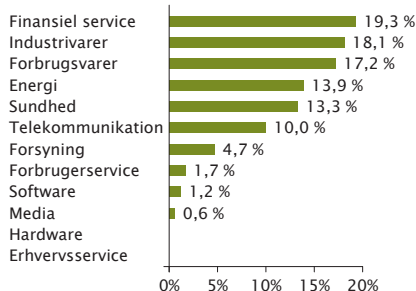


Der er foretaget mindre justeringer, men det har udelukkende været med henblik på at sikre, at afdelingens afkast fortsat vil ligge tæt op ad dets sammenligningsindeks MSCI Europa. Herudover er der ikke sket større ændringer, da dette ikke har været fordret.

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

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

### Sektorfordeling for aktier



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

### Nøgletal

Info ratio	-0,4
Kurs/Indtjening	8,9
Kurs/Indreværdi	1,2
ROE	22,5

## 10 største investeringer

Pr. 30-09-2011

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Nestlé	Forbrugsvarer	CH	4,5 %	BHP Billiton Plc	Industrivarer	GB	3,0 %
Siemens Reg.	Industrivarer	DE	3,4 %	HSBC Holdings	Finansiell service	GB	2,8 %
Vodafone Group	Telekommunikation	GB	3,2 %	GlaxoSmithKline	Sundhed	GB	2,7 %
Roche Holding Gs.	Sundhed	CH	3,0 %	Anglo American (GPB)	Industrivarer	GB	2,7 %
Royal Dutch Shell A	Energi	GB	3,0 %	Total SA	Energi	FR	2,6 %

## Juridisk information

Investeringsforeningen Maj Invest

Parallevej 17

2800 Kgs. Lyngby

www.majinvest.dk, info@majinvest.dk

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

## Maj Invest Aktier

3. kvartal 2011

**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.

Afdelingen gav i 3. kvartal 2011 et afkast på -8,0 pct. Afkastet er utilfredsstillende, men udgør dog et mindre fald end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI Verden, der omregnet til danske kroner havde et afkast på -10,1 pct. Som altid bør afkastet vurderes over en længere periode, f.eks. 3 eller 5 år. Også her har afkastet været bedre end sammenligningsindekset.

Den meget negative stemning på aktiemarkederne havde baggrund i den eskalerende statsgældskrise i Sydeuropa samt forværrede makroøkonomiske nøgletal, der midt i kvartalet skabte frygt for at økonomien ville gå i recession. Selv om der gennem september måned overvejende kom nøgletal, der sandsynliggjorde, at økonomien ikke ville gå i recession, så fokuserede aktiemarkederne næsten udelukkende på den manglende politiske vilje blandt de europæiske statsledere til at nå til enighed om at finde løsninger på statsgældskrisen.

Det har desværre vanskeliggjort investeringsovervejelserne mere end sædvanligt. På den ene side tilsiger de makroøkonomiske nøgletal og aktiernes prisfastsættelse, at aktierne generelt (og i særdeleshed de mere konjunkturfølsomme sektorer) har betydeligt stigningspotentiale. På den anden side vil en yderligere forværring af statsgældskrisen kunne udløse en ny finanskrise og dermed føre til yderligere markante kursfald. Dette binære udfaldsrum er meget usædvanligt og øger den generelle usikkerhed.

Da de politiske forhandlinger om løsning af den sydeuropæiske statsgældskrise nu har været så længe, vurderes det imidlertid at være mest sandsynligt, at der vil blive fundet en løsning, som måske ikke løser de underliggende problemer, men som for en periode kan skabe så meget ro på finansmarkederne, at der igen vil komme fokus på den makroøkonomiske udvikling og aktiernes prisfastsættelse. På den baggrund vil det blive overvejet at omlægge til mere konjunkturfølsomme aktier generelt, og i særdeleshed indenfor finans- og energiområdet.

**Afkast**

Morningstar Rating™

★★★★★

Aktier – Globale Large Cap Blend

Startdato: 16.12.2005

Fondskode: DK0060005254

Udbyttetype: Udbyttebetalende

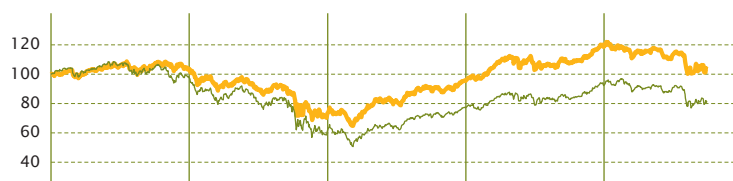
Indeks: MSCI World Index inkl. nettoudbytter

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)

Indeks = 100

Fond

Indeks

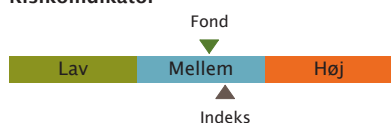


Afkast	Fond	Indeks	Diff.
ÅTD	-12,7 %	-12,3 %	-0,3 %
Seneste kvartal	-8,0 %	-10,1 %	2,1 %
1 år	-3,7 %	-2,8 %	-0,9 %
3 år ann.	6,1 %	1,4 %	4,7 %
5 år ann.	1,5 %	-3,4 %	4,9 %

Afkast	2007	2008	2009	2010	09-2011
Fond	4,0 %	-29,3 %	30,1 %	24,3 %	-12,7 %
Indeks	-1,6 %	-37,8 %	25,9 %	19,7 %	-12,3 %
Morningstar Kategori™	0,0 %	-40,0 %	28,6 %	16,9 %	-14,9 %

## Investeringsområde

### Risikoindikator



### Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

### Investeringshorisont:

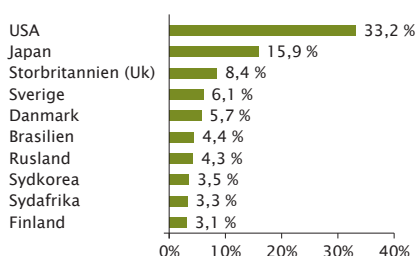
Anbefalet minimum 3 år.

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 gøres 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

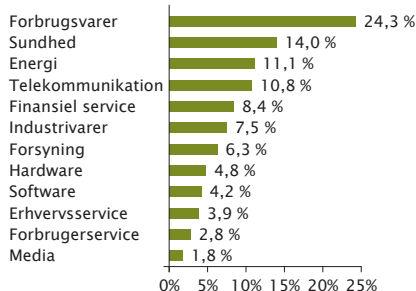
Figurer opdateret pr. 30-09-2011

### Top 10 Lande



Porteføljens overvægt af mindre konjunkturfølsomme aktier var kraftigt medvirkende til at afkastet udviklede sig mindre negativt end markedet. Det var især investeringerne indenfor forbrugsvarer, telekommunikation og forsyningsvirksomhed, som bidrog positivt i lyset af sænkede forventninger til den økonomiske vækst, samt naturligvis porteføljens investeringer i guldmineaktier, der steg betydeligt som følge af stigende guldpriser i lyset af de europæiske (og til dels amerikanske) statgældsproblemer.

### Sektorfordeling for aktier



Til gengæld var porteføljens aktier indenfor de mere konjunkturfølsomme områder som energi, finans, teknologi og industri negativt påvirket af deres geografiske placering, idet overvægten af hhv. olieselskaber fra emerging markets, danske banker, teknologiselskaber i Japan og emerging markets samt japanske industriselskaber bidrog ekstra negativt.

Som følge af betydelige kursfald på flere af porteføljens investeringer indenfor det konjunkturfølsomme område, så er der mod kvartalets slutning påbegyndt en omlægning til det konjunkturfølsomme område, særligt indenfor energi og banker.

### Nøgletal

Info ratio	1,0
Kurs/Indtjening	10,5
Kurs/Indreværdi	1,5
ROE	20,5

## 10 største investeringer

Pr. 30-09-2011

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Diageo	Forbrugsvarer	GB	3,1 %	Coca-Cola	Forbrugsvarer	US	2,7 %
Teva Pharmaceutical ADR	Sundhed	IL	2,8 %	Colgate-Palmolive	Forbrugsvarer	US	2,6 %
Kraft Foods	Forbrugsvarer	US	2,8 %	Mylan Laboratories	Sundhed	US	2,6 %
Isuzu Motors	Forbrugsvarer	JP	2,7 %	Gazprom OAO, ADR	Energi	RU	2,6 %
Procter & Gamble	Forbrugsvarer	US	2,7 %	Securitas	Erhvervs-service	SE	2,5 %

## Juridisk information

Investeringsforeningen Maj Invest

Parallevej 17

2800 Kgs. Lyngby

www.majinvest.dk, info@majinvest.dk

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

## Maj Invest Value Aktier

3. kvartal 2011



**Kurt Kara**  
seniorporteføljemanager



**Ulrik Jensen**

porteføljemanager

Kurt og Ulrik er ansvarlige for Maj Invest Value Aktier

Kurt er uddannet cand.polit. Han har 11 års erfaring med investering og har i de senere år haft value aktier som sit primære arbejdsområde. Ulrik er uddannet cand. merc. Han har 9 års erfaring med aktieanalyse og value investering.

Kære investor

Med et kvartalsafkast på -5,9 pct. mod markedets afkast på -10,1 pct. klarede vores afdeling sig utilfredsstillende i absolut forstand, men udviklede sig særdeles tilfredsstillende målt i forhold til det aktiemarkedet udtrykt ved afdelingens sammenligningsindeks MSCI World målt i danske kroner. Set over tre år, som er den korteste anbefalede investeringshorisont, er afkastet 5,7 pct. p.a. bedre end sammenligningsindeks.

Tredje kvartal kan være begyndelsen på, hvad man efterhånden kan kalde den nye finanskrise. De europæiske gældsproblemer, som er blevet adresseret flere gange i de forrige udgaver af Kvartalsnyt, slog igennem med fuld styrke i 3. kvartal. Grækenland havde ikke længere penge nok til at kunne betale renter i nær fremtid, og hjælpepakken til Grækenland, som blev etableret tidligere på året, blev ikke frigivet, da den græske økonomi ikke levede op til kriterierne for pakken. Dette sendte chokbølger igennem de finansielle markeder. Italienske og spanske statsobligationer kom ligeledes under hårdt pres. Dermed var en dominoeffekt reelt under opsejling og eurosamarbejdet kom under lup og kritik. Dette er selvsagt ikke positivt for et i forvejen nervøst finansielt system. Aktiemarkedene kvitterede med voldsomme fald af en størrelsesorden, der minder om krisen i 2008. De globale investorer søgte bl.a. ly i ædelmetaller, og guldprisen var på et tidspunkt steget med mere end 25 pct. siden årskiftet.

Vi har benyttet de store kursfald til at opsamle billige og nøje udvalgte selskaber samt omlægge blandt de eksisterende selskaber i porteføljen. Vi valgte at frasælge vores investeringer i guldmineselskaber samt at etablere nye positioner i undervurderede selskaber af høj kvalitet. Kvartalet har derfor utvivlsomt været et meget aktivt kvartal for porteføljens investeringer, da de store bevægelser på markedet har skabt mange spændende muligheder, som vi har valgt aktivt at udnytte.

## Afkast

Morningstar Rating™

★★★★★

Aktier – Globale Large Cap Value

Startdato: 16.12.2005

Fondskode: DK0060005338

Udbyttetype: Udbyttebetalende

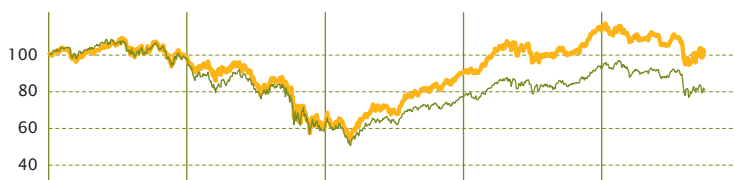
Indeks: MSCI World Index inkl. nettoudbytter

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)

Indeks = 100

Fond

Indeks

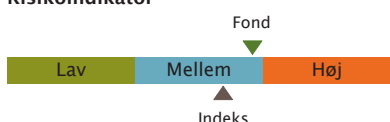


Afkast	Fond	Indeks	Diff.
ÅTD	-11,1 %	-12,3 %	1,2 %
Seneste kvartal	-5,9 %	-10,1 %	4,3 %
1 år	0,3 %	-2,8 %	3,1 %
3 år ann.	7,1 %	1,4 %	5,7 %
5 år ann.	1,4 %	-3,4 %	4,8 %

Afkast	2007	2008	2009	2010	09-2011
Fond	-0,4 %	-36,2 %	42,3 %	25,5 %	-11,1 %
Indeks	-1,6 %	-37,8 %	25,9 %	19,7 %	-12,3 %
Morningstar Kategori™	-3,1 %	-37,9 %	27,0 %	15,6 %	-12,8 %

## Investeringsområde

### Risikoindikator



### Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

### Investeringshorisont:

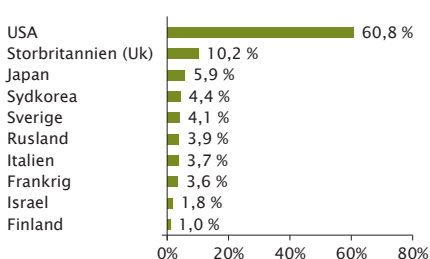
Anbefalet minimum 3 år.

Afdelingen kan investere i danske og udenlandske børsnoterede aktier udvalgt 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

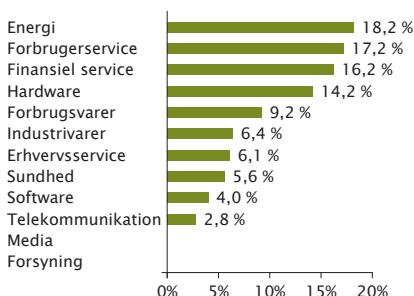
Figurer opdateret pr. 30-09-2011

### Top 10 Lande



Maj Invest Value Aktier er primært drevet af enkeltaktier, da strategi og taktik ikke spiller den store rolle i den daglige udvælgelse af aktier. Fokus er udelukkende på at købe selskaber, der virker undervurderede, og som vi vurderer, har et potentiale for større kursstigninger. Vi investerer derfor meget fokuseret, og de ti største navne i afdelingen tegner sig for godt halvdelen af hele porteføljen.

### Sektorfordeling for aktier



Vi har som nævnt valgt at udnytte de store kursfald i kvartalet til at opsamle billige selskaber samt omlægge blandt porteføljens eksisterende investeringer. Vi har derfor frasolgt vores guldmineselskaber Gold Fields samt Harmony Gold, idet disse aktier holdt sig meget fornuftigt under uroen på aktiemarkedet, og dermed var blevet relativt dyre. Desuden har vi reduceret i de mere defensive navne som Reckitt Benckiser og Tesco. Slutteligt har vi frasolgt Takeda Pharmaceutical og Nintendo Corp. Provenuet fra disse salg er gået til etablering af nye positioner i selskaberne Archer Daniels Midland, Svenske Handelsbanken, UPM Kymmene, Hess Corp og Adobe Systems. Disse omlægninger har givet porteføljen en lidt skarpere kant. Vi er helt komfortable med dette, da de nyhvervede selskaber alle er meget billige, og markedet på visse måder har udvist en tilstand af panik.

### Nøgletal

Info ratio	1,2
Kurs/Indtjening	10,4
Kurs/Indreværdi	1,3
ROE	17,8

## 10 største investeringer

Pr. 30-09-2011

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Danaher	Industrivarer	US	4,6 %	Enesco PLC	Energi	GB	4,2 %
TJX Companies	Forbrugerservice	US	4,5 %	Aaron´s Inc	Erhvervs-service	US	4,1 %
Wells Fargo	Finansiell service	US	4,4 %	Svenska Handelsbanken A	Finansiell service	SE	4,1 %
Intel	Hardware	US	4,4 %	Adobe Systems	Software	US	4,0 %
Samsung Electr. GDR (Rg)	Hardware	KR	4,4 %	Gazprom OAO, ADR	Energi	RU	3,9 %

## Juridisk information

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

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

## Maj Invest Miljø &amp; Klima

3. kvartal 2011

**Morten Rask Nymark**seniorporteføljemanager, ansvarlig  
for Maj Invest Miljø & KlimaMorten er uddannet cand.merc. i  
regnskab og finansiering og har 10  
års erfaring med miljøinvesteringer.

## Kære investor

Afdelingen gav i 3. kvartal 2011 et afkast på -21,9 pct. Afkastet er utilfredsstillende og lavere end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI Verden, der omregnet til danske kroner faldt 10,1 pct. Afkastet bør dog altid vurderes på mindst 3 års sigt, idet der som minimum anbefales en 3 års investeringshorisont.

Den øgede usikkerhed omkring den makroøkonomiske udvikling i verden har bidraget negativt til afdelingens afkast i kvartalet. Gældsproblemerne i blandt andet Grækenland og Italien har ført til en øget frygt for en ny finansiel krise og økonomisk nedtur. Porteføljen har af naturlige årsager en stor andel industriselskaber. Eksempelvis selskaber indenfor vind, sol og energieffektivitet. Derfor er porteføljen ekstra hårdt ramt, da industriselskaber generelt er faldet mere end markedet. Dertil kommer den aktuelle finansuro, som mindsker markedets tro på mulig bankfinansiering af nye energiprojekter mv., som er afgørende for selskabernes kunder. Porteføljens eksponering mod emerging markets og især Kina har også bidraget negativt som følge af en generel øget risikoaversion. Hvis verden kommer ind i en periode med lavere vækst præget af sænkede konjunkturforventninger, vil det især være negativt for industriprodukter og dermed også for miljø- og klimaområdet. Det er en sådan udvikling aktiemarkedet har taget forskud på. Omvendt vil porteføljen, når økonomien igen bliver bedre, kunne drage fordel af sin sammensætning indenfor industriselskaber. Derfor er det vores forventning, at den på langt sigt vil kunne mere end opveje den nuværende negative udvikling.

På trods af den nuværende usikkerhed på aktiemarkedene og en måske kommende økonomisk nedtur, vurderes den langsigtede udvikling indenfor området miljø og klima stadig positivt. Hele området bliver stadig mere professionelt med involvering af store og velkendte selskaber. Den udvikling vil også være med til at sætte ekstra fokus på området, når verdensøkonomien igen vender tilbage til en mere positiv udvikling.

**Afkast**Morningstar Rating™ –  
Sektor – Miljø & Klima, Aktier

Startdato: 10.11.2008

Fondskode: DK0060157196

Udbyttetype: Udbyttebetalende

Indeks: MSCI World Index inkl. nettoudbytter

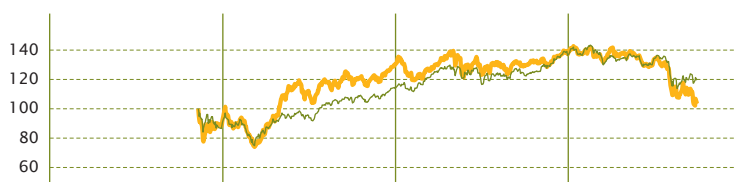
Afkast	Fond	Indeks	Diff.
ÅTD	-24,5 %	-12,3 %	-12,2 %
Seneste kvartal	-21,9 %	-10,1 %	-11,8 %
1 år	-20,3 %	-2,8 %	-17,5 %
3 år ann.	-	1,4 %	-
5 år ann.	-	-3,4 %	-

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

Indeks = 100

Fond

Indeks



Afkast	2008	2009	2010	09-2011
Fond	-	41,4 %	5,5 %	-24,5 %
Indeks	-37,8 %	25,9 %	19,7 %	-12,3 %
Morningstar Kategori™	-44,0 %	27,8 %	7,1 %	-22,7 %



## Investeringsområde

### Risikoindikator



### Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

### Investeringshorisont:

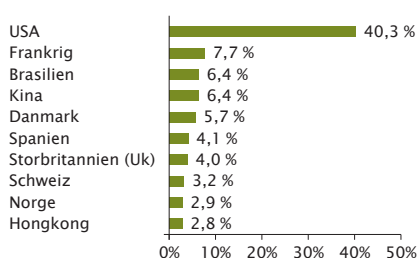
Anbefalet minimum 3 år.

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

## Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 30-09-2011

### Top 10 Lande



Overordnet set var det særligt de mere konjunkturfølsomme aktier indenfor miljø- og klimaområdet, der bidrog mest negativt til porteføljens afkast. Det drejer sig især om selskaber som Owens Corning (-39 pct.) og Saint Gobain (-36 pct.), hvor begge har fokus på energieffektivitet indenfor byggeriet. Både som følge af frygten for en lavere vækst generelt og overkapacitet i solcellemarkedet har selskaber som First Solar (-49 pct.) og SMA Solar Technology (-49 pct.) påvirket porteføljefkastet negativt. En lav eksponering indenfor solcelleområdet er generelt blevet fastholdt i kvartalet. Vandteknologiselskabet Nalco Holding (+32 pct.) og vindmølleparkudvikleren Greentech Energy Systems (+9 pct.) har bidraget mest positivt til porteføljefkastet.

### Nøgletal

Info ratio	-
Kurs/Indtjening	10,1
Kurs/Indreværdi	1,2
ROE	13,2

Det spanske forsyningsselskab Iberdrola er solgt ud af porteføljen på grund af ønsket om at reducere eksponeringen mod Sydeuropa. Der er i kvartalet investeret i fem nye selskaber. 1: Det brasilianske forsyningsselskab Copel, som for det meste udvinder strøm fra vandkraft. 2: Det amerikanske olie- og gasserviceselskab Newpark Resources, som har en unik miljøvenlig og vandbaseret borevæske i stedet for en kemisk baseret. 3: Amerikanske Molycorp, som udvinder og behandler sjældne metaller (rare earth metals), som f.eks. bruges til magneter i vindmøller. 4: Amerikanske ITT Corp., som har eksponering mod vandteknologi og endelig 5: Union Pacific, som er blandt USA's største jernbaneselskaber med fokus på miljøvenlig transport i stedet for lastbiler. Som følge af den generelle uro, er der i kvartalet fastholdt en relativ høj kontantandel.

## 10 største investeringer

Pr. 30-09-2011

Navn	Sektor	Land	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
Roper Industries	Industrivarer	US	3,5 %	LKQ Corp	Forbrugerservice	US	3,1 %
Wabtec	Erhvervs-service	US	3,5 %	China Metal Recycling	Industrivarer	HK	2,8 %
Pentair Inc	Industrivarer	US	3,3 %	Pall	Industrivarer	US	2,7 %
ABB Ltd.	Industrivarer	CH	3,2 %	Johnson Controls	Forbrugsvarer	US	2,5 %
Owens Corning	Industrivarer	US	3,2 %	Cemig (Pref. shares)	Forsyning	BR	2,4 %

## Juridisk information

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

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

## Maj Invest Danske Obligationer

3. kvartal 2011

**Peter Mosbæk**

Obligationsschef, ansvarlig  
for Maj Invest Danske Obligationer

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

Afdelingen gav i 3. kvartal 2011 et afkast på 3,3 pct. Afkastet er meget tilfredsstillende, men noget under sammenligningsindekset Effas 1-10 år, der steg 5,4 pct.

På de globale obligationsmarkeder er tendenserne fra 2. kvartal forsat. Det har betydet yderligere rentefald og risikoaversion. De økonomiske nøgletal har generelt skuffet, men den væsentligste årsag til det, der i 3. kvartal har udviklet sig til en panisk stemning på de finansielle markeder, er situationen i Sydeuropa.

I midten af juli rettede de finansielle markeder fokus mod Italien og Spanien, hvilket medførte, at renterne på disse landes statsobligationer begyndte at stige kraftigt. Hvor Grækenland, Irland og Portugal er relativt små lande, hvor et sammenbrud kan håndteres, så er Italien og Spanien to af verdens større økonomier. Et sammenbrud i disse lande vil få vidtrækkende konsekvenser for den globale økonomi. Det er primært frygten for, hvad der kommer til at ske i Sydeuropa, som har drevet alle risikable aktiver, som aktier, råvarer og kreditobligationer ned i pris.

I den sammenhæng har Danmark fungeret som en "sikker havn". Danske investorer har trukket penge hjem, hvilket har medført en styrkelse af kronen samt at renteforskellen mellem danske og tyske statsobligationer er blevet mindre.

Selvom realkreditobligationer ikke har kunne følge med statsobligationer i denne "flight to quality", så har danske realkreditobligationer klaret sig rigtig flot. Problemerne med nedgraderingen fra Moody's, som der var fokus på i 2. kvartal, er skubbet i baggrunden. Der er i øjeblikket andre og mere alvorlige problemer at fokusere på. Så længe der er kraftig uro omkring Sydeuropa, tror vi, at Danmark vil fastholde sin status som et attraktivt investeringsland. I forhold til omverdenen er danske obligationer dog relativt dyre.

**Afkast**

Morningstar Rating™  
Obligationer - DKK Øvrige

★★★★

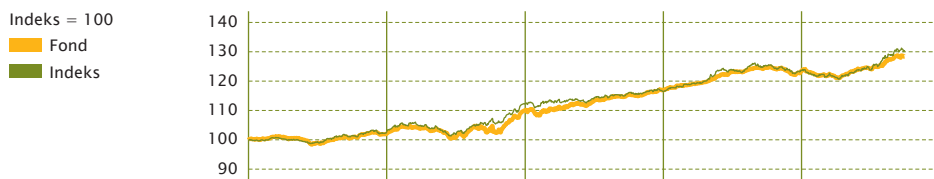
Startdato: 16.12.2005

Fondskode: DK0060005098

Udbyttetype: Udbyttebetalende

Indeks: Bloomberg-EFFAS 1 - 10 år

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)

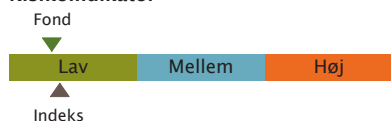


Afkast	Fond	Indeks	Diff.
ÅTD	4,0 %	5,7 %	-1,7 %
Seneste kvartal	3,3 %	5,4 %	-2,1 %
1 år	3,1 %	4,3 %	-1,2 %
3 år ann.	7,6 %	7,1 %	0,5 %
5 år ann.	5,2 %	5,5 %	-0,3 %

Afkast	2007	2008	2009	2010	09-2011
Fond	1,9 %	7,9 %	6,3 %	5,6 %	4,0 %
Indeks	2,5 %	9,6 %	3,8 %	6,1 %	5,7 %
Morningstar Kategori™	1,0 %	5,4 %	5,9 %	4,8 %	5,0 %

## Investeringsområde

### Risikoindikator



### Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

### Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

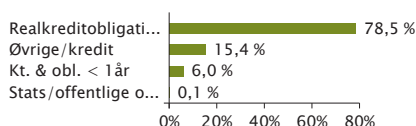
Afdelingen investerer udelukkende i obligationer, der er udstedt i danske kroner. Der er således ikke nogen valutarisiko ved at investere i afdelingen. Investeringerne omfatter danske stats- og realkreditobligationer og vil i et begrænset omfang også omfatte f.eks. danske kreditobligationer.

Den samlede porteføljes korrigerede varighed vil være mellem 2 og 7 år.

## Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 30-09-2011

### Fordeling på typer



Det kraftige rentefald har bidraget positivt til afdelingens afkast. Statsobligationer har dog klaret sig noget bedre end realkreditobligationer. Da afdelingen har en høj andel af realkreditobligationer, har afdelingen dog tabt relativt til sammenligningsindekset, som alene består af statsobligationer.

Ved indgangen til 3. kvartal var det vores vurdering, at tilbagegangen i de økonomiske nøgletal skyldtes en lagerkorrektur. Da renterne begyndte at falde voldsomt benyttede vi derfor lejligheden til at reducere rentefølsomheden i afdelingen ved at sælge nogle 10-årige statsobligationer. Desværre skete dette salg lidt for tidligt, da renterne efterfølgende er faldet yderligere. For en langsigtet investor ser vi dog ingen værdi i at investere i danske 10-årige statsobligationer med en rente på ca. 2 pct. Det er simpelthen for lang tid at låse penge fast til så lav en rente. Afdelingen har derfor nu en rentefølsomhed relativt tæt på 2 år, som er minimum for afdelingen.

Hvad der kommer til at ske i den nærmeste tid vil i høj grad være drevet af, hvad der sker i Sydeuropa. Det er bestemt ikke umuligt, at renterne på kort sigt kommer til at falde yderligere. Skulle der dog komme en koordineret indsats, som de finansielle markeder tror på, er det vores vurdering, at renterne vil stige kraftigt.

### Obligationstil

Effektive rente %	4.3
Modificeret varighed	2.3

### Løbetid

Løbetid	% Obl.
Kontant og < 1 år	-
1 til 3 år	4.8
3 til 5 år	16.5
5 til 7 år	0.0
7 til 10 år	9.8
Over 10 år	68.9

## 10 største investeringer

Pr. 30-09-2011

Navn	Type	Valuta	Vægt	Navn	Type	Valuta	Vægt
4% Nordea Kredit 1/10-4...	Realkreditobligationer	DKK	14,3 %	2% Citigroup 2015	Øvrige/kredit	DKK	4,7 %
5% Nykredit 73D OA 2038	Realkreditobligationer	DKK	9,0 %	FRN Nykredit SDO 1/7-21	Realkreditobligationer	DKK	4,5 %
4% Nykredit 2016 SDO	Realkreditobligationer	DKK	8,6 %	4% BRF 321 E 2014	Realkreditobligationer	DKK	4,3 %
5% Nordea 1/10-41	Realkreditobligationer	DKK	8,1 %	4% Real. Danmark SDO 1...	Realkreditobligationer	DKK	4,0 %
5% Real.Danmark 2038	Realkreditobligationer	DKK	5,3 %	2% Kalvebod S. 01/11-14	Øvrige/kredit	DKK	3,0 %

## Juridisk information

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

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

## Maj Invest Obligationer

3. kvartal 2011

**Peter Mosbæk**

Obligationsschef, ansvarlig  
for Maj Invest Obligationer

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

Afdelingen gav i 3. kvartal 2011 et negativt afkast på 0,1 pct. Afkastet er tilfredsstillende men noget lavere end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset Effas 1-10 år, der steg 5,4 pct. Sammenligningsindekset udtrykker dog alene udviklingen for danske statsobligationer.

På de globale obligationsmarkeder er tendenserne fra 2. kvartal forsat. Det har betydet yderligere rentefald og risikoaversion. De økonomiske nøgletal har generelt skuffet, men den væsentligste årsag til det, der i 3. kvartal har udviklet sig til en panisk stemning på de finansielle markeder, er situationen i Sydeuropa. Renterne er dog udelukkende faldet på statsobligationer fra lande med en rimelig stærk økonomi.

Risikoaversionen har til gengæld gjort, at renten er steget på de fleste virksomhedsobligationer. De kreditobligationer, som har haft det sværest, er udstedt af sydeuropæiske virksomheder eller af virksomheder med direkte eksponering til Sydeuropa. Specielt har obligationer udstedt af banker haft det rigtigt svært, da markederne lige som i 2008 frygter, at en statsbankerot i Grækenland vil starte en dominoeffekt, som vil trække en række europæiske banker med ned. Generelt er markedet for nyudstedelser af kreditobligationer stort set gået i stå. Handlen med allerede udstedte papirer er ligeledes forholdsvis begrænset.

På trods af at emerging marketslande som f.eks. Mexico og Brasilien har væsentligt mindre gæld og bedre balancer end de fleste vestlige lande, har disse landes valutaer også haft det rigtigt svært. Det afspejler, at der i stor udstrækning er blevet likvideret positioner i mange lande efter recepten "sælg før din nabo". Det har betydet, at flere emerging markets-valutaer har tabt op i mod 20 pct. i forhold til USD, som de seneste uger er blevet det foretrukne tilholdssted.

**Afkast**

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

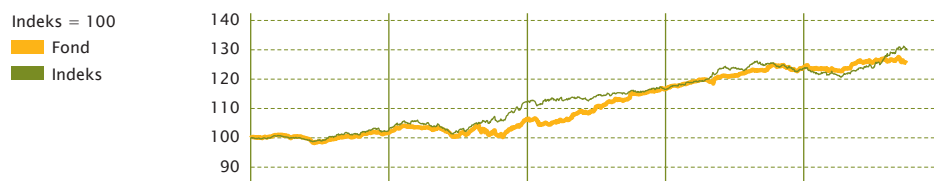
Startdato: 16.12.2005

Fondskode: DK0060004950

Udbyttetype: Udbyttebetalende

Indeks: Bloomberg-EFFAS 1 – 10 år

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)

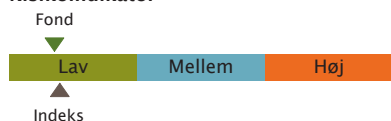


Afkast	Fond	Indeks	Diff.
ÅTD	-1,0 %	0,8 %	0,8 %
Seneste kvartal	-0,1 %	5,4 %	-5,6 %
1 år	1,1 %	4,3 %	-3,2 %
3 år ann.	7,3 %	7,1 %	0,2 %
5 år ann.	4,7 %	5,5 %	-0,8 %

Afkast	2007	2008	2009	2010	09-2011
Fond	1,6 %	4,5 %	9,8 %	6,4 %	-1,0 %
Indeks	2,5 %	9,6 %	3,8 %	6,1 %	5,7 %
Morningstar Kategori™	-0,4 %	0,2 %	6,4 %	4,6 %	-0,2 %

## Investeringsområde

### Risikoindikator



### Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

### Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

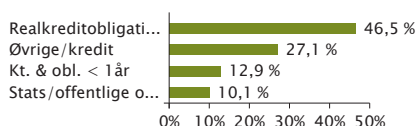
Afdelingen kan investere i alle obligationstyper uanset kreditvurdering og valuta. Det betyder, at afdelingen også kan investere op til 35 procent af formuen i f.eks. emerging marketsobligationer og high yield-obligationer. Da disse investeringer er forbundet med en større risiko end danske obligationer,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

Den samlede portefølje vil have en korrigeret varighed mellem 2 og 9 år.

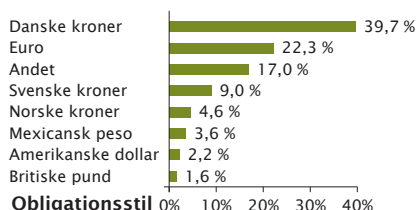
## Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 30-09-2011

### Fordeling på typer



### Fordeling på valuta



Obligationstil	Procent
Effektive rente %	4.1
Modificeret varighed	2.0

Løbetid	% Obl.
Kontant og < 1 år	-
1 til 3 år	11.1
3 til 5 år	31.0
5 til 7 år	2.0
7 til 10 år	2.7
Over 10 år	53.2

Afdelingen består af vestlige stats- og realkreditobligationer, kreditobligationer og emerging markets-obligationer. I løbet af 3. kvartaler har stats- og realkreditobligationerne påvirket afkastet positivt, mens de to sidste kategorier har leveret et negativt bidrag til afkastet. Desværre har det negative bidrag fra kreditobligationer og emerging markets været større end det positive bidrag fra de øvrige obligationer.

Afdelingen har ingen obligationer udstedt af sydeuropæiske lande eller af virksomheder med en betydelig eksponering mod Sydeuropa. Der er dog kreditobligationer fra danske og hollandske banker og forsikringselskaber, som har haft det rigtig svært i 3. kvartal.

Ved indgangen til tredje kvartal lå der såvel mexicanske som brasilianske statsobligationer i lokal valuta i porteføljen. I løbet af juli måned valgte vi imidlertid at nedbringe risikoen ved at sælge de brasilianske obligationer. På længere sigt forventer vi dog stadig en styrkelse i vækstlandenes valutaer i forhold til euro og dermed danske kroner. Vi vil dog gerne se en stabilisering af situationen i Sydeuropa og have lidt mere ro på de finansielle markeder, før vi igen øger eksponeringen overfor emerging markets.

## 10 største investeringer

Pr. 30-09-2011

Navn	Type	Valuta	Vægt	Navn	Type	Valuta	Vægt
5% Nykredit 1/10-41 SDO	Realkreditobligationer	DKK	9,4 %	8% Mexico 17/12-15	Stats/offentlige obligationer	MXN	3,6 %
2% RD 1/1-12	Realkreditobligationer	DKK	8,2 %	5% Real.Danmark 2038	Realkreditobligationer	DKK	3,4 %
5% Norway 15/5-15	Stats/offentlige obligationer	NOK	4,6 %	FRN FIH 26/3-13	Realkreditobligationer	EUR	3,0 %
5,5% Sweden 8/10-12	Stats/offentlige obligationer	SEK	4,6 %	FRN Sydbank 2049	Realkreditobligationer	EUR	2,9 %
6% Stadshypotek 16/12-...	Realkreditobligationer	SEK	4,4 %	4,5% Tryg Forsikring 2025	Øvrige/kredit	EUR	2,8 %

## Juridisk information

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

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

## Maj Invest Pension

3. kvartal 2011



**Peter Mosbæk**  
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.

Kære investor

Afdelingen gav i 3. kvartal 2011 et negativt afkast på 2,2 pct. Afkastet er utilfredsstillende i absolut forstand. Da afdelingen ikke har et sammenligningsindeks skal resultatet ses i lyset af, at afdelingen i år samlet har givet et negativt afkast på 3,5 procent mens den sammenlignelige Morningstar Kategori har givet et negativt afkast på 8,3 pct.

På de globale obligationsmarkeder er tendenserne fra 2. kvartal forsat. Det har betydet yderligere rentefald og risikoaversion. De økonomiske nøgletal har generelt skuffet, men den væsentligste årsag til det, der i 3. kvartal har udviklet sig til en panisk stemning på de finansielle markeder, er situationen i Sydeuropa. Renterne er dog udelukkende faldet på statsobligationer fra lande med en rimelig stærk økonomi. Risikoaversionen har til gengæld gjort, at renten er steget på de fleste virksomhedsobligationer. De kreditobligationer, som har haft det sværest, er udstedt af sydeuropæiske virksomheder eller af virksomheder med direkte eksponering til Sydeuropa. Specielt har obligationer udstedt af banker haft det rigtig svært, da markederne lige som i 2008 frygter, at en statsbankerot i Grækenland vil starte en dominoeffekt, som vil trække en række europæiske banker med ned.

Aktiemarkederne er i en usædvanlig situation. På den ene side tilsiger de makroøkonomiske nøgletal og aktiernes prisfastsættelse, at aktierne generelt (og i særdeleshed de mere konjunkturfølsomme sektorer) har betydeligt stigningspotentiale. På den anden side vil en yderligere forværring af statsgældskrisen kunne udløse en ny finanskrise og dermed føre til yderligere markante kursfald. Dette binære udfaldsrum er meget usædvanligt og øger den generelle usikkerhed på aktiemarkederne. Idet omfang der ser ud til at komme en (midlertidig) politisk løsning på gældskrisen, vil det blive overvejet at omlægge til mere konjunkturfølsomme aktier generelt, og i særdeleshed indenfor finans- og energiområdet.

## Afkast

Morningstar Rating™

★★★★★

Balanceret – EUR Moderat Risiko

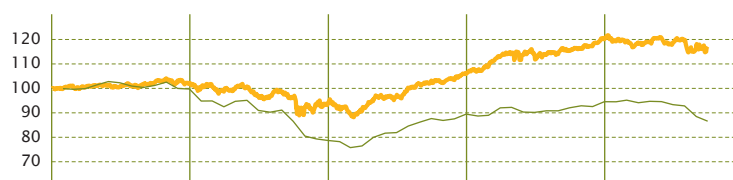
Startdato: 16.12.2005

Fondskode: DK0060004877

Udbyttetype: Udbyttebetalende

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?)

Indeks = 100  
 — Fond  
 — Morningstar Kategori™



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

Afkast	2007	2008	2009	2010	09-2011
Fond	2,2 %	-7,9 %	12,6 %	13,3 %	-3,5 %
Morningstar Kategori™	0,9 %	-20,8 %	14,3 %	6,0 %	-8,3 %

## Investeringsområde

### Risikoindikator



### Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

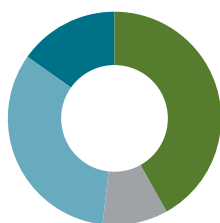
### Investeringshorisont:

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 og emerging markets-obligationer maks. udgøre 25 pct. i alt. Aktier vil udgøre mellem 10 og 49 pct. af den samlede formue.

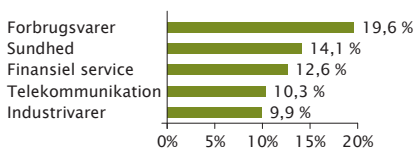
## Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 30-09-2011



Aktier	41,9 %
Stats/offentlige obligationer	9,9 %
Realkreditobligationer	33,0 %
Kreditobligationer	15,2 %

### Sektorfordeling for aktier



### Obligationsstil

Effektive rente %	4.0
Modificeret varighed	2.3
Løbetid over 10 år	54.8

### Nøgletal

Info ratio	-
Kurs/Indtjening	10,8
Kurs/Indreværdi	1,5
ROE	21,4

Afdelingens obligationsbeholdning består af en vestlige stats- og realkreditobligationer, kreditobligationer og emerging markets-obligationer. I løbet af 3. kvartal har stats- og realkreditobligationerne påvirket afkastet positivt, mens de to sidste kategorier har leveret et negativt bidrag til afkastet. Desværre har det negative bidrag fra kreditobligationer og emerging markets været større end det positive bidrag fra de øvrige obligationer.

Afdelingen har ingen obligationer udstedt af sydeuropæiske lande eller af virksomheder med en betydelig eksponering mod Sydeuropa. Der er dog kreditobligationer fra danske og hollandske banker og forsikringselskaber, som har haft det rigtig svært i 3. kvartal.

Ved indgangen til tredje kvartal lå der såvel mexicanske som brasilianske statsobligationer i lokal valuta i porteføljen. I løbet af juli måned valgte vi imidlertid at nedbringe risikoen ved at sælge de brasilianske obligationer. På længere sigt forventer vi dog stadig en styrkelse i vækstlandenes valutaer i forhold til euro og dermed danske kroner. Vi vil dog gerne se en stabilisering af situationen i Sydeuropa og have lidt mere ro på de finansielle markeder, før vi igen øger eksponeringen overfor emerging markets.

Aktieandelen i porteføljen blev øget i august måned.

## 5 største obligationer og 5 største aktier

Pr. 30-09-2011

Navn	Type	Valuta	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
5% Nykredit 1/10-41 SDO	Realkreditobligationer	DKK	8,9 %	National Grid	Forsyning	GB	1,4 %
2% RD 1/1-12	Realkreditobligationer	DKK	6,0 %	Procter & Gamble	Forbrugsvarer	US	1,3 %
5,5% Sweden 8/10-12	Stats/offentlige obligationer	SEK	4,9 %	Coca-Cola	Forbrugsvarer	US	1,3 %
5% Real.Danmark 1/10-4...	Realkreditobligationer	DKK	3,1 %	Colgate-Palmolive	Forbrugsvarer	US	1,2 %
8% Mexico 17/12-15	Stats/offentlige obligationer	MXN	2,7 %	Diageo	Forbrugsvarer	GB	1,1 %

## Juridisk information

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

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

## Maj Invest Kontra

3. kvartal 2011

**Peter Mosbæk**

Obligationschef, ansvarlig  
for Maj Invest Kontra

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

Afdelingen gav i 3. kvartal 2011 et afkast på 12,9 pct. Afkastet er meget tilfredsstillende.

3. kvartal har været præget af, hvad der i perioder bedst kan betegnes som rendyrket panik. Baggrunden er primært situationen i Sydeuropa, men bekymringer om en potentiel amerikansk statsbankerot som følge af, at politikerne ikke kunne blive enige om at øge gældsloftet samt en nedgradering af USA's kreditværdighed, har også bidraget til den negative stemning. Aktierne er i løbet af kvartalet generelt faldet kraftigt. Europæiske aktier er dog faldet væsentligt mere end amerikanske.

Kontra er skabt til at klare sig godt i dette miljø, hvilket også har været tilfældet. De fleste af de investeringer, som ligger i Kontra, har klaret sig rigtig godt i løbet af 3. kvartal. Det gælder både stærke valutaer, statsobligationer og guld.

Uroen omkring euroen har i længere tid fået flere og flere investorer til at søge ind i schweiziske franc, hvilket har styrket valutaen kraftigt i forhold til danske kroner. Kursen er således steget fra ca. 6,0 DKK ved starten af året til 7,3 DKK da panikken var på sit højeste i begyndelsen af august. Som følge af den meget kraftige stigning valgte den schweiziske centralbank at "fastlåse" kursen på ca. 6,2 DKK ved at sælge franc såfremt kursen skulle komme over 6,2. Denne aktion illustrerer meget godt den efterspørgsel, der har været efter Kontra-aktiver i 3. kvartal.

Som følge af det meget voldsomme 3. kvartal har vi valgt at mindske eksponeringen mod Kontra-aktiver en smule. Der er dog stadig en risiko for, at markederne får det værre inden det bliver bedre. På nuværende tidspunkt er det stadig svært at se en kortsigtet løsning på situationen i Sydeuropa. Derfor opretholder vi en ikke ubetydelig afdækning i afdelingen.

**Afkast****Morningstar Rating™**

★★★★★

Balanceret – EUR Moderat Risiko

Startdato: 16.06.2006

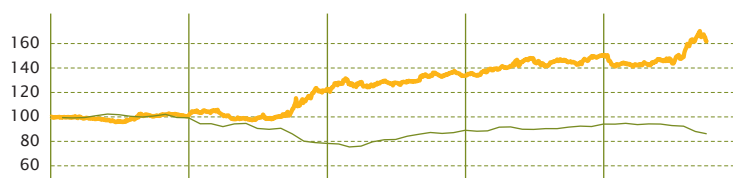
Fondskode: DK0060037455

Udbyttetype: Akkumulerende

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

Indeks = 100

— Fond  
— Morningstar Kategori™



Afkast	Fond	Indeks	Diff.
ÅTD	8,5 %	–	–
Seneste kvartal	12,9 %	–	–
1 år	12,4 %	–	–
3 år ann.	15,3 %	–	–
5 år ann.	10,0 %	–	–

Afkast	2007	2008	2009	2010	09-2011
Fond	1,1 %	21,7 %	8,6 %	12,3 %	8,5 %
Morningstar Kategori™	0,9 %	–20,8 %	14,3 %	6,0 %	–8,3 %



## Investeringsområde

### Risikoindikator



### Målgruppe:

Både frie midler og pensionsmidler.

### Investeringshorisont:

Anbefalet minimum 3 år.

Investeringsstrategien fokuserer på fire områder: Korte obligationer i udvalgte valutaer, obligationer med lang løbetid, guldaktier samt globale aktier, hvor aktiemarkedsrisikoen kan være afdækket ved brug af optioner/futures. Vægtningen mellem de fire områder vil variere afhængig af de aktuelle scenarier på de finansielle markeder. Kontantandelen eller penge-markedsindskud kan udgøre op til 20 pct. Obligationer vil udgøre mellem 30 og 80 pct., danske og udenlandske obligationer op til 80 pct. hver, og virksomhedsobligationer kan maks. udgøre 50 pct. af den samlede formue. Aktier vil udgøre mellem 10 og 60 pct. Guldaktier kan maks. udgøre 40 pct.

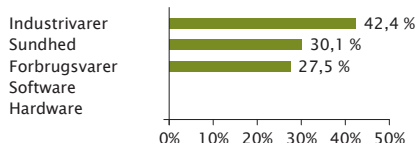
## Investeringsvalg

Figurer opdateret pr. 30-09-2011



■ Korte obligationer	35,1 %
■ Lange obligationer	20,3 %
■ Andre aktier	30,7 %
■ Guldaktier	14,0 %

### Sektorfordeling for aktier



### Obligationstil

Effektive rente %	1.0
Modificeret varighed	2.9
Løbetid over 10 år	0.0

### Nøgletal

Info ratio	-
Kurs/Indtjening	13,4
Kurs/Indreværdi	2,2
ROE	22,7
Hedgegrad	22,0

Som nævnt i den seneste kvartalsrapport valgte vi i løbet af foråret at øge aktieafdækningen fra ca. 15 pct. til 35 pct. Dette skete via køb af put optioner på tyske og amerikanske aktier.

Specielt afdækningen af tyske aktier har bidraget positivt til afkastet i 3. kvartal. Tyske aktier er således faldet med ca. 25 pct. i forhold til toppen tilbage i foråret. Efterhånden som put optionerne er blevet mere og mere værd, har vi gradvist solgt dem tilbage og har dermed igen medbragt aktieafdækningen.

For knap et år siden blev der i afdelingen investeret ca. 10 pct. af formuen i schweiziske franc. Denne position blev lukket ned i starten af august, da francen var steget meget kraftigt. På det tidspunkt så vi ikke potentiale for væsentlige yderligere stigninger. Efterfølgende har det vist sig at være heldig timing, da centralbanken kort tid efter fastlåste valutaen på et niveau, der lå ca. 10 pct. under den kurs, vi havde solgt på.

Positionen af lange tyske og danske statsobligationer har ligeledes bidraget positivt til afkastet. De 10-årige tyske og danske renter har i løbet af kvartalet ligget på de laveste niveauer nogensinde. Den tyske 10-årige rente har således været helt nede på 1,7 pct.

## 5 største obligationer og 5 største aktier

Pr. 30-09-2011

Navn	Type	Valuta	Vægt	Navn	Sektor	Land	Vægt
4% Bundesrep. Deut. 4/7...	Stats/offentlige obligationer	EUR	18,4 %	Newmont Mining	Industrivarer	US	2,1 %
2% Nykredit 1/4 2013 SDO	Realkreditobligationer	SEK	13,0 %	Kinross Gold	Industrivarer	CA	1,4 %
4% Nykredit SDO 1/1-20...	Realkreditobligationer	DKK	8,1 %	Gold Fields	Industrivarer	ZA	1,4 %
2,25% Singapore Gov 01/...	Stats/offentlige obligationer	SGD	7,9 %	Agnico-Eagle Mines	Industrivarer	CA	1,3 %
3,5% E.I.B. 28/1-14	Stats/offentlige obligationer	CHF	6,5 %	Newcrest Mining	Industrivarer	AU	1,1 %

## Juridisk information

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

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

# Historiske afkast, udbytter og stamdata

3. kvartal 2011

## Historiske afkast

Det totale afkast, som er sammensat af kursændringer og udbytter.

	2006	2007	2008	2009	2010	3. kvartal 2011	Siden start
Danske Aktier	41,8	4,0	-47,7	47,4	26,1	-20,6	9,2
Europa Aktier <sup>1)</sup>		-4,4	-38,3	25,9	7,6	-15,3	-31,6
Aktier	7,5	4,0	-29,3	30,1	24,3	-8,0	11,6
Value Aktier	8,7	-0,4	-36,2	42,3	25,5	-5,9	9,5
Miljø & Klima <sup>2)</sup>			-11,4	41,4	5,5	-21,9	-0,3
Danske Obligationer	1,1	1,9	7,9	6,3	5,6	3,3	29,7
Obligationer	1,3	1,6	4,5	9,8	6,3	-0,1	27,0
Pension	3,3	2,2	-7,9	12,6	13,3	-2,2	19,9
Kontra	2,2	1,1	21,7	8,6	12,3	12,9	66,5

Noter: 1) Afkast i 2007 vedrører perioden fra starten den 7.6.2007 til den 31.12.2007, 2) Afkast i 2008 vedrører perioden fra starten den 7.11.2008 til 31.12.2008.

## Udbytter i kroner pr. investeringsbevis af nominal værdi på 100 kr.

Udbytte for året	2006	2007	2008	2009	2010	Skattemæssig fordeling 2010			
						Aktie	Kapital	Skattefri	
Danske Aktier	6,75	15,00	1,75	0	0	0			
Europa Aktier	-	0	3,50	2,00	2,00	1,97	0,03		
Aktier	2,00	7,25	2,25	1,50	1,00	0,97	0,03		
Value Aktier	2,75	1,50	1,75	0	1,25	1,18	0,07		
Miljø & Klima	-	-	0	0	2,50	2,38	0,12		
Danske Obligationer	3,50	3,50	5,75	4,50	7,00	0	3,09	3,91	
Obligationer	3,50	3,25	3,25	6,50	5,75	0,01	4,88	0,86	
Pension	2,75	3,25	3,75	3,75	3,75	0,76	2,45	0,54	
Kontra		<i>Udbetaler ikke udbytte</i>							

Udbytterne er angivet i kroner pr. bevis. Hvert enkelt bevis svarer til en nominal værdi på 100 kr. Et udbytte på 2,00 kroner betyder, at du får 2 kr. pr. bevis du har købt i denne afdeling. Udbytter udbetales umiddelbart efter, at de er vedtaget på foreningens generalforsamling.

Den skattemæssige fordeling er for personer, der har investeret frie midler.

## Stamdata

	Fondskode	Børsnoteret	Valuta	Stykstørrelse	Startdato
Danske Aktier	DK0060005171	Ja	Danske kroner	100	16. dec. 2005
Europa Aktier	DK0060079960	Ja	Danske kroner	100	6. jun. 2007
Aktier	DK0060005254	Ja	Danske kroner	100	16. dec. 2005
Value Aktier	DK0060005338	Ja	Danske kroner	100	16. dec. 2005
Miljø & Klima	DK0060157196	Ja	Danske kroner	100	10. nov. 2008
Danske Obligationer	DK0060005098	Ja	Danske kroner	100	16. dec. 2005
Obligationer	DK0060004950	Ja	Danske kroner	100	16. dec. 2005
Pension	DK0060004877	Ja	Danske kroner	100	16. dec. 2005
Kontra	DK0060037455	Ja	Danske kroner	100	11. jun. 2006

## Omkostninger

	Forventet ÅOP 2011	Loft over adm.omk. 2011	Højeste emissionstillæg	Højeste indløsningsfradrag
<b>Specialafdelinger</b>				
Danske Aktier	1,61	1,45	1,30	0,40
Aktier	1,72	1,45	1,40	0,45
Value Aktier	1,85	1,45	1,40	0,45
Miljø & Klima	1,76	1,45	1,50	0,45
Kontra	1,69	1,40	1,30	0,35
<b>Basisafdelinger</b>				
Europa Aktier	0,64	0,40	1,50	0,50
Danske Obligationer	0,50	0,35	1,10	0,20
Obligationer	0,62	0,50	1,15	0,25
Pension	0,92	0,65	1,30	0,35

### ÅOP – Årlige Omkostninger i Procent

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

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

# Nu hedder vi Maj Invest

## ...og er stadig nummer 1 i Danmark

Maj Invest er nummer 1 på Morningstars liste over de bedste danske investeringsforeninger. Det har vi været, siden vi blev ratet første gang i 2009. Den gang hed vi LD Invest. Nu hedder vi Maj Invest. Alt andet er uændret. Læs mere på [www.majinvest.dk](http://www.majinvest.dk)

### Morningstar Rating™ 30-09-2011

Danske Aktier	★★★★
Europa Aktier	★★★★
Aktier	★★★★★
Value Aktier	★★★★★
Miljø & Klima	<i>rates fra dec.</i>
Danske Obligationer	★★★★
Obligationer	★★★★★
Pension	★★★★★
Kontra	★★★★★

**Samarbejdsbanker:** Amagerbanken ■ Arbejdernes Landsbank ■ BankNordik ■ Den Jyske Sparekasse ■ Dexia Bank ■ DiBa ■ Djurslands Bank ■ Finansbanken ■ Hvidbjerg Bank ■ Lollands Bank ■ Lån & Spar Bank ■ Max Bank ■ Middelfart Sparekasse ■ Nordfyns Bank ■ Nordnet ■ Nykredit Bank ■ Nørresundby Bank ■ Ringkjøbing Landbobank ■ Saxo Privatbank ■ Skjern Bank ■ SPARBANK ■ Sparekassen Faaborg ■ Sparekassen Himmerland ■ Sparekassen Hobro ■ Sparekassen Limfjorden ■ Sparekassen Lolland ■ Sparekassen for Nr. Nebel og Omegn ■ Sparekassen Thy ■ Sparekassen Østjylland ■ Spar Nord Bank ■ Vestfyns Bank ■ Vestjysk Bank ■ Århus Lokalbank

INVESTERINGSFORENINGEN

**MAJ  
INVEST**

### Investeringsforeningen Maj Invest

Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby

CVR- nr. 28 70 59 21

Telefon 33 38 73 00

[info@majinvest.dk](mailto:info@majinvest.dk)

[www.majinvest.dk](http://www.majinvest.dk)