

INVESTERINGSFORENINGEN MAJ INVEST

# HALVÅRSRAPPORT 2015

# INDHOLD

## SÅDAN LÆSES HALVÅRSRAPPORTEN

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

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

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

## INDHOLDSFORTEGNELSE

Forord	3
Ledelsesberetning	4
Finansmarkederne	14
Afkast- og risikoprofiler	16
<b>Beretning og halvårsregnskab for afdelingerne</b>	
Maj Invest Danske Aktier	24
Maj Invest Globale Aktier	27
Maj Invest Value Aktier	30
Maj Invest Value Aktier Akkumulerende	34
Maj Invest Emerging Markets	36
Maj Invest Global Sundhed	39
Maj Invest Danske Obligationer	42
Maj Invest Globale Obligationer	45
Maj Invest Pension	48
Maj Invest Kontra	51
Maj Invest Makro	54
Fælles noter	57
Ledelsespåtegning	58
Samarbejdsbanker	59

### INVESTERINGSFORENINGEN MAJ INVEST

#### Medlemmer

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

**Porteføljerådgiver:** Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S

Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S (Fondsmæglerselskabet Maj Invest) er porteføljerådgiver for Maj Invest og står for den daglige porteføljerådgivning af alle Maj Invests afdelinger.

#### Investeringsforvaltningsselskab: SEBinvest A/S

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

#### Depotbank: Skandinaviska Enskilda Banken AB

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

#### Tilsyn: Finanstilsynet

Investeringsforeningen Maj Invest er under tilsyn af Finanstilsynet. Det er den offentlige myndighed, der også fører kontrol med bl.a. banker og forsikringselskaber.

#### Investeringsforeningen Maj Invest

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

## Kære investor og andre Maj Invest-interesserede

Det generelle medie billede af de internationale forhold var i første halvår præget af krige, flygtninge og Grækenland. Uanset omfanget af de menneskelige lidelser, så var disse begivenheder inden for, hvad markederne havde forudset. Dermed var de langt hen af vejen indregnet i kurserne, og særligt aktieinvestorerne kunne glæde sig over gode afkast i første halvår 2015. Obligationsinvestorerne må nøjes med at glæde sig over beskedne afkast, der er noget bedre end markedet.

Selvom der har været uro og bemærkelsesværdige kursfald på aktiemarkedene i august måned, hvor en stor del af første halvårs stigninger forsvandt i nogle afdelinger, mener vi fortsat, at der som langsigtet investor er grund til at bevare en forsigtig optimisme.

På vores årlige række af informationsmøder i september og oktober vil vi fortælle, hvordan vi ser 'the big picture', så deltagerne får en aktuel vurdering af global økonomi.

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

Vi tilbyder igen i år to typer af møder, så vi udover 'the big picture' også har møder, der henvender sig til nye investorer. Her vil vi give værktøjer til at sammensætte en opsparing i investeringsbeviser, så den afspejler investors tidshorisont og ønske til risiko.

### KVALITET OG TRYGHED

Det er vigtigt for os at tilbyde produkter af høj kvalitet, som investorerne kan være trygge ved. De fleste vil nok sætte lighedstegn mellem kvalitet og højt afkast, og mange vil huske, at afkast altid skal ses i sammenhæng med risiko. Men kvalitet er også, at produkterne er enkle og gennemskuelige, så man som investor ved, hvad man investerer i.

Vi gør os derfor stor umage med at fortælle om vores virke og om, hvordan vi tænker på vores informationsmøder og i vores materiale.

### NYE AFDELINGER

I juni lancerede vi en akkumulerende udgave af Maj Invest Value Aktier og i løbet af andet halvår 2015 forventer vi at lancere en ny obligationsafdeling med fokus på obligationer med højere risiko og bedre afkastmuligheder. Vi ser afdelingerne som et stærkt supplement til foreningens øvrige afdelinger.

### BEDØM OS NU - OG OM FEM ÅR

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

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

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

God fornøjelse med læsningen.



Mads Krage, formand

# LEDELSESBERETNING

Den globale økonomi er i fortsat fremdrift ved halvårsskiftet. Væksten er igen på vej op i USA, ligesom de økonomiske nøgletal i Japan er langt bedre end ventet. I Europa ser det også lysere ud. Krisen i Ukraine er stabiliseret, og europæisk økonomi er kommet på fode.

Medio 2015 er tre økonomiske problemstillinger fremherskende, der alle har det til fælles, at de har baggrund i den meget ekspansive pengepolitik, der har været ført af næsten alle centralbanker siden finanskrisisens start i 2008.

I Europa har gældskrisen i Grækenland og landets eventuelle statsbankerot været et stort tema. Grækenlands særlige gældskrise er blusset op i foråret, dels fordi Grækenland ikke har evnet at forbedre sin økonomi, og dels fordi de tidligere gældsletter og hjælpepakker ikke har været tilstrækkelige. Efter politisk turbulens har Grækenland accepteret og fået bevilget nye forhandlinger om en lånepakke på 86 mia. euro, således at landet igen kan afdrage på den gamle gæld. Det er en håbløs situation. Grækenlands gæld på 180 pct. af BNP kan kun finansieres, hvis man har en vel-smurt og konkurrencedygtig økonomi med et stærkt og eksportorienteret erhvervsliv. Grækenland har ingen væsentlige eksportvirksomheder og har derfor reelt ikke mulighed for at tilbagebetale gælden.

I Asien er den økonomiske dagsorden præget af Kinas forsøg på først at undgå en aktieboble og så at afværge et aktiesammenbrud. Stærk konkurrenceevne, enorm opsparing, kapitalindstrømning fra hele verden og ufatteligt store investeringer i infrastruktur har skabt en høj vækst, og Kina er nu økonomisk set lige så stor som Tyskland og Japan tilsammen. Men væksten i Kina er i en faldende trend, og uofficielt mener økonomer, som følger Kinas udvikling, at vækstraten i 2015 reelt kun er omkring 3-4 pct. Eksportvæksten er lav, de store statsvirksomheder har overinvesteret og er gældsats, mens den private sektor sparer op, så der mangler efterspørgselsimpulser. Kina har tilladt private kinesere at købe aktier og tage aktielån. Det har ført til en spekulationsbølge, som bragte det kine-

siske aktiemarked op med 150 pct. på mindre end 12 måneder. Denne aktieboble er ved halvårsskiftet ved at fuse ud. Myndighederne forbød storaktionærer at sælge aktier i seks måneder, og kapitalen begyndte at søge ud af Kina. Det er et tydeligt tegn på, at Kina vækstmæssigt har toppet.

Afmatningen i kinesisk økonomi og store kursfald på kinesiske aktier har i august måned fået investorer til at frygte, at det også vil bremse væksten USA og Europa. Der er imidlertid ikke noget nyt i, at Kina vokser langsommere, og Maj Invest opfatter det snarere som, at kinesisk afmatning skaber plads til mere robust vækst i industrilandene.

I USA er fokus på den fortsatte økonomiske fremgang og dermed på, hvornår rentestigningerne sætter ind. Væksten var ved halvårsskiftet omkring 2½ pct. p.a. uden tegn på inflation eller flaskehalse på arbejdsmarkedet. Derfor har den amerikanske centralbank, Fed, været tilbageholdende med at hæve renten. En renteforhøjelse i USA vil styrke dollaren yderligere og skade amerikansk eksport. Fed har signaleret, at renten nok forhøjes i andet halvår 2015. De lange amerikanske renter steg derfor i første halvår, og også tyske og danske statsrenter steg. Det gav kursfald på obligationsmarkederne i andet kvartal. Værst ramte det tyske 30-årige statsobligationer, som faldt 20 pct. i kursværdi svarende til en rentestigning på 1 pct. Det var først og fremmest udtryk for, at tyske (og danske) renter var kommet for langt ned. 10-årige statsobligationer med tæt på nulrente var ikke holdbart.

Det er centralt, hvad der sker, når pengepolitik og renter normaliseres. USA har delvist givet svaret. En økonomi, der begynder at vokse, kan klare stigende renter, men det forudsætter, at man som USA kan holde inflationen nede og, at der er kontrol med de statslige underskud. Det er vigtigt, at de europæiske lande fører finanspolitik med den nødvendige disciplin. Statsgæld på mindre end BNP kan erfaringsmæssigt håndteres, men vokser gælden herfra, bliver det svært, hvilket Sydeuropa er bevis på.

De finansielle markeder er svære at forudsige. Al væsentlig information absorberes hurtigt og indregnes i priserne. Alligevel har der over lange perioder vist sig en klar og tilbagevendende tendens. Værdiansættelsen bevæger sig over tid tilbage mod sit langsigtede gennemsnit. Man kalder effekten for *mean reversion*.

Skal renterne tilbage til deres 10-års gennemsnitsværdier, vil det betyde en rentestigning på 2 pct. i Europa og under 1 pct. i USA for de lange obligationer. Det vil betyde store kursfald på obligationsmarkederne i Europa. 30-årige tyske obligationer vil i denne situation falde med ca. 40 pct., og de 10-årige statsobligationer med 15 pct. Mange investorer glemmer, hvor store risici der er forbundet med obligationsinvestering ved en tilbagevenden til det "gamle", højere renteniveau. Hvis aktierne skal tilbage mod deres gennemsnitlige prisniveauer vil det efter Maj Invests vurdering kortvarigt få en psykologisk effekt, der kan give et kursfald i størrelsesordenen 5-10 pct. Aktierne handler ved halvårsskiftet allerede til priser, der afspejler det historiske gennemsnit.

Det er obligationsmarkederne, der på grund af en voldsom ekspansiv pengepolitik har fået kurserne bragt kunstigt i vejret, og som dermed indeholder den største risiko. Det bedste, man kan håbe på, og måske det mest sandsynlige, er, at centralbankerne langsomt over et par år strammer pengepolitikken. I så fald vil

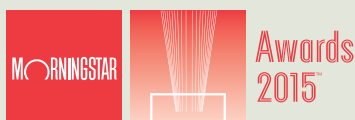
de nævnte rentestigninger på op til 2 pct. blive indarbejdet i obligationsmarkedet over de næste to år, og i den situation forventes både amerikansk og europæisk økonomi at kunne klare rentestigningerne uden væsentlige realøkonomiske problemer. Derfor er der fortsat grund til som langsigtet investor at bevare en forsigtig optimisme.

Hertil kommer den internationale politiske aftale mellem Iran og FN/USA om ophævelse af embargoen mod Iran til gengæld for FN-kontrol med Irans atomprogram. Det vil formentlig betyde stigende olieudbud og dermed fortsat lave oliepriser.

Investering handler først og fremmest om at kombinere de investeringskategorier, der forventes at give de bedste afkast. Hovedreglen inden for alle former for porteføljesammensætning er risikospredning, dvs. at placere sine midler inden for flere forskellige kategorier. Det er det vigtigste middel til at begrænse de risici, der findes i markederne. Aktier er som bekendt mere risikable end obligationer, i den forstand at de hurtigt kan stige eller falde væsentligt. Dette kan også ske i resten af 2015 og 2016, men for den langsigtede investor, der ikke har brug for at kunne frigøre likviditet de kommende år, forekommer aktier ved halvårsskiftet fortsat at være mere attraktive end obligationer. Læs nærmere om dette i afsnittet om finansmarkederne i 2015 på side 14.

## MORNINGSTAR BEDØMMER RESULTATER I TOP

Afdelingen Value Aktier modtog i marts 2015 en Morningstar Fund Award som bedste afdeling i kategorien Globale Aktier i Danmark. Ved tildelingen lagde Morningstar bl.a. vægt på, at afdelingen er blandt de bedste to procent af alle fonde i Europa inden for globale aktier målt på afkast seneste fem kalenderår.



Afdelingerne i Maj Invest har i gennemsnit 4,3 stjerner hos Morningstar, mens danske investeringsforeninger samlet set har 3,5 stjerner i gennemsnit.

Morningstar Rating™	30-06-2015
Danske Aktier	★★★
Globale Aktier	★★★
Value Aktier	★★★★★
Value Aktier Akk.	Rates i 2018
Emerging Markets	Rates i 2017
Global Sundhed	Rates i 2016
Danske Obligationer	★★★★★
Globale Obligationer	★★★★★
Pension	★★★★★
Kontra	Ikke ratet
Makro	Rates i 2016

**MAJ INVEST EUROPA AKTIER FUSIONERET**

På årets ordinære generalforsamling blev det besluttet at fusionere afdeling Europa Aktier ind i afdeling Value Aktier. Fusionen havde ingen betydning for investorerne i afdeling Value Aktier. Fusionen skyldes et stort fald i formueværdien for afdeling Europa Aktier i 2014, hvilket ville have resulteret i for høje omkostningsprocenter fremadrettet.

**AKKUMULERENDE UDGAVE AF VALUE AKTIER**

Investeringsforeningen Maj Invest lancerede i slutningen af juni 2015 en søsterafdeling til Maj Invest Value Aktier. Afdelingen med navnet Maj Invest Value Aktier Akkumulerende er som navnet antyder en akkumulerende udgave af afdeling Value Aktier. Afdelingen er en selvstændig afdeling med samme investerings- og omkostningsprofil som afdeling Value Aktier. Afdelingen henvender sig til investorer under virksomhedsskatteordningen og pensionsinvestorer, der ønsker udbyttet geninvesteret automatisk. Afdelingen er børsnoteret og kan købes gennem alle danske banker og netbanker.

**REDUKTION I OMKOSTNINGER VED KØB OG SALG**

I juni måned besluttede bestyrelsen for Investeringsforeningen Maj Invest at fjerne tegningsprovisionen

på 0,75 pct. for afdelingerne Danske Obligationer og Globale Obligationer for fortsat at have konkurrencedygtige priser i forhold til konkurrerende produkter. Samtidig blev det besluttet at reducere emissionstilæg og indløsningsfradrag i en række afdelinger som følge af lavere handelsomkostninger. De aktuelle satser fremgår af foreningens hjemmeside.

**NAVNESKIFTE FOR TO AFDELINGER**

På årets ordinære generalforsamling blev det vedtaget at ændre navne på afdeling Aktier til Globale Aktier og på afdeling Obligationer til Globale Obligationer. Med navneændringerne er det blevet tydeligere, at begge afdelinger investerer globalt. Der er alene tale om navneændringer. Ændringerne er trådt i kraft.

**HÆDER FRA MORNINGSTAR**

Det uafhængige analysehus Morningstar hædrede i marts 2015 Maj Invest Value Aktier. Afdelingen fik en Morningstar Fund Award og vandt i kategorien Globale Aktier. Afdelingen vandt prisen på baggrund af resultaterne i årene 2010 til 2014 med fokus på 2014.

Seks af foreningens afdelinger bliver ratet af Morningstar. Afdeling Danske Aktier og Globale Aktier får begge tre stjerner, mens afdelingerne Value Aktier,

**AFKAST I PROCENT**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	1. halvår 2015	Siden start
Danske Aktier	41,8	4,0	-47,7	47,4	26,1	-19,8	26,1	35,7	15,3	23,8	181,3
Globale Aktier	7,5	4,0	-29,3	30,1	24,4	-4,7	8,3	20,1	8,6	15,3	98,5
Value Aktier	8,7	-0,4	-36,2	42,3	25,5	0,6	12,0	19,0	26,3	18,4	147,0
Value Aktier Akk.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Emerging Markets <sup>1)</sup>	-	-	-	-	-	-	-	1,2	9,5	3,5	14,7
Global Sundhed <sup>2)</sup>	-	-	-11,4	41,4	5,5	-16,1	13,9	26,4	23,9	15,0	71,7
Danske Obligationer	1,1	1,9	7,9	6,3	5,6	6,6	5,9	2,9	4,8	-0,2	51,5
Globale Obligationer	1,3	1,6	4,5	9,8	6,4	3,9	10,5	0,2	6,9	2,3	58,3
Pension	3,3	2,2	-7,9	12,6	13,3	1,4	10,5	8,5	7,5	7,9	75,3
Kontra <sup>3)</sup>	2,2	1,1	21,7	8,6	12,3	7,3	-0,3	-6,9	9,0	4,3	73,6
Makro <sup>4)</sup>	-	-	-	-	-	-	-	1,9	13,6	10,1	28,1

Noter: Regnskabsåret 2006 omfatter perioden 18.12.2005 til 31.12.2006. 1) Siden 16.12.2013. 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.

Danske Obligationer, Globale Obligationer og Pension alle får fem stjerner. De resterende fem afdelinger er ikke ratet, da de enten har skiftet kategori eller er lanceret inden for de seneste tre år. Afdeling Kontra har et særligt investeringsområde og rates ikke.

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

Det er særdeles tilfredsstillende for foreningen fortsat at modtage denne anerkendelse af de opnåede resultater. Morningstars evaluering og rating kan ses som et bevis på, at Maj Invest er et kvalitetsprodukt med stabile resultater, der kan måle sig med konkurrenternes.

For Maj Invest er det målet, at alle afdelinger har høj kvalitet, og hver især opnår gode resultater. Analysehuset Morningstar placerede i januar 2009 Maj Invest som Danmarks bedste investeringsforening ud fra de opnåede resultater i foreningens første tre år. Med få undtagelser har Maj Invest bevaret denne position må-

ned efter måned. Ved udgangen af første halvår 2015 er Maj Invest således nummer et på den månedlige rangliste fra Morningstar.

#### HALVÅRETS AFKAST

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

Med denne tilgang er afkastet på 23,8 pct. i afdeling Danske Aktier særdeles tilfredsstillende i absolut forstand. Afkastet er bedre end sammenligningsindekset, der gav 20,9 pct., men lidt lavere end konkurrerende afdelinger i den tilsvarende Morningstar Kategori™, der gav 24,4 pct.

#### PERFORMANCE

	Afkast siden start	Performance ift. sammenligningsindeks	Performance ift. Morningstar Kategori™ Siden			Startdato
			3 år	5 år	1. jan. 2006	
Danske Aktier	181,3	+30,2	-4,3	-7,6	+27,9	16. dec 2005
Globale Aktier	98,5	+18,5	-1,4	-2,7	+32,2	16. dec 2005
Value Aktier	147,0	+67,1	+24,4	+53,3	+80,5	16. dec 2005
Value Aktier Akk.	-	-	-	-	-	29. jun 2015
Emerging Markets <sup>1)</sup>	14,7	-11,0	-	-	-	16. dec 2013
Global Sundhed <sup>2)</sup>	71,7	+19,7	-	-	-	10. nov 2008
Danske Obligationer	51,5	+6,6	+6,0	+5,5	+11,6	16. dec 2005
Globale Obligationer	58,3	+13,4	+5,7	+14,6	+31,5	16. dec 2005
Pension	75,3	-	+8,7	+23,8	+47,6	16. dec 2005
Kontra <sup>3)</sup>	73,6	-	-	-	-	11. jun 2006
Makro <sup>4)</sup>	28,1	-	-	-	-	22. mar 2013

Noter: Regnskabsåret 2006 omfatter perioden 18.12.2005 til 31.12.2006. 1) Siden 16.12.2013. 2) 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.

Afdeling Globale Aktier leverede et i absolut forstand særdeles tilfredsstillende afkast på 15,3 pct. i første halvår. Det er bedre end sammenligningsindekset MSCI Verden, der steg 11,6 pct. i samme periode, og den sammenlignelige Morningstar Kategori™, der gav 11,9 pct.

Investorerne i afdeling Value Aktier fik et særdeles tilfredsstillende afkast i absolut forstand på 18,4 pct. i første halvår, og afkastet var bedre end både sammenligningsindekset MSCI Verden, der steg 11,6 pct. og den tilsvarende Morningstar Kategori™, der steg 11,9 pct.

Afdeling Emerging Markets, der blev lanceret i december 2013, gav et i absolut forstand tilfredsstillende afkast på 3,5 pct. i første halvår 2015, men afkastet er væsentligt mindre end såvel afdelingens sammenligningsindeks som Morningstar Kategori™, der gav et afkast på henholdsvis 11,6 og 10,3 pct.

Global Sundhed gav i første halvår 2015 et afkast på 15,0 pct., hvilket er særdeles tilfredsstillende og bedre end sammenligningsindekset MSCI Verden, der steg 11,6 pct., men noget lavere end afdelingens Morningstar Kategori™ for fonde, der investerer i sundhedsaktier. Den gav et gennemsnitligt afkast på 20,2

#### INTERNATIONAL KLASSE

Maj Invest Pension er nummer 9 målt på afkast siden foreningens lancering i slutningen af 2005 blandt 392 blandede afdelinger, der udbydes i Europa inden for Morningstar-kategorien Balanceret EUR Moderat Risiko - Global. Blandt afdelinger, der udbydes til private i Danmark, er Maj Invest Pension nummer 2.

Maj Invest Danske Obligationer og Maj Invest Globale Obligationer er henholdsvis nummer 5 og 3 i deres Morningstar-kategorier i perioden blandt alle europæiske investeringsforeninger og fonde. Blandt afdelinger, der udbydes til private i Danmark, er afdeling Globale Obligationer nummer 1.

De globale aktieafdelinger Maj Invest Value Aktier og Maj Invest Globale Aktier ligger henholdsvis nummer 6 og 44 i samme periode blandt 734 udbudte investeringsforeninger og fonde i Europa i kategorien Globale Large-Cap Blend. Blandt afdelinger udbudt til private i Danmark ligger de henholdsvis nummer 1 og 5 i kategorien.

Note: Afkast efter omkostninger 1. januar 2006 til 30. juni 2015.  
Kilde: Morningstar Direct.

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

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	18,30
Globale Aktier	7,25	2,25	1,50	1,00	2,00	9,00	8,90	11,10
Value Aktier	1,50	1,75	0,00	1,25	1,00	11,25	7,20	11,20
Value Aktier Akk.	Afdelingen er akkumulerende og udbetaler ikke udbytte							
Emerging Markets	-	-	-	-	-	-	-	0,70
Global Sundhed	-	0,00	0,00	2,50	2,25	1,50	7,90	1,90
Danske Obligationer	3,50	5,75	4,50	7,00	4,00	6,25	4,40	4,30
Globale Obligationer	3,25	3,25	6,50	5,75	4,75	6,00	4,80	3,90
Pension	3,25	3,75	3,75	3,75	4,00	5,75	6,60	5,40
Kontra	Afdelingen er akkumulerende og udbetaler ikke udbytte							
Makro	Afdelingen er akkumulerende og udbetaler ikke udbytte							

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



pct. Bemærk, at afdelingen også indeholder miljø- og klimaaktier.

Obligationsafdelingen Danske Obligationer gav et afkast på -0,2 pct. i første halvår, hvilket i absolut forstand er tilfredsstillende set i lyset af det generelle renteniveau og bedre end både sammenligningsindeks og afdelingens Morningstar Kategori™, der gav afkast på henholdsvis -0,3 og -1,5 pct. i perioden.

Maj Invest Globale Obligationer gav et særdeles tilfredsstillende afkast for obligationer på 2,3 pct., hvilket skal ses i forhold til, at sammenligningsindeks og Morningstar Kategori™ gav henholdsvis -0,3 og 1,1 pct. i første halvår 2015.

Maj Invest Pension gav et i absolut forstand meget tilfredsstillende afkast på 7,9 pct. Afdelingen har intet sammenligningsindeks, men afkastet var 3,0 procentpoint bedre end afdelingens Morningstar Kategori™, der gav et afkast på 4,9 pct.

Afdeling Kontra gav et meget tilfredsstillende afkast på 4,3 pct. Afdelingen har til formål at give investorerne beskyttelse ved store aktiekursfald og uro på finansmarkederne ved at investere i aktiver, der normalt klarer sig godt, når resten klarer sig skidt. Det

betyder omvendt, at man som investor må stille sig tilfreds med et afkast på niveau med pengemarkedet, når aktiemarkedene stiger. Afdelingens afkast er på den baggrund over, hvad man som investor kan forvente for første halvår 2015.

Afdeling Makro blev lanceret i marts 2013 og har i løbet af første halvår opnået mere end to års historik. Afdelingen har siden lanceringen og frem til udgangen af første halvår 2015 givet et afkast på 28,1 pct., mens den sammenlignelige Morningstar Kategori™ for globale afdelinger med fleksibel allokering har givet et afkast på 13,6 pct. i samme periode. I første halvår 2015 gav afdelingen et særdeles tilfredsstillende afkast på 10,1 pct., mens den sammenlignelige Morningstar Kategori™ gav et afkast på 5,5 pct.

Uanset de i absolut forstand meget tilfredsstillende og særdeles tilfredsstillende afkast ovenfor bør afkastet i alle afdelinger bedømmes over en tidshorizont på mindst tre og gerne fem år. Tre år er den korteste tidshorizont, foreningen anbefaler for alle afdelinger. Tabellen side 6 viser det samlede afkast i alle afdelinger siden deres respektive startdatoer. Som det fremgår, har alle afdelinger givet et afkast på mindst 50 pct., hvis man ser bort fra afdelingerne Makro og Emerging Markets, der begge blev lanceret i 2013.

#### FORMUE MIO. KR. ULTIMO ÅRET OG FØRSTE HALVÅR 2015

	2010	2011	2012	2013	2014	1. halvår 2015	Ændring 2015
Danske Aktier	154	161	230	279	307	344	+37
Globale Aktier	685	826	1.026	921	866	978	+111
Value Aktier	1.273	1.908	2.990	3.860	5.320	6.740	+1.420
Value Aktier Akkumulerende <sup>1)</sup>	-	-	-	-	-	902	+902
Emerging Markets <sup>2)</sup>	-	-	-	187	499	536	+36
Global Sundhed	212	148	151	200	334	588	+253
Danske Obligationer	521	466	468	472	552	530	-22
Globale Obligationer	148	208	471	631	868	1.137	+268
Pension	224	272	385	547	651	765	+115
Kontra	902	1.249	1.229	763	609	788	+179
Makro <sup>3)</sup>	-	-	-	189	211	306	+95
Maj Invest i alt <sup>4)</sup>	4.368	5.480	7.253	8.415	10.364	13.613	+3.248

Noter: 1) Afdeling Value Aktier Akkumulerende blev lanceret den 29. juni 2015. 2) Afdeling Emerging Markets blev lanceret den 16. december 2013. 3) Afdeling Makro blev lanceret den 22. marts 2013. 4) Ink. ophørte afdelinger.

Set i forhold til afdelingernes sammenligningsindeks har de siden deres introduktion alle klaret sig bedre end deres sammenligningsindeks, bortset fra afdeling Emerging Markets, der efter 1½ års virke er for ny til at bedømme.

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

Kolonnerne længst til højre i tabellen på side 7 viser, hvordan afdelingerne i Maj Invest har klaret sig i forhold til deres Morningstarkategorier. Set over tre og fem år har fire af de oprindelige seks afdelinger klaret sig bedre end de konkurrerende produkter i gennemsnit. Alle seks afdelinger har skabt et væsentligt merafkast siden lanceringen.

Fra side 24 findes detaljerede halvårsberetninger.

#### UDBYTTER

Alle otte udloddende afdelinger udbetalte i april 2015 udbytter for 2014. Afdelingerne Kontra og Makro er akkumulerende og udbetaler derfor ikke udbytte. Maj Invest Value Aktier Akkumulerende er som navnet vi-

ser ligeledes akkumulerende.

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

#### FORMUE 13,6 MIA. KR.

Foreningens samlede formue steg i første halvår 2015 efter udbetalt udbytte med 3,2 mia. kr. til 13,6 mia. kr. Stigningen er et resultat af det totale nettosalg af investeringsbeviser til nye og eksisterende medlemmer, kursgevinster og -fald i de enkelte afdelinger og fragåede udbytter til medlemmerne i april 2015, som ikke i fuldt omfang er blevet geninvesteret i foreningens afdelinger. Foreningens nettosalg var i første halvår 2,3 mia. kr. bredt fordelt i foreningens afdelinger.

Det er meget positivt, at foreningen fortsat har nydt eksisterende og nye medlemmers tillid igennem første halvår 2015, så foreningen har både større formue og flere medlemmer ved udgangen af første halvår 2015. Det tages som udtryk for, at foreningen vinder stadig

#### ANTAL MEDLEMMER ULTIMO ÅRET OG FØRSTE HALVÅR 2015

	2010	2011	2012	2013	2014	1. halvår 2015	Ændring 2015
Danske Aktier	1.343	2.831	3.668	1.737	1.597	1.636	+39
Globale Aktier	2.981	5.603	7.553	5.799	5.881	6.492	+611
Value Aktier	3.082	4.826	7.558	10.130	10.954	15.383	+4.429
Value Aktier Akkumulerende <sup>1)</sup>					-	7	+7
Emerging Markets <sup>2)</sup>	-	-	-	111	3.683	4.052	+369
Global Sundhed <sup>3)</sup>	4.790	4.273	4.166	3.982	5.298	6.471	+1.173
Danske Obligationer	2.142	1.280	1.443	1.563	1.815	1.766	-49
Globale Obligationer	736	1.068	1.684	2.085	2.463	3.060	+597
Pension	1.158	1.481	1.945	2.338	2.505	2.707	+202
Kontra	3.664	6.742	6.456	3.565	1.997	2.254	+257
Makro <sup>4)</sup>	-	-	-	883	807	864	+57
Maj Invest i alt	14.980	21.240	25.025	24.422	28.886	33.433	+4.547

Noter: 1) Afdeling Value Aktier Akkumulerende blev lanceret den 29. juni 2015. 2) Afdeling Emerging Markets blev lanceret den 16. december 2013. 3) Afdeling Global Sundhed skiftede i februar 2013 navn og investeringsområde. 4) Afdeling Makro blev lanceret den 22. marts 2013.

stærkere rodfæste på det danske marked.

Som det fremgår af tabellen side 9 er udviklingen positiv i alle afdelinger bortset fra afdeling Danske Obligationer. Særligt de to afdelinger inden for valueaktier har øget formuen.

#### FLERE MEDLEMMER

Maj Invest kunne i første halvår 2015 netto byde 4.547 nye medlemmer velkommen i foreningen og har ved halvårsskiftet 33.433 medlemmer. Det er meget tilfredsstillende og svarer til en vækst i medlemstallet på 16 pct. Foreningens fortsatte vækst kan ses i forhold til, at danske investeringsforeninger samlet set oplevede et mindre fald i antal medlemmer i 2014.

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

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

#### BASIS- OG SPECIALAFDELINGER

Afdelingerne i Maj Invest er delt i to grupper.

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

Basisafdelinger: Danske Obligationer, Globale Obligationer, Pension og Makro.

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

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

**Formidlingsprovisionen** udgør årligt 0,75 procent og er bankernes betaling for at rådgive kunderne om risiko, skat og andre individuelle forhold i forbindelse med investering. Foreningen opfordrer medlemmerne til at søge rådgivning om disse forhold og gøre brug af den rådgivning, foreningen stiller til rådighed gennem samarbejdsbankerne.

#### ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER OG ÅOP

	Adm.omk.		ÅOP		<b>Omkostninger og ÅOP</b> ÅOP er de samlede omkostninger for en investor med en investeringshorisont på syv år. Administrationsomkostningerne indgår som et af flere elementer i ÅOP.
	Loft 2015	Realiseret H1 2015	Maj Invest	Median for IFB-kategori	
Danske Aktier	1,45	0,55	1,39	1,84	I boksen side 12-13 er sammenhængen mellem administrationsomkostninger og ÅOP forklaret.  Noter: Branchens median er opgjort den 22. juni 2015 af Investeringsfundsbranchen, IFB.
Globale Aktier	1,45	0,67	1,62	1,91	
Value Aktier	1,45	0,70	1,69	1,91	
Value Aktier Akkumulerende	1,45	-	1,69	1,91	
Emerging Markets	1,75	0,89	2,20	2,20	
Global Sundhed	1,70	0,69	1,68	-	
Danske Obligationer	0,35	0,15	0,35	0,60	
Globale Obligationer	0,50	0,19	0,45	1,10	
Pension	0,65	0,25	0,87	1,44	
Kontra	1,40	0,67	1,66	1,44	
Makro	0,90	0,39	1,09	1,44	

#### ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER OG ÅOP

Som det fremgår af tabellen på side 11, ligger administrationsomkostningerne for første halvår tæt på halvdelen af det udmeldte loft eller under. Loftet er fastsat af bestyrelsen og gælder for hele 2015. Det er en sats for, hvor meget administrationsomkostningerne højst må udgøre i procent af den gennemsnitlige formue. Omkostningerne for hele året kan blive lavere end de udmeldte lofter, hvis f.eks. formuen udvikler sig bedre end forventet.

For at gøre det lettere for investorerne at sammenligne omkostningerne i forskellige investeringsforeningsafdelinger har Investeringsfundsbranchen, IFB, i samarbejde med myndigheder og centrale interessenter udarbejdet nøgletallet Årlige Omkostninger i Procent, forkortet til ÅOP. ÅOP for afdelingerne i Maj Invest er tilgængelige på både [www.majinvest.dk](http://www.majinvest.dk) og på IFB's hjemmeside [www.investering.dk](http://www.investering.dk). Se også boksen på side 11.

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

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

#### FORMIDLING OG DISTRIBUTION

Maj Invest har ved udgangen af første halvår 2015 formidlingsaftaler med 29 banker om rådgivning til privatkunder i forbindelse med investering. Oplysninger om, hvilke banker der er indgået formidlingsaftaler med, fremgår af foreningens hjemmeside, [www.majinvest.dk](http://www.majinvest.dk), og side 59 i halvårsrapporten.

Aftalerne giver distributørerne ret til tegningsprovision, under forudsætning af at den pågældende afdeling er i emission. Maj Invest Danske Obligationer og Maj Invest Globale Obligationer betaler ikke tegningsprovision. Foreningens syv specialafdelinger giver distributørerne en løbende betaling af formidlingsprovision som beskrevet på side 11.

## MINIMÉR DINE OMKOSTNINGER

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

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

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

#### DET BETYDER ÅOP

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

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

### KVALITET I PORTEFØLJEPLEJE

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

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

### SPONSORAT

Maj Invest er sponsor for Eremitageløbet og Maj Invest Friløbet. Den toårige aftale blev tegnet i første halvår 2015 for fortsat at udvide kendskabet til produkterne fra Maj Invest. Sponsoratet rummes inden for foreningens almindelige markedsføringsbudget.

### USIKKERHED VED INDREGNING OG MÅLING OG USÆDVANLIGE FORHOLD

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

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

### HÆNDELSER EFTER HALVÅRETS AFSLUTNING

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

Ønsker du mere information?

Bestil Kvartalsnyt og  
Introduktion til Maj Invest på  
[www.majinvest.dk/bestil](http://www.majinvest.dk/bestil)



Foto: Lennart Søgård-Høyer.

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

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

### KØB OG BEHOLD

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

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

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

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

# FINANSMARKEDERNE

## UDVIKLINGEN I FØRSTE HALVÅR OG FORVENTNINGER

I USA skuffede de økonomiske nøgletal generelt i årets første måneder. Det skyldtes blandt andet en stærk dollar, der pressede virksomhedernes indtjening og hæmmede investeringsaktiviteten. Også olieprisfaldet trak i denne retning for en del amerikanske virksomheder. Både olieprisfald og en stærkere dollar styrker til gengæld husholdningernes købekraft, og burde trække i retning af et fortsat robust, forbrugsdrevet konjunkturopsving i USA. Også forbrugsudviklingen skuffede imidlertid i starten af 2015, og efter vores opfattelse skyldtes det primært, at butikkerne – på grund af forsyningsproblemer efter en omfattende havnestrejke – måtte afstå fra de sædvanlige salgsmængder.

I Europa har de økonomiske nøgletal generelt været positive, og en del tyder på, at Europa, med fremgang i både eksport og i indenlandsk efterspørgsel til forbrug og investering, nu er i den indledende fase af et selvberende konjunkturopsving. Fremgangen har reelt været undervejs siden starten af 2013, men eksportfremgangen blev yderligere styrket af den markante eurosvækkelse, mens forbrugsfremgangen tilsvarende blev styrket af olieprisfaldet.

Den kraftige svækkelse af euroen havde især bag-

grund i en markant divergerende udvikling i pengepolitikken. Markedet blev stadig mere overbevist om, at Federal Reserve Bank snart vil påbegynde en – ganske vist meget forsigtig – normalisering af styringsrenten, mens ECB gik i gang med sit annoncerede QE-program (støtteopkøb af obligationer).

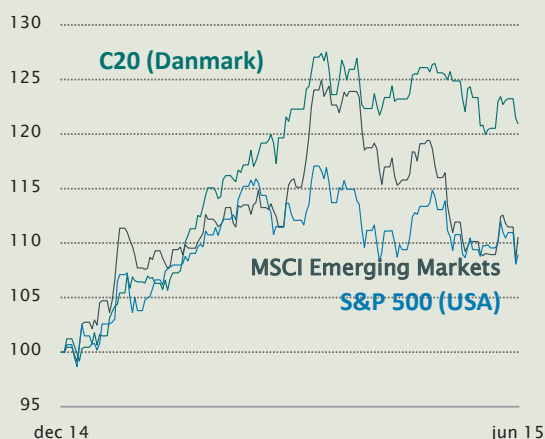
Modsat situationen i USA, styrkedes indtjeningen i europæiske virksomheder af valutakursudviklingen, og konjunkturfremgangen gav yderligere grobund for optimisme på de europæiske aktiemarkeder. Udbredt frygt for en europæisk deflationsfælde betød til gengæld, at ECB's QE-initiativ en overgang drev obligationsrenterne til ekstremt lave niveauer. I slutningen af perioden kom de europæiske aktiemarkeder og renter på "sikre" statsobligationer under moderat pres på grund af frygt for en græsk statsbankerot.

Det amerikanske S&P 500-indeks steg 0,2 pct. i årets første seks måneder, svarende til en stigning på 8,9 pct. i danske kroner, mens det tyske DAX-indeks steg 11,6 pct., og det danske C20-indeks steg 26,9 pct. De såkaldte emerging markets-aktier klarede sig nogenlunde på linje med amerikanske aktier, og Morgan Stanleys EM-indeks steg således 1,7 pct. gennem før-

### AKTIEMARKEDERNE FØRSTE HALVÅR 2015 OG DOLLAR OVERFOR KRONER

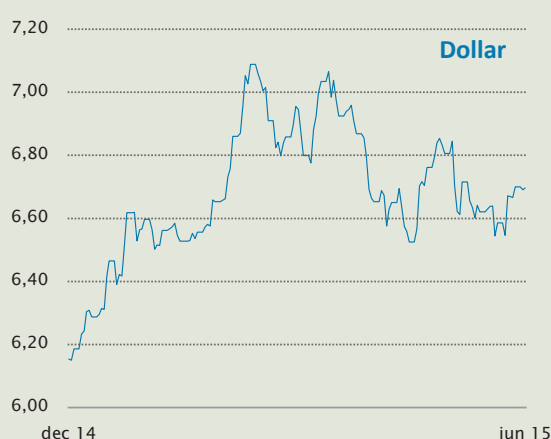
Aktiemarkederne var målt i kroner præget af fremgang i første halvår 2015.

Indeks (målt i danske kroner)



Kilde: Bloomberg.

Dollarkurs over for danske kroner



ste halvår 2015, svarende til en stigning på 10,5 pct. målt i danske kroner.

Renten på en 10-årig amerikansk statsobligation lå ved udgangen af 2014 på 2,17 pct. og var ved udgangen af første halvår steget til 2,35 pct. Den tilsvarende rente i Tyskland lå på 0,54 pct. og steg til 0,76 pct., mens rentespændene mellem Tyskland og lande som Spanien og Italien steg henholdsvis 0,47 procentpoint og 0,22 procentpoint på baggrund af uroen omkring Grækenland.

#### UDSIGTERNE I RESTEN AF 2015

Konjunkturfremgangen i Europa er efter Maj Invests vurdering reel, og også stærkere end markedet har erkendt medio 2015. Den styrkes af en rente- og valutakursudvikling, der – selv om det nu er mindre udtalt end tidligere – fortsat afspejler en frygt for permanent lavvækst og deflation i Europa. Maj Invest ser således en indbygget inkonsistens mellem på den ene side en spirende tro på et europæisk opsving på aktiemarkedet, og på den anden side en vedholdende deflationsfrygt på obligationsmarkedet.

Med udgangspunkt i de aktuelle kursniveauer på ob-

ligations- og valutamarkederne, er det Maj Invests vurdering, at det markante løft i europæiske virksomheders indtjeningspotentiale endnu ikke er fuldt indpriset på aktiemarkederne.

Der er imidlertid risiko for en fortsat stigning i europæiske renter, der eventuelt også kan bidrage til en delvis reversering af eurosvækkelsen. Det vil i givet fald lægge op til en periode, hvor amerikanske aktier målt i dollar kan vinde terræn relativt til europæiske.

Markederne har i perioder været påvirket af frygt for, at afmatningen i kinesisk økonomi – udover at bremse væksten i de råvareproducerende lande – også vil bremse væksten i USA og Europa. Afmatningen i Kinas tidligere meget høje væksttempo er efter Maj Invests vurdering et vedvarende fænomen. Derimod opfatter vi det ikke som en nærliggende trussel mod væksten i de vestlige industrilande. Nedgangen i Kinas vækst afspejler først og fremmest et markant dyk i betalingsbalanceoverskuddet, og det skaber tværtimod plads til mere robust vækst i industrilandene.

#### AFKAST FREM TIL DEN 28. AUGUST 2015

Afkast i pct. i perioden 01.07.15 - 28.08.15

	Procent	Sammenligningsindeks
Danske Aktier	-1,7	-1,6
Globale Aktier	-10,1	-8,5
Value Aktier	-8,6	-8,5
Value Aktier Akkumulerende	-	-
Emerging Markets	-24,3	11,0
Global Sundhed	-8,4	-8,5
Danske Obligationer	0,6	0,3
Globale Obligationer	-1,3	0,3
Pension	-5,1	-
Kontra	-1,3	-
Makro	-7,9	--

Note: Afkastene er opgjort på basis af kurser pr. 28.08.2015.

#### UDSAGN OM FORVENTNINGERNE

De udsagn om fremtiden, som er indeholdt i denne halvårsrapport, afspejler ledelsens forventninger til fremtidige begivenheder og økonomiske resultater samt til konjunkturerne i verdensøkonomien og på finansmarkederne på tidspunktet for offentliggørelsen af halvårsrapporten i august 2015. Denne type forventninger er i sigens natur forbundet med usikkerhed.

# AFKAST- OG RISIKOPROFILER

## AFDELINGERNES AFKAST- OG RISIKOPROFILER

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

Afkastet for de enkelte afdelinger forventes over en periode på tre til fem år at ligge som illustreret på figuren nedenfor. Det absolutte afkast skal vurderes i forhold til renteniveauet og inflationen i samfundet. "Middel afkast" svarer til et gennemsnitligt årligt afkast på 2-4 pct. over inflationen. Inflationen målt som stigningen i det generelle forbrugerprisindeks var i første halvår 2015 1,0 pct. (årsniveau).

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

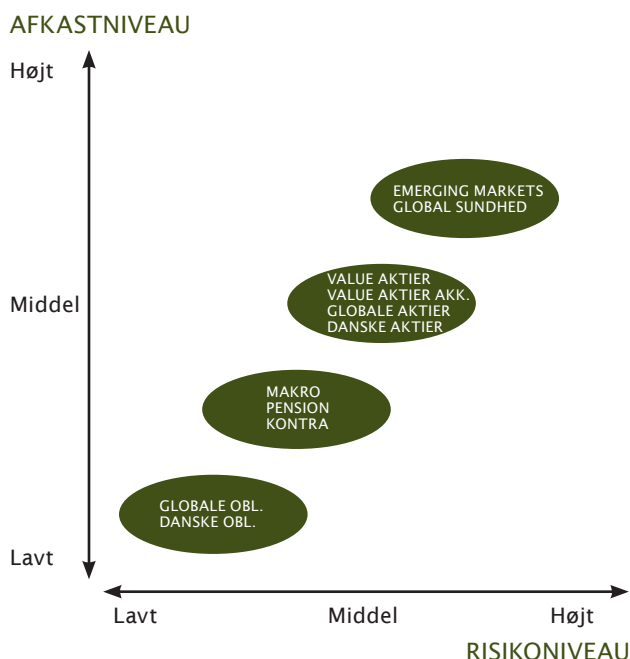
På figuren er afdelingerne grupperet i nogle risikogrupper. Dette er ikke udtryk for, at afdelingerne i samme gruppe nødvendigvis påvirkes af de samme risikofaktorer. Investeringsstrategierne i afdelingerne er forskellige, og derfor kan der i det enkelte år være betydelige forskelle på udvikling og afkast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

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

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

### RISIKOFAKTORER I AFDELINGERNE

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



#### SKALA FOR AFKAST

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

#### SKALA FOR RISIKO

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



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

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

#### RISICI KNYTTET TIL INVESTORS VALG AF AFDELINGER

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

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

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

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

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

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

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

Maj Invest har ved halvårets udgang indgået aftaler med 29 banker om rådgivning af investorerne i forbindelse med valg af afdelinger og risikospredning. Bankrådgivere og investorer kan i Maj Invests materiale og på hjemmesiden få viden om afdelingernes risikoprofiler.

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

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

#### RISICI KNYTTET TIL INVESTERINGSMARKEDERNE

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

#### RISICI KNYTTET TIL INVESTERINGSBESLUTNINGERNE

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



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

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

*Foto: Lennart Søgård-Høyer.*



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

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

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

Som porteføljerådgiver for Maj Invest arbejder Fondsmæglerselskabet Maj Invest med en investeringsstrategi, hvor indtjeningsevne, kapitalforhold og gældsætning vurderes for hvert enkelt selskab, der investeres i, ligesom risici nøje afvejes i forhold til afkastpotentialet ved obligationsinvesteringer. Samtidigt spredes investeringerne på flere værdipapirer, og Fondsmæglerselskabet Maj Invest arbejder systematisk med at skabe porteføljer, hvor der i væsentligt omfang er taget højde for særlige risikofaktorer på forskellige dele af aktie- og obligationsmarkederne. Ved at anvende en investeringsstrategi med en aktiv udvælgelse og prioritering af investeringerne ud fra fundamentale aktieanalyser kan Fondsmæglerselskabet Maj Invest som porteføljerådgiver medvirke til at afdæmpe noget af den risiko, der ellers ville være ved at investere direkte i aktier.

#### RISICI KNYTTET TIL DRIFTEN AF FORENINGEN

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

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

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

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

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

#### GENERELLE RISIKOFAKTORER

##### Enkeltlande:

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

**Eksponering mod udlandet:**

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

**Valuta:**

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

**Selskabsspecifikke forhold:**

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

**Modpartsrisiko:**

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

**SÆRLIGE RISICI VED OBLIGATIONSAFDELINGERNE****Obligationsmarkedet:**

Obligationsmarkedet kan blive udsat for specielle politiske eller reguleringsmæssige tiltag, som kan på-

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

**Renterisiko:**

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

**Kreditrisiko:**

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

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

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

Manglende likviditet i markedet kan være en risiko.

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

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

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

#### **Investeringsområde:**

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

#### **SÆRLIGE RISICI VED BLANDEDE AFDELINGER**

Det følger af ovenstående, at de blandede afdelinger – afdelingerne Pension, Kontra og Makro – både er følsomme over for de faktorer, der påvirker aktieinvesteringer, og de faktorer, der påvirker obligationsinvesteringer. Men spredningen på både aktie- og obligationsinvesteringer vil generelt betyde, at den samlede risiko for blandede afdelinger vil være lavere end i rene aktieafdelinger. For afdelingerne Pension, Kontra og Makro er de særlige risici beskrevet nærmere i afdelingernes beretninger side 48, 51 og 54.

#### **SAMFUNDSANSVAR OG LEDELSE**

##### **Redegørelse for samfundsansvar:**

Redegørelse for samfundsansvar:

Foreningens porteføljerådgiver, Fondsmæglerselska-

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

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

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

GES screener løbende 18.000 selskaber over hele verden for eventuelle krænkelse af bredt anerkendte internationale konventioner og normer vedrørende miljø, menneskerettigheder og forretningsetik. I først halvdel af 2015 advarede GES om 84 sager, hvor selskaber kunne sættes i forbindelse med klart dokumenterede brud på disse normer. Hertil kommer 472 mulige hændelser, hvor dybere research foretages af GES med henblik på at be- eller afkræfte brud på disse normer.

GES foretager herudover eksplicit screening af de selskaber, som Fondsmæglerselskabet Maj Invest har investeret i på vegne af Investeringsforeningen Maj Invest. Såfremt selskaberne kommer i konflikt med Fondsmæglerselskabet Maj Invests grundlag for ansvarlige investeringer, medvirker Fondsmæglerselskabet Maj Invest til at påvirke virksomhederne til en ændring af adfærden sammen med andre institutionelle investorer gennem GES Engagement Forum. GES Engagement Forum udførte i første halvdel af 2015 aktivt ejerskab eller engagement i forbindelse med 104 kontroversielle sager. Et fåtal vedrørte Maj Invest. Vedvarende kritik af manglende ansvarlighed omkring overtrædelser af internationale konventioner og normer uden tilstrækkelig lydhørhed og adfærdsændringer fra virksomhedens ledelse vil normalt føre til salg af aktieposten.

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

#### **Fund governance:**

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

#### **Investeringsfilosofi:**

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

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

Arbejdsmetoden hos Fondsmæglerselskabet Maj Invest er kendetegnet ved "købmandskab", hvor fokus fastholdes på det, som skaber afkast på lang sigt for medlemmerne. Der foretages en aktiv udvælgelse og prioritering af værdipapirerne ud fra en grundig analyse af risici og afkastpotentiale. Endvidere arbejdes der i høj grad med egenskaberne ved den portefølje, som de samlede investeringer i en afdeling udgør. Ved at arbejde med porteføljens sammensætning kan der

med fornuft på udvalgte områder investeres i værdipapirer med høje afkastpotentiale, men også høje risici, uden at den samlede risiko for afdelingens investeringer som helhed øges. Uanset hvilke temaer der er populære på investeringsmarkederne, fastholdes denne tilgang i investeringsstrategien.

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

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

## MAJ INVEST DANSKE AKTIER

### LÆSEVEJLEDNING

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

### RISIKOPROFIL

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

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

### STAMDATA

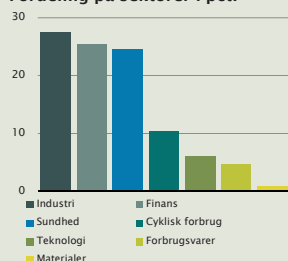
Fondskode: DK0060005171  
 Startdato: 16.12.2005  
 Valuta: Danske kroner  
 Stykstørrelse: 100 kr.  
 Udbyttebetalende: Ja  
 Investeringsrådgiver: **Fonds-  
 mægler**selskabet Maj Invest  
 Porteføljemanager: Keld  
 Henriksen & Peter Stenholt  
 IFB-kategori: Aktier Danmark  
 Morningstar Kategori™: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

Afkast	1. halvår 2015	Siden start
Afdelingen	23,8 %	181,3 %
Sml. indeks	20,9 %	151,1 %

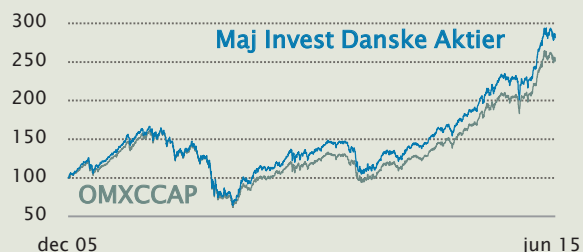
### Morningstar Rating™

★★★

### Fordeling på sektorer i pct.



### VÆRDIUDVIKLING HVAD ER 100 DKK BLEVET TIL?



### RISIKOINDIKATOR

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

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

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 23,8 pct. Afkastet er særdeles tilfredsstillende og højere end den generelle udvikling på det danske aktiemarked målt ved sammenligningsindekset OMXCCAP, der steg 20,9 pct., men 0,5 procentpoint ringere end den sammenlignelige Morningstar Kategori™.

Afdelingen har dermed foreløbigt mere end indfriet forventningerne i årsrapporten for 2014 om et positivt afkast for hele 2015 på 7-8 pct. som følge af en stærk kursudvikling i året første halvår, ikke mindst i første kvartal.

### MARKEDET

Det stærke danske aktiemarked blev hjulpet godt på vej af en svækket euro i årets første halvår. Netop valutakursudviklingen, hvor blandt andet den amerikanske dollar blev styrket, medvirkede til kursstigningerne. Da de fleste af de danske *blue chip*-virksomheder har størstedelen af deres omsætning og indtjening udenfor landets grænser og modsat en stor del af omkostningerne i danske kroner eller euro, er valutakursudviklingen slået positivt igennem på selskabernes bundlinje.

En anden væsentlig forklaring på kursstigningerne i første halvår er, at det meste af Europa reelt befandt sig i et nulrentemiljø. Det ikke-eksisterende alternativafkast pressede flere investorer ind i aktiemarkedet.

Endelig forløb regnskabsaflæggelsen for første kvartal generelt bedre end ventet og virkede understøttende på aktiemarkedet. Efter euroens svækkelse forventede markedet, at især nogle af de eksportorienterede virksomheder ville opjustere forventningerne til helåret. Antallet af opjusteringer oversteg klart forventningerne.

### PERFORMANCE

Det er strategien med aktiv aktieudvælgelse at skabe et langsigtet merafkast i forhold til markedet. I første halvdel af 2015 var afkastet 3,0 procentpoint højere end sammenligningsindekset. Siden afdelingens lancering for knap 10 år siden er merafkastet i forhold til markedet 30 procentpoint.

Det største positive bidrag til halvårets relative performance kom fra SimCorp. Efter skuffende ordreindgang



på det amerikanske marked har SimCorp udskiftet den lokale ledelse og vurderes nu at være på rette spor.

Jyske Bank bidrog også positivt til det relative afkast. Aktien blev solgt ud af porteføljen i begyndelsen af 2014, da man fusionerede med BRF. Siden da har aktiekursen stået i stampe efter en række skuffende kvartalsmeddelelser, mens både sammenlignelige banker og aktiemarkedet generelt er steget omkring 50 pct.

Derudover bidrog det positivt, at afdelingen i halvåret var undervægtet i Coloplast og ikke var investeret i Topdanmark.

Modsat bidrog det negativt i halvåret, at afdelingen ikke var investeret i biotekvirksomheden Genmab, der steg mere end 60 pct. i perioden.

Endelig bidrog investering i Matas og det faktum, at afdelingen ikke var investeret i Rockwool Intl. negativt.

#### SÆRLIGE RISICI 2015

Som altid er der risici ved investering i aktier, og historien viser, at investorenes risikoappetit hurtigt kan mindskes. I flæng kan nævnes usikkerheden omkring Grækenlands situation, den voldsomme volatilitet på det kinesiske aktiemarked samt risikoen for hastigt stigende renter.

De fleste større danske børsnoterede virksomheder er ganske velkapitaliserede medio 2015, så det er ikke her, risikoen er størst. Men med det danske aktiemarked tæt på *all time high* er det naturligvis vigtigt, at virksomhederne leverer som forventet. Skuffelser, eventuelt afledt af skuffende europæisk vækst, vil sætte aktiekurserne under pres.

Endelig er der en, om end beskeden, risiko for en ensidig revaluering af den danske krone. For at imødegå dette har Nationalbanken i første halvår sænket indskudsbevisrenten til minus 0,75 pct., og midlet ser ud til at virke efter hensigten.

#### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Strategien, der er fastholdt siden afdelingens start i 2005, fortsættes uforandret med en købmandsmæssig tilgang, hvor der kontinuerligt afsøges investerings-

muligheder i det danske aktiemarked på tværs af sektorer, selskabsstørrelser og -typer. Prisfastsættelsen af den enkelte aktie er en væsentlig parameter, hvor selskaberne vurderes enkeltvis ud fra en langsigtet fundamental betragtning. Der lægges stor vægt på at vedligeholde kendskabet til det enkelte selskab. Jævnlig møder med den enkelte ledelse er vigtige, da den track record og troværdighed er meget afgørende.

På trods af store kursstigninger de seneste år vurderes det danske aktiemarked til at være fair prissat på indtjeningsnøgletal både i forhold til sin egen historik og i forhold til internationale aktiemarkeder generelt, ikke mindst når man tager alternativafkastet på nærmest ingenting i betragtning. Yderligere kursstigninger vurderes dog at skulle komme på baggrund af indtjeningsforbedringer i virksomhederne.

For hele 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast, der dog kan være lavere end ved halvårsskiftet. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end sammenligningsindekset, da afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi.

Ofte siges det, at aktier på langt sigt giver et afkast i gennemsnit på 7-8 pct. p.a., men at afkastet det enkelte år ofte vil afvige markant fra gennemsnittet.

Til illustration af usikkerheden ved at investere i afdelingen henvises til tabellen over historiske afkast side 6. Her fremgår det, at afdelingens afkast har været mellem -48 og +47 pct. de seneste ni år. Der er således en betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkastet for 2015.

## MAJ INVEST DANSKE AKTIER

## Resultatopgørelse

	01.01.-30.06.2015 1.000 DKK	01.01.-30.06.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter	10.706	4.854
Kursgevinster og -tab	65.392	46.533
Administrationsomkostninger	-1.975	-1.782
Resultat før skat	74.123	49.605
Rente- og udbytteskat	-136	-134
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>73.987</b>	<b>49.471</b>

## Balance

	30.06.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
<b>Aktiver</b>		
Likvide midler	1.666	3.842
1 Kapitalandele	344.801	304.245
Andre aktiver	2.887	0
<b>Aktiver i alt</b>	<b>349.354</b>	<b>308.087</b>
<b>Passiver</b>		
2 Medlemmernes formue	343.923	306.588
Anden gæld	5.431	1.499
<b>Passiver i alt</b>	<b>349.354</b>	<b>308.087</b>

Note 1: Finansielle instrumenter i pct.	30.06.2015	30.06.2014
Børsnoterede	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Note 2: Medlemmernes formue	30.06.2015 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	306.588
Udlodning fra sidste år	-31.665
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning	-201
Emissioner i perioden	18.159
Indløsninger i perioden	-23.068
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	123
Periodens resultat	73.987
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>343.923</b>

Nøgletal for halvåret	30.06.2015	30.06.2014
Afkast (pct.) *)	23,80	17,60
Sammenligningsindeks (pct.) *)	20,94	17,28
Indre værdi (DKK pr. andel)	201,81	180,72
Administrationsomkostninger (pct.) *)	0,55	0,57
Medlemmernes formue (t.DKK)	343.923	328.464
Antal andele	1.704.234	1.817.550
Stykstørrelse i DKK	100	100

\*) Disse nøgletal er opgjort for 1.1. - 30.06. og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten.

## MAJ INVEST GLOBALE AKTIER

### LÆSEVEJLEDNING

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

### RISIKOPROFIL

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

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

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

### STAMDATA

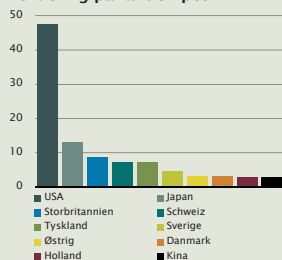
Fondskode: DK0060005254  
 Startdato: 16.12.2005  
 Valuta: Danske kroner  
 Stykstørrelse: 100 kr.  
 Udbyttebetalende: Ja  
 Investeringsrådgiver: **Fondsmæglerfirmaet Maj Invest**  
 Porteføljemanager: **Henrik Ekman**  
 IFB-kategori: **Aktier Globale**  
 Morningstar Kategori™: **Aktier - Globale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

	1. halvår 2015	Siden start
Afkast	15,3 %	98,5 %
Afdelingen	15,3 %	98,5 %
Sml. indeks	11,6 %	80,0 %

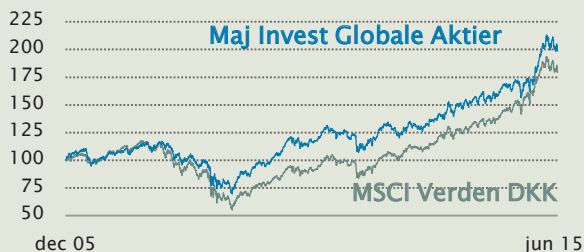
### Morningstar Rating™

★★★

### Fordeling på lande i pct.



### VÆRDIUDVIKLING HVAD ER 100 DKK BLEVET TIL?



### RISIKOINDIKATOR

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

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

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 15,3 pct. Afkastet er særdeles tilfredsstillende og højere end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI Verden, der omregnet til danske kroner steg 11,6 pct. I forhold til den sammenlignelige Morningstar Kategori™ gav afdelingen et merafkast på 3,7 procentpoint.

Afdelingen har dermed foreløbigt mere end indfriet forventningerne udtrykt i årsrapporten for 2014 om et positivt på 7-8 pct. for hele 2015.

### MARKEDET

Markedet gennemgik i første halvår en betydelig ændring i udvikling og stemning. I første kvartal steg markederne i Europa og Japan kraftigt i lyset af forbedrede konjunkturer, gode regnskaber fra virksomhederne, stigende dollarkurs samt faldende renter og oliepriser. Som følge af den stigende dollarkurs steg amerikanske aktier kraftigt målt i danske kroner. I løbet af andet kvartal vendte udviklingen imidlertid, da aktierne faldt i lyset af stigende renter og oliepriser samt ikke mindst som følge af usikkerhed om udfaldet af EU's gældsforhandlinger med Grækenland. Selv om den realøkonomiske betydning af udviklingen i Grækenland er relativt begrænset, var den øgede usikkerhed om forhandlingerne nok til at skabe negativ stemning på markederne.

Set over hele perioden blev aktier, trods kursstigninger, ikke væsentligt dyrere prisfastsat, da forventningerne til virksomhedernes indtjening gradvist blev hævet. For europæiske virksomheders vedkommende var det primært pga. svækket valuta. Overordnet set udviste aktierne i emerging markets udsving på niveau med det generelle marked, men i løbet af april var området betydeligt positivt påvirket af meget store stigninger på det indenlandske kinesiske aktiemarked, tilsyneladende drevet af gearede private aktieinvesteringer. Allerede en måned senere begyndte de kinesiske aktier dog at falde kraftigt igen.

På sektorniveau var der i modsætning til udviklingen i 2014 ingen klar tendens, idet både konjunkturfølsomme og ikke-konjunkturfølsomme sektorer var blandt de bedste og dårligste sektorer. Pharmasektoren gav igen de højeste stigninger, og trods god indtjeningsudvikling og strukturelt gode udsigter er sektorens aktier i gennemsnit ved at være relativt højt prisfastsat i et historisk perspektiv.

### PERFORMANCE

Afdelingens performance var især positivt påvirket af de gennemsnitlige aktievalg indenfor industriområdet. Det blev forstærket af, at området var overvægtet. Især investeringen i den japanske producent af industrirobotter Fanuc og den japanske producent af industrielt glas Asahi Glass bidrog positivt. Den amerikanske producent af isoleringsmaterialer Owens Corning og den svenske producent af industrielle kuglelejer SKF bidrog også væsentligt positivt. I lyset af det betydeligt positive afkast er investeringen i Fanuc afhændet. Der vurderes stadig at være et yderligere positivt konjunkturaflødt afkastpotentiale i de øvrige nævnte selskaber. Afdelingens gennemsnitlige aktievalg inden for finans bidrog ligeledes betydeligt positivt, og det blev forstærket af, at området var overvægtet. Især de europæiske banker ING (Holland) og Erste Bank (Østrig) bidrog positivt. Trods høje afkast er holdningen til flere – især europæiske - banker stadig positiv.

På den negative side var det især de gennemsnitlige investeringsvalg inden for varigt forbrug og stabilt forbrug, der bidrog negativt. Trods højt afkast inden for varigt forbrug var det relative afkast negativt påvirket af, at afdelingen var undervægtet. Inden for området var det især investeringen i det amerikanske kabel-tv-selskab Discovery, der bidrog negativt, da selskabets aktier steg mindre end markedet og de øvrige aktier inden for varigt forbrug. Holdningen til Discovery er som udgangspunkt positiv pga. værdiansættelsen, men den er under overvejelse i lyset af de strukturelle ændringer som industrien undergår. Inden for stabilt forbrug var det især et lavt afkast på investeringen i Coca Cola, der trak ned. Holdningen til Coca Cola er fortsat positiv.

### SÆRLIGE RISICI 2015

Markedet steg igen i første halvår 2015. Selv om forventningerne til virksomhedernes indtjening er steget, er prisfastsættelsen af mange aktiemarkeder relativt høj i historisk sammenhæng. Derfor er udviklingen afhængig af, at den igangværende konjunkturfremgang, ikke mindst i Europa, fortsætter, så virksomhedernes indtjening kan udvikle sig positivt og dermed retfærdiggøre en høj prisfastsættelse. En anden væsentlig risiko er renteutviklingen, hvor en hurtigere eller større stigning i renterne i forhold til forventningerne vil kunne skabe negativ stemning på aktiemarkederne, da alternativafkastet på obligationer stiger. På sigt vil væsentligt hø-

jere renter kunne få negativ indflydelse på konjunkturudviklingen. På kort sigt kan en udløsende faktor for stigende renter være, at den amerikanske centralbank hæver styringsrenterne. Forventningen til, hvornår det sker, er blevet udskudt flere gange, og i den udstrækning at stigende renter afspejler høj og stigende økonomisk vækst, behøver det ikke at trække aktiemarkederne ned, da den høje økonomiske vækst må forventes at afspejle sig i virksomhedernes indtjening. En negativ udvikling i regionale vækstforventninger, bl.a. som det ses medio 2015 i Kina, vil kunne få negativ effekt på udvalgte industrier som f.eks. autoindustrien. En bred negativ påvirkning af de betydende udviklede økonomier forekommer dog ikke sandsynlig. Ud over disse forhold kan store og uforudsigelige udsving i olie- og råvarepriser samt valutakurser påvirke aktiemarkederne negativt. Det samme gælder opblussende geopolitiske konflikter. Effekten af sidstnævnte forhold vurderes dog primært at ville kunne få kortvarig effekt.

### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Det forventes, at den igangværende styrkelse af konjunkturudviklingen i de største udviklede økonomier vil fortsætte. I kombination med forventninger om, at centralbankerne under ét vil medvirke til at holde renterne relativt lave eller kun lade dem stige langsomt og gradvist, vurderes rammevilkårene for virksomhedernes indtjeningsudvikling at være positive. Med det udgangspunkt forventes det, at afdelingen opretholder en høj eksponering mod de dele af aktiemarkedet, der handler til de laveste multipler i forhold til det enkelte områdes historiske niveauer, og hvor sandsynligheden for hævede indtjeningsforventninger er størst. Det kan være konjunkturfølsomme områder som finans, industri og teknologi. Aktiemarkederne har i august udvist en betydelig negativ udvikling i lyset af den kinesiske afmatning samt den øgede sandsynlighed for en større kinesisk devaluering. Selv om det forventes, at udviklingen i Kina ikke får større negativ betydning for konjunkturudviklingen i Europa og USA, kan det ikke kan udelukkes, at afkastet for andet halvår bliver negativt.

Til illustration af usikkerheden ved at investere i afdelingen henvises til tabellen over historiske afkast side 6. Her fremgår det, at afdelingens afkast har været mellem -29 og +30 pct. de seneste ni år. Der er således en betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkastet for 2015.

## MAJ INVEST GLOBALE AKTIER

### Resultatopgørelse

	01.01.-30.06.2015 1.000 DKK	01.01.-30.06.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter	12.852	11.549
Kursgevinster og -tab	129.375	33.011
Administrationsomkostninger	-6.542	-5.541
Resultat før skat	135.685	39.019
Rente- og udbytteskat	-1.509	-1.250
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>134.176</b>	<b>37.769</b>

### Balance

	30.06.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
<b>Aktiver</b>		
Likvide midler	35.119	26.879
1 Kapitalandele	940.296	837.048
Andre aktiver	3.809	2.587
<b>Aktiver i alt</b>	<b>979.224</b>	<b>866.514</b>
<b>Passiver</b>		
2 Medlemmernes formue	977.603	866.489
Anden gæld	1.621	25
<b>Passiver i alt</b>	<b>979.224</b>	<b>866.514</b>

Note 1: Finansielle instrumenter i pct.	30.06.2015	30.06.2014
Børsnoterede	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Note 2: Medlemmernes formue	30.06.2015 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	866.489
Udlodning fra sidste år	-76.880
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning	-536
Emissioner i perioden	88.284
Indløsninger i perioden	-34.376
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	446
Periodens resultat	134.176
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>977.603</b>

Nøgletal for halvåret	30.06.2015	30.06.2014
Afkast (pct.) *)	15,30	5,01
Sammenligningsindeks (pct.) *)	12,04	6,79
Indre værdi (DKK pr. andel)	133,91	120,94
Administrationsomkostninger (pct.) *)	0,67	0,67
Medlemmernes formue (t.DKK)	977.603	785.493
Antal andele	7.300.234	6.494.695
Stykstørrelse i DKK	100	100

\*) Disse nøgletal er opgjort for 01.01. - 30.06. og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten.

## MAJ INVEST VALUE AKTIER

### LÆSEVEJLEDNING

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

### RISIKOPROFIL

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

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

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

### STAMDATA

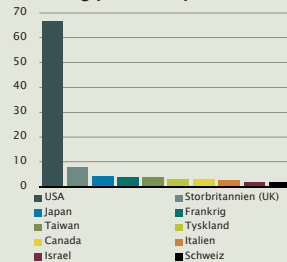
Fondskode: DK0060005338  
 Startdato: 16.12.2005  
 Valuta: Danske kroner  
 Stykstørrelse: 100 kr.  
 Udbyttebetalende: Ja  
 Investeringsrådgiver: **Fondsmægler** selskabet Maj Invest  
 Porteføljemanager: Kurt Kara & Ulrik Jensen  
 IFB-kategori: Aktier Globale  
 Morningstar Kategori™: Aktier - Globale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

	1. halvår 2015	Siden start
Afkast	18,4 %	147,0 %
Afdelingen	18,4 %	147,0 %
Sml. indeks	11,6 %	80,0 %

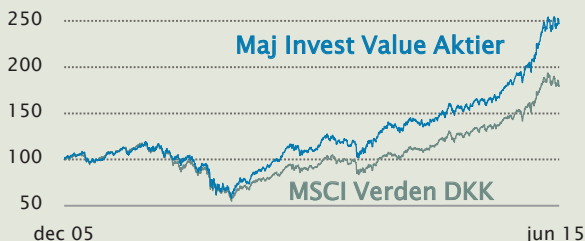
### Morningstar Rating™

★★★★★

### Fordeling på lande i pct.



### VÆRDIUDVIKLING HVAD ER 100 DKK BLEVET TIL?



### RISIKOINDIKATOR

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

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

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 18,4 pct., hvilket i absolut forstand er særdeles tilfredsstillende og bedre end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI Verden, der omregnet til danske kroner steg med 11,6 pct. Set i forhold til den sammenlignelige Morningstar Kategori™, gav afdelingen et merafkast på 6,8 procentpoint.

I årsrapporten for 2014 forventedes et positivt afkast på 7 til 8 pct. for hele 2015, hvilket foreløbigt er mere end indfriet.

### MARKEDET

Det var atter centralbankerne, som tog teten i begyndelsen af året og satte dagsordenen på både aktie- og valutamarkedet. Den største overraskelse kom i forbindelse med, at Schweiz opgav at fastholde båndet til euroen og efterfølgende lod schweizerfrancen stige. Det sendte chokbølger igennem valutamarkedet og ramte samtidig også de lokale aktier.

Derudover annoncerede chefen for Den Europæiske Centralbank, Mario Draghi, at ECB ville påbegynde støtteopkøb af europæiske obligationer på linje med, hvad man tidligere har set i både USA og Japan. Det var med til at svække euroen over for mange af de vigtige samhandelsvalutaer og i kølvandet herpå, kunne der observeres betydelige stigninger på hovedparten af de europæiske aktiemarkeder.

Efter en række måneder med positive aktieafkast begyndte markedet at udvise spredte svaghedstegn, blandt andet som følge af en eskalering af krisen mellem Grækenland og EU vedrørende landets gældssituation, men også som følge af en række svage makroøkonomiske tal fra bl.a. Tyskland og Kina. Disse begivenheder var med til at dæmpe investorernes hidtidige optimisme.

Det faktum, at mange positive nyheder blev priset ind for hurtigt, og at der blev taget forskud på en del af disse i årets første måneder, var en medvirkende faktor til, at hovedparten af de globale aktiemarkeder gav en del af disse stigninger tilbage i løbet af nogle hektiske uger i maj og juni, hvor risikobilledet fik flere nuancer.

## PERFORMANCE

Afdelingens afkast var højere end markedets for første halvår, hvilket primært var drevet af individuelle aktievalg i porteføljen.

Afdelingens bedste investering i halvåret var det amerikanske sundhedsforsikringselskab Cigna Corp., der steg mere end 70 pct. i første halvår. Derudover steg konkurrenten Aetna med ca. 56 pct., begge som følge af fornyet konsolideringsfokus i sektoren.

Blandt de dårligste investeringer i halvåret var de nordamerikanske jernbaneselskaber Union Pacific Corp. og Canadian National Railways, der faldt med henholdsvis mere end 12 og 8 pct.

## SÆRLIGE RISICI 2015

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

## FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Allerede efter første halvår kunne det konstateres, at afdelingens afkast lå langt over det forventede niveau på 7-8 pct. i årsregnskabet for 2014. Derfor var det forventningen ved halvårets slutning, at afdelingen for hele 2015 vil kunne levere et afkast, der ligger over 7-8 pct., idet det forventes, at markedet vil kunne fastholde en del af stigningerne fra første halvår.

Der er fortsat betydelige risici for markedet i 2015, både i relation til krisen blandt eurolandene og herunder især situationen i Grækenland, samt generelt lavere vækst i en række af de nye økonomier som Kina og Brasilien. På trods af disse faktorer forventes det, at markedet generelt udvikler sig i en positiv retning blandt andet understøttet af et moderat, men dog fortsat fornuftigt, opsving i den amerikanske økonomi.

Afkastet kan blive højere eller lavere end sammenligningsindekset, da afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. Til illustration af usikkerheden ved at

investere i afdelingen henvises til tabellen over historiske afkast side 6. Her fremgår det, at afdelingens afkast har været mellem -36 og +42 procent de seneste ni år. Der er således en betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkastet for 2015.

## MAJ INVEST VALUE AKTIER

## Resultatopgørelse

	01.01.-30.06.2015 1.000 DKK	01.01.-30.06.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter	81.214	37.095
Kursgevinster og -tab	1.101.728	314.828
Administrationsomkostninger	-49.704	-26.689
Resultat før skat	1.133.238	325.234
Rente- og udbytteskat	-11.705	-4.508
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>1.121.533</b>	<b>320.726</b>

## Balance

	30.06.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
<b>Aktiver</b>		
Likvide midler	1.540	49.271
1 Kapitalandele	6.737.451	5.260.311
Andre aktiver	160.293	10.968
<b>Aktiver i alt</b>	<b>6.899.284</b>	<b>5.320.550</b>
<b>Passiver</b>		
2 Medlemmernes formue	6.740.211	5.320.229
Anden gæld	159.073	321
<b>Passiver i alt</b>	<b>6.899.284</b>	<b>5.320.550</b>

Note 1: Finansielle instrumenter i pct.	30.06.2015	30.06.2014
Børsnoterede	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Note 2: Medlemmernes formue	30.06.2015 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	5.320.229	
Tilgang ved fusion, primo	147.177	
Udlodning fra sidste år	-356.154	
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning	2.054	
Emissioner i perioden	1.758.242	
Indløsninger i perioden	-1.259.624	
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	6.754	
Periodens resultat	1.121.533	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>6.740.211</b>	

Nøgletal for halvåret	30.06.2015	30.06.2014
Afkast (pct.) *)	18,43	8,91
Sammenligningsindeks (pct.) *)	11,66	6,79
Indre værdi (DKK pr. andel)	187,25	144,29
Administrationsomkostninger (pct.) *)	0,70	0,70
Medlemmernes formue (t.DKK)	6.740.211	3.926.154
Antal andele	35.996.575	27.210.736
Stykstørrelse i DKK	100	100

\*) Disse nøgletal er opgjort for 01.01. - 30.06. og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten.



# THE BIG PICTURE

## MØD MAJ INVEST



Få en aktuel vurdering af global økonomi fra adm. direktør **Jeppé Christiansen** og en præsentation af Maj Invest Value Aktier fra **Kurt Kara**.

**Middelfart** 2. sept.      **København** 30. sept.  
**Hørsholm** 21. sept.    **Aarhus** 5. okt.  
**Aalborg** 28. sept.      **Kgs. Lyngby** 7. okt.

Vi holder også informationsmøder for nye investorer i **Odense, Esbjerg, Vejle, Herning og København**.

Ring 33 38 73 00, SMS MI til 1245 (normal takst) eller læs mere på [www.majinvest.dk/infoaften](http://www.majinvest.dk/infoaften)

[www.majinvest.dk](http://www.majinvest.dk) - CVR 28 70 59 21

INVESTERINGSFORENINGEN  
**MAJ  
INVEST**

Announce for informationsmøder indrykket i bl.a. Berlingske, Børsen og JyllandsPosten.



## MAJ INVEST VALUE AKTIER AKKUMULERENDE

### Resultatopgørelse

	03.06-30.06.2015 1.000 DKK
Renter og udbytter	1.166
Kursgevinster og -tab	-15.245
Administrationsomkostninger	0
Resultat før skat	-14.079
Rente- og udbytteskat	-222
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>-14.301</b>

### Balance

	30.06.2015 1.000 DKK
<b>Aktiver</b>	
Likvide midler	677
1 Kapitalandele	900.186
Andre aktiver	9.985
<b>Aktiver i alt</b>	<b>910.848</b>
<b>Passiver</b>	
2 Medlemmernes formue	901.824
Anden gæld	9.024
<b>Passiver i alt</b>	<b>910.848</b>

### Note 1: Finansielle instrumenter i pct.

	30.06.2015
Børsnoterede	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>

### Note 2: Medlemmernes formue

	30.06.2015 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i perioden	916.125
Periodens resultat	-14.301
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>901.824</b>

### Nøgletal for halvåret

	30.06.2015
Afkast (pct.) *)	-1,56
Sammenligningsindeks (pct.) *)	-2,11
Indre værdi (DKK pr. andel)	98,44
Administrationsomkostninger (pct.) *)	0,00
Medlemmernes formue (t.DKK)	901.824
Antal andele	9.161.255
Stykstørrelse i DKK	100

\*) Disse nøgletal er opgjort for 25.06-30.06.2015.

## MAJ INVEST EMERGING MARKETS

### LÆSEVEJLEDNING

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

### RISIKOPROFIL

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

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

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

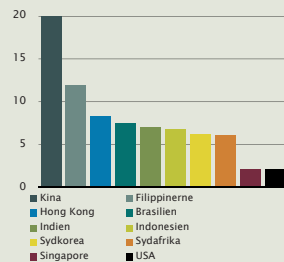
### STAMDATA

Fondskode: **DK0060522316**  
 Startdato: **16.12.2013**  
 Valuta: **Danske kroner**  
 Stykstørrelse: **100 kr.**  
 Udbyttebetalende: **Ja**  
 Investeringsrådgiver: **Fondsmæglerfirmaet Maj Invest**  
 Porteføljemanager: **Pascal Pierre Lasnier & Lars Rømer Sørensen**  
 IFB-kategori: **Aktier Emerging Markets**  
 Morningstar Kategori™: **Aktier - Globale Nye Markeder**

	1. halvår 2015	Siden start
Afkast	3,5 %	14,7 %
Sml.indeks	11,9 %	25,7 %

Morningstar Rating™  
Rates i 2017

Fordeling på lande i pct.



### VÆRDIUDVIKLING HVAD ER 100 DKK BLEVET TIL?



### RISIKOINDIKATOR

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

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

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 3,5 pct. Afkastet er i absolut forstand tilfredsstillende, men væsentlig lavere end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI Global Emerging Markets, der omregnet til danske kroner havde et afkast på 11,9 pct. Afkastet var 6,8 procentpoint ringere end den tilsvarende Morningstar Kategori™.

Det opnåede afkast for første halvår 2015 er i underkanten af det forventede niveau i årsrapporten for 2014 på 7-8 pct. for hele 2015.

### MARKEDET

Emerging markets-indekset var præget af betydelige udsving over halvåret. Året begyndte i en positiv stemning efter de store fald i slutningen af 2014, hvor særligt svage markeder som Rusland, Ungarn og energisektoren steg kraftigt. Omvendt oplevede markeder som Brasilien, Tyrkiet og senest Indonesien fald i aktier og valutaer som følge af negativ udvikling i deres økonomier. Endelig var der fornyet uro omkring væksten i Kina, efter at en række vækstindikatorer pegede på en fortsat nedadgående tendens.

Den positive stemning toppede i april måned, efter at Kina gennemførte en række monetære og administrative lettelser for lokale investorer, sådan at de kunne investere i de meget billige kinesiske aktier på Hong Kong-børsen. Udenlandske investorer investerer overvejende kun i kinesiske aktier noteret på Hong Kong-børsen. Det er også de aktier, der indgår i sammenligningsindekset. De administrative lettelser medførte store stigninger i de kinesiske aktier på Hong Kong-børsen, og det samlede emerging markets-indeks målt i danske kroner var steget 25 pct. medio april måned.

Den positive stemning toppede samtidig og blev afløst af faldende markeder som følge af en fornyet eurokrise efter en stribe af mislykkede forhandlinger mellem den nye græske regering og henholdsvis IMF og EU. Det græske aktiemarked faldt voldsomt som følge heraf, men i juni måned har situationen også trukket de øvrige aktiemarkeder med ned.

### PERFORMANCE

Det er strategien med aktiv aktieudvælgelse at skabe

et langsigtet merafkast i forhold til markedet. I første halvår 2015 var afkastet 8,6 procentpoint lavere end sammenligningsindekset. Siden afdelingen blev lanceret for i december 2013 er merafkastet i forhold til markedet -10,2 procentpoint.

Det største positive bidrag til årets relative performance kom fra afdelingens investering på Filippinerne, GT Capital Holdings. Salget af Toyota-biler på Filippinerne går fortsat særdeles godt, hvilket medførte at GT Capital steg med over 30 procent målt i danske kroner i første halvår 2015. Også undervægt i Korea bidrog væsentligt positivt til den relative performance. Endelig bidrog afdelingens investeringer i stærke tematiske aktier i Kina positivt, særligt inden for miljø, sundhed, internet og forsikring.

Modsat bidrog afdelingens investeringer i underholdningsindustrien på Macau negativt til den relative performance. Ligeledes bidrog afdelingens investeringer i Indonesien og Malaysia meget negativt til performance, da disse lande ikke viste den forventede positive økonomiske vending.

Det er en del af afdelingens strategi ikke at investere i lande eller sektorer, der har et stort element af uforudsigelighed. Af denne årsag har afdelingen være kraftigt undervægtet i lande som Rusland, Egypten og Grækenland, ligesom afdelingen har haft kraftigt undervægt i sektorerne energi og materialer. Denne strategi har i første halvår isoleret set givet et negativt bidrag til årets relative performance, men det er vurderingen at strategien overtid både beskytter investors kapital og giver det højeste samlede afkast.

#### SÆRLIGE RISICI 2015

Afdelingen følger en meget koncentreret investeringsstil, og derfor er risici for afdelingen i høj grad knyttet til udviklingen i enkeltaktier målt i danske kroner. Afdelingen er qua sit investeringsområde eksponeret mod den generelle udvikling i emerging markets og de enkelte lande i emerging markets, hvor afdelingen er investeret. Der er fortsat betydelige risici for markedet i 2015, og de primære risikofaktorer vurderes fortsat at være "tapering-debatten", eventuel finansiel eller anden uro i lande som Rusland, Ukraine, Grækenland, Tyrkiet og Egypten og i særlig grad Kinas håndtering af gældsproblemerne i LGFV (Local Government Finan-

cial Vericle) og SOE's (State Owned Enterprises). Der er en udpræget frygt i markedet for, at Kina ikke kan kontrollere gældsproblemerne. Håndteringen af Kinas gældsproblemer er uden sammenligning den største risiko for afkastet i afdeling Emerging Markets. Det er positivt, at kineserne er meget bevidste om problemet og med stigende succes får kontrol over situationen.

#### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Strategien, der er fastholdt siden afdelingens start, fortsættes uforandret med en købmansmæssig tilgang, hvor der kontinuerligt afsøges investeringsmuligheder i de enkelte aktiemarkeder på tværs af emerging markets-universet. Selskabernes konkurrencemæssige fordele og kvaliteten af selskaberne er væsentlige parametre, hvor selskaberne vurderes enkeltvis ud fra en langsigtet fundamental betragtning. Der lægges stor vægt på forudsigeligheden af landenes og selskabernes økonomiske udvikling. Jævnlig møder med den enkelte virksomheds ledelse er vigtige, da dennes track rekord og troværdighed er meget afgørende.

Efter korrektionen på aktiemarkederne i august måned er det forventningen, at afdelingen opnår et negativt afkast for hele 2015.

Øget vækst i USA, lave energipriser og mere positivt investeringsklima i Indonesien, Indien, Phillippinerne, Thailand, Mexico, Tyrkiet og Kina giver sammen med prissætningen ultimo august 2015 anledning til en vis optimisme for den resterende del af halvåret.

Afkastet kan dog blive højere eller lavere end sammenligningsindekset, da afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. Ofte siges det, at aktier på langt sigt giver et afkast i gennemsnit på 7-8 pct. p.a., men at afkastet det enkelte år ofte vil afvige markant fra gennemsnittet. Til illustration af usikkerheden ved at investere i afdelingen, har afdelingens sammenligningsindeks givet et afkast mellem -51 og +73 pct. de seneste ni år. Der er således en betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkastet for 2015.

## MAJ INVEST EMERGING MARKETS

## Resultatopgørelse

	01.01.-30.06.2015 1.000 DKK	01.01.-30.06.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter	5.456	4.886
Kursgevinster og -tab	17.421	14.193
Administrationsomkostninger	-4.968	-2.138
Resultat før skat	17.909	16.941
Rente- og udbytteskat	-451	-252
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>17.458</b>	<b>16.689</b>

## Balance

	30.06.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
<b>Aktiver</b>		
Likvide midler	2.476	10.117
1 Kapitalandele	533.803	490.980
Andre aktiver	2.199	1.910
<b>Aktiver i alt</b>	<b>538.478</b>	<b>503.007</b>
<b>Passiver</b>		
2 Medlemmernes formue	535.738	499.091
Anden gæld	2.740	3.916
<b>Passiver i alt</b>	<b>538.478</b>	<b>503.007</b>

Note 1: Finansielle instrumenter i pct.	30.06.2015	30.06.2014
Børsnoterede	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Note 2: Medlemmernes formue	30.06.2015 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	499.091
Udlodning fra sidste år	-3.153
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning	-192
Emissioner i perioden	32.507
Indløsninger i perioden	-10.291
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	318
Periodens resultat	17.458
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>535.738</b>

Nøgletal for halvåret	30.06.2015	30.06.2014
Afkast (pct.) *)	3,47	5,88
Sammenligningsindeks (pct.) *)	12,01	6,75
Indre værdi (DKK pr. andel)	114,03	107,16
Administrationsomkostninger (pct.) *)	0,89	0,77
Medlemmernes formue (t.DKK)	535.738	370.123
Antal andele	4.698.218	3.454.063
Stykstørrelse i DKK	100	100

\*) Disse nøgletal er opgjort for 01.01. - 30.06. og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten.

## MAJ INVEST GLOBAL SUNDHED

### LÆSEVEJLEDNING

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

### RISIKOPROFIL

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

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

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

### STAMDATA

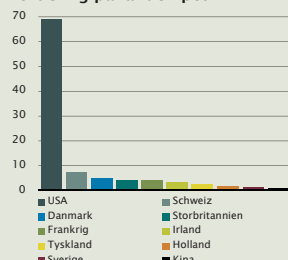
Fondskode: **DK0060157196**  
 Startdato: **10.11.2008**  
 Valuta: **Danske kroner**  
 Stykstørrelse: **100 kr.**  
 Udbyttebetalende: **Ja**  
 Investeringsrådgiver: **Fondsmæglerfirmaet Maj Invest**  
 Porteføljemanager: **Morten Rask Nymark**  
 IFB-kategori: **Aktier Klima & Miljø**  
 Morningstar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

Afkast	1. halvår 2015	Siden start
Afdelingen	15,0 %	71,7 %
Sml. indeks	11,6 %	52,0 %

### Morningstar Rating™

Rates i 2016

### Fordeling på lande i pct.



### VÆRDIUDVIKLING Hvad er 100 DKK blevet til?



### RISIKOINDIKATOR

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

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

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 15,0 pct. Afkastet er tilfredsstillende og bedre end den generelle udvikling for aktier målt ved sammenligningsindekset MSCI Verden, der omregnet til danske kroner steg 11,6 pct. Set i forhold til den sammenlignelige Morningstar Kategori, der dog ikke indeholder miljøaktier, er afkastet 5,1 procentpoint lavere.

Afkastet levede op til forventningerne i årsrapporten for 2014 om et positivt afkast, der er drevet af stigende efterspørgsel efter produkter og løsninger indenfor sundhedspleje generelt samt miljø- og klimarelaterede løsninger.

### MARKEDET

Markedet for sundhedspleje er kommet igennem de seneste års lavkonjunktur i årene efter finanskrisens udbrud i 2008. Men sektoren har også klaret sig væsentligt bedre end aktiemarkedet generelt over de sidste 3½ år. Især medicinalsektoren har været ramt af en lang række store patentudløb, hvilket har betydet store fald i indtjening på de produkter, som gik af patent. I 2012 toppede disse patentudløb, hvorfor sektoren siden har set stigende omsætningsvækst. Samtidig giver de globale trends med en stigende andel ældre i den vestlige verden og stigende økonomisk velstand i en lang række befolkningstunge udviklingslande gode vækstmuligheder for netop virksomheder indenfor sundhedspleje. Sundhedspleje dækker over selskaber med aktiviteter indenfor blandt andet medicinal-, medikoteknik-, biotek- og sundhedsydelsesektoren.

Indenfor særligt medicinalområdet har der igen i første halvår 2015 været en høj aktivitet indenfor virksomhedshandler. Især de store pharماسelskaber har været aktive med at tilkøbe mindre selskaber indenfor specialmedicin (medicin til sygdomme, hvor der enten ikke er behandling eller behandlinger med ringe virkning, specialsygdomme med få ramte personer) og/eller selskaber med attraktive pipelines af nye produkter under udvikling.

Markedet for miljø- og klimarelaterede produkter er i fortsat bedring oven på en række meget svære år. Mens de underliggende strukturelle trends fortsat udvikler sig positivt, betyder den generelle usikkerhed og udvikling i verdensøkonomien, at virksomhederne

generelt er tilbageholdende med nye investeringer. Da porteføljens selskaber typisk er leverandører af nye og mere effektive produkter, produktionsmetoder og løsninger, rammes de af det lavere investeringsniveau.

#### PERFORMANCE

Porteføljens afkast er bredt funderet såvel indenfor sundhedsplejeområdet som miljø- og klimaområdet. Investeringsuniverset og porteføljen er eksponeret mod nogle af de stærkeste trends, såsom befolkningsudvikling, stigende levestandard, stærkt voksende middelklasse i udviklingslandene, demografisk udvikling i Vesten og Japan, global opvarmning, stigende energipriser, pres på jordens ressourcer, øget fokus på og krav generelt til miljø og sundhed lokalt og globalt. Disse trends, forventer vi, vil resultere i en mangeårig periode med høj vækst og indtjeningsmuligheder for de selskaber, som har aktiviteter indenfor området. For første halvår 2015 var det dog især sundhedsområdet, der gav de bedste afkast. Generelt steg sundhedssektoren 19,9 pct. i første halvår, mens kapitalgodesektoren, som består af industriselskaberne, kun steg 12,2 pct.

Afkastpåvirkningen fra enkeltaktier for første halvår kom især fra Hologic (diagnostik og testudstyr), Anthem (sundhedsordninger og -forsikringer) og Novo Nordisk (diabetesmedicin), som steg med henholdsvis 54,9 pct., 43,3 pct. og 42,1 pct. Omvendt trak særligt Elekta (strålekanoner mod kræft) og Union Pacific (jernbaneselskab) ned med negative afkast på henholdsvis 33,0 pct. og 12,0 pct.

#### SÆRLIGE RISICI

Porteføljens risikoprofil er bestemt ud fra investeringsmandatets to områder: miljø- og klimaområdet, som er præget af tunge konjunkturfølsomme industriselskaber, og sundhedsplejeområdet, der ofte er mindre konjunkturfølsomt end aktiemarkedet generelt. Porteføljens fordeling er ca. 24 pct. indenfor miljø- og klimaområdet og ca. 73 pct. indenfor sundhedspleje. 13 af porteføljens 47 selskaber er miljø- og klimaselskaber.

Med en relativt koncentreret portefølje på 47 selskaber er risikoen desuden tilknyttet udviklingen i enkeltaktierne målt i danske kroner. Dog påvirkes enkeltaktierne også af den generelle udvikling på verdensmarke-

det og det globale risikobillede, herunder særligt den fortsatte økonomiske udvikling i USA, Europa og Kina.

#### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Porteføljens største eksponeringer er mod sundhedspleje med en andel på ca. 73 pct. ved udgangen af første halvår. Andelen har været på dette niveau gennem hele første halvår. Investeringerne er generelt bredt fordelt indenfor området, men særligt indenfor generiske pharماسelskaber, produkter til øjne, ører og tænder samt diagnostik og testudstyr. Miljø- og klimaområdet udgør ca. 24 pct. Fordelingen mellem de to områder forventes fastholdt i andet halvår. Andelen af amerikanske aktier udgør medio 2015 ca. 71 pct. af porteføljen og udgør en væsentlig overvægt i forhold til verdensindeksets andel på ca. 57 pct. Dette er fortsat udtryk for en forventning om en mere positiv udvikling i den amerikanske økonomi end den europæiske. Samtidig er verdens absolut største sundhedsmarked det amerikanske marked.

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

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, og på grund af det særlige investeringsområde må investor forvente store udsving i forhold til sammenligningsindekset, der udtrykker de globale aktiemarkeder generelt.

Ofte siges det, at aktier på langt sigt giver et afkast på i gennemsnit 7-8 pct. p.a., men at afkastet det enkelte år vil afvige markant fra gennemsnittet.

Trods store kursfald på aktiemarkedene i løbet af august måned, forventes det som følge af det betydelige positive resultat i første halvår, at afkastet for hele 2015 vil være positivt.



## MAJ INVEST GLOBAL SUNDHED

### Resultatopgørelse

	01.01.-30.06.2015 1.000 DKK	01.01.-30.06.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter	4.535	1.823
Kursgevinster og -tab	65.842	16.385
Administrationsomkostninger	-3.887	-1.817
Resultat før skat	66.490	16.391
Rente- og udbytteskat	-641	-255
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>65.849</b>	<b>16.136</b>

### Balance

	30.06.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
<b>Aktiver</b>		
Likvide midler	15.699	11.967
1 Kapitalandele	572.268	321.092
Andre aktiver	972	1.213
<b>Aktiver i alt</b>	<b>588.939</b>	<b>334.272</b>
<b>Passiver</b>		
2 Medlemmernes formue	587.615	334.247
Anden gæld	1.324	25
<b>Passiver i alt</b>	<b>588.939</b>	<b>334.272</b>

Note 1: Finansielle instrumenter i pct.	30.06.2015	30.06.2014
Børsnoterede	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Note 2: Medlemmernes formue	30.06.2015 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	334.247
Udlodning fra sidste år	-3.549
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning	-1.663
Emissioner i perioden	191.704
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.027
Periodens resultat	65.849
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>587.615</b>

Nøgletal for halvåret	30.06.2015	30.06.2014
Afkast (pct.) *)	14,98	7,66
Sammenligningsindeks (pct.) *)	11,66	6,79
Indre værdi (DKK pr. andel)	203,94	155,44
Administrationsomkostninger (pct.) *)	0,69	0,81
Medlemmernes formue (t.DKK)	587.615	240.722
Antal andele	2.881.266	1.548.605
Stykstørrelse i DKK	100	100

\*) Disse nøgletal er opgjort for 01.01. - 30.06. og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten.



bet af halvanden måned. I såvel maj og juni opnåede de konverterbare obligationer en så billig relativ prisfastsættelse, at man skal tilbage til finanskrisens start i 2008, før vi sidst så en så attraktiv prisfastsættelse.

#### PERFORMANCE

Afkast i første halvår på -0,2 pct. er bedre end udviklingen i sammenligningsindekset EFFAS 1-10 år, der dog kun indeholder statsobligationer. Afkastet er ligeledes bedre end den sammenlignelige Morningstar Kategori™, der faldt 1,4 pct. Afdelingen havde en rentefølsomhed på under 2 år ved indgangen til 2015, hvilket ikke var optimalt de første måneder af året, hvor obligationsrenterne faldt yderligere, og Nationalbanken sænkede den ledende rente. Som langsigtet investor kom beslutningen om en lav rentefølsomhed afdelingen til gode, da rentestigningerne begyndte i april måned. De konverterbare realkreditobligationer faldt relativt meget i forbindelse med rentestigningerne i maj og juni, og afdelingen udnyttede den billige prisfastsættelse til at øge eksponeringen med ca. 25 pct. af afdelingens formue. Afdelingen havde plads til at øge eksponeringen, da såvel rentefølsomhed som eksponeringen mod konverterbare realkreditobligationer med høj rentefølsomhed ved årets begyndelse var meget begrænset. Afdelingens rentefølsomhed var ved halvårets udgang øget til 4 år.

Kreditobligationer, som ved halvårets udgang udgjorde knap 20 pct. af afdelingen, bidrog med et afkast på 2,5 pct., mens realkreditobligationer, der udgjorde ca. 78 pct. af afdelingen, gav et afkast på -0,6 pct., og statsobligationerne, der kun udgjorde ca. 2 pct. af afdelingen, gav et afkast på -3,4 pct.

#### SÆRLIGE RISICI 2015

For andet halvår af 2015 er der fortsat stor usikkerhed om situationen i verdensøkonomien generelt og særligt situationen i Grækenland. Det er ikke utænkeligt, at Grækenland kan blive nødsaget til at forlade eurosamarbejdet og at det vil give faldende renter i Danmark.

Med en ledende dansk rente fra Nationalbanken på -0,75 pct. er det meget sandsynligt, at den næste rentebevægelse i Danmark er opad. Inflowet i danske kroner er stoppet efter første kvartal, og Nationalbanken kan vælge at hæve renten i andet halvår. Globalt står den amerikanske centralbank formodentligt over for at

hæve renten i andet halvår for første gang i mere end syv år. Det kan give stigende obligationsrenter globalt set, herunder i Danmark, hvilket kan påvirke de danske obligationsrenter. Derfor er der stor usikkerhed om, hvad der generelt vil ske med renteniveauet i både Danmark, Europa og globalt. Det er fortsat en risiko for afdelingen, at danske renter inden for kort tid kan stige markant. På længere sigt vil en rentestigning dog være positivt for afdelingen, da det forventede fremadrettede afkast dermed vil stige.

#### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Afdelingens strategi er uændret. Vi køber kun obligationer, vi er komfortable med at holde til udløb, og vi forsøger især at købe, når andre sælger. Denne strategi var i første halvår 2015 gavnlig, da afdelingen i forbindelse med rentestigningerne i maj og juni kunne foretage betydelig køb til attraktive priser. Afdelingen har fortsat en relativt defensiv tilgang til det absolutte renteniveau, men i kraft af de rentestigninger, der har været i første halvår, er risikoen i forhold til ved årets begyndelse mindre entydigt koncentreret om rentestigninger. På længere sigt forventer vi fortsat stigende obligationsrenter.

Som konsekvens af omlægningerne i porteføljen i første halvår kommer ca. tre fjerdedele af porteføljens samlede renterisiko medio 2015 fra konverterbare realkreditobligationer. Dette afspejler en vurdering af, at konverterbare danske realkreditobligationer er meget attraktivt prisfastsat og en forventning om, at de i løbet af andet halvår vil finde tilbage til en højere relativ prisfastsættelse. Om afkastet i andet halvår bliver positivt eller negativt vil primært afhænge af bevægelserne på de globale obligationsmarkeder. Såfremt renterne bliver liggende på niveauerne ved halvårets udgang, forventes et moderat, positivt afkast i afdelingen for andet halvår. Investor bør dog være opmærksom på, at der er en betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkast. Med tanke på det store rentefald i første halvår, kan en rentestigning med følgende kurstab på afdelingens beholdning af længere obligationer ikke udelukkes.

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

## MAJ INVEST DANSKE OBLIGATIONER

## Resultatopgørelse

	01.01.-30.06.2015 1.000 DKK	01.01.-30.06.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter	7.378	8.493
Kursgevinster og -tab	-7.156	10.850
Administrationsomkostninger	-801	-803
Resultat før skat	-579	18.540
Rente- og udbytteskat	0	0
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>-579</b>	<b>18.540</b>

## Balance

	30.06.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
<b>Aktiver</b>		
Likvide midler	22.333	2.677
1 Obligationer	527.635	540.783
Andre aktiver	3.662	8.974
<b>Aktiver i alt</b>	<b>553.630</b>	<b>552.434</b>
<b>Passiver</b>		
2 Medlemmernes formue	530.486	552.409
Anden gæld	23.144	25
<b>Passiver i alt</b>	<b>553.630</b>	<b>552.434</b>

Note 1: Finansielle instrumenter i pct.	30.06.2015	30.06.2014
Børsnoterede	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Note 2: Medlemmernes formue	30.06.2015 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	552.409
Udlodning fra sidste år	-22.898
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning	424
Emissioner i perioden	28.143
Indløsninger i perioden	-27.089
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	76
Periodens resultat	-579
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>530.486</b>

Nøgletal for halvåret	30.06.2015	30.06.2014
Afkast (pct.) *)	-0,15	3,86
Sammenligningsindeks (pct.) *)	-0,28	3,26
Indre værdi (DKK pr. andel)	99,33	102,78
Administrationsomkostninger (pct.) *)	0,15	0,16
Medlemmernes formue (t.DKK)	530.486	520.543
Antal andele	5.340.613	5.064.698
Stykstørrelse i DKK	100	100

\*) Disse nøgletal er opgjort for 01.01. - 30.06. og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten.

## MAJ INVEST GLOBALE OBLIGATIONER

### LÆSEVEJLEDNING

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

### RISIKOPROFIL

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

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

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

### STAMDATA

Fondskode: DK0060004950

Startdato: 16.12.2005

Valuta: Danske kroner

Stykstørrelse: 100 kr.

Udbyttebetalende: Ja

Investeringsrådgiver: Fondsmæglerselskabet Maj Invest

Porteføljemanager: Peter

Mosbæk

IFB-kategori: Obligationer

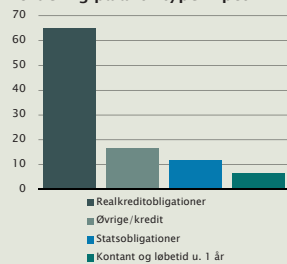
Investment Grade

Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

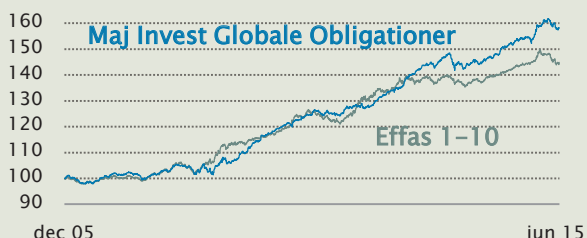
### Morningstar Rating™

★★★★★

### Fordeling på aktivtyper i pct.



### VÆRDIUDVIKLING HVAD ER 100 DKK BLEVET TIL?



### RISIKOINDIKATOR

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

1 2 3 4 5 6 7

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 2,3 pct. Afkastet er meget tilfredsstillende og bedre end sammenligningsindekset EFFAS 1-10 år, der faldt 0,3 pct. I forhold til øvrige afdelinger i samme Morningstar Kategori™ er afkastet 1,3 procentpoint bedre.

Afdelingen skiftede i juni måned navn fra Maj Invest Obligationer til Maj Invest Globale Obligationer. Der er alene tale om en navneændring, sådan at navnet afspejler, at afdelingen har et globalt investeringsunivers.

Afdelingen gav i første halvår et afkast, der er på niveau med det forventede i årsrapporten for 2014.

### MARKEDET

Første halvår 2015 var en rutsjebanetur for obligationsinvestorerne. Perioden frem til den 28. april var en forlængelse af, hvad der skete i hele 2014, nemlig et stort set uafbrudt rentefald. Da det meget pludseligt stoppede, var markedet i en situation, hvor ca. en tredjedel af alle europæiske statsobligationer handlede med negativ rente. De fleste forventede, at 10-årige tyske statsobligationer ville have en rente på -0,25 pct. pr. 1. juli. En situation, hvor investorerne tilsyneladende var ophørt med at vurdere risikoen, men alene fokuserede på at forlænge den eksisterende trend. Samtidig blev mange investorer presset til at tage mere og mere risiko for at kunne fremvise en obligationsportefølje med en fornuftig effektiv rente. De fleste glemte dog, at den effektive rente ikke kan bruges til noget, hvis alle obligationer pludselig handler fem kurspoint lavere. Baggrunden for det kraftige rentefald i begyndelsen af halvåret var primært, at ECB annoncerede et opkøbsprogram (QE), hvor de reelt garanterede at købe flere statsobligationer, end der forventes at blive udstedt. Det gav investorerne en tro på, at renterne ikke kunne stige. Sådan gik det dog ikke. På trods af at ECB i gennemsnit købte mere end udbuddet, kunne renterne stadig stige, og ret kraftigt endda.

I løbet af en uge i april/maj steg den 10-årige tyske statsrente fra ca. 0,10 pct. til ca. 0,70 pct. Ikke overraskende medførte det betydelig panik på rentemarkederne. Meget få havde forventet, at renterne ville stige, og så gør det som regel ondt. En af de obligationstyper, som havde det sværest, var danske konverterbare obligationer, som normalt har det ekstra

svært, når renten stiger. De blev meget billige relativt til andre obligationstyper, og afdelingen valgte at øge eksponeringen og samtidig øge varigheden en smule. Selvom renterne steg i første halvår, var særligt de lange statsrenter stadig meget lave ved halvårets udgang, og markedet betaler kun en meget ringe risiko-præmie for at foretage investeringer med en lang horisont og løbetid.

Maj Invest har i første halvår 2015 haft en lav varighed og dermed eksponering mod ændringer i renten. Afdelingen har derfor ikke fået glæde af rentefaldet, men blev heller ikke ramt så hårdt af rentestigningerne.

En af Maj Invests store bekymringer ved obligationsmarkederne er den måde, hvorpå renter og kreditpræmier er faldet samtidig. Efterhånden som renterne faldt, blev investorerne villige til at acceptere en lavere merrente på kreditobligationer for trods alt at få en smule i rente. Det har været Maj Invests forventning, at det kunne blive omgjort meget hurtigt når renterne begyndte at stige. Altså at kreditobligationer dermed ville blive hårdere ramt ved rentestigninger. I første halvår var det ikke tilfældet, og særligt *high yield*-obligationer klarede sig rigtigt pænt, mens *investment grade*-obligationer heller ikke har tabt væsentligt mere end statsobligationer. Det er dog ikke det samme som, at det ikke vil ske, hvis renterne stiger yderligere.

#### PERFORMANCE

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 2,3 pct. Ser man på de enkelte obligationstyper gav statsobligationerne et afkast på lidt over 5 pct, de sikre statsobligationer gav et afkast over 7,5 pct., og de mere risikable emerging markets-obligationer gav et afkast på omkring 3,5 pct. For alle segmenter skyldtes en stor del af afkastet, at euroen, og dermed også danske kroner, blev svækket relativt til mange andre valutaer i første halvår. Afdelingen har investeringer i sikre statsobligationer i dollar og norske kroner, mens emerging markets-obligationerne er udstedt i mexicanske pesos, brasilianske real og indonesiske rupiah, som alle har gjort det relativt godt. Kreditobligationerne bidrog også positivt med et afkast på ca. 4,5 pct.

Afdelingens største beholdning var dog i realkreditobligationer, der gav et marginalt negativt afkast.

Den overvejende del af afdelingens afkast var i første halvår relateret til svækkelsen af euroen. Som følge heraf blev afdelingens beholdning af obligationer, der ikke er udstedt i danske kroner eller euro, reduceret. Ved halvårets afslutning udgjorde investeringerne i udenlandsk valuta, der ikke var euro, ca. 25 pct.

Hvis man skal fremhæve enkeltobligationer, klarede investeringen i amerikanske obligationer sig rigtigt flot. Disse obligationer udgjorde ved årets begyndelse ca. 10 pct. af porteføljen og var med et afkast i danske kroner på over 10 pct. den mest betydningsfulde faktor i det samlede afkast. Derudover gav også flere af kreditobligationerne i porteføljen afkast over 10 pct. Det var primært de lange danske konverterbare realkreditobligationer, som har været i beholdningen siden årets begyndelse, der bidrog negativt. Som tidligere nævnt var afdelingens eksponering mod lange obligationer begrænset, hvorfor vi udnyttede de faldende kurser i især konverterbare realkreditobligationer til at købe op frem for at fokusere på det tabte.

#### SÆRLIGE RISICI 2015

Renterne var ved udgangen af halvåret fortsat på lave niveauer. Det betyder, at kursfald i forbindelse med rentestigninger let kan overstige det løbende afkast.

#### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

I årsrapporten 2014 står, at særligt statsobligationer forekom at være urimeligt dyre. Ved slutningen af første halvår, var de blevet noget billigere, da renterne generelt er steget. Der er dog efter Maj Invests vurdering stadig et godt stykke til, at særligt europæiske statsobligationer bliver attraktive. Derimod er realkreditobligationer blevet mere attraktive. De 30-årige 3½ pct.- og 3 pct.-obligationer handlede ved udgangen af halvåret omkring kurs 100. Dermed er der efter Maj Invests vurdering et fornuftigt forhold mellem risici og potentielt afkast i dette segment. Samtidig er renten på disse obligationer betydeligt bedre end på mange *high yield*-obligationer, som har en væsentligt højere kreditrisiko. Generelt fastholdes en relativ defensiv eksponering i afdelingen, da der er en risiko for, at renten kan fortsætte med at stige i andet halvår 2015. Det virker dog ved halvårsskiftet usandsynligt, at renten kommer til at stige voldsomt i andet halvår. Dertil er gælden for høj, og væksten for lav.

## MAJ INVEST GLOBALE OBLIGATIONER

### Resultatopgørelse

	01.01.-30.06.2015 1.000 DKK	01.01.-30.06.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter	14.838	12.176
Kursgevinster og -tab	4.627	19.235
Administrationsomkostninger	-2.029	-1.496
Resultat før skat	17.436	29.915
Rente- og udbytteskat	0	0
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>17.436</b>	<b>29.915</b>

### Balance

	30.06.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
<b>Aktiver</b>		
Likvide midler	12.647	4.729
1 Obligationer	1.140.523	872.466
Andre aktiver	8.318	14.181
<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.161.488</b>	<b>891.376</b>
<b>Passiver</b>		
2 Medlemmernes formue	1.135.131	868.159
1 Afledte finansielle instrumenter	1.107	0
Anden gæld	25.250	23.217
<b>Passiver i alt</b>	<b>1.161.488</b>	<b>891.376</b>

Note 1: Finansielle instrumenter i pct.	30.06.2015	30.06.2014
Børsnoterede	100,1	100,0
Øvrige	-0,1	0,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Note 2: Medlemmernes formue	30.06.2015 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	868.159
Udlodning fra sidste år	-31.471
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning	-1.120
Emissioner i perioden	326.854
Indløsninger i perioden	-45.321
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	594
Periodens resultat	17.436
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>1.135.131</b>

Nøgletal for halvåret	30.06.2015	30.06.2014
Afkast (pct.) *)	2,32	4,67
Sammenligningsindeks (pct.) *)	-0,28	3,26
Indre værdi (DKK pr. andel)	106,27	105,33
Administrationsomkostninger (pct.) *)	0,19	0,23
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.135.131	715.167
Antal andele	10.681.094	6.789.639
Stykstørrelse i DKK	100	100

\*) Disse nøgletal er opgjort for 01.01. - 30.06. og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten.

## MAJ INVEST PENSION

### LÆSEVEJLEDNING

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

### RISIKOPROFIL

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

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

### STAMDATA

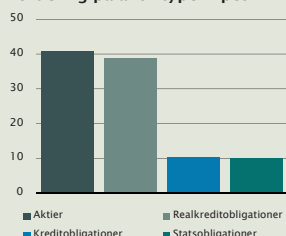
Fondskode: DK0060004877  
 Startdato: 16.12.2005  
 Valuta: Danske kroner  
 Stykstørrelse: 100 kr.  
 Udbyttebetalende: Ja  
 Investeringsrådgiver: **Fondsmægler** selskabet Maj Invest  
 Porteføljemanager: **Henrik Ekman & Peter Mosbæk**  
 IFB-kategori: **Blandede afd.**  
 Morningstar Kategori™: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

Afkast	1. halvår 2015	Siden start
Afdelingen	7,9 %	75,3 %

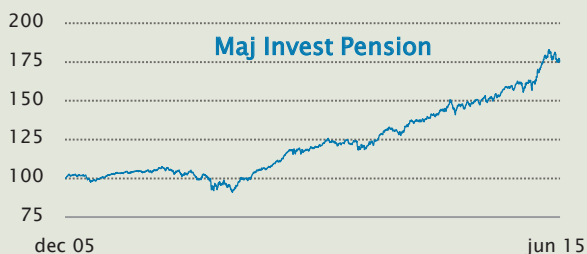
### Morningstar Rating™

★★★★★

### Fordeling på aktivtyper i pct.



### VÆRDIUDVIKLING HVAD ER 100 DKK BLEVET TIL?



### RISIKOINDIKATOR

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

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

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 7,9 pct., hvilket er særdeles tilfredsstillende. Maj Invest Pension har intet sammenligningsindeks, men set i forhold til kategorien af blandede afdelinger med moderat risiko hos Morningstar gav afdelingen et afkast, der var 2,9 procentpoint bedre end kategori afkastet på 5,0 pct.

Særligt i første kvartal var der medvind fra alle retninger med faldende renter, stigende aktier og en svækket euro. Alle tre dele bidrog positivt til afkastet på en balanceret portefølje som Maj Invest Pension. Ikke overraskende var andet kvartal noget mere afdæmpet. Afkastet for første halvår oversteg forventningerne i årsrapporten for 2014.

### MARKEDET

Første halvår af 2015 bød på en fornuftig udvikling på aktiemarkedene. En stor del af aktieafkastet for en dansk investor var, ligesom i 2014, drevet af valutakursbevægelserne, hvor danske kroner blev kraftigt svækket i forhold til især dollar. Det globale aktieindeks MSCI Verden gav i første halvår et afkast på godt 4 pct. Målt i danske kroner var afkastet dog over 15 pct. Samtidig gav både danske og europæiske aktier gode afkast.

Første halvår bød på fornuftige økonomiske nøgletal i Europa, og de fleste taler om, at krisen er ved at være overstået. Der er ingen tvivl om, at de lave renter, den lave oliepris og en svækket valuta i hvert fald på kort sigt er positivt for Europa. Til gengæld er der indikationer på, at den stærke dollar allerede er begyndt at påvirke visse dele af økonomien i USA negativt. Efter Maj Invests vurdering vil økonomien i både USA og Europa klare sig fornuftigt i den kommende periode, hvilket vil understøtte aktiemarkedet.

### PERFORMANCE

Afdeling Pension opretholdte en overvægt af aktier gennem første halvår. Denne overvægt har afdelingen haft siden 2012 og svarer til, at aktier udgør ca. 49 pct. af porteføljen. Aktier kan maksimalt udgøre 49 pct.

Afkastet på 7,9 pct. var et resultat af, at obligationsporteføljen gav et afkast på 2,6 pct. og et aktieafkast på hele 16,4 pct. Aktierne klarede sig dermed noget



bedre end obligationerne. En ikke uvæsentlig del af afkastet skyldtes, at danske kroner blev svækket i forhold til specielt amerikanske dollar.

Aktieporteføljens performance var især positivt påvirket af de gennemsnitlige aktievalg indenfor industriområdet og finans. Begge blev forstærket af, at områderne var overvægtet. Især investeringerne i den japanske producent af industrirobotter Fanuc og den japanske producent af industrielt glas Asahi Glass bidrog positivt sammen med de europæiske banker ING (Holland) og Erste Bank (Østrig). På den negative side var det især de gennemsnitlige investeringsvalg inden for varigt forbrug og stabilt forbrug, der bidrog negativt.

I obligationsporteføljen var det primært statsobligationerne, som med et afkast på mere end 5 pct. bidrog mest til obligationsafkastet. Porteføljen af realkreditobligationer gav et beskedent negativt afkast. Endelig gav kreditobligationerne et afkast på ca. 4,4 pct.

#### SÆRLIGE RISICI 2015

Aktiemarkedet har gennem de seneste år udvist høje stigninger, bl.a. som følge af en stadig ekspansiv pengepolitik, høj indtjening i virksomhederne, forbedrede makroøkonomiske nøgletal i Europa og fortsat fremgang i USA. Det lader dog til, at den ekspansive pengepolitik har været et meget vigtigt element i udviklingen. Første halvår 2015 har endnu engang vist, at det er vanskeligt at styre de finansielle markeder, selvom centralbankerne gerne vil. Man kan ikke længere argumentere for, at aktierne er meget billige, og der er en risiko for, at skuffelser omkring den økonomiske udvikling kan medføre faldende aktiekurser. De fleste forventer, at den amerikanske centralbank vælger at hæve renten i andet halvår af 2015. Selvom det er bredt annonceret, er der en risiko for, at stigende pengepolitiske renter i USA kan ramme både aktier og obligationer.

#### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Hos Maj Invest forventer vi, at den igangværende forbedring af konjunkturerne vil fortsætte og både Europa og USA vil opleve fornuftig vækst i andet halvår af 2015. Det er vurderingen, at dette vil understøtte aktier som aktivklasse og sikre, at de vil klare sig bedre end obligationer også i andet halvår 2015.

Generelt er volatiliteten på de finansielle markeder dog øget gennem den seneste periode. Specielt er udsving i renter og valutakurser store i et historisk perspektiv. Der er risiko for, at aktierne kan blive påvirket, såfremt renterne stiger. Det er Maj Invests forventning, at en evt. korrektion i andet halvår vil være begrænset og forholdsvis hurtigt overstået.

Med det udgangspunkt forventes det, at afdelingen opretholder en høj eksponering mod de dele af aktiemarkedet, der handler til de laveste multipler i forhold til det enkelte områdes historiske niveauer, og hvor sandsynligheden for hævede indtjeningsforventninger er størst. Det kan være konjunkturfølsomme områder som finans, industri og teknologi.

I obligationsporteføljen fastholdes en relativt lav rentefølsomhed på ca. 3,6 år. I løbet af første halvår ændrede afdelingen rammerne således, at rentefølsomheden kan være mellem 0 og 9 år. I forbindelse med rentestigningerne i maj og juni måned, hvor især de danske realkreditobligationer havde det svært, blev rentefølsomheden øget. Renterne skal dog stige en del fra niveauet ved halvårsskiftet, før varigheden øges væsentligt. Samtidig blev eksponeringen mod valutaer uden for Europa nedbragt. Efter den store styrkelse af dollar gennem 2014 og første halvår 2015 er vi påpasselige med at øge eksponeringen i forhold til særligt dollar og pund. Nogle emerging markets-valutaer har dog tabt lige så meget eller mere i forhold til dollar og er på den baggrund mere attraktivt prissat.

Trods store kursfald på aktiemarkedene i løbet af august måned, forventes det som følge af det betydelige positive resultat i første halvår, at afkastet for hele 2015 vil være positivt. Afkastet kan blive højere eller lavere end for kategorien af sammenlignelige afdelinger hos Morningstar, da afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi.

Til illustration af usikkerheden ved at investere i afdelingen henvises til tabellen over historiske afkast side 6. Her fremgår det, at afdelingens afkast har været mellem -8 og +13 pct. de seneste ni år. Der er således en betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkastet for resten af 2015.

## PENSION

## Resultatopgørelse

	01.01.-30.06.2015 1.000 DKK	01.01.-30.06.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter	10.900	9.817
Kursgevinster og -tab	43.534	18.873
Administrationsomkostninger	-1.895	-1.699
Resultat før skat	52.539	26.991
Rente- og udbytteskat	-500	-382
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>52.039</b>	<b>26.609</b>

## Balance

	30.06.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
<b>Aktiver</b>		
Likvide midler	6.845	6.198
1 Obligationer	453.448	372.832
1 Kapitalandele	315.363	275.399
Andre aktiver	4.452	6.835
<b>Aktiver i alt</b>	<b>780.108</b>	<b>661.264</b>
<b>Passiver</b>		
2 Medlemmernes formue	764.659	650.501
1 Afledte finansielle instrumenter	554	0
Anden gæld	14.895	10.763
<b>Passiver i alt</b>	<b>780.108</b>	<b>661.264</b>

Note 1: Finansielle instrumenter i pct.	30.06.2015	30.06.2014
Børsnoterede	100,1	100,0
Øvrige	-0,1	0,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Note 2: Medlemmernes formue	30.06.2015 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	650.501
Udlodning fra sidste år	-29.703
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning	-2.607
Emissioner i perioden	94.711
Indløsninger i perioden	-613
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	331
Periodens resultat	52.039
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>764.659</b>

Nøgletal for halvåret	30.06.2015	30.06.2014
Afkast (pct.) *)	7,92	4,68
Indre værdi (DKK pr. andel)	122,46	115,18
Administrationsomkostninger (pct.) *)	0,25	0,29
Medlemmernes formue (t.DKK)	764.659	607.742
Antal andele	6.244.307	5.276.469
Stykstørrelse i DKK	100	100

\*) Disse nøgletal er opgjort for 01.01. - 30.06. og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten.

## MAJ INVEST KONTRA

### LÆSEVEJLEDNING

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

### RISIKOPROFIL

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

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

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

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

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

### STAMDATA

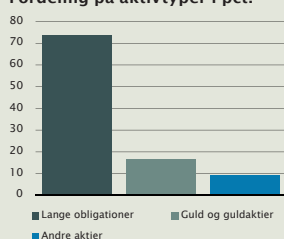
Fondskode: DK0060037455  
 Startdato: 11.06.2006  
 Valuta: Danske kroner  
 Stykstørrelse: 100 kr.  
 Udbyttebetalende: Nej  
 Investeringsrådgiver: Fondsmæglerselskabet Maj Invest  
 Porteføljemanager: Peter Mosbæk  
 IFB-kategori: Blandede afd.  
 Morningstar Kategori™: Alternativ - Øvrige

Afkast	1. halvår 2015	Siden start
Afdelingen	4,3 %	73,6 %

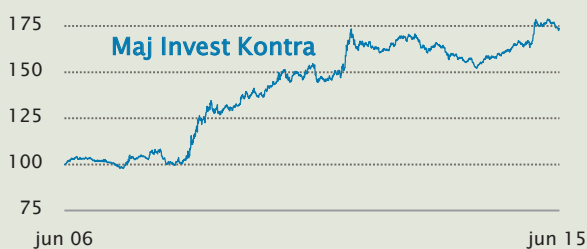
### Morningstar Rating™

Ikke ratet

### Fordeling på aktivtyper i pct.



### VÆRDIUDVIKLING HVAD ER 100 DKK BLEVET TIL?



### RISIKOINDEKATOR

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

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

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 4,3 pct. Maj Invest Kontra har intet sammenligningsindeks.

Afdelingens målsætning er at give et væsentligt positivt afkast i perioder med uro på de finansielle markeder og dermed yde beskyttelse til investors portefølje. I gode år er det målet at give et afkast på niveau med pengemarkedet, mens målet er skabe et betydeligt positivt afkast i dårlige år.

### MARKEDET

I januar annoncerede Den Europæiske Centralbank opkøb af statsobligationer for at leve op til inflationsmålsætningen på knap 2 pct. Det var sandsynligvis med i overvejelserne at presse renterne på sydeuropæiske obligationer ned, da flere sydeuropæiske lande er afhængige af lave renter for bare at kunne bremse stigningen i statsgælden. Den umiddelbare reaktion var lavere renter, en svagere euro og stigende aktier. Europæiske aktier har siden gældskrisen i 2012 haltet kraftigt efter amerikanske aktier. I første halvår blev noget af dette efterslæb indhentet. Mens aktiekursstigningerne blev fastholdt gennem første halvår, var rentefaldet midlertidigt. 10-årige tyske statsrenter bundede i 0,05 pct., mens spanske og italienske 10-årige statsrenter var på ca. 1,25 pct., da de var lavest. Efterfølgende steg de tyske til 0,76 pct., mens de italienske og spanske passede 2,3 pct. Det er stadig meget lavt, men noget højere end ved årets begyndelse. Investorerne blev mindet om, at renter også kan stige, og mange vil være tilbageholdende med at handle renterne tilbage på de meget lave niveauer. Det er sandsynligt, at nogle af de obligationsinvestorer, som har fået gode afkast de seneste år, vil trække sig fra markedet. Det kan betyde yderligere rentestigninger. ECB fortsætter opkøbene i andet halvår, hvilket vil dæmpe rentestigningerne og eventuelt presse renterne ned.

Første halvår viste fornuftige væksttal fra Europa. Efter en årrække med svag eller negativ vækst, er der tegn på, at Europa er på vej ind i en periode med "normal" vækst. Man bør være opmærksom på, at væksten kommer efter en lang periode med lav vækst, og at der medio 2015 er medvind til europæisk økonomi fra en lav oliepris, lave renter og en svag valuta. På længere sigt vil den generelt høje gæld dæmpe væksten, ligesom den stagnerende arbejdsstyrke vil trække ned.

Grækenland trak overskrifter i første halvår. Mod halvårets afslutning eskalerede situationen i Grækenland yderligere, og ved indgangen til andet halvår var usikkerheden om Grækenlands fremtid i euroen meget stor.

#### PERFORMANCE

Afkastet for første halvår var tilfredsstillende. En stor del blev skabt i januar måned, hvor den amerikanske dollar steg kraftigt, samtidig med at renterne faldt markant, og aktierne steg. Særligt den styrkede dollar påvirkede afkastet positivt. I årsrapporten 2014 står, at afdelingen ville mindske dollareksponeringen i 2015, såfremt styrkelsen fra andet halvår 2014 fortsatte. Det er sket, og eksponeringen mod dollar var ved udgangen af halvåret tæt på nul. Markedet kom i en situation, hvor "alle" var sikre på, at dollaren fortsat skulle styrkes. Det var Maj Invests vurdering, at risikoen for, at markedet ville blive skuffet, og at dollaren ville kunne svækkes, var stor.

I aktieporteføljen klarede især medicinalaktierne sig godt med et afkast på 10 pct. i lokal valuta og 20 pct. i danske kroner. For de stabile forbrugsaktier var det valutakursbevægelserne, der betød, at de gav et positivt afkast på ca. 2,5 pct. målt i danske kroner.

Målt i dollar faldt guldprisen i første halvår 2015 et par procent. Målt i danske kroner nød guldet godt af styrkelsen i dollar. Guldmineaktierne fortsatte tendensen fra 2014 og skiftevis steg og faldt kraftigt i halvåret. Som konsekvens blev afdelingens eksponering mod guldmineaktier mindsket til fordel for fysisk guld via ETF'er. Samlet set gav guldeksponeringen et negativt bidrag i dollar, men ca. 6 pct. målt i danske kroner.

Obligationsporteføljen blev ramt af rentestigningerne, men norske kroner og især dollar blev styrket. Samlet set gav obligationsporteføljen et afkast på ca. 5,6 pct. Eksponeringen mod amerikanske statsobligationer blev løbende nedbragt til fordel for primært danske realkreditobligationer. Samlet set var valutaeksponeringen i afdeling Kontra ved udgangen af første halvår 2015 væsentligt reduceret i forhold til begyndelsen af året.

#### SÆRLIGE RISICI

Maj Invest Kontra investerer i fire aktivtyper, som inve-

storer normalt søger mod i svære tider: guld og guldmineaktier, globale defensive aktier med tilknyttet af-dækning, korte obligationer i stærke valutaer samt lange statsobligationer i lande med stærke balancer. Afkastet vil være afhængigt af, hvordan disse aktiver klarer sig. Såfremt der kommer yderligere opsving i verdensøkonomien, er der risiko for, at afdeling Kontra falder i værdi. Målsætningen er uændret: afdelingen skal give et positivt afkast i svære tider. Det betyder, at det modsatte kan gøre sig gældende i gode tider.

#### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Afdeling Kontra har i en periode haft beskeden aktieafdækning, da Maj Invest har været positiv på aktier. Da aktier generelt er steget de senere år, har det været en fornuftig strategi. I andet kvartal er andelen af defensive aktier nedbragt fra 20 til 10 pct. af formuen, samtidig med at aktieafdækning på ca. 10 pct. af formuen er fastholdt. Dermed er andelen af defensive aktier nedbragt med næsten 20 procentpoint over det seneste år. Ultimo juni blev aktieafdækningen øget via solgte aktiefutures fra ca. 10 pct. af formuen til ca. 21 pct. Dermed var afdeling Kontra ved indgangen til andet halvår positioneret mod fald i aktier. Maj Invests vurdering var, at aktier generelt godt kan håndtere mindre rentestigninger, men efter et flot halvår, steg risikoen for en korrektion. Aktieafdækningen er dog lavere end i f.eks. 2008 og 2011. Det er et fokusområde, og afdelingen er klar til at øge afdækningen i aktier yderligere, hvis det vurderes, at aktiemarkedet for alvor kan blive ramt af en korrektion.

På aktiemarkedet er der stadig flere segmenter, der har nået en urealistisk høj prissætning. Det gælder mange kinesiske aktier og aktier inden for biotek. Iso-leret set kan de to segmenter næppe trække det generelle aktiemarked ned i en længere periode, men breder det sig til flere områder, skal man være opmærksom. Især kinesiske aktier fik stor opmærksomhed i juni måned med et fald på knap 20 pct. og igen i august måned. Samlet set steg kinesiske aktier markant i første halvår 2015.

Afdelingen forventes at give et positivt afkast i 2015 i overensstemmelse med afdelingens målsætning udtrykt ovenfor. Det er forbundet med stor usikkerhed at forudsige afdelingens afkast.

## MAJ INVEST KONTRA

### Resultatopgørelse

	01.01.-30.06.2015 1.000 DKK	01.01.-30.06.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter	6.364	8.081
Kursgevinster og -tab	21.414	30.885
Administrationsomkostninger	-4.711	-4.620
Resultat før skat	23.067	34.346
Rente- og udbytteskat	-344	-561
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>22.723</b>	<b>33.785</b>

### Balance

	30.06.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
<b>Aktiver</b>		
Likvide midler	44.391	48.937
1 Obligationer	539.064	342.009
1 Kapitalandele	192.797	215.201
1 Afledte finansielle instrumenter	9.049	1.912
Andre aktiver	6.023	5.065
<b>Aktiver i alt</b>	<b>791.324</b>	<b>613.124</b>
<b>Passiver</b>		
2 Medlemmernes formue	788.217	608.844
1 Afledte finansielle instrumenter	1.628	4.103
Anden gæld	1.479	177
<b>Passiver i alt</b>	<b>791.324</b>	<b>613.124</b>

Note 1: Finansielle instrumenter i pct.	30.06.2015	30.06.2014
Børsnoterede	100,0	100,1
Øvrige	0,0	-0,1
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Note 2: Medlemmernes formue	30.06.2015 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	608.844
Emissioner i perioden	161.267
Indløsninger i perioden	-5.196
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	579
Periodens resultat	22.723
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>788.217</b>

Nøgletal for halvåret	30.06.2015	30.06.2014
Afkast (pct.) *)	4,26	4,95
Indre værdi (DKK pr. andel)	173,65	160,41
Administrationsomkostninger (pct.) *)	0,67	0,71
Medlemmernes formue (t.DKK)	788.217	606.554
Antal andele	4.539.137	3.781.307
Stykstørrelse i DKK	100	100

\*) Disse nøgletal er opgjort for 01.01. - 30.06. og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten.

## MAJ INVEST MAKRO

### LÆSEVEJLEDNING

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

### RISIKOPROFIL

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

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

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

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

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

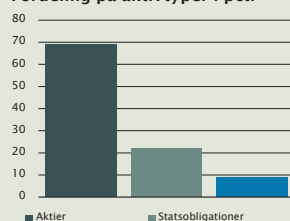
### STAMDATA

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

Afkast	1. halvår 2015	Siden start
Afdelingen	10,1 %	28,1 %

Morningstar Rating™  
Rates i 2016

Fordeling på aktivtyper i pct.



### VÆRDIUDVIKLING HVAD ER 100 DKK BLEVET TIL?



### RISIKOINDIKATOR

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



Afdelingen gav i første halvår af 2015 et afkast på 10,1 pct. Maj Invest Makro har intet sammenligningsindeks. Afdelingen gav et afkast, der var 4,4 procentpoint højere end kategorien af blandede afdelinger med fleksibel allokering hos Morningstar.

Afkastet for første halvår indfrier forventningerne udtrykt i årsrapporten for 2014.

Afdelingen investerer både i aktier og obligationer fra hele verden. Det er målsætningen, at afdelingen i år, hvor aktier klarer sig dårligt, skal undgå at tabe penge. I gode år skal afdelingen give et betydeligt positivt afkast. Det betyder, at der vil være stor forskel på fordelingen mellem aktier og obligationer alt efter de aktuelle udsigter på finansmarkedene og den globale økonomiske situation. Investeringsrammerne er meget brede og giver mulighed for, at hele formuen kan investeres i henholdsvis aktier og obligationer.

### MARKEDET

Selvom det var ventet fik ECB's udmelding i første kvartal om støtteopkøb af obligationer renterne til at styrtdykke, de europæiske aktier til at stige og euroen til at falde kraftigt overfor dollar. I andet kvartal blev hele rentefaldet reverseret, og renterne var ved udgangen af halvåret generelt højere end ved årets begyndelse. Aktierne lå stadig højere end ved årets begyndelse, og euroen var svagere end ved årets begyndelse. Udviklingen viser dog, at centralbankerne ikke fuldstændigt kan styre de finansielle markeder. Det giver nok lidt hovedpine i ECB, da rentestigningerne kombineret med endnu en langstrakt føljeton omkring Grækenlands gæld har betydet, at renterne for de øvrige sydeuropæiske lande er steget. Med det høje gælds niveau i f.eks. Italien er der stort behov for meget lave renter, hvis ikke gælden skal fortsætte med at stige.

Selvom aktiemarkedene i Europa og USA udviklede sig forskelligt, var det valutakurs-justerede afkast næsten ens i første halvår, eftersom ECB havde held til at styrke europæiske aktier generelt og den amerikanske dollar i særdeleshed med den førte pengepolitik. Opblusningen af krisen i Grækenland og svage nøgletal fra den kinesiske økonomi i foråret var med til at sende første kvartals stigninger på en kraftig retur i løbet af maj og juni.

## PERFORMANCE

Siden etableringen har afdelingen haft en overvægt af aktier. Eksponeringen mod aktier har konstant udgjort ca. 70 pct. af afdelingens formue, mens obligationer har udgjort de resterende 30 pct. Dette har overordnet set været en rigtig vurdering. I første halvår 2015 klarede aktierne sig igen bedre end obligationerne. En ikke ubetydelig del skyldes, at euro og danske kroner blev svækket markant i forhold til amerikanske dollar. Samlet set gav aktierne et afkast på 14,5 pct., mens obligationsporteføljen gav et afkast på knap 4 pct.

I den overordnede aktieportefølje var den absolut bedste investering i halvåret det amerikanske sundhedsforsikringsselskab Cigna Corp., der steg mere end 70 pct. i perioden efter fornyet konsolideringsfokus i sektoren. Derudover var der betydeligt positive bidrag fra det kinesiske medicinselskab Sinopharm og den engelsk gasgigant BG Group Plc. Begge viste stigninger på over 35 pct. Halvårets ringeste investering var den asiatiske varehuskæde, Parkson Retail, der faldt mere end 36 pct. Den sydafrikanske emballagevirksomhed Nampak og casinoet Sands China faldt begge mere end 20 pct. i første halvår.

## SÆRLIGE RISICI 2015

Maj Invest Makro investerer i globale aktier og obligationer med fokus på aktiv allokering mellem de to investeringsområder. I en afdeling, der investerer i både aktier og obligationer, vil den vigtigste investeringsbeslutning oftest være allokeringen mellem aktier og obligationer. Afkastforskellen mellem de to aktivklasser kan være meget stor og vil ofte betyde mere for det samlede afkast end valget af det enkelte værdipapir. For afdelingen er kvaliteten af beslutningerne om den løbende fordeling mellem de to aktivklasser den væsentligste risikofaktor.

## FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Maj Invest forventer, at aktier også i den resterende del af 2015 vil klare sig bedre end obligationer. På trods af at aktier er steget kraftigt de seneste år vurderes det, at en fortsat bedring i økonomien vil kunne danne grundlag for øget indtjening i virksomhederne og dermed fornuftige afkast til aktieinvestorerne. Derfor fastholdes indtil videre en fordeling på 70 pct. aktier og 30 pct. obligationer. Aktier er generelt ikke så

billige, som det var tilfældet for et år siden, og der er flere begivenheder, som midlertidigt kan ramme aktierne. Det inkluderer den græske gæld, amerikanske rentestigninger og ikke mindst begivenheder, som der ikke på nuværende tidspunkt er fokus på. Derfor er potentialet mindre end tidligere.

I begyndelsen af året havde obligationsporteføljen en meget lav rentefølsomhed. Vurderingen var, at renterne var så lave, at det ikke gav mening at investere i lange obligationer. Efter rentestigningerne blev rentefølsomheden øget en smule via køb af lange danske realkreditobligationer, som generelt har tabt meget i forhold til andre obligationstyper. Rentefølsomheden er stadig begrænset. Derudover blev valutaeksponeringen i obligationsporteføljen nedbragt efter den kraftige svækkelse af euroen. Det skete via salg af amerikanske statsobligationer og udvalgte emerging markets-obligationer. Eksponeringen mod svenske kroner blev i stedet øget. Europæiske kreditobligationer er i slutningen af første kvartal blevet mere attraktive uden at være blevet decideret billige. Falder kursen yderligere kan det blive relevant at øge eksponeringen.

Trods store kursfald på aktiemarkedene i løbet af august måned, forventes det som følge af det betydelige positive resultat i første halvår, at afkastet for hele 2015 vil være positivt. Afkastet kan blive højere eller lavere end for kategorien af sammenlignelige afdelinger hos Morningstar, da afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. Det skal bemærkes, at der altid er en betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige fremtidige afkast.

## MAJ INVEST MAKRO

## Resultatopgørelse

	01.01.-30.06.2015 1.000 DKK	01.01.-30.06.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter	3.623	3.063
Kursgevinster og -tab	21.008	8.243
Administrationsomkostninger	-1.144	-779
Resultat før skat	23.487	10.527
Rente- og udbytteskat	-319	-192
Halvårets nettoresultat	23.168	10.335

## Balance

	30.06.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
<b>Aktiver</b>		
Likvide midler	11.390	5.476
1 Obligationer	110.095	72.617
1 Kapitalandele	187.784	131.162
1 Afledte finansielle instrumenter	476	269
Andre aktiver	2.194	1.557
Aktiver i alt	311.939	211.081
<b>Passiver</b>		
2 Medlemmernes formue	305.834	210.786
1 Afledte finansielle instrumenter	476	269
Anden gæld	5.629	26
Passiver i alt	311.939	211.081

Note 1: Finansielle instrumenter i pct.	30.06.2015	30.06.2014
Børsnoterede	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Note 2: Medlemmernes formue	30.06.2015 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	210.786
Emissioner i perioden	72.268
Indløsninger i perioden	-643
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	255
Periodens resultat	23.168
Medlemmernes formue ultimo	305.834

Nøgletal for halvåret	30.06.2015	30.06.2014
Afkast (pct.) *)	10,05	5,94
Indre værdi (DKK pr. andel)	127,37	107,93
Administrationsomkostninger (pct.) *)	0,39	0,43
Medlemmernes formue (t.DKK)	305.834	186.030
Antal andele	2.401.168	1.723.613
Stykstørrelse i DKK	100	100

\*) Disse nøgletal er opgjort for 01.01. - 30.06. og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten.



# FÆLLES NOTER

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

## NOTE 1: ANVENDT REGNSKABSPRAKSIS

Anvendt regnskabspraksis i halvårsrapporten er uændret i forhold til den anvendte regnskabspraksis for årsrapporten for 2014.

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

## NOTE 2: NØGLETAL

### Indre værdi, IV

Udtrykker værdien i kroner pr. andel og beregnes som:

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

### Afkast

Beregnes således:

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

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

### Sammenligningsafkast

Sammenligningsafkast er en opgørelse af udviklingen

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

### Administrationsomkostninger i pct.

Beregnes som:

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

Som »administrationsomkostninger« anvendes den tilsvarende post i resultatopgørelsen, og »medlemmernes gennemsnitlige formue« er beregnet som et simpelt gennemsnit af formuens værdi ved udgangen af hver måned i regnskabsperioden.

### ÅOP

Beregnes som summen af følgende fire elementer:

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

### Kurs ultimo halvåret

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

# LEDELSESPÅTEGNING

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato behandlet og godkendt nærværende halvårsrapport for perioden 1. januar til 30. juni 2015.

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

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

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

København, den 28. august 2015

Direktion:  
Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S

Jens Lohfert  
Adm. direktør

Bestyrelse:

  
Mads Krage  
Formand

  
Ole Risager  
Næstformand

  
Mette Kynne Frandsen

  
Carsten Koch

# 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
- 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

INVESTERINGSFORENINGEN

# MAJ INVEST

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