

INVESTERINGSFORENINGEN MAJ INVEST

# ÅRSRAPPORT 2014

INVESTERINGSFORENINGEN

MAJ  
INVEST

# INDHOLD

## SÅDAN LÆSES ÅRSRAPPORTEN

Investeringsforeningen Maj Invest består af 11 afdelinger. Hver afdeling aflægger separat regnskab og afdelingsberetning. Regnskaberne viser afdelingernes økonomiske udvikling i året samt giver en status ultimo året. I afdelingsberetningerne kommenteres afdelingernes resultater i året 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
Resultater og udbytter	6
Maj Invest vokser	10
Omkostninger og distribution	13
Usædvanlige forhold og hændelser efter regnskabsårets afslutning	15
Finansmarkederne	18
Afkast- og risikoprofiler	20
Ledelsens øvrige hverv	26
Beretning og årsregnskab for afdelingerne	
Maj Invest Danske Aktier	28
Maj Invest Europa Aktier	32
Maj Invest Aktier	36
Maj Invest Value Aktier	40
Maj Invest Emerging Markets	44
Maj Invest Global Sundhed	48
Maj Invest Danske Obligationer	52
Maj Invest Obligationer	56
Maj Invest Pension	60
Maj Invest Kontra	64
Maj Invest Makro	68
Fælles noter:	
Anvendt regnskabspraksis	72
Oversigt over udbytternes skattemæssige fordeling	76
Revisionshonorar	76
Bestyrelseshonorar	76
Væsentlige aftaler	76
Ledelsespåtegning	79
Den uafhængige revisors erklæringer	80
Samarbejdsbanker	81

## FINANSKALENDER 2015

18. marts	Årsrapport offentliggøres
15. april	Ordinær generalforsamling
28. august	Halvårsmeddelelse udsendes

## Kære investor og andre Maj Invest-interesserede

Det tyder på, at 2015 bliver endnu et godt aktieår. Der er to forhold, der særligt er værd at bemærke som aktieinvestor. For det første har verdensøkonomien det grundlæggende godt. Særligt USA trækker i den rigtige retning, og amerikanerne er nu for alvor inde i et klassisk konjunkturopsving. For det andet er aktiemarkedet priset sådan, at det er rimeligt at forvente, at det vil give den langsigtede investor et gennemsnitligt afkast på ca. 6 pct. om året, når vi ser på udbytter og indtjeningsvækst i forhold til kursniveauet ved indgangen til 2015. Alternativet er at købe obligationer med intet eller meget lavt afkast. Obligationer skal, som verden ser ud lige nu, købes for at sprede risikoen - ikke for at få et afkast.

2014 blev et overraskende godt år for obligationsinvestorerne, og det er bemærkelsesværdigt, at renten på den 10-årige danske statsobligation faldt hver eneste måned i 2014. Aktieinvestorerne fik generelt også høje afkast, men den svage udvikling i Europa holdt afkastet nede på 6-8 pct. i to af foreningens aktieafdelinger.

### Aktiv forvaltning

I Maj Invest er vi overbeviste om, at vi gennem aktiv forvaltning kan skabe et merafkast til den langsigtede investor. Efter omkostninger vel at mærke. Tallene på side 7 længere inde i årsrapporten vidner om, at det har været tilfældet indtil nu.

Vi har fra starten givet vores porteføljerådgivere et klart mandat til at bruge deres faglighed og erfaring til at træffe aktive valg og ikke blot følge strømmen, når de udvælger aktier og obligationer til porteføljen.

Maj Invest er kendetegnet ved en høj *active share*, for vores porteføljer ligner ikke gennemsnittet. Det skal dog ikke forstås således, at vi ofte handler og skifter ud. Tværtimod.

Det betyder samtidig, at vi som investorer må være tålmodige og forberedte på, at den enkelte afdeling kan have gode og mindre gode år i forhold til resten af markedet. Investering handler om at få et godt gennemsnitligt afkast på den lange bane.

### Kvalitet

I Maj Invest bestræber vi os på at levere produkter af høj kvalitet. Det betyder helt grundlæggende at tilbyde produkter, som du kan være tryk ved. Produkter, hvor risikoen ikke er unødigt stor, og hvor afkastet efter omkostninger over en årrække ligger i den bedste ende af, hvad du som investor kan forvente.

Vi bliver ofte spurgt, hvordan afkast og udbytter hænger sammen. For hvorfor er udbytterne seks eller syv kroner, når afkastet er mange gange højere? Som investor er det vigtigt at holde fokus på afkastet. Afkastet er summen af kursstigninger og udbytter. Altså det, du har tjent. Udbyttet er den del, du automatisk får udbetalt. Skattereglerne dikterer, hvor meget afdelingerne giver i udbytte. Ønsker du at få en større del af afkastet udbetalt, så kan du sælge et antal investeringsbeviser og frigøre kapital, samtidig med at du fastholder din oprindelige investering.

God fornøjelse med læsningen.

Mads Krage, formand

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

#### Investeringsforvaltningsselskab:

Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S udfører en række administrative og investeringsmæssige opgaver i forbindelse med den daglige drift af foreningens.

**Depotbank:** Skandinaviska

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

**Revision:** Ernst & Young P/S.  
Foreningens revisorer har til opgave at revidere foreningens årsregnskab.

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

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

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

# LEDELSESBERETNING

Det er seks år siden, at global økonomi blev ramt af finanskrisen. I foråret 2009 faldt vækstraten i global økonomi til 0 pct., hvilket blev krisens globale lavpunkt. USA og Europa havde kortvarigt vækstrater på omkring minus 4 pct. De globale aktiemarkeder var faldet med 50 pct., siden krisens "officielle" start i september 2008. Verdens investorer var pessimistiske.

Ved indgangen til 2015 ser verden helt anderledes ud. Global vækst er omkring 3,5 pct., og væksten i USA var 5 pct. p.a. i tredje kvartal 2014. Alle større centralbanker har sat renterne ned, i Europa, Japan og USA endda til 0 pct., og de har samtidig pumpet betydelige likvide midler ud i økonomien ved obligationskøb (QE-programmer) eller udlån til bankerne. Nogle emerging markets-lande har været tvunget til at gå modsat. De oplevede i 2013 et pres på deres valutakasser, fordi investorerne begyndte at vende tilbage til USA og Europa. Indien, Brasilien, Tyrkiet og særligt Rusland var nødt til at stramme pengepolitikken og hæve renterne.

I store træk er billedet af global økonomi pænt: solid økonomisk vækst, meget lave renter, begyndende investeringer i erhvervslivet, og selv i Europa har stabiliteten indfundet sig. Senest er væksten i detailhandlen kravlet op mod 2 pct. Sammen med andre indikatorer tyder det på, at Europa endelig er på vej fremad.

## INFORMATIONSMØDER

Investeringsforeningen Maj Invest lægger stor vægt på, at medlemmerne har direkte adgang til at møde beslutningstagerne bag foreningens investeringer. Det har derfor været meget tilfredsstillende at byde flere end 2.200 interesserede velkommen til 16 informationsmøder rundt om i landet i 2014. Her har der været lejlighed til at møde porteføljemanagerne bag afdelingerne og til at gå i dybden med de afgørende tendenser i global økonomi.

Programmet for møderne i 2015 offentliggøres på [majinvest.dk](http://majinvest.dk) i løbet af første halvår. Du skal være meget velkommen.

IMF har lavet et skøn for vækstraterne i 2015 og forventer en global vækst på 3,2 pct. I spidsen ligger Kina og emerging markets med en vækst på 5-7 pct., USA følger efter med en vækstrate på 3 pct., mens Europa og Japan må nøjes med 1 pct. Det særligt opløftende er, at USA har en vækst, som er bredt funderet i et egentligt konjunkturopsving. Både privatforbrug, erhvervsinvesteringer og boligbyggeri er i fremgang.

I Kina har man kæmpet med ubalanceret vækst siden finanskrisen. Eksport og boligbyggeri i Kina har det svært, men til gængæld har den kinesiske regering fremskyndet et omfattende investeringsprogram for syv vigtige sektorer. De samlede investeringer i infrastruktur kommer op på 1.100 mia. dollar, hvilket gør, at væksten i Kina kan holdes i nærheden af 7 pct. p.a. Bemærk, at den meget offensive finanspolitik i USA under finanskrisen indeholdt offentlige udgiftsstigninger på 800 mia. dollar. Med andre ord, selvom Europa og Japan måtte få svag vækst i 2015, vil global økonomi alligevel klare sig godt.

## OLIEPRISFALDET

Olieprisfaldet har været markant. Fra et niveau på 115 dollar pr. tønde i sommeren 2014 er olien faldet til omkring 50 dollar i begyndelsen af 2015. Faldet har overrasket mange, særligt fordi Saudi-Arabien åbent har udtalt, at de ønsker et prisfald for at sikre deres egen markedsandel både på kort og lang sigt. Den enorme produktion af skiferolie i USA og de store investeringer i nye energikilder har bekymret Saudi-Arabien, og samtidig har det belastet OPEC-samarbejdet. Alle vil gerne producere mere olie, og derfor er markedet ramt af betydeligt overudbud, hvilket kun kan give prisfald.

Olieprisen er i økonomisk fagsprog "uelastisk". Man bruger ikke mere olie, selvom prisen falder. Derfor falder prisen meget og hurtigt. Det har mange positive effekter. Besparselsen kommer meget hurtigt ud til forbrugerne i kraft af lavere energi- og benzinpriser, mens den lavere investeringsaktivitet i energisektoren slår langsommere igennem.

Flere olielande opsparer store valutaeserver, og den kortsigtede effekt af olieprisfaldet er derfor alene et fald i deres valutaeserver. Den anerkendte kapitalforvalter Bridgewater i USA har opgjort effekten af

olieprisfaldet til en forøgelse af væksten i global økonomi på 0,3 procentpoint i 2015, såfremt olienprisen holder sig omkring 60 dollar. Dette slår meget forskelligt igennem i de enkelte lande. Europa, Indien, Kina, Japan og USA er de store vindere i denne omfordeling af olieformuen.

De negative effekter rammer olielandene og energivirkomhederne. Mange olieselskaber er dybt gældsatte og rammes hårdt, og vi kan forvente kapitalkriser og konkurser i flere af de meget gældsatte olieselskaber særligt i emerging markets. Petrobras i Brasilien har eksempelvis en gæld på 139 mia. dollar og er verdens mest gældsatte selskab. Venezuela og Rusland er økonomisk i knæ, ligesom mange lande i Afrika og det tidligere Sovjetunionen vil få betalingsvanskeligheder. Olieserviceindustrien får sin andel af udfordringer, som det bl.a. er set i O.W. Bunker. Men samlet set er olieprisfaldet et stort plus for global økonomi.

#### GRÆSK KRISE OG DEFLATION I EUROPA?

I Europa er det store samtaleemne igen deflationsspø-

gelset og den fortsatte græske krise. Det sidste er en næsten forudseelig tragedie. Anti-euro-partiet Syriza fik ved valget i Grækenland i januar 2015 36 pct. af stemmerne og blev regeringsbærende. Fremgangen er baseret på en idé om ikke at overholde EU-aftalerne om besparelser og gældsbetalinger. Konsekvensen kan i værste fald blive, at Grækenland forlader euroen. Det vil kunne håndteres. Eurolandene har i 2014 gennemført bankunionen, og ECB har skabt enighed bag sin meget lempelige pengepolitik og sin finansielle opbakning til de lande, som overholder gælds-aftaler. I modsætning til 2011 vil den finansielle uro efter et græsk stop for betaling til långiverne næppe forplante sig til Irland, Spanien, Portugal og Italien.

Den faldende inflation er en problemstilling, der har ramt hele Europa. Inflationen er tæt på at blive til deflation. I Sydeuropa er det allerede sket, og i Nordeuropa er vi tæt på. Heldigvis er den økonomiske vækst langsomt på vej op. Kommer Europa op på 1-2 pct. i vækstrate, som udviklingen i detailhandlen tyder på, vil deflationsspøgelset gradvist forsvinde og priserne så småt begynde at stige.

#### DANMARKS BEDSTE INVESTERINGSFORENING

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 måned efter måned. Ved udgangen af 2014 er Maj Invest således nummer et på den månedlige rangliste fra Morningstar.

For Maj Invest er det afgørende, at alle produkter hver især repræsenterer god kvalitet inden for deres område.

Maj Invest Value Aktier har i marts 2015 modtaget en Morningstar Fund Award for bedste afdeling i kategorien Globale Aktier på baggrund af resultaterne i seneste fem år med særlig vægt på 2014.

Maj Invest Danske Obligationer fik i 2013 og 2014 en Morningstar Fund Award og vandt i kategorien "Bedste Danske Obligationer".

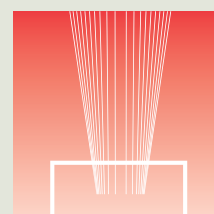
Morningstar Rating™	31-12-2014
Danske Aktier	★★
Europa Aktier	★★★
Aktier	★★★
Value Aktier	★★★★★
Emerging Markets	Ikke rated
Global Sundhed	Ikke rated
Danske Obligationer	★★★★
Obligationer	★★★★
Pension	★★★★
Kontra	Ikke rated
Makro	Ikke rated



Awards  
2013™



Awards  
2014™



Awards  
2015™

Maj Invest forudser lave renter i mange år i forsøget på at holde økonomien i gang. Europa har ingen befolkningstilvækst, faldende arbejdsstyrke og en stor velfærdssektor med et stigende antal "kunder". Mulighederne for at skabe økonomisk vækst på mere end 1 - 2 pct. om året ser ikke ud til at være til stede. Som investor må man forberede sig på lav inflation, lav rente og lav vækst.

### AKTIER MEST ATTRAKTIVE

Aktierne giver med kursniveauet ved indgangen til 2015 et forventet langsigtet afkast på 6-7 pct. pro anno. Det kan variere betydeligt fra år til år, og aktier vil typisk have kursudsving, der er fem gange så store som obligationer. Obligationer giver ved årsskiftet omkring 1 pct. i afkast, hvis man ønsker betryggende sikkerhed, og kun hvis man vælger obligationer fra stærkt forgældede virksomheder eller lande, kan man få 5 pct. afkast.

Dette er årsagen til, at 2015 og 2016 formentlig vil vise en solid udvikling på aktiemarkederne. Ikke fordi aktierne er billige, men fordi alternativet, obligationer, giver meget lave renter. Lægges hertil, at global økonomi holder væksttempoet, og Europa nok retter sig lidt økonomisk set, så kan 2015 blive endnu et godt år for aktieinvestorerne.

Investering handler først og fremmest om at kombinere de investeringskategorier, der forventes at give bedst 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 2015, men for den langsigtede investor, der ikke har brug for at kunne frigøre likviditet de kommende år, forekommer aktier ved årsskiftet at være mere attraktive end obligationer. Læs nærmere om dette i afsnittet om udsigter for finansmarkederne i 2015 på side 18.

### RESULTATER OG UDBYTTER

I de følgende afsnit beskrives resultaterne i de enkelte afdelinger.

#### HÆDER FRA MORNINGSTAR

Det uafhængige analysehus Morningstar hædrede

den 12. marts 2014 Maj Invest Danske Obligationer. Afdelingen fik en Morningstar Fund Award og vandt i kategorien "Bedste Danske Obligationer". Afdelingen vandt ligeledes prisen i 2013 og 2011. Dermed cementerede afdelingen sin position som én af de bedste danske obligationsafdelinger.

I marts 2015 er Maj Invest Value Aktier blevet hædret med en Morningstar Fund Award som bedste afdeling i kategorien Globale Aktier. Prisen er givet på baggrund af resultaterne i 2010 til 2014 med fokus på 2014.

Syv af foreningens afdelinger bliver ratet af Morningstar. Afdeling Danske Aktier fik beskedne to stjerner ved udgangen af 2014, mens den passive afdeling Europa Aktier fik tre stjerner. Det samme fik afdeling Aktier. Maj Invest Danske Obligationer fik fire stjerner.

Maj Invest Value Aktier, Maj Invest Obligationer og Maj Invest Pension fik alle fem stjerner.

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

Stjernerne tildeles, så de afdelinger, der har givet investorerne de højeste risikajusterede 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. Samlet set betyder ratingen, at Maj Invest ved udgangen af 2014 var den bedste investeringsforening i Danmark målt på gennemsnitligt antal stjerner.

#### ÅRETS AFKAST

Når man skal bedømme årets 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™. Merafkastet i forhold til sammenligningsindekset kaldes også performance.

Med denne tilgang er afkastet på 15,3 pct. i afdeling Danske Aktier særdeles tilfredsstillende i absolut forstand. Afdelingen har i 2014 givet et afkast, der er 1,9 procentpoint lavere end sammenligningsindekset og 3,0 procentpoint lavere end den sammenlignelige Morningstar Kategori™. Siden afdelingens lancering i december 2005 har afdelingen givet et afkast, der er højere end såvel sammenligningsindeks som Morningstar Kategori™.

Afkastet i den passivt forvaltede afdeling Europa Aktier på 6,5 pct. er i absolut forstand tilfredsstillende og på niveau med afdelingens sammenligningsindeks. Den tilsvarende Morningstar Kategori™ gav et afkast på 5,4 pct. Afdelingen har som mål at give et afkast tæt på sammenligningsindekset, fraregnet omkostninger, over en længere periode. Afdelingen har siden sin lancering i juni 2007 givet et afkast, der gennemsnitligt er 0,1 procentpoint lavere end sammenligningsindekset, mens afkastet samlet set

er 2,1 procentpoint bedre end den tilsvarende Morningstar Kategori™.

Afdelingerne Aktier og Value Aktier investerer med forskellige strategier begge i globale aktier. I 2014 har de to strategier givet meget forskellige afkast.

Maj Invest Aktier gav et afkast på 8,6 pct., hvilket i absolut forstand er meget tilfredsstillende, men væsentligt under udviklingen i sammenligningsindekset, der steg 19,3 pct. og den sammenlignelige Morningstar Kategori™, der steg 15,2 pct. Afdelingen har de seneste fem år givet et afkast på niveau med den sammenlignelige Morningstar Kategori™ og har siden sin etablering givet et afkast, der er bedre end både sammenligningsindeks og Morningstar Kategori™.

Maj Invest Value Aktier gav et afkast på 26,3 pct., hvilket er særdeles tilfredsstillende i både absolut forstand og set i forhold til afdelingens sammenligningsindeks og Morningstar Kategori™, der steg henholdsvis 19,3 pct. og 15,2 pct. Afdelingen har siden sin lancering i december 2005 givet et merafkast på 47 pct. i forhold til sammenligningsindekset og 60 pct. i forhold til den sammenlignelige Morningstar Kategori™.

Afdeling Emerging Markets gav i det første hele kalenderår efter lanceringen i december 2013 et afkast på 9,5 pct. i 2014. Afkastet er i absolut forstand meget tilfredsstillende, men 1,7 procentpoint lavere

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

Noter: Regnskabsåret 2006 omfatter perioden 18.12.2005 til 31.12.2006. Afdelingerne Pension og Kontra har ikke noget sammenligningsindeks. Merafkast siden start er i forhold til den enkelte afdelings sammenligningsindeks. 1) Afkast i 2007 vedrører perioden 7.6.2007 til 31.12.2007. 2) Afkast i 2013 vedrører perioden 16.12.2013 til 31.12.2013. 3) Afkast i 2008 vedrører perioden 7.11.2008 til 31.12.2008. 4) Afkast i 2006 vedrører perioden 16.6.2006 til 31.12.2006. 5) Afkast i 2013 vedrører perioden 22.3.2013 til 31.12.2013.

end afdelingens sammenligningsindeks. I forhold til den sammenlignelige Morningstar Kategori™ er afkastet 1,0 procentpoint lavere.

Afdeling Global Sundhed har med 23,9 pct. givet et særdeles tilfredsstillende afkast både i absolut forstand og i forhold til afdelingens sammenligningsindeks, der steg 19,3 pct. Den sammenlignelige Morningstar Kategori™ gav et afkast på 34,5 pct.

Afkastet på 4,8 pct. i afdeling Danske Obligationer er i absolut forstand særdeles tilfredsstillende i et år, hvor den risikofrie rente er tæt på nul. Trods det høje afkast har afdelingen givet et lavere afkast end sammenligningsindekset, der kun indeholder danske statsobligationer, og afdelingens Morningstar Kategori™. De gav henholdsvis 5,9 og 5,2 pct.

Afdeling Obligationer gav et i absolut forstand særdeles tilfredsstillende afkast på 6,9 pct., hvilket var højere end sammenligningsindeks og Morningstar Kategori™, der gav henholdsvis 5,9 og 5,8 pct.

Den blandede afdeling Pension gav et i absolut forstand særdeles tilfredsstillende afkast på 7,5 pct., der var 0,9 procentpoint bedre end den sammenlignelige Morningstar Kategori™. Afdelingen har siden lanceringen i december 2005 givet et merafkast på

40,8 procentpoint i forhold til den sammenlignelige Morningstar Kategori™. Afdelingen har ikke et sammenligningsindeks.

Afdeling Kontra er vanskeligere at bedømme, idet 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 forvente et afkast på niveau med pengemarkedet, når aktiemarkederne stiger. Både i absolut forstand og i forhold til afdelingens målsætning er et afkast på 9,0 pct. i 2014 særdeles tilfredsstillende. På grund af afdelingens særlige investeringsområde har den ingen Morningstar Kategori™. Afdelingen har siden lanceringen i juni 2006 givet et afkast på 66,6 pct.

Afdeling Makro blev lanceret i marts 2013, og 2014 er således første hele kalenderår i afdelingens virke. Afkastet blev 13,6 pct., hvilket i absolut forstand er særdeles tilfredsstillende. Afdelingen levede i 2014 dermed op til sin målsætning om at give et højere afkast end afdeling Pension, dog med en højere risiko. Afdelingens Morningstar Kategori™ for afdelinger med dynamisk allokering gav et afkast på 5,1 pct.

## INTERNATIONAL KLASSE

Maj Invest Pension er nummer 20 målt på afkast siden foreningens lancering i slutningen af 2005 blandt 517 blandede afdelinger, der udbydes i hele Europa inden for Morningstar-kategorien Balanceret EUR Moderat Risiko - Global. Blandt afdelinger, der udbydes til private i Danmark, er Maj Invest Pension nummer 3.

Maj Invest Danske Obligationer og Maj Invest Obligationer er henholdsvis nummer 4 og 7 i deres Morningstar-kategorier i perioden blandt alle europæiske investeringsforeninger og fonde. Blandt afdelinger, der udbydes til private i Danmark, er afdeling Obligationer nummer 1.

De globale aktieafdelinger Maj Invest Value Aktier og Maj Invest Aktier ligger henholdsvis nummer 8 og 49 i samme periode blandt 744 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.

### MERAFKAST I FORHOLD TIL MORNINGSTAR KATEGORI™

	3 år	5 år	9 år
Danske Aktier	-3,0	-8,6	+23,3
Europa Aktier	-6,1	-3,1	-
Aktier	-10,2	+2,4	+23,7
Value Aktier	+16,6	+47,4	+60,2
Danske Obl.	+4,4	+3,7	+9,7
Obligationer	+5,5	+10,0	+29,4
Pension	+6,6	+27,2	+40,8

Noter: Merafkast i forhold til Morningstar Kategori™ er beregnet ud fra den sammenlignelige kategori hos (og data fra) Morningstar, der omfatter sammenlignelige afdelinger i Europa. Beregningerne er foretaget for afdelinger med minimum tre års historik.

Note: Afkast efter omkostninger i perioden 1/1-2006 til 31/12-2014. Kun afdelinger med historik i hele perioden indgår.

Kilde: Morningstar Direct.



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

Tabellen på side 7 viser det samlede afkast i alle afdelinger siden deres respektive startdatoer. Som det fremgår, har alle afdelinger givet et afkast på mindst 49 pct., hvis man ser bort fra afdeling Europa Aktier, der har til formål at følge det europæiske aktiemarked, og de to nye afdelinger lanceret i 2013.

Set i forhold til afdelingernes sammenligningsindeks har de siden deres lancering alle klaret sig bedre bortset fra den nye afdeling Emerging Markets og den passive afdeling Europa Aktier.

Afdelingernes Morningstar-kategorier 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 side 8 viser, hvordan afdelingerne i Maj Invest har klaret sig i forhold til deres Morningstar-kategorier. Set over fem kalenderår har fem af seks aktivt forvaltede afdelinger i Maj Invest klaret sig bedre end de konkurrerende produkter i gennemsnit. Foreningens seks oprindelige afdelinger, der ultimo 2014 har ni års historik, har over de ni år alle klaret sig bedre end

deres sammelneglige Morningstar Kategori™.

På side 28 til 71 findes årsregnskaber og afdelingsberetninger for de enkelte afdelinger.

#### UDBYTTER

Årets samlede regnskabsmæssige resultat for alle afdelinger blev på 1.402 mio. kr., og formuen udgjorde ved årets udgang 10.364 mio. kr. Omfanget af emissioner i de udbyttebetalende afdelinger i første kvartal 2015 har betydning for den samlede udbyttebetaling, men ved udgangen af 2014 kunne udbyttebetalingen estimeres til 568,2 mio. kr.

Ni afdelinger i Maj Invest er udbyttebetalende. Afdelingerne Makro og Kontra er akkumulerende og udbetaler derfor ikke udbytte.

Der er ikke nogen direkte sammenhæng mellem det regnskabsmæssige afkast i en afdeling og det udbytte, som afdelingen udlodder. Det skyldes, at det alene er de realiserede skattemæssige gevinster og tab, der skal udloddes. Den del af årets afkast, der ikke udloddes som udbytte, får investor i form af kursstigninger. På side 72 er reglerne for udlodning af udbytte beskrevet mere detaljeret.

Udbytteerne for 2014 er generelt meget høje, og investor skal være opmærksom på, at man selv skal geninvestere udbyttet i afdelingen, såfremt man ønsker, at pengene fortsat skal være investeret.

#### 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
Europa Aktier	-	3,50	2,00	2,00	2,50	2,25	0,00	7,70
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
Emerging Markets	-	-	-	-	-	-	-	0,70
Global Sundhed	-	-	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
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							

Tabellen viser de udbytter, som Maj Invests bestyrelse indstiller til generalforsamlingens godkendelse. Udbytter for regnskabsåret 2014 udbetales efter generalforsamlingen den 15. april 2015. Udbyttet angives i kroner pr. investeringsbevis af nominal værdi på 100 kr. Et udbytte på 4,00 kr. betyder, at investor modtager 4 kr. i udbytte pr. investeringsbevis i den pågældende afdeling og svarer til en udbytteprocent på 4,00.

Kurserne på investeringsbeviserne falder svarende til udbyttets størrelse umiddelbart efter generalforsamlingen.

#### EX-KUPON

Bestyrelsen har på baggrund af de høje udbytter besluttet, at udbyde ex-kupon-beviser i 2015 i to af de mest populære afdelinger: afdeling Obligationer og afdeling Value Aktier.

Ex-kupon-beviserne udbydes fra den 20. januar 2015 og frem til foreningens ordinære generalforsamling.

Investorerne kan i den pågældende periode købe beviser i afdelingerne, uden at de får udbetalt udbytte for 2014. Dette udbytte ville ellers blive beskattet hos investor, selvom vedkommende først har købt beviserne i 2015.

Efter afholdelsen af den ordinære generalforsamling den 15. april 2015 vil andelene uden ret til udbytte blive ombyttet til andele med ret til fremtidigt udbytte.

Vær opmærksom på, at investeringsbeviserne uden ret til udbytte har en særlig fondskode, der sammen med prospektillæg kan findes på [www.majinvest.dk](http://www.majinvest.dk) eller rekvireres ved henvendelse på 33 38 73 00.

#### MAJ INVEST VOKSER

Investeringsforeningen Maj Invest opnåede fremgang i såvel formue som medlemstal i 2014.

#### FORMUE OVER 10 MIA. KR.

Foreningens samlede formue steg i 2014 efter udbetalt udbytte med 2,0 mia. kr. til 10,4 mia. kr. Stigningen er et resultat af et tilfredsstillende nettosalg af investeringsbeviser til nye og eksisterende medlemmer for 0,9 mia. kr., kursgevinster og -fald i de enkelte afdelinger og fragåede udbytter til medlemmerne i april 2014, som ikke i fuldt omfang er blevet geninvesteret i foreningens afdelinger.

Formuestigningen svarer til en vækst på 23 pct., hvilket er på niveau med væksten i det samlede investeringsforeningsmarked. Markedet for investeringsforeninger rettet mod detailkunder voksede med 10 pct. i 2014.

Det er meget positivt, at foreningen fortsat har nydt eksisterende og nye medlemmers tillid igennem 2014, så foreningen har en væsentligt større formue ved udgangen af 2014. Det tages som udtryk for, at foreningen vinder stadig stærkere rodfæste på det danske marked.

Som det fremgår af tabellen nederst, er der stor forskel på udviklingen i de enkelte afdelinger. Afdeling Kontra har været præget af indløsninger i første kvartal 2014 efter en periode med stigende aktiemarkeder og et negativt afkast i 2013. Afdelingen gav imidlertid et fornuftigt afkast for 2014, hvilket har afbødet formuefaldet. Samlet set har afdelingen givet et positivt afkast for de to år 2013 og 2014.

#### FORMUE I MIO. KR. ULTIMO ÅRET DE SENESTE 5 ÅR.

	2010	2011	2012	2013	2014	Ændring 2014
Danske Aktier	154	161	230	279	307	+28
Europa Aktier	249	241	301	366	147	-219
Aktier	685	826	1.027	922	866	-56
Value Aktier	1.273	1.908	2.990	3.860	5.320	+1.460
Emerging Markets <sup>2)</sup>	-	-	-	187	499	+312
Global Sundhed	212	148	151	200	334	+134
Danske Obligationer	521	466	469	472	552	+80
Obligationer	148	208	471	631	868	+237
Pension	224	272	386	546	651	+105
Kontra	902	1.249	1.230	763	609	-154
Makro <sup>1)</sup>	-	-	-	189	211	+22
	4.368	5.480	7.255	8.415	10.364	+1.949

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

# Investeringsforeningen Maj Invest

- Din uafhængige investeringsforening
  - Kan købes gennem alle banker og netbanker
  - Rådgivning i 30 samarbejdsbanker
- Snart 8 år gammel... og mere end 30 års erfaring
  - Gode resultater siden start i 2005
  - Bygger på faglighed og erfarne porteføljemanagere
  - Hånden på kogepladen

Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S | [majinvest.com](http://majinvest.com)

MAJ  
INVEST

4



Søren Hvidberg fra Fondsmæglerselskabet Maj Invest byder velkommen til investeringsforeningens informationsmøde i Den Sorte Diamant. Maj Invest afholdte i 2014 16 informationsmøder over hele landet. Billedet er fra 2013.

Foto: Lennart Søgård-Høyer.

Afdeling Europa Aktier har haft et markant formuefald i slutningen af 2014, efter en stor investor trak et større beløb ud af afdelingen. Afdeling Aktier har netto haft et mindre tilbagesalg i 2014.

De øvrige afdelinger har haft stigende formue i 2014. Afdeling Value Aktier kunne lægge 1,5 mia. kr til formuen som følge af et godt afkast og en meget tilfredsstillende tilgang af nye penge.

Afdeling Emerging Markets, der blev stiftet i december 2013, har i løbet af 2014 øget formuen med 313 mio. kr. og har ved årets udgang en formue på 500 mio. kr. Ligeledes har obligationsafdelingerne, afdeling Global Sundhed og afdeling Pension lagt trecifrede beløb til formuen.

### 3.500 NYE MEDLEMMER I EMERGING MARKETS

Foreningens nyeste afdeling, Maj Invest Emerging Markets, blev stiftet i december 2013. Afdelingen har gennem 2014 tiltrukket 3.572 nye medlemmer og hurtigt nået en position som foreningens fjerde mest populære afdeling målt på medlemstal. Den hurtige vækst skyldes stor interesse for den nye afdeling fra både distributører og medlemmer, der investerer på egen hånd.

Afdeling Global Sundhed oplevede ligeledes fremgang i medlemstallet og har ved udgangen af 2014 flere end 5.000 medlemmer. Maj Invest Value Aktier er fortsat foreningens største afdeling målt på såvel formue som medlemstal. Afdeling Kontra oplevede

derimod stor afgang af medlemmer i 2014, hvilket kan skyldes, at færre ønsker den beskyttelse og ekstra risikospredning, afdelingen giver i usikre markeder. Obligationsafdelingerne og afdeling Pension fortsatte flere års stabil medlemsvækst i 2014, mens der kun var mindre ændringer i de øvrige afdelinger.

Samlet set steg medlemstallet i Maj Invest med 4.464 medlemmer gennem 2014, hvilket er meget tilfredsstillende og vidner om stor interesse fra såvel medlemmer som distributørkredsen. For alle danske investeringsforeninger faldt antallet af private investorer fra 770.000 til 760.000 i 2014.

Bemærk, at medlemstallene i tabellen summer til mere end foreningens samlede medlemstal, da medlemmerne ved årets 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.

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

Specialafdelingerne har højere risiko eller mere specialiserede investeringsstrategier end basisafdelingerne og betaler derfor formidlingsprovision til samarbejdsbankerne (se listen side 81 eller på majinvest.dk).

### ANTAL MEDLEMMER ULTIMO ÅRET DE SENESTE 5 ÅR

	2010	2011	2012	2013	2014	Ændring 2014
Danske Aktier	1.343	2.831	3.668	1.737	1.597	-140
Europa Aktier	451	580	647	734	804	+70
Aktier	2.981	5.603	7.553	5.799	5.881	+82
Value Aktier	3.082	4.826	7.558	10.130	10.954	+824
Emerging Markets <sup>3)</sup>	-	-	-	111	3.683	+3.572
Global Sundhed <sup>1)</sup>	4.790	4.273	4.166	3.982	5.298	+1.316
Danske Obligationer	2.142	1.280	1.443	1.563	1.815	+252
Obligationer	736	1.068	1.684	2.085	2.463	+378
Pension	1.158	1.481	1.945	2.338	2.505	+167
Kontra	3.664	6.742	6.456	3.565	1.997	-1.568
Makro <sup>2)</sup>	-	-	-	883	807	-76
Maj Invest i alt	14.980	21.240	25.025	24.422	28.886	+4.464

Noter: 1) Afdeling Global Sundhed blev stiftet den 7. november 2008 som afdeling Miljø & Klima. 2) Afdeling Makro blev stiftet den 22. marts 2013. 3) Afdeling Emerging Markets blev stiftet den 16. december 2013.

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

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

### OMKOSTNINGER OG DISTRIBUTION

I de følgende afsnit beskrives foreningens omkostningsstruktur.

#### ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER OG ÅOP

I samtlige afdelinger blev Maj Invests målsætning om lave administrationsomkostninger indfriet i 2014. Målet er udtrykt ved et loft fastsat af bestyrelsen over, hvor meget administrationsomkostningerne må udgøre i pct. af den gennemsnitlige formue i den enkelte afdeling.

Af tabellen på nederst fremgår de udmeldte lofter for 2015 i pct. af formuen. Lofterne er uændrede i forhold til 2014. Lofterne angiver det højeste omkostningsniveau for foreningens administrationsomkostninger. De reelle omkostninger kan blive lavere, hvis f.eks. formuen udvikler sig bedre end forventet.

For at gøre det lettere for investorerne at sammenligne omkostningerne i forskellige investeringsfor-

#### MAJ INVEST TAGER MARKEDSANDELE

Formuen i Maj Invest voksede med 23 pct. i 2014, mens den samlede formue for danske investeringsforeninger i detailmarkedet voksede med 10 pct.

Det har flyttet foreningen fra en markedsandel på 1,4 pct. ved udgangen af 2013 til 1,5 pct. af den samlede formue i detailafdelinger ved udgangen af 2014. Inden for globale aktier (afdelingerne Aktier og Value Aktier) er markedsandelen af den samlede formue i detailafdelinger 4,4 pct.

Kilde: Investeringsfondsbranchen og egne beregninger.

eningsafdelinger har Investeringsfondsbranchen, IFB, i samarbejde med myndigheder og centrale interessenter udarbejdet nøgletallet Årlige Omkostninger i Procent, forkortet til ÅOP. ÅOP for afdelingerne i Maj Invest er tilgængelige på både [www.majinvest.dk](http://www.majinvest.dk) og på IFB's hjemmeside, [www.investering.dk](http://www.investering.dk). Se også tabellen nederst på siden.

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.

#### ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER OG ÅOP

	Estimeret ÅOP 2015	Median ÅOP for IFB- kategori	Loft over adm.omk. 2015
Danske Aktier	1,43	1,84	1,45
Europa Aktier	0,57	1,88	0,40
Aktier	1,67	1,97	1,45
Value Aktier	1,74	1,97	1,45
Emerging Markets	2,20	2,36	1,75
Global Sundhed	1,75	---	1,70
Danske Obligationer	0,48	0,65	0,35
Obligationer	0,58	1,15	0,50
Pension	0,87	1,67	0,65
Kontra	1,66	1,67	1,40
Makro	1,09	1,67	0,90

#### Omkostninger og ÅOP

ÅOP er de samlede omkostninger for en investor med en investeringshorisont på syv år.

I boksen på side 14 er sammenhængen mellem administrationsomkostninger og ÅOP forklaret.

Noter: Branchens median er opgjort den 12. januar 2015 af Investeringsfondsbranchen, IFB.

Basisafdelingerne Europa Aktier, Danske Obligationer, Obligationer, Pension og Makro er alle væsentligt billigere end branchen generelt. Både afdeling Danske Obligationer og Obligationer er blandt de billigste i deres kategori blandt de afdelinger, der tilbydes privatkunder. I flere tilfælde er markedets billigste afdelinger ikke tilgængelige for private investorer.

#### MAJ INVESTS HANDELSOMKOSTNINGER

Afdelingernes handelsomkostninger i forbindelse med køb og salg af værdipapirer var på et tilfredsstillende niveau. Disse handelsomkostninger fragår afkastet og betales af medlemmerne.

#### FORMIDLING OG DISTRIBUTION

Maj Invest har ved udgangen af 2014 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 på side 81.

Aftalerne giver bankerne og pensionskasserne ret til tegningsprovision, under forudsætning af at den pågældende afdeling er i emission. Foreningens seks specialafdelinger betaler distributørerne en løbende formidlingsprovision. Dette er nærmere beskrevet i afsnittet 'Basis- og specialafdelinger' på side 12. Det forhold, at Maj Invest ikke betaler formidlingsprovi-

sion i de fem basisafdelinger, er den væsentligste årsag til, at basisafdelingerne har markant lavere omkostninger, end tilsvarende afdelinger generelt har i branchen.

#### KVALITET I PORTEFØLJEPLJE

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 markedskonforme vilkår.

På side 78 vises en oversigt over satserne i Maj Invests væsentligste aftaler, herunder aftaler om porteføljerådgivning og formidlingsprovision. Sidstnævnte er også beskrevet i afsnittet Basis- og specialafdelinger side 12.

## 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 værdipapirer til afdelingens portefølje. Disse handels-

**SPONSORAT**

Maj Invest har gennem 2014 været sponsor for Viborg HK's damehold i den danske håndboldliga. Den treårige aftale blev tegnet i december 2011 for fortsat at udvide kendskabet til produkterne fra Maj Invest. Sponsoratet rummes inden for foreningens almindelige markedsføringsbudget og er forlænget til udgangen af første halvår 2015.

**USÆDVANLIGE FORHOLD OG HÆNDELSER EFTER REGNSKABSÅRETS AFSLUTNING**

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 REGNSKABSÅRETS AFSLUTNING**

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

Bestyrelsen har den 26. februar truffet beslutning om at indstille til foreningens generalforsamling, at afdeling Europa Aktier fusioneres med afdeling Value Aktier. Det er bestyrelsens vurdering, at afdelingen med det aktuelle formueniveau vil få for høje omkostningsprocenter i forhold til, hvad en passivt forvaltet afdeling kan berettige. Det er ligeledes bestyrelsens

vurdering, at det ikke er muligt at finde nye investorer til afdelingen i et omfang, der afhjælper dette. Dertil kommer, at afdelingen fremover vil blive afkrævet øget betaling fra indeksudbyderen for brugen af referenceindeks, hvilket øger kravet til formueniveauet yderligere. Bestyrelsen vurderer på denne baggrund, at afdelingen vil få et uforholdsmæssigt højt omkostningsniveau for investorerne, hvilket er i modstrid med foreningens formål. Fusionen vil ikke have betydning for investorerne i Maj Invest Value Aktier.



Ønsker du mere information?  
Bestil Kvartalsnyt på  
[www.majinvest.dk/bestil](http://www.majinvest.dk/bestil)

Foto: Lennart Søgaard-Høyer.

omkostninger 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 lavere, end ÅOP angiver. Maj Invest anbefaler for alle afdelinger, at investors investeringshorisont er mindst tre år og gerne længere.

**KØB-OG-BEHOLD**

Du kan minimere dine omkostninger ved at undgå at købe og sælge for ofte. Hvis du ønsker at ændre fordelingen i din portefølje, kan du overveje, om det kan gøres i takt med, at du placerer nye investeringer. Omlægninger bør aldrig ske uden at tage højde

for skat og omkostninger.

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

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



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

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

Foto: Lennart Søgård-Høyer.





# FINANSMARKEDERNE

## UDVIKLINGEN I 2014 OG UDSIGTER FOR 2015

I USA skuffede de økonomiske nøgletal i begyndelsen af året, delvist som følge af usædvanligt hårdt vintervejr, men tilbageslaget blev hurtigt afløst af fornyet fremgang. For investorerne blev denne fremgang dog i perioder overskygget af usikkerhed om vækstudsigterne for Kina og Europa og de konsekvenser, en eventuel konjunkturedgang her måtte have for væksten i USA.

Hertil kom en række yderligere usikkerhedsmomenter i form af Federal Reserve Banks udfasning af QE (centralbankens storstilede program for opkøb af obligationer), geopolitisk uro og en overgang også de amerikanske mediers meget markante eksponering af ebolaepidemien. Investorernes frygt er naturligvis reel, men den er efter Maj Invests opfattelse også ofte overdrevet.

Opbremsningen i Kina afspejler et markant tab af konkurrenceevne, som har eroderet landets evne til at eksportere sig ud af sit strukturelle opsparingsoverskud. For de vestlige industrilande repræsenterer dette ikke en udfordring. Det er tværtimod noget, der understøtter deres vækst.

Afmatningen i Europa opfatter vi som midlertidig.

Den opstod som konsekvens af svigtende afsætning på eksportmarkederne, men her er afmatningen nu et overstået kapitel. Konjunktoren i hjemmemarkedsindustrien, herunder eksportindustriens indenlandske underleverandører, er dog typisk et par måneder bagud i forhold til eksportkonjunktoren, og de dør stadig med eftervirkningerne. ECB har reageret på konjunkturafsvækkelsen med et QE-program, hvor man i første omgang har opkøbt visse typer af privat gæld, men fra marts 2015 udvider til også at opkøbe statsgæld. Dette er besluttet i januar 2015.

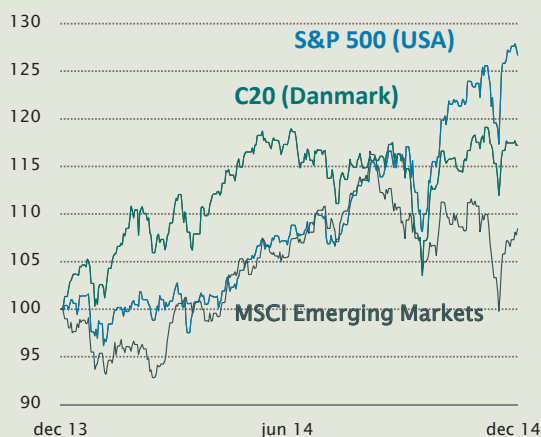
Man kan formode, at et af ECB's primære mål med initiativet har været at svække euroen, og vurderet ud fra denne parameter må indgrebet foreløbig betegnes som en succes. Målt i forhold til danske kroner er den amerikanske dollar således steget 13,4 pct. i 2014. Mod slutningen af året skete der et markant fald i olieprisen, der faldt til 55 dollar pr. tønde ved årets udgang fra et niveau på lidt over 100 dollar pr. tønde frem til medio august.

Det amerikanske S&P 500-indeks steg 11,4 pct. (26,3 pct. i danske kroner) i løbet af 2014, mens det tyske DAX-indeks steg 2,7 pct., og det danske C20-indeks steg 21,0 pct.

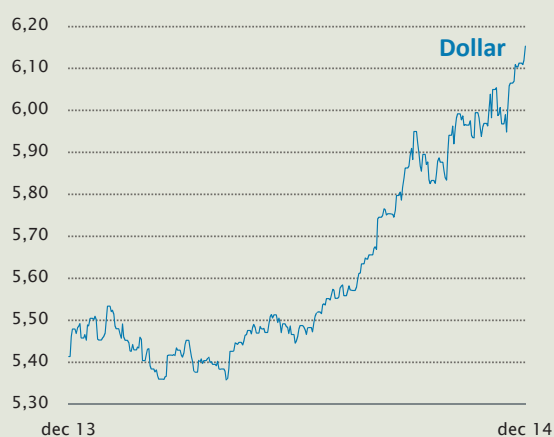
Det amerikanske aktiemarked steg i 2014, og det amerikanske S&P 500-indeks steg 11,4 pct. målt i dollar. Målt i kroner var stigningen 26,3 pct., da dollaren steg over for danske kroner i 2014.

Kilde: Bloomberg.

Indeks (målt i danske kroner)



Dollarkurs overfor danske kroner



Efter tilbagegang i 2013, der ellers var præget af fremgang i industrilandene, klarede de såkaldte emerging markets-aktier sig relativt bedre i 2014, hvor Morgan Stanleys EM-indeks faldt 4,6 pct. Målt i danske kroner svarede det til en stigning på 8,2 pct.

#### RENTEN

Renten på en 10-årig amerikansk statsobligation lå ved udgangen af 2014 på 2,17 pct., hvilket var 0,86 procentpoint under niveauet ultimo 2013. Den tilsvarende rente i Tyskland lå på 0,54 pct., hvilket var 1,39 procentpoint under niveauet ultimo 2013. Samtidig lå rentespændene mellem Tyskland og lande som Spanien og Italien henholdsvis 1,15 og 0,85 procentpoint lavere end ved årets start.

#### UDSIGTERNE FOR FINANSMARKEDERNE I 2015

Der vurderes fortsat at være risiko for en eskalering af konfrontationen mellem Rusland og Vesten over Ukraine. Derudover knytter der sig på kort sigt nogen usikkerhed til tendensen i amerikanske nøgletal. Der foregår aktuelt en ret betydelig lageropbygning, og hvis den pludselig stopper, vil vigtige nøgletal overraske negativt i en periode.

Grundlæggende er det dog Maj Invests vurdering, at den generelle økonomiske fremgang vil fortsætte og gradvist vinde styrke. Det betydelige olieprisfald vil efter vores opfattelse samlet set bidrage til denne udvikling.

Især for Europa er der efter vores opfattelse mulighed for, at økonomien vil udvikle sig positivt relativt til investorernes aktuelle forventninger. Bankerne er nu mindre aggressive i forhold til at reducere deres balancer, og det giver sig udslag i generel fremgang i den indenlandske efterspørgsel.

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

Markedet inddiskonterer en meget langsom normalisering af de pengepolitiske styringsrenter i USA. I det omfang markedet på et tidspunkt begynder at inddiskontere en hurtigere normalisering, kan der således være risiko for ret betydelige rentestigninger.

Den disinflationære virkning af olieprisfaldet giver dog centralbanken plads til tålmodighed. I Europa kan der fra det aktuelle udgangspunkt være risiko for ret betydelige rentestigninger, hvis økonomien begynder at overraske positivt.

Eventuelle rentestigninger kan også føre til øget volatilitet på aktiemarkederne. Samtidigt er det dog vores vurdering, at den aktuelle prissætning af aktiemarkederne fortsat efterlader et potentiale for generel kursfremgang.

#### AFKAST FREM TIL DEN 16. MARTS 2015

Afkast i pct. i perioden 01.01.15 - 16.03.15

	Procent	Sammenligningsindeks
Danske Aktier	20,6	18,5
Europa Aktier	16,9	17,3
Aktier	18,5	17,0
Value Aktier	19,1	17,0
Emerging Markets	7,8	12,9
Global Sundhed	21,5	17,0
Danske Obligationer	0,7	1,7
Obligationer	4,3	1,7
Pension	10,3	-
Kontra	5,3	-
Makro	13,7	-

Note: Afkastene er opgjort på basis af kurser pr. 16.03.2015

#### UDSAGN OM FORVENTNINGERNE

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

# AFKAST OG RISIKOPROFILER

## AFDELINGERNES AFKAST OG RISIKOPROFILER

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

Afkastet for de enkelte afdelinger forventes over en periode på tre til fem år at ligge som illustreret på figuren nedenfor. Det absolutte afkast skal vurderes i forhold til renteniveauet og inflationen i samfundet. "Middel afkast" svarer til et gennemsnitligt årligt afkast på 2-4 pct. over inflationen. Inflationen, målt som stigningen i det generelle forbrugerprisindeks, var i 2014 på 0,6 pct.

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.

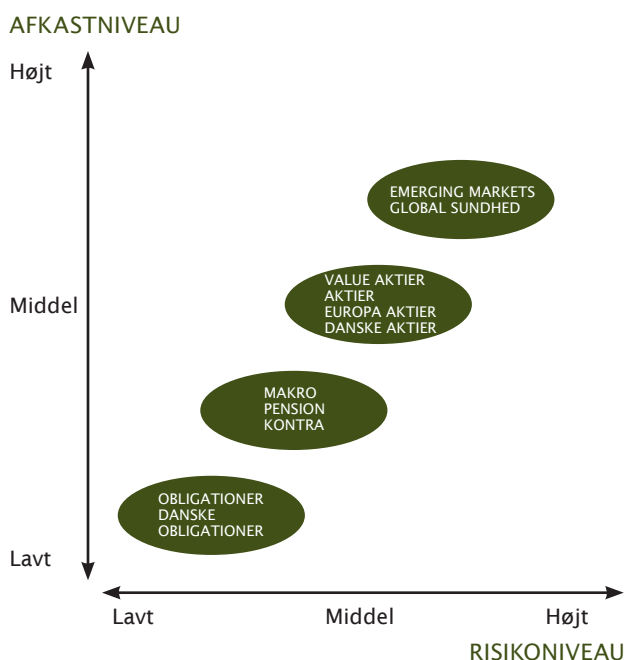
På figuren er afdelingerne grupperet i nogle risikogrupper. Dette er ikke udtryk for, at afdelingerne i samme gruppe nødvendigvis påvirkes af de samme risikofaktorer. Investeringsstrategierne i afdelingerne er forskellige, og derfor kan der i det enkelte år være betydelige forskelle på udvikling og afkast 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 Investeringsfundsbranchen 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 7 med historiske afkast for kalenderårene 2006 til 2014. 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 for de fleste investorer sjældent velegnede.

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/ci](http://www.majinvest.dk/ci) 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 regnskabsmæssi-

ge indre værdi de seneste fem år og/eller repræsentative data. Store historiske udsving er lig med 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, som eksempelvis devalueringer, politiske indgreb og pludselige udsving i valutaer.

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

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

#### RISICI KNYTTET TIL INVESTERINGSMARKEDERNE

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

#### RISICI KNYTTET TIL INVESTERINGSBESLUTNINGERNE

Enhver investeringsbeslutning i de aktivt styrede afdelinger er baseret på vores porteføljerådgivers, Fondsmæglerselskabet Maj Invest, forventninger til fremtiden. Fondsmæglerselskabet Maj Invest forsøger på investeringsforeningens 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.

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. Afdeling Pension og afdeling Makro holdes op mod kategorien af sammenlignelige afdelinger hos Morningstar. Afdeling Kontra bedømmes alene i forhold til afdelingens særlige målsætning.

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

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

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

Som porteføljerådgiver for Maj Invest arbejder Fondsmæglerselskabet Maj Invest med en investeringsstrategi, hvor indtjeningssevne, kapitalforhold og gældsætning vurderes for hvert enkelt selskab, der investeres i, ligesom risici nøje afvejes i forhold til afkastpotentialer ved obligationsinvesteringer. Sam-

tidigt 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. Investeringsforvaltningsselskabet 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 system-sikkerhed. 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.

Ud over 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 fra [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 investerings-tidspunktet 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 OBLIGATIONSADFDELINGERNE

##### **Obligationsmarkedet:**

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

##### **Renterisiko:**

Renteniveauet varierer fra region til region og skal ses i sammenhæng med blandt andet inflationsniveauet. Renteniveauet spiller en stor rolle for, hvor attraktivt det er at investere i blandt andet obligationer, samtidig med at ændringer i renteniveauet kan give kursfald og/eller -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 renteforskel-

len mellem kreditobligationer og traditionelle, sikre statsobligationer udstedt i samme valuta og med samme løbetid. Kreditspændet viser den præmie, man som investor får for at påtage sig kreditrisikoen.

#### SÆRLIGE RISICI VED AKTIEAFDELINGERNE

##### Udsving på aktiemarkedet:

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

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

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

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

##### Investeringsområde:

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

#### SÆRLIGE RISICI VED BLANDEDE AFDELINGER

Det følger af ovenstående, at de blandede afdelinger

– afdelingerne Pension, Kontra og Makro – både er følsomme over for de faktorer, der påvirker aktieinvesteringer, og de faktorer, der påvirker obligationsinvesteringer. Men spredningen på både aktie- og obligationsinvesteringer vil generelt betyde, at den samlede risiko for blandede afdelinger vil være lavere end i rene aktieafdelinger. For afdelingerne Pension, Kontra og Makro er de særlige risici beskrevet nærmere i afdelingernes beretninger side 60, 64 og 68.

#### SAMFUNDSANSVAR OG LEDELSE

##### Redegørelse for samfundsansvar:

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

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

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

GES screener løbende 18.000 selskaber over hele verden for eventuelle krænkelse af bredt anerkendte internationale konventioner og normer vedrørende miljø, menneskerettigheder og forretningsetik. I 2014 advarede GES om 79 sager, hvor selskaber kunne sættes i forbindelse med klart dokumenterede brud på disse normer. Hertil kommer 494 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 2014 aktivt ejerskab eller engagement i forbindelse med 110 kontroversielle sager. Et fåtal vedrørte Maj Invest. Vedvarende kritik af manglende ansvarlighed omkring overtrædelser af internationale konventioner og normer uden tilstrækkelig lydhørhed og adfærdsændringer fra virksomhedens ledelse vil normalt føre til salg af aktieposten.

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

#### **Fund governance:**

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

arbejdere dokumentere meget tilfredsstillende investeringsresultater over en lang årrække.

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

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

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

#### **BESTYRELSENS SAMMENSÆTNING**

Bestyrelsen har opstillet langsigtede måltal for, at højst tre af bestyrelsens fem medlemmer er af samme køn, og arbejder for at nå dem. Bestyrelsen er forpligtet til at have en sammensætning af kompetencer og erfaring, der sikrer foreningens virke og udvikling og ikke mindst medlemmernes midler. Den rette profil vil altid blive prioriteret over kandidatens køn. Bestyrelsen består ved regnskabet påtegning af en kvinde og tre mænd.

## LEDELSENS ØVRIGE HVERV BESTYRELSE

### ■ MADS KRAGE, FORMAND

*Valgt første gang i 2005*

**Særlige kompetencer:** Mads Krage har gennem 24 år som administrerende direktør for Netto stor købmændsmæssig erfaring med private kunder inden for en branche med meget hård konkurrence og store krav til styring af investeringer og omkostninger. Mads har på bestyrelsesniveau erfaring inden for forskellige brancher, herunder produktion og investering.

**Formand for bestyrelsen** i Emmerys A/S.

**Bestyrelsesmedlem** i Imerco A/S, Hans Just A/S, F. A. Thiele A/S, Harboes Bryggeri A/S, Fair Trade Mærket Danmark, Plast Team A/S.

**Øvrige:** Medlem af investeringskomitéen for LD Equity 2 K/S.

### ■ OLE RISAGER, NÆSTFORMAND

*Næstformand siden 2012, valgt første gang i 2005*

Professor ved INT, Copenhagen Business School

**Særlige kompetencer:** Ole Risager leder et forskningsprojekt om aktieinvesteringer og har senest udgivet bogen Value Investing on World Equity Markets, McGraw-Hill, 2012. Ole arbejder desuden med internationale makroøkonomiske forhold, herunder særligt med udviklingen i USA, Europa og Asien, og har relevant erfaring fra tidligere stillinger som seniorøkonom i Den Internationale Valutafond (IMF), konsulent for Verdensbanken (IBRD) og Vice President - Chief Economist i A.P. Møller - Mærsk.

**Formand for bestyrelsen** i Core German Residential II Kommanditaktieselskab samt syv datterselskaber.

**Øvrige:** Medlem af APM Terminals Executive Risk Steering Committee, Haag, Holland.

### ■ CARSTEN KOCH

*Valgt første gang i 2011*

**Særlige kompetencer:** Carsten Koch har stor erfaring inden for investering i såvel noterede selskaber som private equity og venture samt erfaring med økonomi og regnskab, bl.a. som formand for revisionskomiteen i Sund & Bælt Holding-selskaber og som menigt medlem af revisionskomiteen i en række andre selskaber. Carsten har ledelseserfaring bl.a. som administrerende direktør for Lønmodtagernes

Dyrtidsfond og Danske Invest Management A/S. Carsten er tidligere skatte- og sundhedsminister og har været formand for Skattekommissionen.

**Formand for bestyrelsen** i Udviklingselskabet By & Havn I/S, Københavns Havns Pensionskasse, FredericiaC Arealudviklingselskabet P/S, Forca A/S, Vækstfonden samt Professionshøjskolen UCC.

**Bestyrelsesmedlem** i Femern A/S (næstformand), Sund & Bælt Holding A/S (næstformand) samt fire datterselskaber, Øresundsbrokonsortiet, Dades A/S samt CMP Copenhagen Malmo Port A/B.

**Øvrige:** Formand for Beskæftigelsesrådet.

### ■ METTE KYNNE FRANSDEN

*Valgt første gang i 2012*

**Særlige kompetencer:** Mette Kynne Frandsen har 20 års erfaring med projekt-, innovations- og virksomhedsledelse samt ledelseserfaring med strategi, virksomhedsøkonomi og regnskab. Mette har desuden erfaring i investering og udvikling af ejendomme, såvel nationalt som internationalt. Mette har bred erfaring med bestyrelsesarbejde, ligesom hun bl.a. er næstformand i Danmarks eksportråd og medlem af regeringens vækstforum.

**Bestyrelsesmedlem** i Kunsthøgskolens skoler for arkitektur, design og konservering (næstformand), Dansk Arkitektur Center (næstformand), JP Politiken Hus, Wonderful Copenhagen.

**Øvrige:** Medlem af Olympisk Idrætsforum, designrådet.

#### DIREKTION

Investeringsforvaltningsselskabet SEInvest A/S

#### JENS LOHFERT JØRGENSEN

Adm. direktør



Formand Mads Krage svarer på spørgsmål fra medlemmerne. Billedet er fra generalforsamlingen i 2012.

Foto: Lennart Søgård-Høyer.

MAJ  
INVEST

## MAJ INVEST DANSKE AKTIER

### LÆSEVEJLEDNING

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om afkast- og risikoprofiler side 20 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

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 risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 6. I årsrapportens afsnit om afkast- og risikoprofiler side 20 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 18 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

### STAMDATA

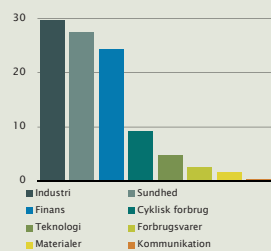
Fondskode: DK0060005171  
 Startdato: 16.12.2005  
 Valuta: Danske kroner  
 Stykstørrelse: 100 kr.  
 Udbyttebetalende: Ja  
 Investeringsrådgiver:  
 Fondsmæglerselskabet Maj Invest  
 Porteføljemanager: Keld  
 Henriksen & Peter Stenholt  
 IFB-kategori: Aktier Danmark  
 Morningstar Kategori™:  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

	2014	Siden start
Afkast	15,3 %	127,0 %
Afdelingen	17,2 %	107,6 %
Sml. indeks		

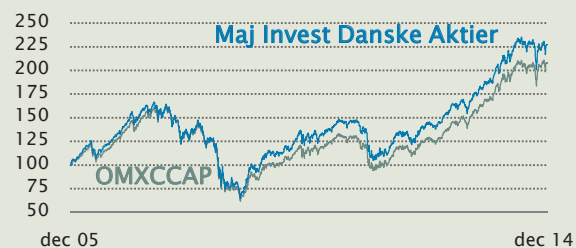
### Morningstar Rating™

★★

### 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 2014 et afkast på 15,3 pct. Afkastet er i absolut forstand særdeles tilfredsstillende, om end lavere end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset OMXCCAP, der steg 17,2 pct. Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 18,30 kr. pr. andel.

Afdelingen har mere end indfriet forventningen i halvårsrapporten for 2014 om et positivt afkast højere end 7-8 pct. for hele året.

### MARKEDET

Markedets afkast blev skabt i årets første halvdel, mens andet halvår har givet mindre kursfald. Det danske aktiemarked sluttede således året på stort set samme niveau som ved udgangen af første halvår.

Kursstigningerne i begyndelsen af 2014 var afledt af, at virksomhederne generelt så mere tydelige væksttegn i Europa, hvilket desværre senere viste sig ikke at holde stik. Det medførte, at investorerne hen over året atter søgte eksponering i virksomheder, der kun i mindre omfang er afhængige af den generelle økonomiske udvikling. Et mønster vi har set siden finanskrisen, dog med 2013 som en undtagelse.

Den helt overskyggende begivenhed i andet halvår var konkursen i OW Bunker, der gik fra en relativt udramatisk nedjustering til konkurs på blot 30 dage. Virkeligheden i OW Bunker viste sig at være en helt anden end beskrevet op til børsnoteringen blot et halvt år tidligere, og skandalen er helt uden sidestykke i det danske aktiemarked i nyere tid. Der må forventes en årelang strid i retssale om skyld og ansvar.

### PERFORMANCE

Det er strategien med aktiv aktieudvælgelse at skabe et langsigtet merafkast i forhold til markedet. I 2014 var afkastet 1,9 procentpoint lavere end sammenligningsindekset. Siden afdelingens lancering for godt ni år siden er merafkastet i forhold til markedet 19,4 procentpoint.

Af afdelingens investeringer gav medico-teknologi-virksomheden Össur det største positive bidrag til årets relative performance. Ligeledes bidrog det positivt til det relative afkast, at afdelingen er under-

vægtet i Carlsberg og ikke er investeret i Rockwool Intl., D/S Norden og H. Lundbeck.

Modsat kom det markant største negative bidrag fra afdelingens investering i OW Bunker, der må anses som tabt. Investeringen i SimCorp trak også ned.

#### SÆRLIGE RISICI 2015

De fleste større danske børsnoterede virksomheder er i god forfatning ved indgangen til 2015, og med erindringen fra finanskrisen i baghovedet er risikovilligheden i direktions- og bestyrelseslokaler stadig beskeden.

Umiddelbart vurderes de største risici som værende af en karakter, der ligger uden for virksomhedernes egne hænder. Her tænkes i første omgang på den generelle økonomiske udvikling, især i det europæiske nærmarked.

#### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Strategien, der er fastholdt siden afdelingens start i 2005, fortsættes uforandret i 2015 med en købmandsmæssig tilgang, hvor der kontinuerligt afsøges investeringsmuligheder i det danske aktiemarked på tværs af sektorer, selskabsstørrelser og -typer.

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

Det danske aktiemarked var ved indgangen til 2015 fortsat prissat på et acceptabelt niveau i forhold til det lave renteniveau og sammenlignelige internationale aktiemarkeder.

Det danske aktiemarked er fordoblet i kurs de seneste tre år. Det er et meget højt absolut afkast og samtidig væsentligt over niveauet for de fleste andre aktiemarkeder. Dertil kommer, at udenlandske investorer siden 2006 samlet set har fordoblet deres ejerandel til godt 50 pct. af det danske aktiemarked. Disse faktorer øger risikoen for kursfald.

Ofte siges det, at aktier på lang sigt giver et afkast på 7-8 pct. p.a., men at afkastet det enkelte år ofte vil afvige markant fra gennemsnittet. Det er vurderingen, at dette kan blive resultatet for 2015. Med de ganske store udsving, man ofte oplever på aktiemarkederne, er vurderingen behæftet med stor usikkerhed.

Til illustration af usikkerheden ved at investere i afdelingen henvises til tabellen over historiske afkast side 7. Her fremgår det, at afdelingens afkast har været mellem -48 og + 47 pct. de sidste ni år. Der er således betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkastet for 2015.

## MAJ INVEST DANSKE AKTIER

Resultatopgørelse				Balance		
Note	1.1-31.12.2014 1.000 DKK	1.1-31.12.2013 1.000 DKK	Note	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK	
	Renter og udbytter:			Aktiver		
1	Renteindtægter	0	-8			
2	Udbytter	5.843	5.939	Likvide midler:		
	I alt renter og udbytter	5.843	5.931	Indestående i depotselskab		
				3.842	3.037	
	Kursgevinster og -tab			Kapitalandele:		
3	Kapitalandele	40.425	84.090	8	Not. aktier fra DK selskaber	
4	Handelsomkostninger	-260	-133	8	Not. aktier fra udl. selskaber	
	I alt kursgevinster og -tab	40.165	83.957		I alt kapitalandele	
				304.245	276.351	
	I alt indtægter	46.008	89.888	Andre aktiver:		
5	Administrationsomkostninger	-3.444	-3.644	Mellemv. vedr. handelsafv.		
	Resultat før skat	42.564	86.244	0	241	
6	Skat	-133	-89	Aktiver i alt		
	Årets nettoresultat	42.431	86.155	308.087	279.629	
	Formuebevægelser:			Passiver		
	Overført fra sidste år	147	142	9	Medlemmernes formue	
	Udlodningsregulering	-977	-4.009		Anden gæld:	
	I alt formuebevægelser	-830	-3.867		Skyldige omkostninger	
	Til disposition	41.601	82.288		Mellemv. vedr. handelsafv.	
					I alt anden gæld	
7	Foreslået udlodning	31.666	13.545		26	
	Overført til udlodning næste år	22	147		1.473	
	Overført til medl. formue	9.913	68.596		1.499	
	Disponeret	41.601	82.288		598	
					0	
					598	
				Passiver i alt		
				308.087	279.629	

## Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	26,07	-19,76	26,07	35,69	15,30
Sammenligningsindeks (pct.)	25,25	-19,90	23,81	38,30	17,21
Indre værdi (DKK pr. andel)	118,37	94,98	119,04	160,68	177,18
Nettoresultat (t.DKK)	28.950	-39.184	43.525	86.155	42.431
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	0,00	1,50	7,80	18,30
Administrationsomkostninger (pct.)	0,93	1,09	1,17	1,25	1,10
AOP	1,26	1,47	1,46	1,54	1,43
Omsætningshastighed (antal gange)	0,22	0,33	0,13	0,11	0,221
Medlemmernes formue (t.DKK)	153.775	160.677	230.482	279.031	306.588
Antal andele, stk.	1.229.152	1.691.770	1.924.920	1.736.569	1.730.350
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	1,32	-1,26	1,62	1,04	1,02
Standardafvigelse	16,98	18,24	13,95	18,75	14,44

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK		
Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.				
<b>Note 1: Renteindtægter</b>				
Indestående i depotselskab	0	-8		
I alt renteindtægter	0	-8		
<b>Note 2: Udbytter</b>				
Not. aktier fra danske selskaber	5.153	5.376		
Not. aktier fra udenlandske selskaber	690	563		
I alt udbytter	5.843	5.939		
<b>Note 3: Kursgevinster og -tab</b>				
Not. aktier fra danske selskaber	35.721	80.852		
Not. aktier fra udenlandske selskaber	4.704	3.238		
I alt fra kapitalandele	40.425	84.090		
<b>Note 4: Handelsomkostninger</b>				
Bruttohandelsomkostninger	-376	-457		
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	116	325		
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-260	-133		
<b>Note 5: Administrationsomkostninger</b>				
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Samlede omk.	Samlede omk.
Honorar til bestyrelse	0	-51	-51	-35
Revisionshonorar til revisorer	-15	0	-15	-20
Markedsføringsomk.	-1.695	-204	-1.899	-2.204
Gebyrer til depotselskab	-104	0	-104	-173
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-1.075	-40	-1.115	-1.049
Øvrige omkostninger	-22	-33	-55	-50
Fast administrationshonorar	-205	0	-205	-113
I alt adm.omkostninger	-3.116	-328	-3.444	-3.644

Andel af fællesomkostninger udgør afdelingens andel af de omkostninger, der ikke kan henføres direkte til en enkelt afdeling. Fordelingen sker under hensyntagen til afdelingernes formuer.

Fast administrationshonorar udgør beregnede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

**Note 6: Skat**

Afdelingen er ikke skattepligtig. Periodens skatteudgift består af betalte ikke refunderbare udbytteskatter.

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK		
<b>Note 7: Til rådighed for udlodning</b>				
Fremført tab til modregning	0	-16.280		
Renter og udbytter	5.843	5.931		
Rente- og udbytteskat	-133	-89		
Kursgevinst til udlodning	30.251	31.641		
Administrationsomkostninger til modregning	-3.443	-3.644		
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-977	-4.009		
Udlodning overført fra sidste år	147	142		
Til rådighed for udlodning	31.688	13.692		
Heraf foreslået udlodning	31.666	13.545		
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	22	147		
<b>Note 8: Finansielle instrumenter i pct.</b>				
Børsnoterede	100,0	100,0		
Øvrige	0,0	0,0		
I alt	100,0	100,0		
En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.				
<b>Note 9: Medlemmernes formue</b>				
	2014 Antal andele	2014 Formue- værdi 1.000 DKK	2013 Antal andele	2013 Formue- værdi 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	1.736.569	279.031	1.924.920	230.482
Udlodning fra sidste år		-13.545		-2.887
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning:		-523		-476
Emissioner i året	130.281	22.348	449.149	57.599
Indløsninger i året	-136.500	-23.196	-637.500	-92.100
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		42		258
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		977		4.009
Overført til udlodning fra sidste år		-147		-142
Overført til udlodning næste år		22		147
Foreslået udlodning		31.666		13.545
Overførsel af periodens resultat		9.913		68.596
I alt medlemmernes formue	1.730.350	306.588	1.736.569	279.031

## MAJ INVEST EUROPA AKTIER

### LÆSEVEJLEDNING

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om afkast- og risikoprofiler side 20 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

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

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

På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6. I årsrapportens afsnit om afkast- og risikoprofiler side 20 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 18 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

### STAMDATA

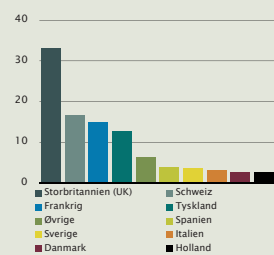
Fondskode: DK0060079960  
 Startdato: 07.06.2007  
 Valuta: Danske kroner  
 Stykstørrelse: 100 kr.  
 Udbyttebetalende: Ja  
 Investeringsrådgiver:  
 Fondsmæglerselskabet Maj Invest  
 Porteføljemanager: Ulrik Jensen  
 IFB-kategori: Aktier Europa  
 Morningstar Kategori™: Aktier - Europa Large Cap Blend

	2014	Siden start
Afkast	6,5 %	6,5 %
Afdelingen	6,5 %	6,5 %
Sml. indeks	6,6 %	7,5 %

### Morningstar Rating™

★★★

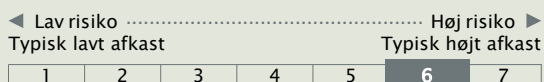
### Fordeling på lande i pct.



### VÆRDIUDVIKLING HVAD ER 100 DKK BLEVET TIL?



### RISIKOINDIKATOR



Afdelingen gav i 2014 et afkast på 6,5 pct., hvilket var tilfredsstillende og på niveau med den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI Europa inkl. nettoudbytter, der omregnet til danske kroner gav et afkast på 6,6 pct. Afdelingen investerer i europæiske aktier med det formål at generere et afkast, der ligger tæt på sammenligningsindekset fratrukket omkostninger. Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 7,70 kr. pr. andel.

2014 blev et positivt år for europæiske aktier, og afkastet har indfriet forventningerne udtrykt i halvårsrapporten for 2014.

### MARKEDET

Året begyndte positivt for de europæiske aktier til trods for den politiske krise mellem Rusland på den ene side og Ukraine og EU på den anden. Krisen blussede op og endte i et reelt magtskifte i Ukraine og Ruslands annektering af Krimhalvøen.

Kursstigningerne var i høj grad drevet af, at den økonomiske situation i særligt Sydeuropa var blevet stabiliseret med hjælp fra Den Europæiske Centralbank. Disse manøvrer og en ubegrænset opbakning til obligationsmarkedet fra centralbankchef Mario Draghi bidrog til at sænke låneomkostningerne for både Spanien, Portugal og en række af de øvrige mere udsatte lande i eurozonen.

De lavere renter bidrog til en forventning om, at dette ville forplante sig til økonomien og føre til en forbedring af regionens beskæftigelsessituation. De positive forventninger og kursstigningerne ebbede dog ud hen over sommeren, i takt med at strømmen af positive nyheder blev mere sporadisk og ikke længere viste klare tegn på forbedringer for den europæiske økonomi som helhed.

Sidst på året blussede gældskrisen op igen, eftersom Grækenland potentielt stod over for et regeringsskifte i forbindelse med udskrivning af parlamentsvalg. Baggrunden for den øgede usikkerhed opstod, i forlængelse af at det mere yderligtgående parti Syriza potentielt stod til fremgang og til at blive det regeringsbærende parti. Det var med til at så tvivl om landets langsigtede tilslutning til eurosamarbejdet og



overholdelse af de nuværende gældsforpligtigelser. Den differentierede økonomiske udvikling USA og Europa imellem afspejlede sig i rentebilledet, hvor USA kom tættere på at skulle hæve renten på et tidspunkt. Som følge heraf blev euroen og danske kroner markant svækket over for den amerikanske dollar i løbet af året.

#### PERFORMANCE

Afdelingens afkast var lidt lavere end sammenligningsindekset. Dette er i overensstemmelse med afdelingens formål, der er at generere et afkast, der ligger så tæt op af markedsafkastet fraregnet omkostninger som muligt ved en passiv investeringsstrategi.

Afdelingen investerer mere koncentreret end sammenligningsindekset, og antallet af investeringer har ikke oversteget 100 selskaber på noget tidspunkt. Dette er årsagen til, at afkastet i perioder kan afvige fra sammenligningsindekset.

Absolut set klarede de europæiske aktier sig fornuftigt, men målt i danske kroner var performance en smule lavere end blandt de toneangivende japanske aktieindeks og specielt det amerikanske, som både viste kursstigninger og en betydelig styrkelse af dollaren. På geografisk niveau var det specielt Schweiz og en række af de mindre markeder, såsom Irland, Danmark, Holland og Sverige, som klarede sig markant bedre end sammenligningsindekset i Europa.

#### SÆRLIGE RISICI 2015

Der er fortsat en del risikomomenter for de europæiske aktier og specielt de mere udsatte sydeuropæiske økonomier. I sin essens er gældskrisen ikke løst, men blot afhjulpet på kort og mellemlang sigt.

Derfor er der også fare for, at en del af disse strukturelle og uløste problemstillinger igen kan blusse op. Senest har man været vidne til øget usikkerhed i kølvandet på et potentielt græsk regeringsskifte, og det vil også i det kommende år være med til at så tvivl om eurosamarbejdet, uanset at denne tvivl ikke nødvendigvis er velbegrunnet.

Dertil kommer, at krisen i Ukraine fortsat ulmer, og sanktionerne mellem Rusland og EU påvirker real-

økonomisk negativt de europæiske lande og fastholder en underliggende usikkerhed om udviklingen af de fremtidige relationer mellem øst og vest.

#### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Selvom aktierne i et langsigtet perspektiv vurderes at være fornuftigt prisfastsat, især set i forhold til alternativafkastet på obligationer, er der som altid risiko for betydelige aktiekursfald. Ikke mindst efter tre år med relativt høje aktiekursstigninger.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor afdelingen er sammensat, så den med et begrænset antal positioner over tid kan forventes at give et afkast, der er tæt på sammenligningsindekset minus omkostninger.

Normalt siger man, at aktier på lang sigt giver et afkast på i gennemsnit 7-8 pct. p.a., men at afkastet det enkelte år ofte vil afvige markant fra gennemsnittet. Det er vurderingen, at dette kan blive resultatet for 2015, men der er væsentlig usikkerhed forbundet med at forudsige afkastet for 2015. Til illustration af denne usikkerhed henvises til tabellen side 7, der viser, at afdelingens afkast de seneste otte år har svinget mellem -38 og +26 pct.

#### HÆNDELSER EFTER REGNSKABSÅRETS AFSLUTNING

Bestyrelsen har den 26. februar truffet beslutning om at indstille til foreningens generalforsamling, at afdeling Europa Aktier fusioneres med afdeling Value Aktier. Det er bestyrelsens vurdering, at afdelingen med det aktuelle formueniveau vil få for høje omkostningsprocenter i forhold til, hvad en passivt forvaltet afdeling kan berettige. Det er ligeledes bestyrelsens vurdering, at det ikke er muligt at finde nye investorer til afdelingen i et omfang, der afhjælper dette. Dertil kommer, at afdelingen fremover vil blive afkrævet øget betaling fra indeksudbyderen for brugen af referenceindeks, hvilket øger kravet til formueniveauet yderligere. Bestyrelsen vurderer på denne baggrund, at afdelingen vil få et uforholdsmæssigt højt omkostningsniveau for investorerne, hvilket er i modstrid med foreningens formål. Fusionen vil ikke have betydning for investorerne i Maj Invest Value Aktier.

## MAJ INVEST EUROPA AKTIER

Resultatopgørelse			Balance			
Note	1.1-31.12.2014 1.000 DKK	1.1-31.12.2013 1.000 DKK	Note	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK	
	Renter og udbytter:			Aktiver		
1	Renteindtægter	0	-1			
2	Udbytter	13.216	12.029	Likvide midler:		
	I alt renter og udbytter	13.216	12.028	Indestående i depotselskab	1.782 509	
	Kursgevinster og -tab			Kapitalandele:		
3	Kapitalandele	7.257	39.393	8	Not. aktier fra DK selskaber	3.984 8.351
	Valutakonti	39	-95	8	Not. aktier fra udl. selskaber	139.175 354.399
	Øvrige aktiver/passiver	299	1		I alt kapitalandele	143.159 362.750
4	Handelsomkostninger	0	0	Andre aktiver:		
	I alt kursgevinster og -tab	7.595	39.299	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	0 940	
	I alt indtægter	20.811	51.327	Mellemv. vedr. handelsafv.	293 101	
5	Administrationsomkostninger	-902	-1.060	Aktuelle skatteaktiver	1.969 1.709	
	Resultat før skat	19.909	50.267	I alt andre aktiver	2.262 2.750	
6	Skat	-1.347	-1.186	Aktiver i alt		147.203 366.009
	Årets nettoresultat	18.562	49.081	Passiver		
	Formuebevægelser:			9	Medlemmernes formue	147.177 365.944
	Overført fra sidste år	0	25	Anden gæld:		
	Udlodningsregulering	-19.516	-1.333	Skyldige omkostninger		26 65
	I alt formuebevægelser	-19.516	-1.308	Passiver i alt		147.203 366.009
	Til disposition	-954	47.773			
7	Foreslået udlodning	12.720	0			
	Overført til udlodning næste år	123	0			
	Overført til medl. formue	-13.797	47.773			
	Disponeret	-954	47.773			

## Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	7,57	-6,10	15,61	15,76	6,46
Sammenligningsindeks (pct.)	11,26	-8,33	17,74	19,85	6,64
Indre værdi (DKK pr. andel)	73,07	66,79	74,46	83,69	89,09
Nettoresultat (t.DKK)	17.479	-15.804	39.009	49.081	18.562
Udbytte (DKK pr. andel)	2,00	2,50	2,25	0,00	7,70
Administrationsomkostninger (pct.)	0,29	0,29	0,29	0,32	0,29
AOP	0,58	0,59	0,59	0,60	0,57
Omsætningshastighed (antal gange)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Medlemmernes formue (t.DKK)	248.907	240.815	301.021	365.944	147.177
Antal andele, stk.	3.406.449	3.605.543	4.042.843	4.372.743	1.651.943
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	0,54	-0,46	1,38	0,77	0,69
Standardafvigelse	12,10	15,86	10,20	13,71	11,14

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

31.12.2014 31.12.2013  
1.000 DKK 1.000 DKK

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

## Note 1: Renteindtægter

Indestående i depotselskab	0	-1
I alt renteindtægter	0	-1

## Note 2: Udbytter

Not. aktier fra danske selskaber	189	141
Not. aktier fra udenlandske selskaber	13.027	11.888
I alt udbytter	13.216	12.029

## Note 3: Kursgevinster og -tab

Not. aktier fra danske selskaber	2.734	616
Not. aktier fra udenlandske selskaber	4.523	38.777
I alt fra kapitalandele	7.257	39.393

## Note 4: Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-598	-87
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	598	87
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	0	0

## Note 5: Administrationsomkostninger

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Samlede omk.	Samlede omk.
Honorar til bestyrelse	0	-56	-56	-40
Revisionshonorar til revisorer	-15	0	-15	-34
Markedsføringsomk.	-164	-21	-185	-298
Gebyrer til depotselskab	-114	0	-114	-111
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-329	-36	-365	-387
Øvrige omkostninger	-23	-35	-58	-36
Fast administrationshonorar	-109	0	-109	-154
I alt adm.omkostninger	-754	-148	-902	-1.060

Andel af fællesomkostninger udgør afdelingens andel af de omkostninger, der ikke kan henføres direkte til en enkelt afdeling. Fordelingen sker under hensyntagen til afdelingernes formuer.

Fast administrationshonorar udgør beregnede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

## Note 6: Skat

Afdelingen er ikke skattepligtig. Periodens skatteudgift består af betalte ikke refunderbare udbytteskatter.

31.12.2014 31.12.2013  
1.000 DKK 1.000 DKK

## Note 7: Til rådighed for udlodning

Fremført tab til modregning	-10.089	-20.085
Renter og udbytter	13.216	12.028
Rente- og udbytteskat	-1.588	-1.601
Kursgevinst til udlodning	31.722	849
Administrationsomkostninger til modregning	-902	-1.060
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-19.516	-1.333
Udlodning overført fra sidste år	0	25
Til rådighed for udlodning	12.843	-11.177
Negativt rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	0	1.087
Heraf foreslået udlodning	12.720	0
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	123	0
Tab til modregning i kommende år	0	-10.089

## Note 8: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
I alt	100,0	100,0

En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

## Note 9: Medlemmernes formue

	2014 Antal andele	2014 Formue- værdi 1.000 DKK	2013 Antal andele	2013 Formue- værdi 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	4.372.743	365.944	4.042.843	301.021
Udlodning fra sidste år		0		-9.096
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning:		0		-389
Emissioner i året	508.200	44.101	343.900	26.387
Indløsninger i året	-3.229.000	-281.821	-14.000	-1.134
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		391		74
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		19.516		1.333
Overført til udlodning fra sidste år		0		-25
Overført til udlodning næste år		123		0
Foreslået udlodning		12.720		0
Overførsel af periodens resultat		-13.797		47.773
I alt medlemmernes formue	1.651.943	147.177	4.372.743	365.944

## MAJ INVEST AKTIER

### LÆSEVEJLEDNING

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om afkast- og risikoprofiler side 20 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

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 til udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet samt valutarisiko.

På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 5. I årsrapportens afsnit om afkast- og risikoprofiler side 20 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 18 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

### STAMDATA

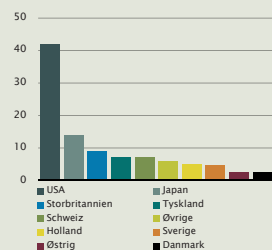
Fondskode: DK0060005254  
 Startdato: 16.12.2005  
 Valuta: Danske kroner  
 Stykstørrelse: 100 kr.  
 Udbyttebetalende: Ja  
 Investeringsrådgiver:  
 Fondsmæglerselskabet Maj Invest  
 Porteføljemanager: Henrik Ekman  
 IFB-kategori: Aktier Globale  
 Morningstar Kategori™: Aktier - Globale Large Cap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

	2014	Siden start
Afkast	8,6 %	72,1 %
Afdelingen	19,3 %	61,3 %
Sml.indeks		

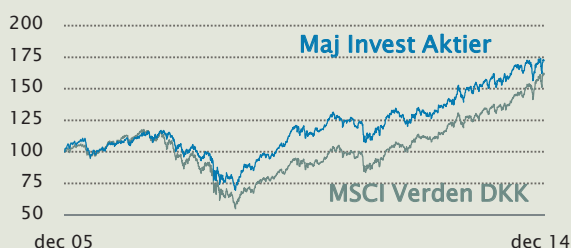
### Morningstar Rating™

★★★

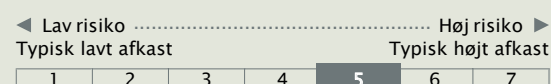
### Fordeling på lande i pct.



### VÆRDIUDVIKLING HVAD ER 100 DKK BLEVET TIL?



### RISIKOINDIKATOR



Afdelingen gav i 2014 et afkast på 8,6 pct., hvilket absolut set er tilfredsstillende, men væsentligt lavere end sammenligningsindekset MSCI Verden, der omregnet til danske kroner gav et afkast på 19,3 pct. Afkastet var 6,5 procentpoint lavere end den sammenlignelige Morningstar Kategori™, hvilket ikke er tilfredsstillende. Siden lanceringen har afdelingen givet et afkast på 72,1 pct., hvilket er 10,8 procentpoint bedre end sammenligningsindekset. Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 11,10 kr. pr. andel.

Afdelingen indfrie forventningerne i halvårsrapporten for 2014 om et positivt resultat i størrelsesordenen 10 pct. Mod forventning var det primært USA, der udviste økonomiske vækst, mens Europa og Japan skuffede. Kun de amerikanske aktier steg omkring 10 pct. i lokal valuta. En kraftig stigning i dollarkursen i anden halvdel af 2014 fik det samlede marked til at stige mere end de ventede 10 pct. Udover skuffende væksttal gav et kraftigt olieprisfald stor volatilitet i 2014. Afdelingen følger en aktiv strategi med egne holdninger til den makroøkonomiske udvikling, hvilket betød, at afdelingens afkast i anden halvdel af året udviklede sig væsentligt forskelligt fra sammenligningsindekset i den forkerte retning.

### MARKEDET

Aktiemarkederne i 2014 var kendetegnet ved store udsving og øget volatilitet. Markedet var i første halvår påvirket af geopolitisk uro efter Ruslands annektering af Krimhalvøen og opræk til borgerkrig i Irak. Det fik olieprisen og energiaktierne til at stige. I samme periode kom skuffende nøgletal fra USA efter en hård vinter. Renten faldt, og i lighed med udviklingen de foregående år fik det investorerne til at foretrække ikke-konjunkturfølsomme selskaber. Europa fulgte med et kvartals forsinkelse den skuffende nøgletalsudvikling fra USA, og Den Europæiske Centralbank annoncerede villighed til at lempe pengepolitikken. Tilsammen fik det amerikanske aktier til at stige hurtigere end europæiske, ligesom euro viste en kraftig svækkelse over for dollar. I sensommeren begyndte olieprisen at falde kraftigt, hvilket gav øget volatilitet og kursfald i markederne, særligt for olieaktierne. Mod slutningen af 2014 fik positive nøgletal og udmeldinger fra centralbankerne aktierne til at stige kraftigt igen. Olieaktierne blev dog nede sammen med oliepriserne.

Olieprisfaldet påvirkede en række olieeksporterende lande negativt, og især i Rusland faldt aktier og valuta kraftigt. Andre dele af emerging markets fik gavn af olieprisfaldet. I Kina gav det sammen med annoncering af finanspolitiske lempelser stigninger i aktiemarkedet på mere end 50 pct. i andet halvår af 2014.

Valutaforhold og den underliggende indtjeningsudvikling betød mere for afkastet på sektor- og regionsniveau end multiplekspansion. Indtjeningen i virksomhederne udviklede sig generelt positivt, men med forventning om stor nedgang for de energi- og råvarerrelaterede selskaber. Den lave rente blev i mange virksomheder brugt til at optage lån og tilbagekøbe egne aktier, så indtjeningen målt per aktie steg mere end bundlinjen. Aktierne blev i 2014 kun lidt dyrere målt på diverse nøgletal og befandt sig ved årets udgang på historiske gennemsnitsniveauer.

#### PERFORMANCE

Afdelingens afkast var i 2014 negativt påvirket af flere af de beskrevne markedsforhold. Overordnet var det især porteføljens overvægt af europæiske aktier og undervægt af amerikanske aktier, der trak ned.

Porteføljens overvægt af konjunkturfølsomme aktier påvirkede afkastet negativt, da ikke-konjunkturfølsomme aktier generelt gav højere afkast end de konjunkturfølsomme. Særligt afdelingens europæiske industri- og finansaktier bidrog negativt (den svenske producent af værktøjs- og mineforarbejdningsudstyr Sandvik, den italienske producent af lastbiler Iveco, landbrugsudstyr fra CNH Industrial, østrigske Erste Bank og den engelsk-baserede bank Standard Chartered). De konkrete investeringsvalg inden for sektorerne varigt forbrug og energi bidrog negativt. Det amerikanske tv-selskab Discovery Communication og det engelske gas- og olieselskab BG Group var blandt de selskaber, der trak mest ned inden for de to områder. På den positive side bidrog overvægten af teknologi i form af de konkrete aktievalg.

#### SÆRLIGE RISICI 2015

Aktiemarkedernes generelle prisfaste sættelse udtrykt ved traditionelle nøgletal er ikke længere lav set i et historisk perspektiv. Stigende aktiekurser skal derfor som udgangspunkt begrundes i stigende indtjening fremadrettet. Omvendt er aktier set i forhold til

det lave renteniveau, og dermed dyre obligationer, relativt set billige. De lave renter afspejler ud over forskellige centralbankers betydelige støtteopkøb af obligationer mange investorers manglende tro på, at væksten generelt vil komme tilbage på niveauerne fra før finanskrisen.

Selvom olieprisfaldet bør understøtte virksomhedernes indtjening gennem lavere energiomkostninger og større råderum hos forbrugerne, har den foreløbige effekt været lavere forventninger til den gennemsnitlige indtjening. Hertil kommer effekten af den stigende dollarkurs. Omvendt har den svækkede euro ikke ført til højere forventninger til indtjeningsvæksten for europæiske virksomheder. Absolut set er forventningerne ved årsskiftet dog relativt pæne og baseret på en stabiliseret, men kun langsomt voksende, europæisk økonomi. I emerging markets er forventningerne til indtjeningsvæksten øget i flere lande, ikke mindst i Kina og Indien, som følge af lavere oliepris og forventninger til finanspolitiske lempelser. Dette synes dog at være indregnet i kurserne. Omvendt er flere olieproducerende lande med Rusland i spidsen kendetegnet ved kraftigt aftagende vækstforventninger, hvilket i nogle tilfælde øger sandsynligheden for statsfinansielle problemer, som kan påvirke den generelle markedsstemning negativt. Slutteligt er forventningerne til indtjeningen i de japanske virksomheder øget, ikke mindst på baggrund af en svækket valuta. Generel tvivl om holdbarheden af den aktuelle pengepolitik og reformpolitikens mulighed for at genskabe væksten i Japan er også potentielle risici for udviklingen i 2015.

#### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Aktier vurderes ved årsskiftet generelt at være attraktivt prisfastsat set i forhold til det alternative afkast på obligationer. Der er som nævnt risici i markerne, der kan påvirke udviklingen negativt. Normalt siger man, at aktier på lang sigt giver et afkast på i gennemsnit 7-8 pct. p.a., men at afkastet det enkelte år ofte vil afvige markant fra gennemsnittet. Det er vurderingen, at dette kan blive resultatet for 2015.

Til illustration af usikkerheden ved at investere i afdelingen henvises til tabellen over historiske afkast side 7. Her fremgår det, at afdelingens afkast har været mellem -29 og +30 pct. de seneste ni kalenderår. Der er således også i 2015 en betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkastet.

## MAJ INVEST AKTIER

Resultatopgørelse			Balance		
Note	1.1-31.12.2014 1.000 DKK	1.1-31.12.2013 1.000 DKK	Note	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
	Renter og udbytter:			Aktiver	
1	Renteindtægter	7	-31		
2	Udbytter	17.530	24.974	Likvide midler:	
	I alt renter og udbytter	17.537	24.943	Indestående i depotselskab	
				26.879	6.170
	Kursgevinster og -tab			Kapitalandele:	
3	Kapitalandele	60.998	172.896	8	Not. aktier fra DK selskaber
3	Afledte finansielle instr.	0	-33	8	Not. aktier fra udl. selskaber
	Valutakonti	476	1.496		I alt kapitalandele
	Øvrige aktiver/passiver	71	-28		837.048
4	Handelsomkostninger	-1.095	-2.308		
	I alt kursgevinster og -tab	60.450	172.023		Andre aktiver:
					Tilg.hav. renter, udbytter m.m.
	I alt indtægter	77.987	196.966		Mellemv. vedr. handelsafv.
5	Administrationsomkostninger	-10.601	-13.347		Aktuelle skatteaktiver
					I alt andre aktiver
	Resultat før skat	67.386	183.619		2.587
6	Skat	-2.026	-2.337		
	Årets nettoresultat	65.360	181.282		
					<b>Aktiver i alt</b>
	Formuebevægelser:				866.514
	Overført fra sidste år	264	2.132		
	Udlodningsregulering	828	-8.973		
	I alt formuebevægelser	1.092	-6.841		
	Til disposition	66.452	174.441		
7	Foreslået udlodning	76.880	66.113		
	Overført til udlodning næste år	166	264		
	Overført til medl. formue	-10.594	108.064		
	Disponeret	66.452	174.441		
					<b>Passiver</b>
					9
					Medlemmernes formue
					866.489
					921.523
					Anden gæld:
					Skyldige omkostninger
					25
					1.608
					<b>Passiver i alt</b>
					866.514
					923.131

## Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	24,31	-4,70	8,28	20,14	8,62
Sammenligningsindeks (pct.)	19,71	-2,64	14,49	21,23	19,27
Indre værdi (DKK pr. andel)	111,15	104,96	111,64	124,05	125,11
Nettoresultat (t.DKK)	100.264	-36.403	70.494	181.282	65.360
Udbytte (DKK pr. andel)	1,00	2,00	9,00	8,90	11,10
Administrationsomkostninger (pct.)	1,14	1,22	1,35	1,36	1,28
AOP	1,47	1,65	1,82	1,85	1,67
Omsætningshastighed (antal gange)	0,15	0,39	0,46	0,57	0,37
Medlemmernes formue (t.DKK)	685.264	826.717	1.027.276	921.523	866.489
Antal andele, stk.	6.165.003	7.876.726	9.202.041	7.428.441	6.926.095
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	2,05	-0,60	0,89	1,22	1,21
Standardafvigelse	10,30	9,84	8,44	11,05	8,68

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

31.12.2014 31.12.2013  
1.000 DKK 1.000 DKK

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

## Note 1: Renteindtægter

Indestående i depotselskab	0	-31
Øvrige indtægter	7	0
I alt renteindtægter	7	-31

## Note 2: Udbytter

Not. aktier fra udenlandske selskaber	17.530	24.974
I alt udbytter	17.530	24.974

## Note 3: Kursgevinster og -tab

Not. aktier fra danske selskaber	577	5.629
Not. aktier fra udenlandske selskaber	60.421	167.267
I alt fra kapitalandele	60.998	172.896
Valutaterminsforretninger/futures	0	-33
I alt fra afledte finansielle instrumenter	0	-33

## Note 4: Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-1.584	-3.003
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	489	695
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-1.095	-2.308

## Note 5: Administrationsomkostninger

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Samlede omk.	Samlede omk.
Honorar til bestyrelse	0	-93	-93	-121
Revisionshonorar til revisorer	-15	0	-15	-29
Markedsføringsomk.	-4.887	-354	-5.241	-7.474
Gebyrer til depotselskab	-441	0	-441	-437
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-4.126	-40	-4.166	-4.919
Øvrige omkostninger	-23	-72	-95	-122
Fast administrationshonorar	-550	0	-550	-245
I alt adm.omkostninger	-10.042	-559	-10.601	-13.347

Andel af fællesomkostninger udgør afdelingens andel af de omkostninger, der ikke kan henføres direkte til en enkelt afdeling. Fordelingen sker under hensyntagen til afdelingernes formuer.

Fast administrationshonorar udgør beregnede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

## Note 6: Skat

Afdelingen er ikke skattepligtig. Periodens skatteudgift består af betalte ikke refunderbare udbytteskatter.

## Note 7: Til rådighed for udlodning

Renter og udbytter	17.537	24.943
Rente- og udbytteskat	-2.250	-2.707
Kursgevinst til udlodning	71.267	64.330
Administrationsomkostninger til modregning	-10.600	-13.347
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	828	-8.973
Udlodning overført fra sidste år	264	2.132
Til rådighed for udlodning	77.046	66.378
Heraf foreslået udlodning	76.880	66.113
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	166	264

## Note 8: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
I alt	100,0	100,0

En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 9: Medlemmernes formue	2014 Antal andele	2014 Formue- værdi 1.000 DKK	2013 Antal andele	2013 Formue- værdi 1.000 DKK
-----------------------------	-------------------------	---------------------------------------	-------------------------	---------------------------------------

Medlemmernes formue primo	7.428.441	921.523	9.202.041	1.027.276
Udlodning fra sidste år		-66.113		-82.818
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning:		6.025		4.509
Emissioner i året	784.154	95.631	145.400	16.337
Indløsninger i året	-1.286.500	-156.452	-1.919.000	-225.449
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		515		386
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		-828		8.973
Overført til udlodning fra sidste år		-264		-2.132
Overført til udlodning næste år		166		264
Foreslået udlodning		76.880		66.113
Overførsel af periodens resultat		-10.594		108.064
I alt medlemmernes formue	6.926.095	866.489	7.428.441	921.523

## MAJ INVEST VALUE AKTIER

### LÆSEVEJLEDNING

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om afkast- og risikoprofiler side 20 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 kan investere i danske og udenlandske aktier udvalgt ud fra en værdibaseret tilgang og en vurdering af selskabets markedsposition. Afdelingen har ikke et branche- eller landemæssigt fokus, og det betyder, at den kan investere i alle lande, i alle sektorer og i små såvel som store selskaber. Afdelingen har en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer.

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

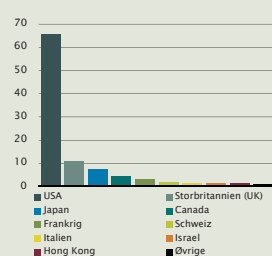
På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 5. I årsrapportens afsnit om afkast- og risikoprofiler side 20 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet Finansmarkederne side 18 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:  
 Fondsmæglerselskabet Maj Invest  
 Porteføljemanager: Kurt Kara & Ulrik Jensen  
 IFB-kategori: Aktier Globale  
 Morningstar Kategori™: Aktier - Globale Large Cap Blend

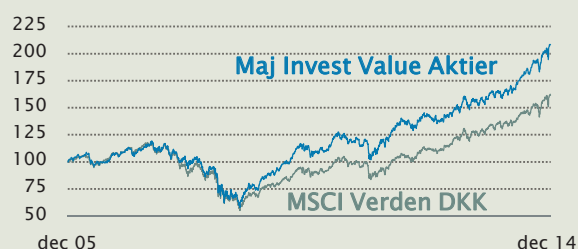
Morningstar Rating™  
 ★★★★★

Fordeling på lande i pct.



	2014	Siden start
Afkast	26,3 %	108,6 %
Afdelingen	26,3 %	108,6 %
Sml. indeks	19,3 %	61,3 %

### 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 2014 et afkast på 26,3 pct., hvilket er særdeles tilfredsstillende og bedre end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI Verden, der omregnet til danske kroner steg med 19,3 pct. Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 11,20 kr. pr. andel.

Aktiemarkedet klarede sig i 2014 generelt bedre end forventet i halvårsrapporten for 2014, og afkastet for 2014 blev tilsvarende bedre end forventet.

### MARKEDET

2014 blev et år med meget store forskelle på udviklingen i regionale aktiemarkeder såvel som valutakurser. Det amerikanske aktiemarked, målt på MSCI USA, steg godt 14 pct. i lokal valuta, mens det tilsvarende europæiske indeks i lokal valuta kun steg ca. 7 pct. På tilsvarende vis steg japanske aktier i lokal valuta også lidt over 7 pct. i 2014. Det amerikanske aktiemarked var således atter det marked, der målt i lokal valuta gav investorerne det højeste afkast.

Målt i danske kroner blev denne forskel endnu større, idet de amerikanske aktier gav over 28 pct. i afkast som følge af en stor stigning i dollaren over for alle hovedvalutaer globalt set.

Denne stigning i dollarkursen var hovedtemaet i 2014 og dækker over de underliggende store forskelle i de regionale økonomiers performance. Som følge af USA's relativt høje vækst har den amerikanske centralbank valgt at nedtrappe de massive støtteopkøb på obligationsmarkedet (også kaldet Quantitative Easing eller QE) og derudover udmeldt, at rentestigninger kan komme på tale. Modsat USA er både Europa og Japan i de mere tidlige faser af likviditetsudpumpning og lavrentepolitik. De modsatrettede effekter har sendt dollaren på himmelflugt.

En anden og måske lige så vigtig begivenhed i 2014 var det dramatiske kollaps i prisen på råolie. De amerikanske forekomster af skiferolie og det nylige olieboom i Nordamerika har medvirket til at flytte svingfaktorproduktionen fra OPEC-landene over mod USA.

USA producerer i dag godt 9 mio. tønder olie om da-



gen svarende til landets produktion i 1986. Tallet er ikke langt fra USA's rekordhøje produktion i 1970 på 10 mio. tønder olie om dagen. USA er med andre ord på vej tilbage som en vigtig producent af råolie på den globale arena.

Effekten af dette, kombineret med en svagere end ventet økonomisk udvikling, var et fald i råolieprisen på ca. 60 pct. på lidt over en måned. Faldet har været forstærket af et splittet OPEC, der muligvis ønsker at "udsulte" de amerikanske skiferolieproducenter ved at sænke prisen så meget, at den amerikanske skiferolieproduktion bliver uøkonomisk.

Svaghederne på de globale aktiemarkeder skal findes blandt enkeltlande. Grækenland samt gældskrisen i Europa er fortsat uløst og blussede op sidst på året i kølvandet på et nyvalg i Grækenland, hvor meningsmålingerne pegede i retning af et potentielt magtskifte mod mere euroskeptiske partier. På samme måde har Ruslands invasion af Ukraine også bidraget negativt til den regionale udvikling i Europa.

#### PERFORMANCE

Afdelingen investerer i globale valueaktier. Det betyder aktier, der har hjemsted hvor som helst i verden, og som skønnes at handle til en mærkbart undervurderet pris. Afdelingen investerer koncentreret, og antallet af investeringer har ikke oversteget 40 selskaber på noget tidspunkt. Af disse årsager har afdelingen en høj risikoprofil rent investeringsmæssigt.

Afdelingens afkast var mærkbart højere end markedets afkast i 2014. Resultatet er primært drevet af aktieudvælgelse idet, regional allokering såvel som sektorallokering ikke har bidraget synderligt til merafkastet.

De absolut bedste investeringer i 2014 var den canadiske dagligvarekæde Metro Inc., der leverede et afkast på 52 pct. i kroner, og det amerikanske jernbaneselskab Union Pacific Corp, der gav 64 pct. målt i kroner, og den amerikanske automekanikerkæde Advance Auto Parts, der ligeledes gav et afkast på 64 pct. målt i kroner.

De olierelaterede selskaber var blandt afdelingens ringeste investeringer i 2014 og trak afkastet ned.

Olieudvindingselskabet Apache, der ligger i USA, faldt med godt 16 pct. målt i kroner, mens det tilsvarende italienske selskab ENI faldt med 12 pct. Derudover led afdelingen et kurstab på det amerikanske investeringsselskab Leucadia, der i perioden faldt med 9 pct. målt i kroner.

#### SÆRLIGE RISICI 2015

Der er fortsat betydelige risici for markedet i 2015 på niveau med risiciene i 2014. Europas problemer ser ved årsskiftet ud til at være blusset op på ny, mens væksten i USA har overrasket positivt og formentlig vil være det bærende globale element i 2015.

#### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Afdelingen følger som tidligere beskrevet en meget koncentreret investeringsstil, og netop derfor er risici for afdelingen primært knyttet til enkeltaktier. Dog drives disse enkeltaktiers afkast også af den generelle udvikling på finansmarkederne og det globale risikobillede.

Normalt siger man, at aktier på lang sigt giver et afkast på i gennemsnit 7-8 pct. p.a., men at afkastet det enkelte år ofte vil afvige markant fra gennemsnittet. Det er vurderingen, at dette kan blive resultatet for 2015.

Afkastet kan blive højere eller lavere end sammenligningsindekset, da afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med en koncentreret portefølje.

Til illustration af usikkerheden ved at investere i afdelingen henvises til tabellen over historiske afkast side 7. Her fremgår det, at afdelingens afkast har været mellem -36 og +42 pct. de seneste ni år. Der er således en betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkastet for 2015.

## MAJ INVEST VALUE AKTIER

Resultatopgørelse			Balance		
Note	1.1-31.12.2014 1.000 DKK	1.1-31.12.2013 1.000 DKK	Note	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1	Renteindtægter	1	-52		
1	Renteudgifter	-4	0		
2	Udbytter	73.736	79.102	Likvide midler:	
	I alt renter og udbytter	73.733	79.050	Indestående i depotselskab	
				49.271	29.731
Kursgevinster og -tab			Kapitalandele:		
3	Kapitalandele	996.813	582.302	8	Not. aktier fra DK selskaber
3	Afledte finansielle instr.	0	165	8	Not. aktier fra udl. selskaber
	Valutakonti	110	4.678	9	Unot. kap.and. fra DK selsk.
	Øvrige aktiver/passiver	353	-65		I alt kapitalandele
4	Handelsomkostninger	-5.336	-5.028		5.260.311
	I alt kursgevinster og -tab	991.940	582.052	Andre aktiver:	
	I alt indtægter	1.065.673	661.102	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	
5	Administrationsomkostninger	-56.779	-50.429		Mellemv. vedr. handelsafv.
	Resultat før skat	1.008.894	610.673		Aktuelle skatteaktiver
					I alt andre aktiver
6	Skat	-9.338	-8.497		10.968
	Arets nettoresultat	999.556	602.176	Aktiver i alt	
				5.320.550	3.868.591
Formuebevægelser:			Passiver		
	Overført fra sidste år	679	0	10 Medlemmernes formue	
	Udlodningsregulering	50.424	14.779	5.320.229	3.859.927
	I alt formuebevægelser	51.103	14.779	Anden gæld:	
	Til disposition	1.050.659	616.955	Skyldige omkostninger	
				321	8.664
7	Foreslået udlodning	356.154	199.098	Passiver i alt	
	Overført til udlodning næste år	3.027	679	5.320.550	3.868.591
	Overført til medl. formue	691.478	417.178		
	Disponeret	1.050.659	616.955		

## Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	25,49	0,63	11,98	18,95	26,27
Sammenligningsindeks (pct.)	19,71	-2,64	14,49	21,23	19,27
Indre værdi (DKK pr. andel)	115,50	114,94	127,69	139,59	167,31
Nettoresultat (t.DKK)	215.318	39.967	240.756	602.176	999.556
Udbytte (DKK pr. andel)	1,25	1,00	11,25	7,20	11,20
Administrationsomkostninger (pct.)	1,23	1,36	1,41	1,41	1,35
AOP	1,68	1,82	1,85	1,82	1,74
Omsætningshastighed (antal gange)	0,51	0,52	0,51	0,42	0,294
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.272.648	1.908.017	2.990.132	3.859.927	5.320.229
Antal andele, stk.	11.018.423	16.600.573	23.416.384	27.652.504	31.799.454
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	1,80	-0,04	1,34	1,35	1,55
Standardafvigelse	12,24	12,87	8,10	12,83	9,97

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2014	31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

## Note 1: Renteindtægter

Indestående i depotselskab	1	-52
Renteudgifter	-4	0
I alt renteindtægter	-3	-52

## Note 2: Udbytter

Not. aktier fra danske selskaber	7.981	4.176
Not. aktier fra udenlandske selskaber	65.755	74.926
I alt udbytter	73.736	79.102

## Note 3: Kursgevinster og -tab

Not. aktier fra danske selskaber	-18.098	17.730
Not. aktier fra udenlandske selskaber	1.014.911	564.572
I alt fra kapitalandele	996.813	582.302
Valutaterminsforretninger/futures	0	165
I alt fra afledte finansielle instrumenter	0	165

## Note 4: Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-7.479	-6.956
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	2.143	1.928
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-5.336	-5.028

## Note 5: Administrationsomkostninger

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Samlede omk.	Samlede omk.
Honorar til bestyrelse	0	-341	-341	-435
Revisionshonorar til revisorer	-15	0	-15	-66
Markedsføringsomk.	-30.499	-1.399	-31.898	-30.362
Gebyrer til depotselskab	-918	0	-918	-795
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-20.521	-40	-20.561	-17.553
Øvrige omkostninger	-33	-277	-310	-334
Fast administrationshonorar	-2.736	0	-2.736	-884
I alt adm.omkostninger	-54.722	-2.057	-56.779	-50.429

Andel af fællesomkostninger udgør afdelingens andel af de omkostninger, der ikke kan henføres direkte til en enkelt afdeling. Fordelingen sker under hensyntagen til afdelingernes formuer.

Fast administrationshonorar udgør beregnede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

## Note 6: Skat

Afdelingen er ikke skattepligtig. Periodens skatteudgift består af betalte ikke refunderbare udbytteskatter.

	31.12.2014	31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK

## Note 7: Til rådighed for udlodning

Renter og udbytter	73.733	79.050
Rente- og udbytteskat	-9.978	-8.496
Kursgevinst til udlodning	301.101	164.873
Administrationsomkostninger til modregning	-56.778	-50.429
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	50.424	14.779
Udlodning overført fra sidste år	679	0
Til rådighed for udlodning	359.181	199.777
Heraf foreslået udlodning	356.154	199.098
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	3.027	679

## Note 8: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
I alt	100,0	100,0

En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

## Note 9: Unoterede kapitalandele fra danske selskaber:

Investeringsforvaltningssels. SEBinvest A/S	1.835	0
---	-------	---

Aktieandel i Inv.forvaltningsselskabet SEBinvest A/S (pct.) 12,5 0,0

Note 10: Medlemmernes formue	2014 Antal andele	2014 Formue- værdi 1.000 DKK	2013 Antal andele	2013 Formue- værdi 1.000 DKK
------------------------------	-------------------------	---------------------------------------	-------------------------	---------------------------------------

Medlemmernes formue primo	27.652.504	3.859.927	23.416.384	2.990.132
Udlodning fra sidste år		-199.098		-263.434
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning:		26.757		-660
Emissioner i året	7.900.656	1.142.130	5.689.498	723.614
Indløsninger i året	-3.753.706	-510.837	-1.453.378	-193.752
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.794		1.851
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		-50.424		-14.779
Overført til udlodning fra sidste år		-679		0
Overført til udlodning næste år		3.027		679
Foreslået udlodning		356.154		199.098
Overførsel af periodens resultat		691.478		417.178
I alt medlemmernes formue 31.12.2014	31.799.454	5.320.229	27.652.504	3.859.927

## MAJ INVEST EMERGING MARKETS

### LÆSEVEJLEDNING

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om afkast- og risikoprofiler side 20 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 kvalitetsselskaber og følge en disciplineret investeringsproces. I udvælgelsen af aktier lægges der lige så meget vægt på at fravælge de dårlige investeringer som på at finde de gode. Afdelingen har en investeringsmæssig risiko mod aktier fra emerging markets og valutaer.

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

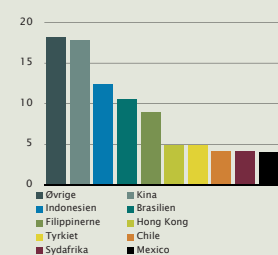
På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6. I årsrapportens afsnit om afkast- og risikoprofiler side 20 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet Finansmarkederne side 18 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

### STAMDATA

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

Morningstar Rating™  
 Ikke rated

Fordeling på lande i pct.

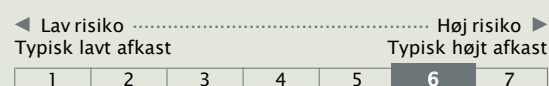


	2014	Siden start
Afkast	9,5 %	10,8 %
Afdelingen	11,2 %	12,3 %
Sml. indeks		

### VÆRDIUDVIKLING HVAD ER 100 DKK BLEVET TIL?



### RISIKOINDIKATOR



Afdelingen gav i 2014 et afkast på 9,5 pct. Afkastet er i absolut forstand særdeles tilfredsstillende, men lavere end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI Global Emerging Markets, der omregnet til danske kroner havde et afkast på 11,2 pct. Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 0,70 kr. pr. andel.

Afdelingen har indfriet forventningerne i halvårsrapporten for 2014 om et positivt afkast på mere end 7-8 pct. for hele 2014.

### MARKEDET

Emerging markets var præget af store udsving over året, der begyndte i negativ stemning forårsaget af rentestigninger i Indien, Tyrkiet, Sydafrika og Brasilien. Thailands politiske krise trak ligeledes ned sammen med fornyet uro om væksten i Kina, efter en række vækstindikatorer pegede på en nedadgående tendens. Mest negativ var stemningen i marts måned med Ruslands invasion af Krimhalvøen, der sendte det russiske aktiemarked betydeligt ned. Investorenes appetit for at investere i emerging markets blev dog væsentlig styrket af et meget positivt valgresultat i Indien, hvor premierminister Modi fik klart flertal i parlamentet. Det gav kraftige stigninger i indiske aktier, men var også med til at vende den generelt negative stemning mod emerging markets, idet investorerne rettede fokus på mulighederne ved et skifte i landenes politiske ledelser. Således medførte et militærkup i Thailand i maj måned først en smule uro på aktiemarkedet, men blev hurtigt afløst af stigninger. Positive forventninger til reformer i Kina, Indien, Mexico og Indonesien efter valgsejren til den reformvenlige præsident Joko Widodo (Jokowi) sendte markedet yderligere op hen over sommeren.

Den positive stemning toppede medio september måned og blev afløst af faldende markeder efter genvalg af den brasilianske præsident Rousseff, eskalering af skandalen om Brasiliens største olieselskab Petrobras, fortsatte spændinger i Ukraine og nye sanktioner mod Rusland. Dernæst faldt den russiske rubel efter en næsten halvering af råolieprisen. Endelig fremtvang oppositionen i Grækenland et valg, der skabte frygt for en ny eurokrise og fik det græske aktiemarked til at falde voldsomt. En overraskende rentenedsættelse i Kina medførte, at markedet rettede sig inden årets udgang.

## PERFORMANCE

Det er strategien med aktiv aktieudvælgelse at skabe et langsigtet merafkast i forhold til markedet for den langsigtede investor. I 2014 var afkastet 1,5 procentpoint lavere end sammenligningsindekset.

Det største positive bidrag til årets relative performance kom fra afdelingens investeringer i Indonesien og Filippinerne. Afdelingen er kraftigt overvægtet i disse to lande, der steg mere end 40 pct. målt i danske kroner. Det skyldtes for Indonesiens vedkommende dels en forbedring af handelsbalancen og dels den politiske udvikling, hvor Jakartas borgmester Jokowi vandt præsidentvalget i juli. Gode resultater i afdelingens investeringer i Indonesien, Ace hardware og Nippon Indosari, bidrog væsentligt til det positive afkast. For afdelingens investeringer i Filippinerne blev afkastet primært skabt af afdelingens største investering, GT Capital Holdings, der steg næsten 50 pct. som følge af et godt salg af Toyotabiler i 2014. Afdelingens investeringer i internetaktierne Baidu og Mercadolibre bidrog positivt til afkastet.

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 været kraftigt undervægtet i lande som Rusland, Egypten og Grækenland og kraftigt undervægtet i sektorerne energi og materialer. Denne strategi bidrog samlet set positivt til årets relative afkast.

Modsat bidrog årets nye investeringer i Brasilien negativt til afkastet. Afdelingens investering i Mills faldt mere end 50 pct., som følge af at nogle af Mills' kunder blev sat i relation med skandalen i Petrobras. Mills selv er ikke involveret i skandalen. I årets første kvartal var afdelingen investeret i russiske O'Key Group. Investeringen medførte et stort tab, inden aktien blev solgt helt ud i juni måned. Aktien faldt efterfølgende med mere end 50 pct. Også investeringer i underholdningsindustrien på Macau medførte et negativt bidrag til det relative afkast. Ligeledes bidrog afdelingens undervægt i Taiwan, Indien og Sydafrika negativt til afkastet. Undervægt i den finansielle sektor, især den kinesiske, har trukket ned i den relative performance.

## SÆRLIGE RISICI 2015

Afdelingen følger en koncentreret investeringsstil,

og afdelingens risici er 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 markeder, hvor afdelingen er investeret. Der er fortsat betydelige risici i 2015. De primære risikofaktorer vurderes fortsat at være amerikanske rentestigninger, finansiel eller anden uro i lande som Rusland, Ukraine, Grækenland, Tyrkiet og Egypten og i særlig grad Kinas håndtering af gældsproblemerne i LGFVs (Local Government Financial Vehicles) og SOEs (State Owned Enterprises). Der er i markedet udpræget frygt for, at Kina ikke kan kontrollere gældsproblemerne. Håndteringen af Kinas gældsproblemer er uden sammenligning den største risiko for 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 købmandsmæssig tilgang, hvor der kontinuerligt afsøges investeringsmuligheder i de enkelte aktiemarkeder på tværs af emerging markets-universet. Selskabernes konkurrencemæssige fordele og kvaliteten af selskaberne er væsentlige parametre, hvor selskaberne vurderes enkeltvis ud fra en langsigtet fundamental betragtning. Der lægges stor vægt på forudsigeligheden af de enkelte landes og selskabers økonomiske udvikling. Jævnlig møder med den enkelte ledelse er vigtige, da dennes track rekord og troværdighed er afgørende.

Øget vækst i USA, lave energipriser og et mere positivt investeringsklima i Indonesien, Indien, Filippinerne, Thailand, Mexico, Tyrkiet og Kina giver anledning til en vis optimisme. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end sammenligningsindekset, da afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. Ofte siges det, at aktier på lang sigt giver et afkast i gennemsnit på 7-8 pct. p.a., men at afkastet det enkelte år ofte vil afvige markant fra gennemsnittet. Det er vurderingen, at dette kan blive resultatet for 2015. 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.



## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

31.12.2014 31.12.2013  
1.000 DKK 1.000 DKK

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

## Note 1: Renteindtægter

Indestående i depotselskab	4	0
I alt renteindtægter	4	0

## Note 2: Udbytter

Not. aktier fra udenlandske selskaber	8.732	0
I alt udbytter	8.732	0

## Note 3: Kursgevinster og -tab

Not. aktier fra udenlandske selskaber	26.529	1.207
I alt fra kapitalandele	26.529	1.207

## Note 4: Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-1.708	-340
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	663	337
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-1.045	-3

## Note 5: Administrationsomkostninger

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Samlede omk.	Samlede omk.
Honorar til bestyrelse	0	-51	-51	0
Revisionshonorar til revisorer	-15	0	-15	0
Markedsføringsomk.	-2.312	0	-2.312	-7
Gebyrer til depotselskab	-402	0	-402	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-2.652	-40	-2.692	-59
Øvrige omkostninger	-41	-22	-63	0
Fast administrationshonorar	-234	0	-234	-4
I alt adm.omkostninger	-5.656	-113	-5.769	-70

Andel af fællesomkostninger udgør afdelingens andel af de omkostninger, der ikke kan henføres direkte til en enkelt afdeling. Fordelingen sker under hensyntagen til afdelingernes formuer.

Fast administrationshonorar udgør beregnede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

## Note 6: Skat

Afdelingen er ikke skattepligtig. Periodens skatteudgift består af betalte ikke refunderbare udbytteskatter.

31.12.2014 31.12.2013  
1.000 DKK 1.000 DKK

## Note 7: Til rådighed for udlodning

Renter og udbytter	8.736	0
Rente- og udbytteskat	-485	0
Kursgevinst til udlodning	766	64
Administrationsomkostninger til modregning	-5.769	-70
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	109	15
Udlodning overført fra sidste år	9	0
Til rådighed for udlodning	3.366	9
Heraf foreslået udlodning	3.153	0
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	213	9

## Note 8: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
I alt	100,0	100,0

En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

## Note 9: Medlemmernes formue

	2014 Antal andele	2014 Formue- værdi 1.000 DKK	2013 Antal andele	2013 Formue- værdi 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	1.850.000	187.230	0	0
Emissioner i året	2.653.963	282.866	1.850.000	185.009
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.458		1.025
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		-109		-15
Overført til udlodning fra sidste år		-9		0
Overført til udlodning næste år		213		9
Foreslået udlodning		3.153		0
Overførsel af periodens resultat		24.289		1.202
I alt medlemmernes formue	4.503.963	499.091	1.850.000	187.230

## MAJ INVEST GLOBAL SUNDHED

### LÆSEVEJLEDNING

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om afkast- og risikoprofiler side 20 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

Afdelingens investeringsområde er ændret med virkning fra 12.02.2012. 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 bioteknologisektoren 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 årsrapportens afsnit om afkast- og risikoprofiler side 20 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 18 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

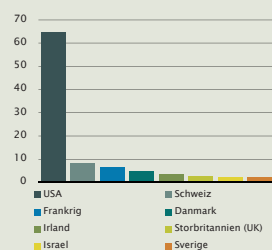
### STAMDATA

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

	2014	Siden start
Afkast	23,9 %	49,3 %
Afdelingen	23,9 %	49,3 %
Sml.indeks	19,3 %	36,3 %

Morningstar Rating™  
 Ingen rating

Fordeling på lande i pct.



### VÆRDIUDVIKLING HVAD ER 100 DKK BLEVET TIL?



### RISIKOINDIKATOR



Afdelingen gav i 2014 et afkast på 23,9 pct. Afkastet er tilfredsstillende og bedre end den generelle udvikling for aktier målt ved sammenligningsindekset MSCI Verden, der omregnet til danske kroner steg 19,3 pct. Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 1,90 kr. pr. andel.

Afdelingens afkast var i den høje ende af forventningerne udtrykt i halvårsrapporten for 2014 om et afkast større end 7 pct. i 2014.

### MARKEDET

Afdelingens investeringsunivers er globalt inden for sektorerne sundhedspleje samt miljø og klima. Dette univers er eksponeret mod nogle af de stærkeste globale trends, såsom befolkningsudvikling, stigende levestandard, stærkt voksende middelklasse i udviklingslandene, demografisk udvikling i Vesten og Japan, stigende levealder, global opvarmning, stigende energipriser, pres på jordens ressourcer, øget fokus og krav generelt til miljø og sundhed lokalt og globalt. Disse trends vil efter Maj Invests forventninger resultere i en mangeårig periode med høj vækst og indtjeningsmuligheder for de selskaber, som har aktiviteter inden for området.

Sundhedspleje dækker over selskaber med aktiviteter inden for blandt andet medicinal-, medikoteknik-, biotek- og sundhedsydelsessektoren. Markedet for sundhedsydelse voksede som forventet i 2014 drevet af stigende efterspørgsel i den vestlige verden og i udviklingslandene. I de modne lande skyldtes væksten i efterspørgslen den demografiske udvikling med flere ældre og længere levealder, mens væksten i efterspørgslen i udviklingslandene kom fra stigende levestandard og øget fokus på sundhed. Bank of America Merrill Lynch forventer, at andelen af personer over 50 år i Europa om 10 år vil være steget til 50 pct. De estimerer samtidig, at 65 pct. af alle sundhedsudgifter i USA forbruges af personer over 65 år. Den demografiske udvikling og stigende levealder i USA og Europa understøtter i høj grad indtjeningsudviklingen hos selskaberne inden for sundhed.

Markedet for miljø og klima udviklede sig generelt på linje med traditionelle industriaktier. Vedvarende energi i form af vind- og solenergi er generelt afhængig af offentlige støtteordninger, om end teknologierne bliver mere og mere konkurrencedygtige. Den



største modvind for området i 2014 var de hastigt faldende energipriser i sidste halvdel af året. Således faldt olieprisen med 43 pct., naturgasprisen i henholdsvis USA og Europa 20 og 22 pct., og elektricitetsprisen 10 pct. i Europa. Det betyder, at særligt vedvarende energi står vanskeligere i konkurrencen. Hovedvægten af porteføljens investeringer foretages fortsat i markederne inden for energieffektive løsninger, særligt i boligbyggeri og transport. Her udvikler markederne sig stadig positivt drevet af efterspørgsel og stramninger i krav fra myndighederne.

#### PERFORMANCE

Porteføljens høje afkast skyldes især sundhedssektoren, som var blandt de sektorer, der gav det højeste afkast i 2014. Samtidig bidrog porteføljens høje eksponering mod dollar, som steg 13,4 pct. over for danske kroner i 2014, positivt. Miljø- og klimaaktierne gav et væsentlig lavere afkast end sundhedssektoren og aktiemarkedet generelt. De absolut bedste investeringer på enkeltaktieniveau i 2014 var Actavis (kopimedicinproducent), Shire (specialmedicinalselskab) og Teva Pharmaceuticals (kopimedicinproducent), som steg med henholdsvis 74 pct., 70 pct. og 67 pct. Blandt porteføljens dårligste investeringer var amerikanske GT Advanced Technologies, Elekta og SABESP. Både GT Advanced Technologies og SABESP blev solgt helt ud af porteføljen i 2014.

#### SÆRLIGE RISICI 2015

Miljø- og klimauniverset er domineret af industrielskaber, som er mere konjunkturfølsomme end markedet generelt. Porteføljens andel af miljø- og klimaaktier var ved indgangen til 2015 på ca. 21 pct. Omvendt er sundhedspleje typisk en af de mest defensive sektorer med en lav grad af konjunkturfølsomhed. Det skyldes, at en stor del af sektorens indtjening ikke påvirkes af verdensøkonomiens udvikling. Porteføljen har en relativt lav eksponering mod store medicinalselskaber og en høj eksponering mod mindre selskaber med højere indtjeningsvækst. Andelen af store medicinalselskaber er dog øget sidst i 2014 og først i 2015. Sundhedspleje udgjorde ved udgangen af 2014 ca. 75 pct. af porteføljen, og den største eksponering var mod store medicinalselskaber, selskaber inden for distribution af sundhedsprodukter samt selskaber inden for delsektorerne lifescience/diagnostik og test samt generiske medicinalselskaber.

Da USA er verdens største sundhedsplejemarked, er de fleste selskaber inden for sektoren børsnoteret i USA. Porteføljens geografiske vægt er tung mod USA med ca. 71 pct. af porteføljen investeret i amerikansknoterede selskaber. Det betyder, at porteføljen har en høj valutarisiko mod dollar.

#### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Maj Invest forventer, at 2015 vil være præget af fortsat bedring i Europa og en fortsat positiv udvikling i den amerikanske økonomi. Samlet bør det give positive afkast i 2015 for porteføljens aktier. Aktiekurserne er i 2013 og 2014 steget mere end selskabernes indtjening, og der er derfor risiko for, at selskabernes indtjeningsudvikling ikke lever op til markedets forventninger. Dette kan betyde store kursudsving på den korte bane. Værdiansættelsen på sundhedssektoren generelt ligger med en mindre præmie til det historiske gennemsnit målt på nøgletal for sektoren samt relativt til aktiemarkedet generelt.

Den overordnede investeringsstrategi om hovedsageligt at investere i markedsledere fastholdes. Det være sig selskaber med stærke markedspositioner, de bedste teknologier, de laveste produktionsomkostninger, stærke finansielle balancer og særligt innovative selskaber. Hovedvægten af porteføljen er markedsledere med særlige konkurrencemæssige fordele. Det være sig produkt Nicher, skalafordele eller markedspositioner, der gør, at selskaberne kan levere et højt afkast på den investerede kapital, og at niveauet kan fastholdes over en længere årrække.

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 lang sigt giver et afkast i gennemsnit på 7-8 pct. p.a., men at afkastet det enkelte år ofte vil afvige markant fra gennemsnittet. Det er vurderingen, at dette kan blive resultatet for 2015. Til illustration af usikkerheden ved at investere i afdelingen har afdelingen og den sammenlignelige Morningstar Kategori™ givet et afkast på mellem -44 og +41 pct. de seneste syv år. Der er således en betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkastet for 2015.



## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2014	31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

## Note 1: Renteindtægter

Indestående i depotselskab	0	-1
Øvrige indtægter	4	0
I alt renteindtægter	4	-1

## Note 2: Udbyttet

Not. aktier fra danske selskaber	157	82
Not. aktier fra udenlandske selskaber	2.975	1.808
I alt udbyttet	3.132	1.890

## Note 3: Kursgevinster og -tab

Not. aktier fra danske selskaber	1.827	1.114
Not. aktier fra udenlandske selskaber	55.500	39.422
I alt fra kapitalandele	57.327	40.536

## Note 4: Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-207	-368
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	152	29
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-54	-339

## Note 5: Administrationsomkostninger

	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.	Samlede omk.	Samlede omk.
Honorar til bestyrelse	0	-44	-44	-21
Revisionshonorar til revisorer	-15	0	-15	-21
Markedsføringsomk.	-1.796	-109	-1.905	-1.378
Gebyrer til depotselskab	-277	0	-277	-216
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-1.238	-40	-1.278	-880
Øvrige omkostninger	-27	-28	-55	-44
Fast administrationshonorar	-166	0	-166	-154
I alt adm.omkostninger	-3.519	-221	-3.740	-2.714

Andel af fællesomkostninger udgør afdelingens andel af de omkostninger, der ikke kan henføres direkte til en enkelt afdeling. Fordelingen sker under hensyntagen til afdelingernes formuer.

Fast administrationshonorar udgør beregnede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

## Note 6: Skat

Afdelingen er ikke skattepligtig. Periodens skatteudgift består af betalte ikke refunderbare udbytteskatter.

	31.12.2014	31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK

## Note 7: Til rådighed for udlodning

Fremført tab til modregning	0	-17.520
Renter og udbyttet	3.136	1.889
Rente- og udbytteskat	-462	-321
Kursgevinst til udlodning	3.231	28.116
Administrationsomkostninger til modregning	-3.740	-2.714
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	1.371	933
Udlodning overført fra sidste år	61	58
Til rådighed for udlodning	3.597	10.441
Heraf foreslået udlodning	3.550	10.380
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	47	61

## Note 8: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
I alt	100,0	100,0

En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

## Note 9: Medlemmernes formue

	2014 Antal andele	2014 Formue- værdi 1.000 DKK	2013 Antal andele	2013 Formue- værdi 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	1.313.931	199.948	1.243.531	151.374
Udlodning fra sidste år		-10.380		-1.865
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning:		-1.374		25
Emissioner i året	554.224	89.510	115.400	16.789
Indløsninger i året	0	0	-45.000	-5.991
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		338		87
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		-1.371		-933
Overført til udlodning fra sidste år		-61		-58
Overført til udlodning næste år		47		61
Foreslået udlodning		3.550		10.380
Overførsel af periodens resultat		54.040		30.079
I alt medlemmernes formue	1.868.155	334.247	1.313.931	199.948

## MAJ INVEST DANSKE OBLIGATIONER

### LÆSEVEJLEDNING

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om afkast- og risikoprofiler side 20 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

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

På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 2. I årsrapportens afsnit om afkast- og risikoprofiler side 20 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 18 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

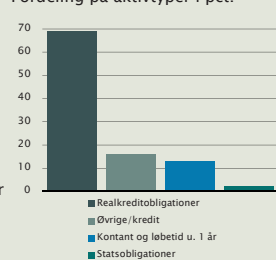
### STAMDATA

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

### Morningstar Rating™

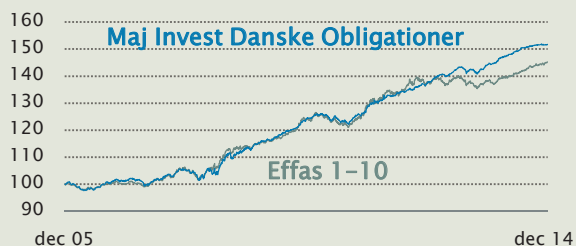
★★★★

### Fordeling på aktivtyper i pct.

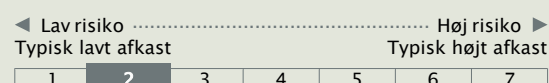


	2014	Siden start
Afkast	4,8 %	51,7 %
Afdelingen	5,9 %	45,3 %

### VÆRDIUDVIKLING HVAD ER 100 DKK BLEVET TIL?



### RISIKOINDIKATOR



Afdelingen gav i 2014 et afkast på 4,8 pct. Afkastet er særdeles tilfredsstillende, men dårligere end sammenligningsindekset EFFAS 1-10 år, der gav 5,9 pct. I forhold til den sammenlignelige Morningstar Kategori™ er afkastet 0,6 procentpoint dårligere. Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 4,30 kr. pr. andel.

Afkastet i 2014 var bedre end forventet i halvårsrapporten for 2014. Dette skyldes, at renteniveauet gennem 2014 mod forventning faldt voldsomt. Sammenligningsindekset indeholder kun statsobligationer, og da varigheden i afdelingen gennem hele 2014 har været markant lavere end i sammenligningsindekset, er det ikke overraskende, at afkastet endte lavere. Afdelingen modtog i 2014 en Morningstar Award i kategorien 'DKK obligationer - øvrige', baseret på afdelingens performance i 2009-2013. Afdelingen har vundet denne pris i både 2011, 2013 og 2014.

### MARKEDET

Ved indgangen til 2014 forventede mange en øget vækst i Europa og en stigende rente. Nok steg væksten i BNP i Europa i 2014 i forhold til 2013, men ikke så meget som forventet. Yderligere faldt inflationen i Europa markant, blandt andet takket være et kolossalt fald i olieprisen i andet halvår. Inflationen i Europa endte med at være negativ ved udgangen af 2014, og mange frygter, at Europa kan ende i en kronisk tilstand med lav vækst og deflation. Derfor faldt renterne over året. Den 10-årige danske statsobligationsrente faldt hver eneste måned gennem 2014, hvilket er tankevækkende. Renten faldt fra 1,96 pct. ved årets begyndelse til 0,54 pct. ved årets udgang.

Det er et bemærkelsesværdigt lavt renteniveau, og som langsigtet investor virker en investering i lange statsobligationer ikke attraktiv. I januar måned 2015 meddelte chefen for Den Europæiske Centralbank, Mario Draghi, at banken vil påbegynde et opkøbsprogram i europæiske statsobligationer. Vi ser en ikke ubetydelig risiko for, at markedet kan blive skuffet over ECB's tiltag, hvilket kan føre til rentestigninger i 2015.

### PERFORMANCE

Afkastet i afdelingen på 4,8 pct. er lavere end afkastet for sammenligningsindekset EFFAS 1-10

år. Det lavere afkast i afdelingen i forhold til sammenligningsindekset skyldes, at renterne gennem 2014 faldt til et markant lavere niveau, end vi forventede kunne ske, og at varigheden på sammenligningsindekset gennem hele 2014 var højere end i afdelingen. Afdelingen købte tyske statsobligationer mod slutningen af 2013, men de blev solgt for tidligt, ligesom varigheden i afdelingen blev reduceret for tidligt. Dermed fik afdelingen ikke det afkastmæssige resultat af rentefaldet, som man kunne have ønsket. Ved årets begyndelse var varigheden ca. 3,4 år, hvilket er nedbragt til ca. 1,9 år ved årets afslutning. Varigheden på afdelingens sammenligningsindeks var både ved årets begyndelse og afslutning ca. 5 år.

Afdelingen investerer i statsobligationer, realkreditobligationer og kreditobligationer. Afkastmæssigt gjorde afdelingens stats- og kreditobligationer det bedst i 2014 med afkast omkring 10 pct. Afdelingens realkreditobligationer, der ved årets afslutning udgjorde knap 80 pct. af afdelingen, gav i 2014 et afkast på ca. 3,7 pct. Det markant lavere afkast i porteføljens realkreditobligationer i forhold til statsobligationer skyldes, at varigheden i realkreditporteføljen var lavere end i statsobligationsporteføljen.

I porteføljen af kreditobligationer var der flere obligationer, der gav tocifrede afkast i 2014. De største bidragsydere til det samlede afkast i porteføljen var ansvarlig kapital fra BankNordik, der med et afkast på 13 pct. gav et afkastbidrag på knap 0,4 procentpoint, samt seniorgæld fra FIH, der med et afkast på 17 pct. bidrog med ca. 0,45 procentpoint af afdelingens samlede afkast.

#### SÆRLIGE RISICI 2015

I 2015 er der fortsat stor usikkerhed om, hvordan situationen i såvel Europa som verdensøkonomien generelt kommer til at udvikle sig. ECB har i januar 2015 meddelt, at de vil påbegynde opkøb af europæiske statsobligationer, mens den amerikanske centralbank formentlig vil begynde at hæve renten efter at have ført nulrentepolitik i mere end seks år. Følgelig er der stor usikkerhed om, hvad der vil ske med danske renter i 2015. Givet det lave danske renteniveau er det en ikke ubetydelig risiko for afdelingen, hvis danske renter inden for kort tid stiger markant. På længere sigt vil en rentestigning være positivt og øge det forventede fremtidige afkast.

#### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Maj Invest forventer, at kreditobligationer i 2015, som i 2014, vil bidrage positivt til afkastet. Da renten på kreditobligationer er faldet markant i 2014, kan der ikke ventes samme høje afkast som i 2014. Afdelingen har i 2014 nedbragt sin andel af kreditobligationer, hvorfor der er plads til yderligere opkøb i segmentet. I fjerde kvartal 2014 blev visse segmenter inden for kreditobligationer mere attraktivt prisfastsat. Det foretrækkes at øge eksponeringen under uro på de finansielle markeder, hvor de mest attraktive investeringer som regel kan foretages.

Da renten på statsobligationer gennem 2014 er faldet til et meget lavt niveau, ser vi på nuværende renteniveauer få attraktive investeringsmuligheder inden for dette segment. Afdelingen har nedbragt sin andel af statsobligationer fra ca. 11 pct. af formuen primo 2014 til ca. 2 pct. ultimo året. Andelen øges kun i 2015, hvis renterne på statsobligationer stiger til mere attraktive niveauer.

Realkreditporteføljen udgør knap 80 pct. af formuen og er således tæt på den højeste mulige andel inden for afdelingens rammer. Afdelingens investeringer er positioneret til, at renten skal stige. Eksempelvis er andelen af variabelt forrentede obligationer øget fra ca. 1 pct. til 16 pct. i løbet af 2014. Afdelingens investeringer er placeret således, at en mindre rentestigning bør være positivt for afdelingens investeringer i realkreditobligationer. Det betyder omvendt også, at afdelingen ved indgangen til 2015 kun vil få begrænset glæde af et rentefald.

Med udgangspunkt i de lave renter ved årsskiftet vil det blive svært at gentage de seneste års afkast for danske obligationer. Såfremt renterne bliver liggende på de lave niveauer ved årsskiftet, forventer vi et moderat, positivt afkast. Investor bør være opmærksom på, at der er en betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkast.

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				Balance		
Note	1.1-31.12.2014 1.000 DKK	1.1-31.12.2013 1.000 DKK	Note	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK	
			<b>Aktiver</b>			
			Likvide midler:			
			Indestående i depotselskab	2.677	16.990	
			Obligationer:			
1	Renteindtægter	16.940	5	Not. obl. fra danske udstedere	531.928	403.688
	I alt renter og udbytter	16.940	5	Not. obl. fra udl. udstedere	8.855	49.234
			I alt obligationer	540.783	452.922	
2	Kursgevinster og -tab		Andre aktiver:			
	Obligationer	8.006	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	6.689	6.720	
	Valutakonti	-12	Mellemv. vedr. handelsafv.	2.285	0	
	Handelsomkostninger	0	I alt andre aktiver	8.974	6.720	
	I alt kursgevinster og -tab	7.994				
	I alt indtægter	24.934				
3	Administrationsomkostninger	-1.501				
	Resultat før skat	23.433	<b>Aktiver i alt</b>	<b>552.434</b>	<b>476.632</b>	
	Skat	0				
	Arets nettoresultat	23.433	<b>Passiver</b>			
	Formuebevægelser:		6	Medlemmernes formue	552.409	471.746
	Overført fra sidste år	102	Anden gæld:			
	Udlodningsregulering	1.553	Skyldige omkostninger	25	73	
	I alt formuebevægelser	1.655	Mellemv. vedr. handelsafv.	0	4.813	
	Til disposition	25.088	I alt anden gæld	25	4.886	
4	Foreslået udlodning	22.898	<b>Passiver i alt</b>	<b>552.434</b>	<b>476.632</b>	
	Overført til udlodning næste år	284				
	Overført til medl. formue	1.906				
	<b>Disponeret</b>	<b>25.088</b>				

## Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	5,60	6,56	5,86	2,89	4,83
Sammenligningsindeks (pct.)	6,13	8,67	3,40	-1,49	5,89
Indre værdi (DKK pr. andel)	105,29	104,60	106,54	103,25	103,73
Nettoresultat (t.DKK)	19.175	30.068	26.923	12.981	23.433
Udbytte (DKK pr. andel)	7,00	4,00	6,25	4,40	4,30
Administrationsomkostninger (pct.)	0,25	0,25	0,26	0,28	0,29
ÅOP	0,44	0,44	0,45	0,47	0,48
Omsætningshastighed (antal gange)	1,09	0,44	1,12	0,57	0,65
Medlemmernes formue (t.DKK)	520.690	465.800	468.523	471.746	552.409
Antal andele, stk.	4.945.119	4.453.134	4.397.834	4.568.884	5.325.198
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	2,07	2,00	3,82	1,04	2,36
Standardafvigelse	2,25	2,71	1,44	4,08	2,04

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2014	31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

## Note 1: Renteindtægter

Noterede obligationer fra danske udstedere	15.914	17.107
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	1.026	907
Unoterede obligationer	0	187
I alt renteindtægter	16.940	18.201

## Note 2: Kursgevinster og -tab

Noterede obl. fra danske udstedere	5.793	-4.088
Not. obl. fra udenlandske udstedere	2.213	-79
Unot. obligationer	0	161
I alt fra obligationer	8.006	-4.006

## Note 3: Administrationsomkostninger

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Samlede omk.	Samlede omk.
Honorar til bestyrelse	0	-66	-66	-56
Revisionshonorar til revisorer	-15	0	-15	-23
Markedsføringsomk.	-257	-268	-525	-453
Gebyrer til depotselskab	-123	0	-123	-116
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-515	-40	-555	-511
Øvrige omkostninger	-23	-25	-48	-23
Fast administrationshonorar	-169	0	-169	-113
I alt adm.omkostninger	-1.102	-399	-1.501	-1.295

Andel af fællesomkostninger udgør afdelingens andel af de omkostninger, der ikke kan henføres direkte til en enkelt afdeling. Fordelingen sker under hensyntagen til afdelingernes formuer.

Fast administrationshonorar udgør beregnede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

	31.12.2014	31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK

## Note 4: Til rådighed for udlodning

Renter og udbytter	16.940	18.201
Kursgevinst til udlodning	6.088	2.696
Administrationsomkostninger til modregning	-1.501	-1.295
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	1.553	568
Udlodning overført fra sidste år	102	35
Til rådighed for udlodning	23.182	20.205
Heraf foreslået udlodning	22.898	20.103
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	284	102

## Note 5: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
I alt	100,0	100,0

En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

## Note 6: Medlemmernes formue

	2014 Antal andele	2014 Formue- værdi 1.000 DKK	2013 Antal andele	2013 Formue- værdi 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	4.568.884	471.746	4.397.834	468.523
Udlodning fra sidste år		-20.103		-27.486
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning:		-674		510
Emissioner i året	756.314	77.899	408.050	41.794
Indløsninger i året	0	0	-237.000	-24.692
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		108		116
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		-1.553		-568
Overført til udlodning fra sidste år		-102		-35
Overført til udlodning næste år		284		102
Foreslået udlodning		22.898		20.103
Overførsel af periodens resultat		1.906		-6.621
I alt medlemmernes formue	5.325.198	552.409	4.568.884	471.746

## MAJ INVEST OBLIGATIONER

### LÆSEVEJLEDNING

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om afkast- og risikoprofiler side 20 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 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 årsrapportens afsnit om afkast- og risikoprofiler side 20 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 18 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

### STAMDATA

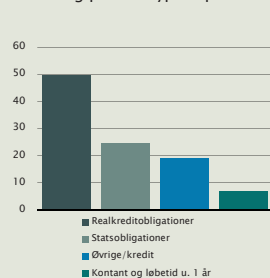
Fondskode: DK0060004950  
 Startdato: 16.12.2005  
 Valuta: Danske kroner  
 Stykstørrelse: 100 kr.  
 Udbyttebetalende: Ja  
 Investeringsrådgiver:  
 Fondsmæglerselskabet Maj Invest  
 Porteføljemanager: Peter Mosbæk  
 IFB-kategori: Obligationer  
 Investment Grade  
 Morningstar Kategori™: Obligationer  
 - Globale EUR Fokus

	2014	Siden start
Afkast	6,9 %	54,5 %
Afdelingen	6,9 %	54,5 %
Sml.indeks	5,9 %	45,3 %

### Morningstar Rating™

★★★★★

### Fordeling på aktivtyper i pct.



### VÆRDIUDVIKLING HVAD ER 100 DKK BLEVET TIL?



### RISIKOINDIKATOR



Afdelingen gav i 2014 et afkast på 6,9 pct. Afkastet er meget tilfredsstillende og bedre end sammenligningsindekset EFFAS 1-10 år, der steg 5,9 pct. I forhold til øvrige afdelinger i samme Morningstar Kategori™ er afkastet 1,3 procentpoint bedre. Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 3,90 kr. pr. andel.

Afkastet på 6,9 pct. er væsentligt bedre end forventningerne om et årligt afkast på 3-4 pct. som udtrykt i halvårsrapporten for 2014.

Maj Invest Obligationer er en global obligationsafdeling, som kan investere i alle obligationstyper og lande. Hovedparten af formuen er normalt investeret i obligationer udstedt i danske kroner eller euro. De obligationstyper, der investeres i, inkluderer realkreditobligationer, statsobligationer med lav kreditrisiko, emerging markets-obligationer og kreditobligationer. Afdelingen investerer i de segmenter, der vurderes at være mest attraktive. Samtidig tilstræbes at balancere porteføljen, så den klarer sig fornuftigt, uanset hvordan markederne udvikler sig.

### MARKEDET

I begyndelsen af 2014 forventede mange stigende renter og øget vækst i Europa. Væksten var i 2014 noget stærkere end de seneste år, men det betød ikke stigende renter. Tværtimod faldt den 10-årige tyske statsrente hver eneste måned i 2014 og endte året i 0,5 pct. efter at have ligget omkring 2 pct. i begyndelsen af året. Generelt var 2014 præget af et globalt rentefald, dog med undtagelser. Rusland, Ukraine og Venezuela oplevede markante rentestigninger som følge af mistillid og kapitalflugt. I Rusland måtte centralbanken hæve renten med ca. 10 procentpoint i løbet af året for at forsvare valutaen, som dog tabte ca. 50 pct. i forhold til dollar. Årsagen var en kombination af konflikten i Ukraine og den voldsomt faldende pris på olie. Generelt havde olieeksporterende lande og olierelaterede virksomheder det svært, særligt i andet halvår.

I Europa endte 2014 med, at investorerne i forventning om massive obligationsopkøb fra ECB hamstrede alle typer af europæiske statsobligationer og realkreditobligationer, dog med Grækenland som undtagelse. Efter vores vurdering afspejlede renteni-



veuet ved udgangen af året alene forventningerne til, at ECB vil købe obligationer i stort omfang. Efter vores vurdering afspejlede renterne i f.eks. spanske og italienske statsobligationer ved indgangen til 2015 ikke den betydelige risiko for, at investorerne ikke vil få alle deres penge igen. Paradoksalt nok havde andre typer af risikable obligationer det svært i fjerde kvartal. Kreditobligationer med lav kreditværdighed og emerging markets-obligationer havde det generelt svært. Disse typer af obligationer vil ikke være en del af et opkøbsprogram fra ECB og er derfor ikke lige så populære. I en relativ betragtning betyder det, at high-yield-obligationer igen begynder at være interessante, ligesom der ved årsskiftet vurderes at være et fornuftigt potentiale i udvalgte emerging markets-lande.

#### PERFORMANCE

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 6,9 pct., og i forhold til øvrige afdelinger i samme Morningstar Kategori™ er afkastet 1,1 procentpoint bedre. Afdelingen har således givet et afkast, der er højere end kategorien i alle de ni år, den har eksisteret.

Ser man på de enkelte obligationstyper gav statsobligationer et afkast på ca. 11 pct. Det gjaldt både sikre statsobligationer og mere risikable emerging markets-obligationer. Kreditobligationer gav et afkast på ca. 8 pct., mens realkreditobligationer gav et afkast på ca. 4 pct. I 2014 var det særligt de længere obligationer med høj rentefølsomhed, som klarede sig godt. Afdelingen har haft en stor del af sin rentefølsomhed i sikre statsobligationer, hvilket er baggrunden for, at afdelingens statsobligationer klarede sig så godt i 2014. Realkreditporteføljen består af kortere obligationer med begrænset rentefølsomhed, hvilket er baggrunden for, at denne del af porteføljen klarede sig noget ringere relativt. Hvis man skal fremhæve enkeltobligationer, klarede investeringen i indonesiske obligationer sig rigtig flot og var med et afkast på op til 23 pct. en betydelig faktor i det samlede afkast. På den negative side var afdelingens russiske obligationer, som dog blev solgt, inden rublen for alvor begyndte at falde. På trods af dette gav obligationerne et negativt afkast på knap 15 pct.

#### SÆRLIGE RISICI 2015

Målet med afdelingen er at sammensætte en kom-

ination af sikre og risikable obligationer, som gør, at afdelingen leverer et relativt stabilt afkast uden de store udsving over tid. Det er endog meget svært at forudsige markedsbevægelserne og dermed også, hvilke obligationstyper der efter investorenes vurdering er specielt risikable i en given periode. Samtidig kan der være perioder, hvor stort set alle typer af obligationer falder samtidig. I afdelingen afdækkes kun sjældent valutarisiko, hvilket kan påvirke afkastet negativt, såfremt danske kroner styrkes i forhold til de valutaer, der er investeret i. Afdelingens målsætning er, at andre valutaer end danske kroner og euro ikke bør udgøre mere end 50 pct. af formuen. Renterne er i 2014 faldet til meget lave niveauer, hvilket betyder, at der ikke er meget at stå imod med i tilfælde af rentestigninger.

#### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Ved indgangen til 2014 var det Maj Invests vurdering, at længere statsobligationer var fornuftigt prisat. Ved udgangen af 2014 var stort set alle europæiske statsobligationer urimeligt dyre i Maj Invests optik. Samtidig blev amerikanske statsobligationer betydeligt dyrere gennem 2014. På den baggrund er det efter vores vurdering svært at forsvare en betydelig eksponering mod denne type af obligationer. Afdelingen holder derfor en begrænset rentefølsomhed for at beskytte formuen, såfremt renterne skulle stige. Det samme gør sig gældende i porteføljen af realkreditobligationer, hvor afdelingen også fastholder en relativt defensiv eksponering. Derimod overvejes at øge eksponeringen mod udvalgte kreditobligationer. I løbet af 2014 er prisfastsættelsen efter Maj Invests opfattelse blevet mere attraktiv for udvalgte segmenter. Det foretrækkes at øge eksponeringen i forbindelse med uro og en endnu mere fordelagtig prisfastsættelse. For 2015 forventes et positivt afkast i størrelsesordenen 3-4 pct. Investor bør være opmærksom på, at der er en betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkast.

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

## MAJ INVEST OBLIGATIONER

Resultatopgørelse				Balance		
Note	1.1-31.12.2014 1.000 DKK	1.1-31.12.2013 1.000 DKK	Note	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK	
1	Renter og udbytter: Renteindtægter I alt renter og udbytter	26.441 26.441	23.683 23.683	Aktiver Likvide midler: Indestående i depotselskab	4.729 26.601	
2	Kursgevinster og -tab Obligationer Afledte finansielle instr. Valutakonti Øvrige aktiver/passiver Handelsomkostninger I alt kursgevinster og -tab	21.645 0 -358 892 0 22.179	-24.222 938 1.802 1 -5 -21.486	Obligationer: 5 Not. obl. fra danske udstedere 5 Not. obl. fra udl. udstedere I alt obligationer	548.132 324.334 872.466	311.859 288.134 599.993
	I alt indtægter	48.620	2.197	Andre aktiver: Tilg.hav. renter, udbytter m.m. Mellemv. vedr. handelsafv. I alt andre aktiver	12.031 2.150 14.181	9.553 0 9.553
3	Administrationsomkostninger	-2.769	-2.457	<b>Aktiver i alt</b>	<b>891.376</b>	<b>636.147</b>
	Resultat før skat	45.851	-260	Passiver		
	Skat	0	0	6 Medlemmernes formue	868.159	630.762
	Årets nettoresultat	45.851	-260	Anden gæld: Skyldige omkostninger Mellemv. vedr. handelsafv. I alt anden gæld	26 23.191 23.217	154 5.231 5.385
	Formuebevægelser: Overført fra sidste år Udlodningsregulering I alt formuebevægelser	474 6.490 6.964	356 3.192 3.548	<b>Passiver i alt</b>	<b>891.376</b>	<b>636.147</b>
	Til disposition	52.815	3.288			
4	Foreslået udlodning Overført til udlodning næste år Overført til medl. formue	31.471 677 20.667	28.747 474 -25.933			
	<b>Disponeret</b>	<b>52.815</b>	<b>3.288</b>			

## Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	6,40	3,85	10,51	0,23	6,91
Sammenligningsindeks (pct.)	6,13	8,67	3,40	-1,49	5,89
Indre værdi (DKK pr. andel)	106,97	105,06	110,97	105,32	107,58
Nettoresultat (t.DKK)	7.302	6.927	30.601	-260	45.851
Udbytte (DKK pr. andel)	5,75	4,75	6,00	4,80	3,90
Administrationsomkostninger (pct.)	0,38	0,38	0,45	0,41	0,38
AOP	0,58	0,58	0,65	0,61	0,58
Omsætningshastighed (antal gange)	0,75	0,84	0,64	0,51	0,87
Medlemmernes formue (t.DKK)	147.808	208.271	471.182	630.762	868.159
Antal andele, stk.	1.381.786	1.982.414	4.245.936	5.988.995	8.069.539
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	2,15	0,96	5,88	1,41	1,95
Standardafvigelse	2,53	2,78	1,66	3,45	2,66

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2014	31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

## Note 1: Renteindtægter

Indestående i depotselskab	6	-16
Noterede obligationer fra danske udstedere	12.348	12.215
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	14.087	11.373
Unoterede obligationer	0	111
I alt renteindtægter	26.441	23.683

## Note 2: Kursgevinster og -tab

Noterede obl. fra danske udstedere	6.273	868
Not. obl. fra udenlandske udstedere	15.372	-25.027
Unot. obligationer	0	-63
I alt fra obligationer	21.645	-24.222
Valutaterminforretninger/futures	0	938
I alt fra afledte finansielle instrumenter	0	938

## Note 3: Administrationsomkostninger

	2014		2013	
	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.	Samlede omk.	Samlede omk.
Honorar til bestyrelse	0	-82	-82	-72
Revisionshonorar til revisorer	-15	0	-15	-25
Markedsføringsomk.	-365	-275	-640	-756
Gebyrer til depotselskab	-225	0	-225	-208
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-1.462	-40	-1.502	-1.216
Øvrige omkostninger	-33	-31	-64	-37
Fast administrationshonorar	-241	0	-241	-143
I alt adm.omkostninger	-2.341	-428	-2.769	-2.457

Andel af fællesomkostninger udgør afdelingens andel af de omkostninger, der ikke kan henføres direkte til en enkelt afdeling. Fordelingen sker under hensyntagen til afdelingernes formuer.

Fast administrationshonorar udgør beregnede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

	31.12.2014	31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK

## Note 4: Til rådighed for udlodning

Fremført tab til modregning	0	-352
Renter og udbytter	26.441	23.683
Kursgevinst til udlodning	1.512	4.799
Administrationsomkostninger til modregning	-2.769	-2.457
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	6.490	3.192
Udlodning overført fra sidste år	474	356
Til rådighed for udlodning	32.148	29.221
Heraf foreslået udlodning	31.471	28.747
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	677	474

## Note 5: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
I alt	100,0	100,0

En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 6: Medlemmernes formue	2014	2014	2013	2013
	Antal andele	Formueværdi 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi 1.000 DKK

Medlemmernes formue primo	5.988.995	630.762	4.245.936	471.182
Udlodning fra sidste år		-28.747		-25.476
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning:		401		-3.366
Emissioner i året	2.229.361	235.284	1.799.359	194.352
Indløsninger i året	-148.817	-15.856	-56.300	-6.036
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		464		366
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		-6.490		-3.192
Overført til udlodning fra sidste år		-474		-356
Overført til udlodning næste år		677		474
Foreslået udlodning		31.471		28.747
Overførsel af periodens resultat		20.667		-25.933
I alt medlemmernes formue	8.069.539	868.159	5.988.995	630.762

## MAJ INVEST PENSION

### LÆSEVEJLEDNING

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om afkast- og risikoprofiler side 20 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 danske og udenlandske aktier og obligationer, herunder i statsobligationer og erhvervsobligationer med lav kreditkvalitet. Fordelingen mellem aktier og obligationer tilpasses løbende for at opnå det bedst mulige afkast under hensyntagen til risiko og forventninger til markedsudviklingen. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet samt valutarisiko. Hertil kommer modpartsrisiko.

På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 4. I årsrapportens afsnit om afkast- og risikoprofiler side 20 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 18 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

### STAMDATA

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

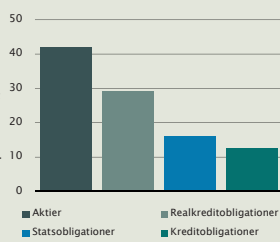
Afkast 2013 7,5 %  
 Afdelingen 7,5 %

Siden start 62,3 %

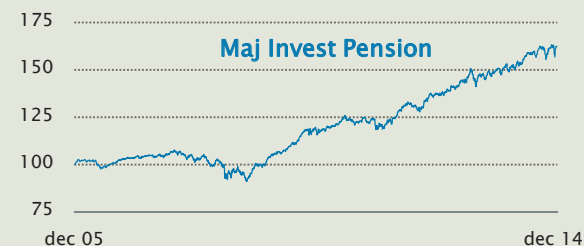
Morningstar Rating™

★★★★★

Fordeling på aktivtyper i pct.



### VÆRDIUDVIKLING HVAD ER 100 DKK BLEVET TIL?



### RISIKOINDIKATOR



Afdelingen gav i 2014 et afkast på 7,5 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 1,0 procentpoint bedre end kategori afkastet på 6,4 pct. Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 5,40 kr. pr. andel.

Afkastet blev i 2014 som forventet i halvårsrapporten 2014 højere end 5 pct. Maj Invest Pension investerer både i aktier og obligationer. Aktier må udgøre 25 til 49 pct. af porteføljen. Allokeringen mellem aktier og obligationer afhænger af Maj Invests forventninger til finansmarkederne og global økonomi. I 2014 lå aktieandelen mellem 40 og 45 pct., hvilket afspejler Maj Invests forventninger om, at aktier ville klare sig bedre end obligationer.

### MARKEDET

I 2014 var der store forskelle i afkastet på de enkelte aktie- og obligationsmarkeder. For investorer, som købte amerikanske aktier, bidrog styrkelsen af dollar betydeligt til en dansk investors afkast. I forhold til danske kroner og euro blev dollaren i 2014 styrket med 14 pct. Ser man bort fra dette, var det få aktiemarkeder, som gav tilfredsede afkast. I obligationsmarkedet var billedet ligeledes fragmenteret. Lange obligationer som 10-årige tyske statsobligationer klarede sig godt med et afkast på 15 pct., hvilket var bedre end de fleste aktieindeks. Omvendt gav korte obligationer et afkast tæt på nul. Det høje afkast for lange obligationer er resultatet af et voldsomt rentefald i 2014. Lavere inflation, skuffende vækst og pengepolitiske lempelser drev de 10-årige renter fra ca. 2 pct. i begyndelsen af 2014 til 0,5 pct. ved årets udgang.

De første fire måneder af 2014 var præget af positiv stemning på finansmarkederne og særligt på aktiemarkedet. Investorerne øgede risikoen, og fokus var tilsyneladende på at finde erstatninger for obligationer i form af stabile aktier med høje udbytter. De outperformede derfor, mens konjunkturfølsomme aktier underperformede. I løbet af maj måned begyndte renterne at stige, om end fra et lavt niveau. Mod slutningen af maj indikerede den amerikanske centralbank, at man overvejede at mindske opkøbet af obligationer, og at man ville hæve renten, såfremt

økonomien oplevede fremgang. Det fik renterne til at stige hurtigt og kraftigt, mens aktiekurserne faldt. Det var især ikke-konjunkturfølsomme aktier, der faldt i kurs oven på de tidligere stigninger. Det betød, at de konjunkturfølsomme aktier klarede sig relativt bedre, end de normalt ville have gjort i en periode, hvor mange investorer ønskede at nedbringe deres risiko.

#### PERFORMANCE

Afkastet på 7,5 pct. var et resultat af, at obligationsporteføljen gav et afkast på 6,7 pct. og et aktieafkast på 9,9 pct. Aktierne klarede sig dermed bedre end obligationerne. En ikke uvæsentlig del af afkastet skyldes dog, at danske kroner blev svækket i forhold til især dollar.

Afdelingens performance var negativt påvirket af investeringerne inden for industriområdet, og det blev forstærket af, at området var overvægtet. Især investeringerne i Sandvik, en svensk værktøjs- og mineudstudsproducent, og Fanuc, en japansk producent af industrirobotter, bidrog negativt. Trods kursfaldet er holdningen til de to selskaber fortsat positiv. Derudover bidrog den tyske bilproducent Volkswagen og det britisk-amerikanske krydstogtselskab Carnival negativt, da afkastet var lavere end det generelle markedsafkast. På den positive side bidrog især investeringerne i de amerikanske banker Wells Fargo og PNC samt Svenska Handelsbanken. Investeringerne i de amerikanske selskaber Microsoft, Dell, Cisco, Intel og Applied Materials bidrog ligeledes positivt til afkastet. I obligationsporteføljen bidrog statsobligationer (både sikre og risikable) med afkast på mere end 10 pct. mest til det samlede afkast. Porteføljen af realkreditobligationer gav et afkast på knap 4 pct., mens kreditobligationerne gav et afkast på ca. 5 pct.

#### SÆRLIGE RISICI 2015

Aktiemarkedet er de seneste år steget meget som følge af ekspansiv pengepolitik, høj indtjening i virksomhederne, stabiliserede makroøkonomiske nøgletal i Europa og fortsat fremgang i USA. Hvis global økonomi og virksomhedernes indtjening forværres, risikerer aktier at falde i kurs. Man kan ikke længere argumentere for, at aktier er meget billige, og der er risiko for, at skuffelser omkring den økonomiske udvikling medfører faldende aktiekurser. Samtidig er der udbredte forventninger om, at den amerikanske

centralbank hæver renten i løbet af 2015. Der er risiko for, at både obligationsmarkedet og aktiemarkedet vil opfatte pengepolitiske stramninger negativt med kursfald til følge

#### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Maj Invest forventer, at den igangværende forbedring af konjunkturerne vil fortsætte med fornuftig vækst i både Europa og USA (Europa dog noget lavere end USA). Det er vores vurdering, at dette vil understøtte aktiemarkedet, og at aktier vil klare sig bedre end obligationer i 2015. Der er dog flere usikkerheder, og det er sandsynligt, at den volatilitet, markederne har vist i andet halvår af 2014, vil fortsætte i 2015. Den tid, hvor centralbankerne kunne holde markederne i ro, er formodentlig ved at være forbi. På trods af dette foretrækker Maj Invest generelt aktier frem for obligationer. Det skal ses i lyset af, at meget af det fremtidige afkastpotentiale på obligationer blev realiseret i 2014. Generelt foretrækkes ved indgangen til 2015 aktier, der handler til de laveste priser målt på nøgletal i forhold til de pågældende områders historiske niveauer. Det drejer sig bl.a. om flere af de konjunkturfølsomme områder, f.eks. finans, industri og teknologi.

I obligationsporteføljen blev rentefølsomheden nedbragt mod slutningen af 2014. Med renteniveauet ved årsskiftet for øje forventes det indtil videre at fastholde en begrænset rentefølsomhed i obligationsporteføljen. Ved årsskiftet ser kreditobligationer med lav kreditværdighed (high yield) og emerging markets-obligationer mere attraktive ud end andre obligationstyper. Risikoen er dog betydelig, og afdelingen vil aldrig investere en stor del af obligationsporteføljen i disse obligationstyper.

For 2015 forventes et relativt beskedent, men positivt afkast. Det er svært at se obligationerne give et større bidrag til afkastet, ligesom aktiekursstigninger på niveau med 2014 også er tvivlsomme. 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 7. 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 2015.



## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2014	31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

## Note 1: Renteindtægter

Indestående i depotselskab	2	7
Noterede obligationer fra danske udstedere	5.709	5.960
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	7.353	5.706
Unoterede obligationer	0	101
Øvrige indtægter	1	0
I alt renteindtægter	13.065	11.774

## Note 2: Udbytter

Not. aktier fra danske selskaber	0	115
Not. aktier fra udenlandske selskaber	5.467	4.578
I alt udbytter	5.467	4.693

## Note 3: Kursgevinster og -tab

Noterede obl. fra danske udstedere	1.708	1.019
Not. obl. fra udenlandske udstedere	6.633	-12.970
Unot. obligationer	0	-107
I alt fra obligationer	8.341	-12.058
Not. aktier fra danske selskaber	245	3.601
Not. aktier fra udenlandske selskaber	20.418	31.313
I alt fra kapitalandele	20.663	34.914
Valutaterminforretninger/futures	0	427
I alt fra afledte finansielle instrumenter	0	427

## Note 4: Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-502	-646
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	84	181
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-418	-464

## Note 5: Administrationsomkostninger

	2014		2013	
	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.	Samlede omk.	Samlede omk.
Honorar til bestyrelse	0	-74	-74	-58
Revisionshonorar til revisorer	-15	0	-15	-23
Markedsføringsomk.	-303	-701	-1.004	-849
Gebyrer til depotselskab	-269	0	-269	-206
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-1.817	-40	-1.857	-1.452
Øvrige omkostninger	-23	-51	-74	-33
Fast administrationshonorar	-201	0	-201	-115
I alt adm.omkostninger	-2.628	-866	-3.494	-2.736

Andel af fællesomkostninger udgør afdelingens andel af de omkostninger, der ikke kan henføres direkte til en enkelt afdeling. Fordelingen sker under hensyntagen til afdelingernes formuer.

Fast administrationshonorar udgør beregnede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

## Note 6: Skat

Afdelingen er ikke skattepligtig. Periodens skatteudgift består af betalte ikke refunderbare udbytteskatter.

	31.12.2014	31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK

## Note 7: Til rådighed for udlodning

Fremført tab til modregning	0	-231
Renter og udbytter	18.568	16.467
Rente- og udbytteskat	-708	-487
Kursgevinst til udlodning	13.551	14.488
Administrationsomkostninger til modregning	-3.494	-2.736
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	2.004	3.593
Udlodning overført fra sidste år	281	137
Til rådighed for udlodning	30.202	31.231
Heraf foreslået udlodning	29.703	30.949
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	499	281

## Note 8: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
I alt	100,0	100,0

En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 9: Medlemmernes formue	2014	2014	2013	2013
	Antal andele	Formueværdi 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi 1.000 DKK

Medlemmernes formue primo	4.689.287	546.454	3.413.187	385.582
Udlodning fra sidste år		-30.949		-19.626
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning:		-2.624		-2.957
Emissioner i året	811.182	94.165	1.356.100	155.323
Indløsninger i året	0	0	-80.000	-9.284
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		239		399
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		-2.004		-3.593
Overført til udlodning fra sidste år		-281		-137
Overført til udlodning næste år		499		281
Foreslået udlodning		29.703		30.949
Overførsel af periodens resultat		15.299		9.517
I alt medlemmernes formue	5.500.469	650.501	4.689.287	546.454

## MAJ INVEST KONTRA

### LÆSEVEJLEDNING

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om afkast- og risikoprofiler side 20 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 aktivt i fire områder, der hver for sig ofte klarer sig godt i urolige eller faldende markeder: 1) korte obligationer i udvalgte, stærke valutaer, 2) obligationer med lang løbetid, primært statsobligationer i solide økonomier, 3) guld og guldaktier samt 4) globale aktier, hvor aktiemarkedsrisikoen kan være afdækket ved brug af optioner og futures. Fordelingen mellem de fire områder vil variere alt efter de aktuelle økonomiske udsigter.

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

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

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

På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 4. I årsrapportens afsnit om afkast- og risikoprofiler side 20 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 18 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

### STAMDATA

Fondskode: DK0060037455

Startdato: 16.06.2006

Valuta: Danske kroner

Styktørrelse: 100 kr.

Udbyttebetalende: Nej

Investeringsrådgiver:

Fondsmæglerselskabet Maj Invest

Porteføljemanager: Peter Mosbæk

IFB-kategori: Blandede afd.

Morningstar Kategori™: Alternative

Øvrige

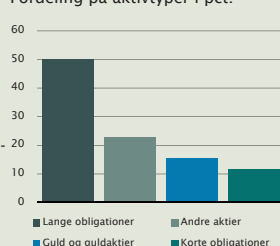
Afkast 2014

Afdelingen 9,0 %

Morningstar Rating™

Ikke rated

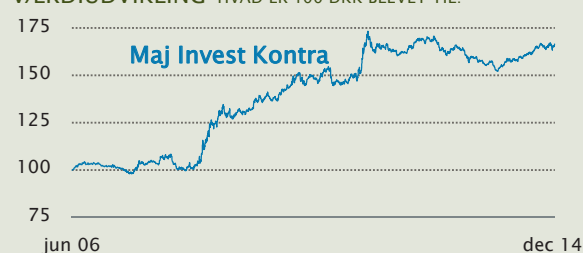
Fordeling på aktivtyper i pct.



Siden start

66,6 %

### VÆRDIUDVIKLING HVAD ER 100 DKK BLEVET TIL?



### RISIKOINDIKATOR

◀ Lav risiko ..... Høj risiko ▶

Typisk lavt afkast

Typisk højt afkast



Afdelingen gav i 2014 et afkast på 9,0 pct., hvilket er særdeles tilfredsstillende. Maj Invest Kontra har på grund af sit særlige investeringsområde ikke et sammenligningsindeks eller en sammenlignelig kategori hos Morningstar. Afdelingen er akkumulerende og udbetaler ikke udbytte.

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, hvilket med det nuværende renteniveau er meget tæt på 0. Denne målsætning skal selvfølgelig vurderes over en længere periode.

Med et afkast på 9,0 pct. har afdelingen mere end indfriet forventningerne udtrykt ved afdelingens målsætning om et afkast på mindst 5 pct. i halvårsrapporten for 2014.

### MARKEDET

2014 var kendetegnet ved forholdsvis store forskelle på, hvad forskellige aktiver gav i afkast. Nogle aktier gav pæne afkast, særligt klarede de amerikanske aktier sig flot. Globale aktier målt ved MSCI Verden gav dog ikke mere end ca. 4 pct. målt i dollar, hvilket er et fornuftigt, men ikke højt afkast. Målt i danske kroner var afkastet dog på ca. 18 pct., da danske kroner og euro blev svækket med ca. 14 pct. i forhold til dollar i 2014. Da danske aktier samtidig steg med 17 pct., sidder de fleste danskere nok med følelsen af, at 2014 var et fantastisk år for aktier. Det er dog ikke ubetinget korrekt. Til gengæld var 2014 et rigtigt godt år for afdeling Kontra og særligt for obligationer.

Renterne styrtdykkede i løbet af 2014. I begyndelsen af året gav en 10-årig tysk statsobligation en rente på 2 pct. Ved udgangen af 2014 lå den tæt på 0,5 pct. Det er meget tæt på niveauet i Japan. Baggrunden er en kombination af geopolitisk uro mellem Rusland og Ukraine, faldende inflation, marginalt skuffende vækst i Europa og yderligere faldende inflation som følge af kollapset i olieprisen. Disse forhold betød, at Den Europæiske Centralbank mere eller mindre lovede, at den ville foretage yderligere kvantitative lempelser (obligationsopkøb). Det drev renterne



yderligere ned på et ubegribeligt niveau. For obligationsinvestorerne betød det, at 2014 var et rigtigt godt år. Samtidig ser de kommende år ud til at blive udfordrende.

Læsere af Maj Invests månedsopdateringer og kvartalsrapporter er bekendte med, at afdeling Kontra gennem de seneste tre til fire år har haft en betydelig eksponering mod dollar. Maj Invest har gennem længere tid vurderet, at dollaren har overtaget rollen som verdens stærke valuta. Det er dog først i 2014, at dette for alvor har materialiseret sig, og dollaren er blevet styrket i forhold til alle andre valutaer. I forhold til danske kroner er styrkelsen på ca. 14 pct., og dollarkursen over for danske kroner er ved årsskiftet lavere, end da bekymringen for euroens videre eksistens var på sit højeste i 2012. Dollaren kan styrkes yderligere gennem 2015. Den Europæiske Centralbank vil med stor sandsynlighed gøre, hvad den kan for at svække euroen. Afdelingen vil formodentlig mindske positionen i dollar stille og roligt, såfremt den igangværende trend fortsætter.

#### PERFORMANCE

De fleste aktivkategorier i Kontra bidrog positivt til afkastet i 2014. Afdelingens 'defensive' aktier i sektorerne stabilt forbrug og medicinalaktier gav et afkast på hhv. 7 og 22 pct. i lokal valuta. Omregnet til danske kroner var afkastene henholdsvis 16 og 31 pct. Afdelingen har i løbet af året haft en begrænset aktieafdækning svarende til ca. 10 pct. af formuen. Denne afdækning bidrog negativt til afkastet med 0,7 procentpoint, hvilket betyder, at afdelingen havde givet et afkast, som var 0,7 procentpoint højere, såfremt afdelingen ikke havde haft denne afdækning.

Afdelingens investeringer i statsobligationer, som udgør knap halvdelen af porteføljen, gav et afkast på godt 11 pct. Af disse skyldes de 5 pct. valutakursbevægelser. Som nævnt bidrog dollar positivt, mens smertensbarnet var norske kroner. I 2014 handlede norske kroner ikke som en såkaldt *safe haven*-valuta, men som en *olievaluta* og blev meget hårdt ramt af olieprisfaldet.

Endelig var guld et blandet fornøjelse. Målt i dollar skete der ikke det store med guldprisen i 2014, men målt i danske kroner nød den godt af styrkelsen af

dollar. Guldmineaktierne havde til gengæld et svært år og er skiftevis steget og faldet kraftigt. Guldmineaktierne endte året med at tabe 20 pct. i december, hvilket også blev resultatet for 2014.

#### SÆRLIGE RISICI 2015

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

Målsætningen er uændret, og afdelingen skal give et positivt afkast i svære tider og et afkast på niveau med pengemarkedet i gode år.

#### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Aktier er i modsætning til de foregående år ikke specielt billige ved årsskiftet. Aktier kan dog stadig give et fornuftigt afkast, hvis væksten i USA fortsætter, og Europa retter sig en smule. Aktier er ikke dyre i en historisk betragtning. Samtidig vil de meget lave, forventede afkast på obligationer drive nogle obligationsinvestorer til at øge risikoen og investere i aktier. Det er dog et ringe argument for at ændre sin risikovillighed.

Ved årsskiftet forventes det indtil videre at fastholde en forholdsvis defensiv eksponering med en begrænset varighed og aktieafdækning samt en uændret guldeksponering på ca. 15 pct. Ved indgangen til 2015 fokuserer investorerne ikke på guld, men det er svært at forstå, at de meget store kvantitative lemper i Japan og Europa kombineret med meget lave eller negative realrenter ikke har fået investorerne til at søge mod guld igen. Samlet set konkluderes, at vi er kommet tættere på det tidspunkt, hvor det er relevant at øge afdækningsgraden i Kontra.

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

Note	1.1-31.12.2014 1.000 DKK	1.1-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	8.060	18.098
1 Renteudgifter	-34	0
2 Udbytter	4.814	6.813
I alt renter og udbytter	12.840	24.911
Kursgevinster og -tab		
3 Obligationer	26.809	-51.034
3 Kapitalandele	34.579	3.587
3 Afledte finansielle instr.	-8.226	-31.586
Valutakonti	-115	2.214
Øvrige aktiver/passiver	-3	-13
4 Handelsomkostninger	-360	-275
I alt kursgevinster og -tab	52.684	-77.107
I alt indtægter	65.524	-52.196
5 Administrationsomkostninger	-8.538	-13.589
Resultat før skat	56.986	-65.785
6 Skat	-721	-1.056
Årets nettoresultat	56.265	-66.841
Årets nettoresultat foreslås overført til medlemmernes formue		

## Balance

Note	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	48.937	12.073
Obligationer:		
7 Not. obl. fra danske udstedere	76.450	122.865
7 Not. obl. fra udl. udstedere	265.559	358.940
I alt obligationer	342.009	481.805
Kapitalandele:		
7 Not. aktier fra DK selskaber	10.402	15.553
7 Not. aktier fra udl. selskaber	142.898	209.598
Inv.beviser i udl. investeringsforeninger	61.901	38.686
I alt kapitalandele	215.201	263.837
7 Afledte fin. instrumenter:		
Not. afledte fin. instrumenter	1.912	3.441
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	3.810	8.270
Mellemv. vedr. handelsafv.	67	0
Aktuelle skatteaktiver	1.188	914
I alt andre aktiver	5.065	9.184
Aktiver i alt	613.124	770.340
Passiver		
8 Medlemmernes formue	608.844	763.252
Afledte fin. instrumenter:		
Not. afledte fin. instrumenter	1.912	3.441
Unot. afledte fin. instrumenter	2.191	0
I alt afledte fin. instrumenter	4.103	3.441
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	177	1.522
Mellemv. vedr. handelsafv.	0	2.125
I alt anden gæld	177	3.647
Passiver i alt	613.124	770.340

## Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	12,28	7,34	-0,29	-6,90	8,97
Indre værdi (DKK pr. andel)	153,40	164,66	164,17	152,85	166,56
Nettoresultat (t.DKK)	26.634	79.632	-4.091	-66.841	56.265
Administrationsomkostninger (pct.)	0,92	1,28	1,34	1,40	1,37
ÅOP	1,20	1,58	1,59	1,67	1,66
Omsætningshastighed (antal gange)	0,53	0,76	0,46	0,39	0,91
Medlemmernes formue (t.DKK)	901.982	1.248.478	1.230.491	763.252	608.844
Antal andele, stk.	5.879.816	7.582.232	7.495.032	4.993.607	3.655.409
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	1,50	0,49	-0,15	-0,15	0,55
Standardafvigelse	7,31	12,25	4,46	-0,15	7,21

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2014	31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

## Note 1: Renteindtægter

Indestående i depotselskab	4	-45
Noterede obligationer fra danske udstedere	1.052	2.432
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	7.002	15.711
Øvrige indtægter	2	0
Renteudgifter	-34	0
I alt renteindtægter	8.026	18.098

## Note 2: Udbytter

Not. aktier fra danske selskaber	225	282
Not. aktier fra udenlandske selskaber	4.589	6.531
I alt udbytter	4.814	6.813

## Note 3: Kursgevinster og -tab

Noterede obl. fra danske udstedere	20	-1.729
Not. obl. fra udenlandske udstedere	26.789	-49.305
I alt fra obligationer	26.809	-51.034
Not. aktier fra danske selskaber	4.624	1.213
Not. aktier fra udenlandske selskaber	22.689	19.766
Inv. beviser i udenlandske investeringsforeninger	7.266	-17.392
I alt fra kapitalandele	34.579	3.587
Valutaterminsforretninger/futures	-4.239	83
Aktieterminer/futures	-3.987	-23.154
Aktieoptioner	0	-8.515
I alt fra afledte finansielle instrumenter	-8.226	-31.586

## Note 4: Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-420	-501
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	60	226
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-360	-275

## Note 5: Administrationsomkostninger

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Samlede omk.	Samlede omk.
Honorar til bestyrelse	0	-77	-77	-119
Revisionshonorar til revisorer	-15	0	-15	-27
Markedsføringsomk.	-4.373	-284	-4.657	-7.848
Gebyrer til depotselskab	-201	0	-201	-359
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-3.164	-40	-3.204	-4.912
Øvrige omkostninger	-27	-60	-87	-83
Fast administrationshonorar	-297	0	-297	-241
I alt adm.omkostninger	-8.077	-461	-8.538	-13.589

Andel af fællesomkostninger udgør afdelingens andel af de omkostninger, der ikke kan henføres direkte til en enkelt afdeling. Fordelingen sker under hensyntagen til afdelingernes formuer.

Fast administrationshonorar udgør beregnede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

## Note 6: Skat

Afdelingen er ikke skattepligtig. Periodens skatteudgift består af betalte ikke refunderbare udbytteskatter.

	31.12.2014	31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK

## Note 7: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	100,4	100,0
Øvrige	-0,4	0,0
I alt	100,0	100,0

En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 8: Medlemmernes formue	2014 Antal andele	2014 Formue- værdi 1.000 DKK	2013 Antal andele	2013 Formue- værdi 1.000 DKK
-----------------------------	-------------------------	---------------------------------------	-------------------------	---------------------------------------

Medlemmernes formue primo	4.993.607	763.252	7.495.032	1.230.491
Emissioner i året	54.050	8.877	27.700	4.481
Indløsninger i året	-1.392.248	-220.181	-2.529.125	-406.108
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		631		1.229
Overførsel af periodens resultat		56.265		-66.841
I alt medlemmernes formue	3.655.409	608.844	4.993.607	763.252

## MAJ INVEST MAKRO

### LÆSEVEJLEDNING

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om afkast- og risikoprofiler side 20 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 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.

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 mellem aktiver ud fra forventningerne til den økonomiske udvikling.

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 årsrapportens afsnit om afkast- og risikoprofiler side 20 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 18 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

### STAMDATA

Fondskode: DK0060442713

Startdato: 22.03.13

Valuta: Danske kroner

Styktørrelse: 100 kr.

Udbyttebetalende: Nej

Investeringsrådgiver:

Fondsmæglerselskabet Maj Invest

Porteføljemanager: Peter Mosbæk

IFB-kategori: Blandede

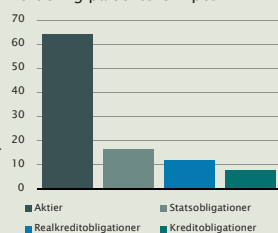
Morningstar Kategori™: Balanceret -

EUR Fleksibel Allokering Global

Afkast	2014	Siden start
Afdelingen	13,6 %	16,4 %

Morningstar Rating™  
Ikke rated

Fordeling på sektorer i pct.



### VÆRDIUDVIKLING HVAD ER 100 DKK BLEVET TIL?



### RISIKOINDIKATOR



Afdelingen gav i 2014 et afkast på 13,6 pct., hvilket er særdeles tilfredsstillende. Maj Invest Makro har intet sammenligningsindeks, men afdelingen gav et afkast, der var 8,5 procentpoint højere end kategorien af blandede afdelinger med fleksibel allokering hos Morningstar. Afdelingen er akkumulerende og udbytter ikke udbytte.

Med et afkast på 13,6 pct. har afdelingen mere end indfriet forventningerne udtrykt i halvårsrapporten for 2014 om et afkast højere end 6 pct.

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

### MARKEDET

2014 har været præget af en relativt positiv stemning på de finansielle markeder hjulpet af en meget ekspansiv pengepolitik fra centralbankerne i Japan, USA og Europa. På trods af dette har der været betydelig volatilitet. Krisen i Ukraine, ebola, skuffende nøgletal i Europa og faldende oliepriser har forårsaget uro og frygt på de finansielle markeder. Det gennemgående tema har været voldsomt faldende renter.

Emerging markets-aktiver har haft et meget volatilt 2014. Efter en meget svær start på året var perioden fra februar til august præget af pæne stigninger på både aktier og valutaer. I løbet af de sidste måneder af året kom både aktier og obligationer igen under pres som følge af faldende oliepriser og generel risikoaversion på de finansielle markeder. Afdelingen har i løbet af året brugt den positive stemning til at mindske eksponeringen mod emerging markets.

Det fortsatte rentefald var overordnet set positivt for de globale aktiemarkeder og for det amerikanske i særdeleshed. Interessen centrerede sig om klassiske forbrugscykliske aktier og aktier inden for stabile forbrugsgoder. Særligt selskaber med forudsigelige pengestrømme og stabile forretningsmodeller nød stor investorinteresse.

Den differentierende økonomiske udvikling USA og Europa imellem betød, at USA bevægede sig mod stigende renter, mens Europa var på vej mod yderligere rentefald. Som følge deraf blev euroen og danske kroner markant svækket over for den amerikanske valuta i løbet af året.

#### PERFORMANCE

Siden etableringen har afdelingen haft overvægt af aktier. Eksponeringen mod aktier har konstant udgjort omkring 70 pct. af afdelingens formue, mens obligationer har udgjort de resterende 30 pct. Dette har overordnet set været en rigtig vurdering. I 2014 klarede aktier sig bedre end obligationer, hvilket delvis kan forklares med, at euro og danske kroner blev svækket i forhold til amerikanske dollar. Samlet set gav aktierne et afkast på 16,5 pct., mens obligationsporteføljen gav et afkast på 8,5 pct. Korrigeret for valutaudsving gav aktierne godt 8 pct. i lokal valuta, mens obligationerne gav ca. 6 pct.

I aktieporteføljen var det som i 2013 de udviklede markeder med USA i spidsen, som bidrog positivt til afdelingens afkast. Afdelingens aktier i jernbaneselskabet Union Pacific steg med over 60 pct., mens aktier i Advance Auto Parts og medicinalsselskabet TEVA Pharmaceuticals begge steg mere end 40 pct. Derudover var der betydelige positive bidrag fra afdelingens aktieinvesteringer inden for makrotemaerne sundhed og amerikansk finans. Derimod havde afdelingens emerging markets-aktier vanskeligt ved at følge den generelle markedsudvikling, hvilket også gjorde sig gældende for makrotemaerne Mexico og Sydeuropa. Specifikt bidrog investeringen i det britiske energiselskab BG Group Plc. negativt med et fald på mere end 28 pct. i kølvandet på faldet i olieprisen. Investeringer i den russiske supermarkeds kæde O'Key Group og det svenske industriselskab Sandvik faldt begge mere end 20 pct.

#### 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 de enkelte værdipapirer. 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 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 give 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 for et år siden, og potentialet er tilsvarende mindre.

I obligationsporteføljen er udgangspunktet for 2015 lav rentefølsomhed. Renterne er ved årsskiftet meget lave, og uanset hvilke inflations- og vækstforventninger man lægger til grund, vurderes det ikke, at man kan forsvare at købe lange obligationer på disse renteniveauer. Indtil videre er planen at fastholde en forholdsvis stor eksponering mod aktiver i dollar, hvor der stadig er mange forhold, som taler for en yderligere styrkelse. Risikoen er, at mange investorer er enige og dermed allerede har positioneret sig. I obligationsuniverset ses mest værdi i high-yield- og emerging markets-obligationer. Hvis risikoen øges i obligationsporteføljen, vil det som udgangspunkt være via øget eksponering mod dette segment. Der er aktuelt ikke planer om at ændre porteføljens sammensætning ud over mindre justeringer som følge af kursudsving.

For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast, dog næppe på niveau med afkastet for 2014. Afkastet kan blive højere eller lavere end for kategorien af sammenlignelige afdelinger hos Morningstar, da afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. Det bemærkes, at der altid er en betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige fremtidige afkast.

## MAJ INVEST MAKRO

## Resultatopgørelse

Note	1.1-31.12.2014 1.000 DKK	31.5.12-31.12.13* 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	2.645	1.536
1 Renteudgifter	-1	0
2 Udbytter	3.174	2.132
I alt renter og udbytter	5.818	3.668
Kursgevinster og -tab		
3 Obligationer	2.623	-4.792
3 Kapitalandele	16.923	3.337
3 Afledte finansielle instr.	427	403
Valutakonti	158	1.017
Øvrige aktiver/passiver	19	-2
4 Handelsomkostninger	-113	-185
I alt kursgevinst. og -tab	20.037	-222
I alt indtægter	25.855	3.446
5 Administrationsomkostninger	-1.524	-1.230
Resultat før skat	24.331	2.216
6 Skat	-302	-210
Årets nettoresultat	24.029	2.006

Årets nettoresultat foreslås overført til medlemmernes formue

\*Lanceringsdato 18.03.2013.

## Balance

Note	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	5.476	13.791
Obligationer:		
7 Not. obl. fra danske udstedere	30.383	13.979
7 Not. obl. fra udl. udstedere	42.234	39.231
I alt obligationer	72.617	53.210
Kapitalandele:		
7 Not. aktier fra udl. selskaber	122.303	121.362
Inv.beviser i udl. investeringsforeninger	8.859	0
I alt kapitalandele	131.162	121.362
7 Afledte fin. instrumenter:		
Not. afledte fin. instrumenter	269	305
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	1.079	984
Mellemv. vedr. handelsafv.	429	65
Aktuelle skatteaktiver	49	14
I alt andre aktiver	1.557	1.063
Aktiver i alt	211.081	189.731
Passiver		
8 Medlemmernes formue	210.786	189.362
Afledte fin.instrumenter:		
Not. afledte fin. instrumenter	269	305
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	26	64
Passiver i alt	211.081	189.731

## Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2013*	2014
Afkast (pct.)	1,88	13,60
Indre værdi (DKK pr. andel)	101,88	115,74
Nettoresultat (t.DKK)	2.006	24.029
Administrationsomkostninger (pct.)	0,67	0,79
ÅOP	1,16	1,09
Omsætningshastighed (antal gange)	0,40	0,43
Medlemmernes formue (t.DKK)	189.362	210.786
Antal andele, stk.	1.858.613	1.821.213
Styk størrelse i DKK	100	100
Sharpe Ratio	-	-
Standardafvigelse	-	-

\*Lanceringsdato 18.03.2013

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2014	31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

## Note 1: Renteindtægter

Indestående i depotselskab	1	3
Noterede obligationer fra danske udstedere	742	513
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	1.902	1.020
Renteudgifter	-1	0
I alt renteindtægter	2.644	1.536

## Note 2: Udbytter

Not. aktier fra udenlandske selskaber	3.081	2.132
Investeringsbeviser i udenlandske investeringsforeninger	93	0
I alt udbytter	3.174	2.132

## Note 3: Kursgevinster og -tab

Noterede obl. fra danske udstedere	-31	-85
Not. obl. fra udenlandske udstedere	2.654	-4.707
I alt fra obligationer	2.623	-4.792
Not. aktier fra udenlandske selskaber	16.421	3.337
Inv.beviser i udenlandske investeringsforeninger	502	0
I alt fra kapitalandele	16.923	3.337
Valutaterminsforretninger/futures	0	96
Aktieterminer/futures	427	307
I alt fra afledte finansielle instrumenter	427	403

## Note 4: Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-138	-472
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	25	287
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-113	-185

## Note 5: Administrationsomkostninger

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Samlede omk.	Samlede omk.
Honorar til bestyrelse	0	-41	-41	-18
Revisionshonorar til revisorer	-15	0	-15	-27
Markedsføringsomk.	-189	-92	-281	-223
Gebyrer til depotselskab	-103	0	-103	-58
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-946	-29	-975	-764
Øvrige omkostninger	-23	-23	-46	-31
Fast administrationshonorar	-63	0	-63	-109
I alt adm.omkostninger	-1.339	-185	-1.524	-1.230

Andel af fællesomkostninger udgør afdelingens andel af de omkostninger, der ikke kan henføres direkte til en enkelt afdeling. Fordelingen sker under hensyntagen til afdelingernes formuer.

Fast administrationshonorar udgør beregnede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

## Note 6: Skat

Afdelingen er ikke skattepligtig. Periodens skatteudgift består af betalte ikke refunderbare udbytteskatter.

	31.12.2014	31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK

## Note 7: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
I alt	100,0	100,0

En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 8: Medlemmernes formue	2014 Antal andele	2014 Formue- værdi 1.000 DKK	2013 Antal andele	2013 Formue- værdi 1.000 DKK
-----------------------------	-------------------------	---------------------------------------	-------------------------	---------------------------------------

Medlemmernes formue primo	1.858.613	189.362	0	0
Emissioner i året	100.600	11.386	2.083.613	209.504
Indløsninger i året	-138.000	-14.049	-225.000	-22.670
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		57		522
Overførsel af periodens resultat		24.030		2.006
I alt medlemmernes formue	1.821.213	210.786	1.858.613	189.362

# FÆLLES NOTER

## NOTE 1: ANVENDT REGNSKABSPRAKSIS

Årsrapporten for 2014 aflægges efter lov om investeringsforeninger m.v.

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten for 2013.

### Generelt om indregning og måling

I resultatopgørelsen indregnes indtægter, i takt med at de indtjenes. Endvidere indregnes omkostninger, der er afholdt for at opnå periodens indtjening.

Aktiver indregnes i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde afdelingen, og aktivets værdi kan måles pålideligt.

Forpligtelser indregnes i balancen, når de er sandsynlige og kan måles pålideligt.

Ved første indregning måles aktiver og forpligtelser til kostpris. Efterfølgende måles aktiver og forpligtelser som beskrevet for hver enkelt regnskabspost nedenfor.

Ved indregning og måling af aktiver og forpligtelser tages der hensyn til oplysninger, der fremkommer efter balancedagen, men inden regnskabet udarbejdes, hvis oplysningerne bekræfter eller afkræfter forhold, som er opstået senest på balancedagen.

### RESULTATOPGØRELSEN

#### Renter og udbytter

Renteindtægter omfatter renter af obligationer og af indestående i depotselskabet samt af indestående i andre pengeinstitutter. Endvidere indgår nettoindtægten ved repoaftaler og reverse repoaftaler samt vederlag fra aktieudlån.

Aktieudbytter omfatter årets deklarerede udbytter.

#### Kursgevinster og -tab

I resultatopgørelsen indregnes såvel realiserede som urealiserede gevinster og tab på aktiver og passiver.

For obligationer og kapitalandele opgøres de realiserede kursgevinster og -tab som forskellen mellem dagsværdi på salgstidspunktet og dagsværdien ved årets begyndelse eller dagsværdi på anskaffelses-

tidspunktet ved erhvervelse i regnskabsåret. Urealiserede kursgevinster og -tab opgøres som forskellen mellem dagsværdien på balancedagen og dagsværdien ved årets begyndelse eller dagsværdi på anskaffelsestidspunktet ved erhvervelse i regnskabsåret. For udlånte aktier opgøres kursgevinster og -tab på samme vis.

Ændringer i dagsværdien af afledte finansielle instrumenter indregnes i resultatopgørelsen under afledte finansielle instrumenter.

Under handelsomkostninger føres alle direkte omkostninger i forbindelse med handel med finansielle instrumenter. Omkostninger, der ikke kan opgøres eksakt, eksempelvis fordi de er inkluderet i spread, indregnes i det omfang, de er aftalt med tredjemand. Den del af handelsomkostningerne, som er afholdt i forbindelse med køb og salg af finansielle instrumenter, og som er forårsaget af emission og indløsning, udgiftføres direkte på »Medlemmernes formue«. Den sidstnævnte del opgøres som den andel, provenuet fra emissionerne og indløsningerne udgør af kursværdien af årets samlede handler.

#### Administrationsomkostninger

»Afdelingsdirekte omkostninger« består af de omkostninger, som kan henføres direkte til den enkelte afdeling. »Andel af fællesomkostninger« er afdelingernes andel af de udgifter, der vedrører to eller flere afdelinger. Fordelingen af fællesomkostninger sker under hensyntagen til størrelsen af afdelingernes formue. »Fast administrationshonorar« udgør omkostninger til administration i henhold til særskilt aftale med investeringsforvaltningsselskabet.

#### Skat

Afdelingerne er ikke selvstændige skattepligtige. Skat indeholder udbytteskat og renteskat, der er tilbageholdt i udlandet i forbindelse med udbetaling, og som ikke kan refunderes.

#### Udlodning

De udloddende afdelinger foretager årligt en udlodning, der opfylder kravene til minimumsudlodning i Ligningslovens § 16 C. Afdelingerne skal derfor ikke betale skat, men skattepligten påhviler modtageren



af udlodningen.

Minimumsudlodningen opgøres i hovedtræk på grundlag af de i regnskabsåret:

- indtjente renter og udbytter,
- realiserede kursgevinster eller -tab på obligationer og valutakonti,
- realiserede kursgevinster og -tab på kapitalandele,
- erhvervede, skattepligtige kursgevinster og -tab ved anvendelse af afledte finansielle instrumenter,

med fradrag af afholdte administrationsomkostninger.

I forbindelse med emissioner og indløsninger beregnes udlodningsregulering, således at udbytteprocenten er af samme størrelse før og efter emissioner og indløsninger.

Udlodningsprocenten beregnes som beløbet til rådighed for udlodning i procent af den cirkulerende kapital i afdelingen på balancedagen. Den beregnede procent nedrundes i overensstemmelse med Ligningslovens § 16 C til nærmeste beløb, som er deleligt med 0,10 pct. Et overskydende positivt beløb til rådighed for udlodning overføres til udlodning næste år. Et negativt udlodningsbeløb fremføres til efterfølgende års udlodning.

Forskellen mellem det regnskabsmæssige resultat og udlodningen tillægges/fradrages den pågældende afdelings formue.

Udlodningsreguleringen beregnes således, at udlodningsprocenten er af samme størrelse før og efter emission og indløsning.

Ved emission beregnes udlodningsreguleringen som en andel af det beløb, der er til rådighed for udlodning på emissionsdagen. Andelen beregnes som emissionens nominelle værdi i forhold til den cirkulerende kapital. En del af det ved emissionen indbetalte beløb anvendes således til udbetaling af udlodning. Ved indløsning foretages beregning, som på tilsvarende vis nedbringer udbetalingen af udlodning. Forslag til udlodning for regnskabsåret indregnes

som en særlig post under medlemmernes formue.

»Overført til udlodning fra sidste år« består af nedrundingen af udlodningsbeløbet fra sidste år.

## BALANCEN

### Likvide midler

Likvide midler i fremmed valuta måles til noterede valutakurser på balancedagen.

### Obligationer og kapitalandele

Obligationer og kapitalandele måles til dagsværdi. Dagsværdi fastsættes på noterede obligationer og kapitalandele til lukkekursen på balancedagen, eller hvis en sådan ikke foreligger, til en anden officiel kurs, der må antages bedst at svare hertil. Hvis denne kurs ikke afspejler instrumentets dagsværdi på grund af manglende eller utilstrækkelig handel i tiden op til balancedagen, fastlægges dagsværdien ved hjælp af en værdiansættelsesteknik, der har til formål at fastlægge den transaktionspris, som ville fremkomme i en handel på målingstidspunktet mellem uafhængige parter, der anlægger normale forretningsmæssige betragtninger. Noterede værdipapirer i fremmed valuta måles til noterede valutakurser på balancedagen. Udtrukne obligationer måles til nutidsværdi fastsat til kurs 100 med tilbagediskontering efter individuel vurdering. Unoterede obligationer og aktier måles til dagsværdien fastsat efter almindelige anerkendte metoder. Værdipapirer indgår og udtages på handelsdagen. Obligationer, som indgår i repoaftale, eller som er solgt på termin, indgår under obligationer. Udlånte aktier indgår i balancen under kapitalandele.

### Afledte finansielle instrumenter

Afledte finansielle instrumenter måles til dagsværdi. Afledte finansielle instrumenter med positiv dagsværdi indgår under aktiver, og hvis de har negativ dagsværdi under passiver. Ændring i dagsværdi indregnes i resultatopgørelsen under »Kursgevinster og -tab«.

### Andre aktiver

»Andre aktiver« måles til dagsværdi, og der indgår:

- »Tilgodehavende renter« bestående af periodiserede renter på balancedagen.
- »Tilgodehavende udbytte« bestående af udbytter deklareret før balancedagen med afregning efter balancedagen.

»Mellemværende vedrørende handelsafvikling« bestående af værdien af provenuet fra salg af finansielle instrumenter samt fra emissioner før balancedagen, hvor betalingen sker efter balancedagen. Der foretages modregning i tilsvarende beløb omtalt under »Anden gæld« pr. modpart pr. dag, betalingerne forfalder.

»Aktuelle skatteaktiver« bestående af refunderbar udbytteskat og renteskat tilbageholdt i udlandet.

#### Medlemmernes formue

»Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser« består af den foreslåede udlodning pr. 31. december året før beregnet som udbytteprocenten ganget med cirkulerende kapital pr. 31. december året før.

»Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning« består af forskellen mellem den efter generalforsamlingen udbetalte udlodning på grundlag af den på dette tidspunkt cirkulerende kapital og udlodningen beregnet pr. 31. december året før.

#### Anden gæld

»Anden gæld« måles til dagsværdi.

»Mellemværende vedrørende handelsafvikling« består af værdien af provenuet fra køb af finansielle instrumenter samt fra indløsninger før balancedagen, hvor betalingen sker efter balancedagen. Der foretages modregning i tilsvarende beløb omtalt under »Andre aktiver« pr. modpart pr. dag, betalingerne forfalder.

#### Omregning af fremmed valuta

Valutakursdifferencer, der opstår mellem transaktionsdagens kurs og kursen på betalingsdag, indregnes i resultatopgørelsen under »Kursgevinster og -tab«.

Transaktioner i fremmed valuta omregnes til transaktionsdagens kurs. Værdipapirbeholdninger, likvide midler og tilgodehavender i fremmed valuta omregnes til balancedagens kurs. Forskellen mellem balancedagens kurs og kursen på tidspunktet for værdipapirbeholdningens anskaffelse eller tilgodehavendets opståen indregnes i resultatopgørelsen under »Kursgevinster og tab«.

#### NØGLETAL

##### Indre værdi, IV

Udtrykker værdien i kroner pr. andel og beregnes som:

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

Medlemmernes formue er inkl. afsat udbytte for regnskabsåret.

##### Afkast

Beregnes således:

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

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

##### 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 administrations- og handelsomkostninger.

##### Udlodning

Udlodning i pct. beregnes som:

$$\text{Udlodning i \%} = \frac{\text{foreslået udlodning}}{\text{cirkulerende kapital ultimo året}}$$

Da alle andele har en nominel stykstørrelse på 100 kroner, udtrykker udlodning i pct. samtidig udlodning i kroner pr. investeringsbevis.

**Administrationsomkostninger i pct.**

Beregnes som:

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

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

**AOP**

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.

**Omsætningshastighed i antal gange**

Opgøres som:

$$\frac{\text{værdi af køb + værdi af salg}}{2 \times \text{medlemmernes formue}}$$

Værdi af køb og værdi af salg opgøres som kursværdi af køb og salg af værdipapirer korrigeret for regnskabsårets emissioner og indløsninger, udbetalte udbytter og likviditet fra driften m.m., således at  $(\text{værdi af køb} + \text{værdi ved salg})/2$  svarer til handel som følge af porteføljepleje. Medlemmernes gennemsnitlige formue opgøres som beskrevet under »Administrationsomkostninger i pct.«

**Nøgletal for risiko**

Disse nøgletal beregnes fra afdelingernes start over en periode på maksimum fem år, dog kun for afdelinger som har eksisteret i mindst 36 måneder.

**Sharpe Ratio**

Sharpe Ratio er et matematisk udtryk for merafkastet af en investering i forhold til risikoen. Beregnes som det historiske afkast minus den risikofri rente (merafkastet) divideret med standardafvigelsen på merafkastet.

**Standardafvigelse**

Standardafvigelse er et statistisk udtryk for udsving i afkastet.

## NOTE 2: OVERSIGT OVER UDBYTTERNES SKATTEMÆSSIGE FORDELING

Skemaet viser, hvordan udbytte for 2014 skal behandles skattemæssigt. Udbytte er først relevante for selvangivelsen for 2015, hvor udbetalingen sker. For pensionsopsparinger indgår hele udbyttet i grundlaget for PAL-skat. For selskaber indgår det fulde udbytte i selskabsindkomsten.

Afdelingerne Kontra og Makro er akkumulerende og udbetaler ikke udbytte.

Afdeling	Stk.str. i kr.	Foreslået udbytte i kr. pr. stk.	Aktieindkomst i kr. pr. styk	Almindelig opsparing	
				Kapitalindkomst i kr. pr. stk	
Danske Aktier	100	18,30	18,30	-	-
Europa Aktier	100	7,70	7,70	-	-
Aktier	100	11,10	11,10	-	-
Value Aktier	100	11,20	11,20	-	-
Emerging Markets	100	0,70	0,70	-	-
Global Sundhed	100	1,90	1,90	-	-
Danske Obligationer	100	4,30	-	-	4,30
Obligationer	100	3,90	-	-	3,90
Pension	100	5,40	-	-	5,40

## NOTE 3: REVISIONSHONORAR

Revisionshonorar (1.000 kr.)	2013	2014
Det samlede honorar for arbejdet i foreningen til revisionsfirmaet ERNST & YOUNG Godkendt Revisionspartnerselskab hhv. KPMG Statsautoriseret Revisionspartnerselskab udgjorde	296	163
Heraf udgjorde honoraret for andre ydelser	53	0

## NOTE 4: BESTYRELSESHONORAR

Bestyrelseshonorar (1.000 kr.)	2013	2014
Bestyrelsens honorar for arbejdet i foreningen	975	975

## NOTE 5: BESKRIVELSE AF FORENINGENS VÆSENTLIGSTE AFTALER

Heri beskrives foreningens væsentligste aftaler. Prisen for ydelserne fremgår enten af skemaet på side 78 eller, i de tilfælde, hvor betalingen ikke er fastsat pr. afdeling, under den enkelte aftale.

### AFTALE OM ADMINISTRATION

Foreningen har med virkning fra 1. december 2014 indgået aftale med investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S om, at selskabet udfører foreningens administrative og investeringsmæssige opgaver i

overensstemmelse med lovgivningen, Finanstilsynets retningslinjer, foreningens vedtægter og anvisninger fra foreningens bestyrelse samt investeringsrammer for de enkelte afdelinger, og aftale om porteføljerådgivning.

Som betaling opkræver investeringsforvaltningsselskabet et honorar på mellem 0,033 pct. og 0,066 pct. p.a. af den gennemsnitlige formueværdi afhængig af afdelingstype, dog minimum 100.000 kr. p.a.

pr. afdeling. Hver afdeling afholder desuden egne omkostninger, herunder de omkostningstyper, som er nævnt under de øvrige aftalebeskrivelser, f.eks. udgifter til porteføljerådgivning. Beløbet indgår i afdelingernes årlige administrationsomkostninger med specifikation på forskellige poster som foreskrevet af Finanstilsynet.

#### **AFTALER OM DEPOT, DEPOTBANKFUNKTION OG AKTIEBOG**

Foreningen har indgået aftale med Skandinaviska Enskilda Banken Danmark, filial af Skandinaviska Enskilda Banken AB, Sverige om, at banken som depot-selskab forvalter og opbevarer værdipapirer og likvide midler særskilt for hver af foreningens afdelinger i overensstemmelse med den til enhver tid gældende lovgivning. Herudover påtager depotselskabet sig som Finanstilsynet foreskriver fastlagte kontrolopgaver og forpligtelser. Som honorar for ydelserne betaler hver afdeling et depotgebyr beregnet ud fra arten af værdipapirer, deres værdi og omfanget af ændringer i til- og afgang i depotet. Depotgebyret er lavest for danske VP-baserede værdipapirer og højest for udenlandske værdipapirer. For ingen kategori overstiger gebyret 0,03 pct. p.a. af den gennemsnitlige formueværdi.

Foreningen har pr. december 2013 endvidere indgået aftale med ComputerShare A/S om at føre ejerbog, hvori medlemmernes investeringsbeviser navnoteres. Aftalen indebærer foruden den løbende registrering af noteringsforhold og ændringer i disse, at ComputerShare A/S udsteder adgangskort og stemmesedler m.v. til foreningens generalforsamlinger.

#### **AFTALE OM FORMIDLING AF HANDEL MED INVESTERINGSFORENINGSANDELE SAMT MARKEDSFØRING**

Foreningen og investeringsforvaltningsselskabet har indgået aftale med Fondsmæglerselskabet Maj Invest om levering af ydelser inden for områderne formidling af handel med investeringsforeningsandele samt markedsføring af foreningens andele. Aftalen giver desuden Fondsmæglerselskabet Maj Invest mulighed for at formidle aftaler med distributører samt selv at formidle andele udstedt af foreningen til udvalgte kunder. Som honorar herfor modtager Fondsmæglerselskabet Maj Invest op til 0,10 pct. p.a. af den gennemsnitlige formueværdi.

Beløbene indgår i afdelingernes årlige administrationsomkostninger under posten »Markedsføring«, jf. noterne til årsregnskaberne.

#### **AFTALER OM DISTRIBUTION AF INVESTERINGSBEVISER**

Foreningen har med flere banker indgået aftale om, at disse yder rådgivning til foreningens medlemmer og er ansvarlige for rådgivning over for de investorer, der henvender sig til bankerne. Distributørerne skal i forbindelse med denne aftale sikre sig, at rådgivning sker i overensstemmelse med gældende lovgivning. Den enkelte distributør er berettiget til et honorar, som beregnes ud fra de købsordrer, den pågældende distributør har indgivet, og som har udløst emission i den pågældende periode. Denne tegningsprovision er ikke en del af den løbende driftsomkostning for afdelingerne, men finansieres af opkrævet tegningsprovision ved emission og indgår derfor ikke i administrationsomkostningerne. Tegningsprovisionen udgør 0,75 pct.

Foreningen har indgået formidlingsaftaler for seks af foreningens afdelinger. Som honorar herfor betaler hver af afdelingerne Danske Aktier, Aktier, Value Aktier, Emerging Markets, Global Sundhed samt Kontra en provision beregnet ud fra den gennemsnitlige kursværdi af de af foreningens investeringsandele, som opbevares i depot i de enkelte pengeinstitutter, der er indgået formidlingsaftale med. En tilsvarende aftale er indgået med Fondsmæglerselskabet Maj Invest samt andre distributører og pensionsselskaber. Satsen for de nævnte afdelinger er 0,75 pct. p.a.

#### **AFTALE OM PORTEFØLJERÅDGIVNING M.V.**

Foreningen har indgået aftale med Fondsmæglerselskabet Maj Invest om ydelse af porteføljerådgivning vedrørende foreningens afdelinger.

Aftalen indebærer, at Fondsmæglerselskabet Maj Invest yder rådgivning om transaktioner, som Fondsmæglerselskabet Maj Invest anser for fordelagtige at gennemføre som led i porteføljestyringen. Rådgivningen skal ske i overensstemmelse med de retningslinjer, som foreningens bestyrelse har fastlagt i investeringspolitikker for de enkelte afdelinger. De enkelte forslag til investeringer skal forelægges investeringsforvaltningsselskabet, der tager stilling til, om og i hvilket omfang de skal gennemføres.

Betalingen for denne rådgivning varierer fra afdeling til afdeling og er afhængig af blandt andet investeringsområdet og afdelingernes specialiseringsgrad. Honoraret udgør mellem 0,10 pct. p.a. og 0,75 pct. p.a. af afdelingernes gennemsnitlige formueværdi. Beløbet indgår i afdelingernes årlige administrationsomkostninger under posten »Andre omkostnin-

ger i forbindelse med formueplejen«, jf. noterne til årsregnskaberne.

#### AFTALE OM PRISSTILLELSE I MARKEDET

Foreningen har indgået aftale med Fondsmæglerselskabet Maj Invest om, at Maj Invest Markets i bl.a. NASDAQ OMX Copenhagens handelssystemer stiller priser for afdelingernes investeringsbeviser med det formål at fremme likviditeten ved handel med beviser. Prisstillelsen skal ske med såvel købs- som salgspriser og på baggrund af aktuelle emissions- og indløsningspriser.

Prisen for prisstilleropgaverne er et fast årligt gebyr på 25.000 kr. for afdelinger med en formue på under 200 mio. kr. og 40.000 kr. for afdelinger med en formue på over 200 mio. kr. Beløbet indgår i afdelingernes årlige administrationsomkostninger under posten »Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen«, jf. noterne til årsregnskaberne.

#### AFTALE OM HANDEL MED VÆRDIPAPIRER

Et element i aftalerne med Fondsmæglerselskabet Maj Invest er vilkårene for værdipapirhandler i forbindelse med den løbende pleje af de enkelte afdelingers portefølje.

Handlerne udføres af såvel Maj Invest Markets som af andres handelsfunktioner.

De enkelte handler gennemføres på storkundevilkår.

## Satserne i foreningens væsentligste aftaler

Alle satser er gældende pr. 31. december 2014.

	Sats for depot og depotbank- funktionen, pct. p.a.	Sats for mar- kedsføring og formidling, pct. p.a.	Sats for portefølje- rådgivning, pct. p.a.	Sats for handel med værdipapirer, kr. <sup>2)</sup>	Sats for tegnings- provision ved nytegninger, pct.	Sats for formidlings- provision, pct.
Danske Aktier	1)	0,100	0,35	50 kr.	0,75	0,75
Europa Aktier	1)	0,050	0,10	50 kr./150 kr. <sup>3)</sup>	0,75	0
Aktier	1)	0,100	0,50	50 kr./150 kr. <sup>3)</sup>	0,75	0,75
Value Aktier	1)	0,100	0,50	50 kr./150 kr. <sup>3)</sup>	0,75	0,75
Emerging Markets	1)	0,100	0,75	150 kr.	0,75	0,75
Global Sundhed	1)	0,100	0,50	50 kr./150 kr. <sup>3)</sup>	0,75	0,75
Danske Obligationer	1)	0,050	0,10	50 kr.	0,75	0
Obligationer	1)	0,050	0,20	50 kr./150 kr. <sup>3)</sup>	0,75	0
Pension	1)	0,050	0,30	50 kr./150 kr. <sup>3)</sup>	0,75	0
Kontra	1)	0,100	0,50	50 kr./150 kr. <sup>3)</sup>	0,75	0,75
Makro	1)	0,100	0,50	50 kr./150 kr. <sup>3)</sup>	0,75	0

Noter: 1) Depotgebyret for VP-baserede værdipapirer er 0,0 pct. p.a. For USA er det 0,0025 pct. p.a., for Japan er det 0,0125 pct. p.a., for Europa er det 0,0100 pct. p.a. og for resten af verden er det 0,0275 pct. p.a. For kontrolopgaverne betaler hver afdeling et honorar på 12.500 kr. p.a. 2) De opgivne satser er eksklusive eventuelle udenlandske omkostninger og skatter. 3) Satsen er 50 kr. for danske og svenske værdipapirer og 150 kr. for alle øvrige værdipapirer.

## LEDELSESPÅTEGNING

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato behandlet og godkendt nærværende årsrapport for regnskabsåret sluttende den 31. december 2014.

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

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

København, den 18. marts 2015

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.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

Direktion: Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S

Jens Lohfert Jørgensen  
Adm. direktør

Bestyrelse

Mads Krage  
Formand

Ole Risager  
Næstformand

Mette Kynne Frandsen

Carsten Koch

## DEN UAFHÆNGIGE REVISORS ERKLÆRINGER

Til investorerne i Investeringsforeningen  
Maj Invest

### PÅTEGNING PÅ ÅRSREGNSKABERNE

Vi har revideret årsregnskaberne for de enkelte afdelinger i Investeringsforeningen Maj Invest for regnskabsåret sluttende den 31. december 2014, omfattende fælles noter samt de enkelte afdelingers resultatopgørelse, balance og noter. Årsregnskaberne for de enkelte afdelinger aflægges efter lov om investeringsforeninger m.v.

### Ledelsens ansvar for årsregnskaberne

Ledelsen har ansvaret for udarbejdelsen af årsregnskaber for de enkelte afdelinger, der giver et retvisende billede i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v. Ledelsen har endvidere ansvaret for den interne kontrol, som ledelsen anser nødvendig for at udarbejde årsregnskaber for de enkelte afdelinger uden væsentlig fejlinformation, uanset at denne skyldes besvigelser eller fejl.

### Revisors ansvar

Vores ansvar er at udtrykke en konklusion om årsregnskaberne for de enkelte afdelinger på grundlag af vores revision. Vi har udført revisionen i overensstemmelse med internationale standarder om revision og yderligere krav ifølge dansk revisorlovgivning. Dette kræver, at vi overholder etiske krav samt planlægger og udfører revisionen for at opnå høj grad af sikkerhed for, om årsregnskaberne for de enkelte afdelinger er uden væsentlig fejlinformation.

En revision omfatter udførelse af revisionshandlinger for at opnå revisionsbevis for beløb og oplysninger i årsregnskaberne for de enkelte afdelinger. De valgte revisionshandlinger afhænger af revisors vurdering, herunder vurderingen af risici for væsentlig fejlinformation i årsregnskaberne for de enkelte afdelinger, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl. Ved risikovurderingen overvejer revisor intern kontrol, der er relevant for foreningens udarbejdelse af årsregnskaber for de enkelte afdelinger, der giver et retvisende billede. Formålet hermed er at udforme revisionshandlinger, der er passende efter omstændighederne, men ikke at udtrykke en konklusion om effektiviteten af foreningens interne kontrol. En revision omfatter endvidere vurdering af, om ledelsens valg af regnskabspraksis er passende, om ledelsens

regnskabsmæssige skøn er rimelige samt den samlede præsentation af årsregnskaberne for de enkelte afdelinger.

Det er vores opfattelse, at det opnåede revisionsbevis er tilstrækkeligt og egnet som grundlag for vores konklusion.

Revisionen har ikke givet anledning til forbehold.

### Konklusion

Det er vores opfattelse, at årsregnskaberne giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2014 samt af resultatet af de enkelte afdelingers aktiviteter for regnskabsåret sluttende den 31. december 2014 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v.

### UDTALELSE OM LEDELSESBERETNINGEN

Vi har i henhold til lov om investeringsforeninger m.v. gennemlæst foreningens ledelsesberetning og ledelsesberetningerne for de enkelte afdelinger. Vi har ikke foretaget yderligere handlinger i tillæg til den udførte revision af årsregnskaberne for de enkelte afdelinger. Det er på denne baggrund vores opfattelse, at oplysningerne i foreningens ledelsesberetning og ledelsesberetningerne for de enkelte afdelinger er i overensstemmelse med årsregnskaberne for de enkelte afdelinger.

København, den 18. marts 2015

ERNST & YOUNG  
Godkendt Revisionspartnerselskab

Lars Rhod Søndergaard  
Statsaut. revisor

Ole Karstensen  
Statsaut. revisor



## 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





Der var fuldt hus, da Maj Invest holdte informationsmøde i Den Sorte Diamant i København den 9. oktober 2014. Jeppe Christiansen, adm. direktør i Fondsmæglerselskabet Maj Invest, gav vanen tro sin vurdering af udsigterne for den globale økonomi. Billedet er fra 2012.

Foto: Lennart Søgård-Høyer.

INVESTERINGSFORENINGEN

# MAJ INVEST

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