



**Slagelse Kommune**  
*Frie Midler*

Månedsrapport +  
Kvartalsrapport  
December 2015

SEB



**MARKEDSVÆRDI PR. AKTIV KLASSE**

***Slagelse Kommune***

Depot nr.: 6100050824

Depot nr.:

Rapporten er opgjort på handelsdag

*Dato: 12-31-2015*

<b>Aktivklasse</b>	<b>Markedsværdi</b>	<b>Vægt</b>
Kontanter	2,637,726.49	1.4
Akt Inv.for.	1,943,787.43	1.0
Akt Inv.for.	12,268,734.87	6.6
Obl Inv.for.	16,166,125.75	8.7
Obl Dk nom	152,626,147.90	82.2
<b>TOTAL</b>	<b>185,642,522.44</b>	<b>100.0</b>

**PERFORMANCE RAPPORT - TIDSVÆGTET AFKAST- NET OF FEE****Slagelse Kommune**

Depot nr.: 6100050824

Depot nr.:

Rapporten er opgjort på handelsdag

Periode: 30-11-2015 til 31-12-2015

	Periode kr.	År til dato kr.
Beregningsperiodens start	30-11-2015	02-01-2015
Porteføljens startværdi	185,445,415.16	192,906,617.98
Vedhængende renter	1,333,970.04	404,097.29
<b>Total</b>	<b>186,779,385.20</b>	<b>193,310,715.27</b>
Indskud i perioden	0.00	6,546,715.69
Udtræk i perioden	-1,918.42	-15,936,489.37
Afkast for perioden	-1,134,944.34	1,721,580.85
Porteføljeværdi ultimo 31-12-2015	183,984,880.84	183,984,880.84
Vedhængende renter	1,657,641.60	1,657,641.60
<b>Total</b>	<b>185,642,522.44</b>	<b>185,642,522.44</b>
<b>Specifikation af afkast</b>		
Realiseret gevinst	-108,805.74	-687,574.63
Realiseret kursgevinst	-108,805.74	-687,574.63
Realiseret valutagevinst	0.00	0.00
Urealiseret gevinst	-1,359,769.29	-1,570,770.42
Urealiseret kursgevinst	-1,359,769.29	-1,570,770.42
Urealiseret valutagevinst	0.00	0.00
Realiserede Renter Depot	9,959.13	2,497,496.90
Realiserede Renter Kontantkonto	0.00	3.09
Modtaget og tilgodehavende udbytte	0.00	228,881.60
Ændring i vedhængende renter	323,671.56	1,253,544.31
Afkast for perioden	-1,134,944.34	1,721,580.85
Forvaltningsgebyr	0.00	0.00
Øvrige omkostninger	0.00	0.00
Total afkast for periode efter gebyrer	-1,134,944.34	1,721,580.85
Tidsvægtet afkast	-0.61%	0.89%

**PERFORMANCE RAPPORT - TIDSVÆGTET AFKAST- NET OF FEE****Slagelse Kommune**

Depot nr.: 6100050824

Depot nr.:

Rapporten er opgjort på handelsdag

Periode: 30-09-2015 til 31-12-2015

	Periode kr.	År til dato kr.
Beregningsperiodens start	30-09-2015	02-01-2015
Porteføljens startværdi	181,261,216.16	192,906,617.98
Vedhængende renter	1,284,093.97	404,097.29
<b>Total</b>	<b>182,545,310.13</b>	<b>193,310,715.27</b>
Indskud i perioden	0.00	6,546,715.69
Udtræk i perioden	-1,918.42	-15,936,489.37
Afkast for perioden	3,099,130.73	1,721,580.85
Porteføljeværdi ultimo 31-12-2015	183,984,880.84	183,984,880.84
Vedhængende renter	1,657,641.60	1,657,641.60
<b>Total</b>	<b>185,642,522.44</b>	<b>185,642,522.44</b>
<b>Specifikation af afkast</b>		
Realiseret gevinst	763,555.26	-687,574.63
Realiseret kursgevinst	763,555.26	-687,574.63
Realiseret valutagevinst	0.00	0.00
Urealiseret gevinst	1,416,566.86	-1,570,770.42
Urealiseret kursgevinst	1,416,566.86	-1,570,770.42
Urealiseret valutagevinst	0.00	0.00
Realiserede Renter Depot	545,460.98	2,497,496.90
Realiserede Renter Kontantkonto	0.00	3.09
Modtaget og tilgodehavende udbytte	0.00	228,881.60
Ændring i vedhængende renter	373,547.63	1,253,544.31
Afkast for perioden	3,099,130.73	1,721,580.85
Forvaltningsgebyr	0.00	0.00
Øvrige omkostninger	0.00	0.00
Total afkast for periode efter gebyrer	3,099,130.73	1,721,580.85
Tidsvægtet afkast	1.70%	0.89%

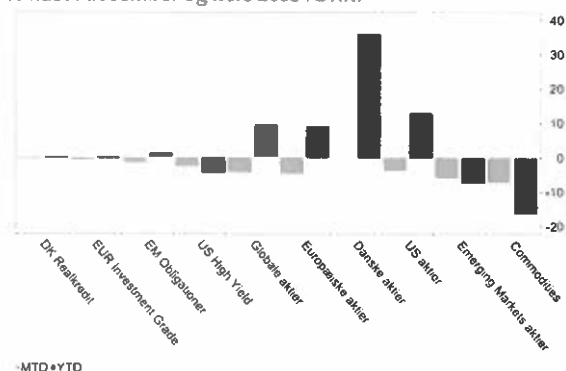
## ØKONOMISK & FINANSIELT SCENARIE

(Redaktionen afsluttet 4. januar 2016)

### ECB SKUFFEDE MARKEDET

December måned bød på kraftige fald på aktiemarkedet, men også US High Yield havde en svær måned, da energisektoren nok engang kom under pres som følge af store fald i olieprisen. Startskuddet til de faldende aktiekurser lød d. 3. december, da ECBs rentenedsættelse og forlængelse af QE-programmet ikke var nok til at leve op til markedets høje forventninger. Det fik europæiske aktier til at falde 5% intra-dag, og over de kommende to uger faldt aktierne yderligere 5%. I sidste halvdel af måneden rettede aktiemarkedet sig og sluttede samlet set måneden nede knap 5%.

### Afkast i december og hele 2015 i DKK.



Kilde: Macrobond

Ser man på 2015 som helhed, blev aktier trods faldet i december den bedst performende aktivklasse. Amerikanske aktier nød godt af en styrket dollar, og trods et afkast på kun godt 1% i lokalvaluta blev danske investorer således belønnet med et tocifret afkast. Dollarstyrkelsen var imidlertid ikke nok til at trække Emerging Markets-aktier målt i DKK i plus, og sammen med Commodities blev Emerging Markets årets helt store taber.

### 2015 BØD PÅ STOR VOLATILITET

2015 blev et år med stor volatilitet på de finansielle markeder. Året begyndte med kraftigt faldende renter, og den toneangivende tyske 10-årige rente nåede således at sætte historisk bundrekord i 0,05% for derefter at stige til næsten 1% på meget kort tid. Europæiske aktier begyndte året med at stige næsten 25% på knap fire måneder, men faldt senere på året 20% fra top til bund.

### Udvikling i renten på en 10-årig tysk statsobligation.



Kilde: Macrobond

### Indekseret udvikling i amerikanske og europæiske aktier i 2015 i DKK.

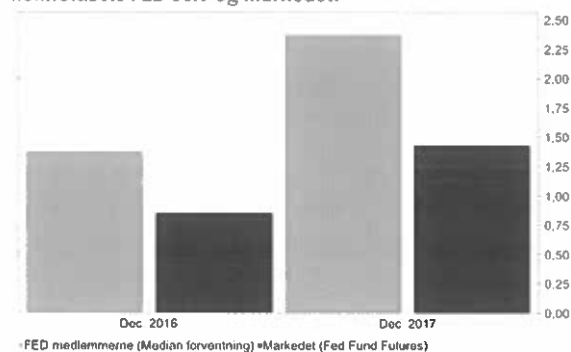


Kilde: Macrobond

### FØRSTE RENTEFORHØJELSE SIDEN 2006

2015 blev også året, hvor den amerikanske centralbank (FED) hævede styringsrenten for første gang siden 2006. Beslutningen kom efter, at FED igennem længere tid havde signaleret, at de ville hæve renten i 2015. Renteforhøjelsen var således i høj grad forventet af markedet, hvorfor den ikke gav anledning til de helt store markedsbevægelser. Dermed gik en af de finansielle markeds store besættelser gennem hele 2015 hen og blev tæt på en non-event. Med den første renteforhøjelse af vejen kan fokus nu rette sig mod noget langt vigtigere, nemlig hastigheden hvorpå de efterfølgende forhøjelser kommer til at ske. FED gjorde på pressemødet efter rentemødet en dyd ud af at understrege, at strammingsforløbet fremadrettet vil være meget langsomt. Markedet har indtil videre købt ind til denne historie, og det er endda i et omfang, så markedet kun indpriser to renteforhøjelser i hele 2016, mens medianen af de individuelle FED-medlemmers skøn indikerer i alt fire forhøjelser i 2016.

### Forventninger til FED Funds-renten ultimo 2016 og 2017 for henholdsvis FED selv og markedet.



Kilde: Macrobond

Så mens centralbanken har lagt sig i selen for at fremstå "dueagtig", har markedet altså valgt en endnu lempeligere tolkning af budskabet.

### RISIKO PÅ BEGGE SIDER AF GULDLOK-SCENARIET

Denne diskrepans mellem markedets og FEDs egne forventninger til de fremtidige renteforhøjelser introducerer i vores optik en ekstra risikodimension til aktiemarkedet i 2016. Normalt vil man på dette stadium i konjunkturcyklussen primært være bekymret for downside-risikoen, altså risikoen for at økonomien ikke er stærk nok. Med markedets meget begrænsede forventninger til yderligere renteforhøjelser

introduceres imidlertid også en upside-risiko. Hvis det nu viser sig, at amerikansk økonomi faktisk er i bedre form end hidtil antaget, vil det normalt være et positivt signal for aktier og andre former for risikable aktiver. Men med markedets nuværende renteforventninger vil et sådant positivt scenarie medføre en automatisk reprisering af renteforventningerne, hvilket alt andet lige vil ramme aktier hårdt. Dydens smalle sti er således mindre end normalt, da økonomien lige nu befinder sig i et Guldlok-scenarie, hvor der er begrænset plads til overraskelser i begge retninger. Et Guldlok-scenarie refererer til en økonomisk kontekst til et miljø, hvor økonomien hverken er for kold eller for varm, men lige tilpas stærk til, at der ikke genereres inflation, som centralbanken skal bekæmpe med renteforhøjelser. Det er omtrent der, vi er i dag i USA, men med de aktuelle meget lave markedsforventninger til fremtidige renteforhøjelser er der ikke meget plads til positive økonomiske overraskelser, uden at det vil give uro på aktiemarkedet.

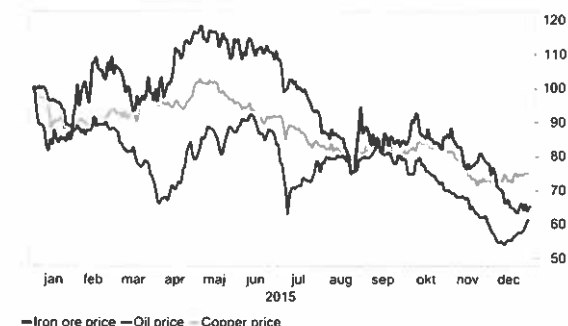
### EUROPA I OPBRUD

Selvom USA er den region i den vestlige verden, hvor væksten absolut set har været stærkest, har Europa alligevel været et af lyspunkterne i 2015. Efter et par års tilløb kravlede Europa for alvor ud af gældskrisen i 2015, og vi fik flere positive signaler i form af stigende forbruger- og erhvervstillid, lempeligere kreditvilkår og vækst i bankernes udlån. Væksten ser i 2015 ud til at lande i størrelsesordenen 1,5% – op fra 0,9% i 2014. Så selvom det absolutte niveau fortsat er lavt, er der fremgang at spore, og økonomien vokser nu over sit langsigtede potentiale (trend) på ca. 1%. Trods den økonomiske vækst er Europa dog samtidig et af de steder, hvor risici er størst. Der var allerede revner i det europæiske samarbejde, inden flygtningekrisen startede, og nationalismen trivedes ligeledes fint (tænk blandt andet Grexit, Brexit, Skotland, Frankrig, Catalonien etc.). De nationalistiske strømninger og modstanden mod EU har dog efter flygtningekrisen og EU's manglende evne til at agere med en fælles stemme fået yderligere vind i sejlene, og de interne uenigheder er ikke blevet færre. Det forhold, at Kansler Merkel valgte at handle uden at konsultere de øvrige EU-lande i flygtningespørgsmålet, har kun bidraget til at øge opfattelsen af, at det de facto er Tyskland, som bestemmer i EU. Med sammenhængskraften i Europa under pres øges den politiske risiko set fra en markedsræssig synsvinkel. Trods denne latente risiko forventer vi ikke noget nært forestående europæisk sammenbrud, men vi forventer, at markedet før eller siden i 2016 vil kaste sig over denne problematik – eventuelt kombineret med et genbesøg af situationen i de lande, hvor man ikke har fået forbedret den offentlige gældsudvikling tilstrækkeligt.

### FALDENDE RÅVAREPRISER PRESSER EM

Det fortsatte fald i råvarepriserne, som vi har været vidne til i slutningen af 2015, presser de råvareeksporterende lande i EM-komplekset. Denne udvikling forværres af en reduktion i kapitalflows og pres på valutakurserne i disse lande. Lande, som er meget afhængige af indtægter fra salg af olie for at statsbudgettet balancerer, er særligt udsatte. For lande som Rusland, Saudi Arabien, Iran, Venezuela og Colombia er den lave oliepris således et alvorligt problem, der i nogle tilfælde kan virke som en destabiliserende faktor for hele samfundet. Chile, Sydafrika og Brasilien presses desuden af de lave priser på metaller såsom kobber og jernmalm.

Indeksset udvikling priserne på jernmalm, olie og kobber i 2015.



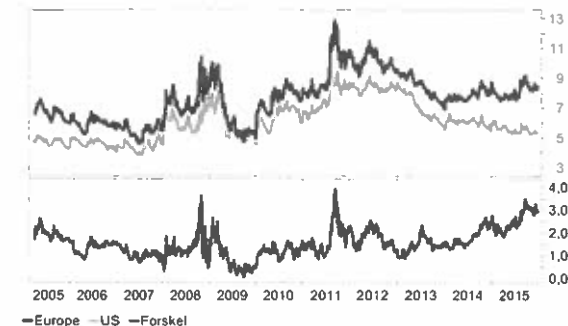
Kilde: Macrobond

Omvendt nyder flere af de asiatiske lande godt af de lave råvarepriser, da man her er nettoimportør. Styrken og hastigheden på de faldende råvarepriser betyder imidlertid, at det samlet set er negativt for EM-komplekset. Vi noterer os dog samtidig, at sentiment på de finansielle markeder omkring EM er tæt på et historisk lavpunkt. Der er således også indpriset mange dårligdomme i priserne på EM-aktiver. Historisk har det været en god strategi at købe, når sentiment er ekstremt negativt, så derfor følger vi lige nu udviklingen nøje. Det signal, vi venter på, er en stabilisering i den underliggende økonomiske udvikling, før vi stikker en tå i vandet.

### HVAD HAR MARKEDET ALLEREDE INDREGNET?

Den højere politiske usikkerhed i Europa, som vi beskrev tidligere, er ikke gået ubemærket forbi i markedet. Forskellen i risikopræmie på henholdsvis europæiske og amerikanske aktier er lige nu tæt på det højeste, den har været siden den europæiske gældskrise. Aktiemarkedet har med andre ord allerede indpriset en væsentlig forskel i risikoen på europæiske aktier relativt til amerikanske.

Risikopræmie på aktier i henholdsvis Europa og USA samt forskel.



Kilde: Macrobond

Derudover kan man sige, at der med den aktuelle høje prisfastsættelse af amerikanske aktier ikke er meget fejlmargen at give af her. Værdiansættelsen er absolut set i den dyre ende af, hvordan amerikanske aktier historisk har handlet.

Standardiseret mål for værdiansættelsen af amerikanske aktier samt det historiske gennemsnit.



Kilde: Macrobond

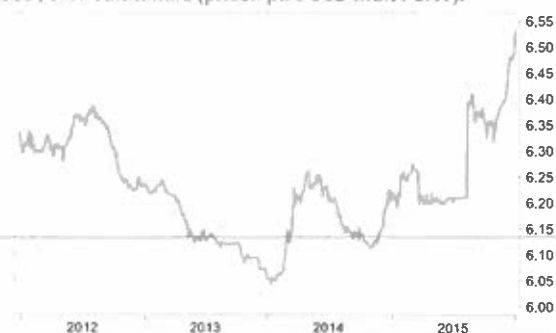
Med den tidligere beskrevne risiko på både op- og nedsiden for amerikansk økonomi, vurderer vi ikke afkast-risiko-forholdet på amerikanske aktier som værende specielt attraktivt.

### FLERE LEMPELSER FRA KINA OG EN SVAGERE YUAN

Kina har været en af kilderne til den store volatilitet i 2015. I foråret var vi vidne til en boble på det kinesiske aktiemarked, og da boblen bristede, forsøgte de kinesiske myndigheder på mindre elegant vis at træde ind og holde hånden under markedet. Det lykkedes ikke umiddelbart, men senere på året steg de kinesiske aktier igen ganske betragteligt, og det står åbent til fortolkning, om ikke myndighedernes mange tiltag alligevel har haft en positiv effekt på aktiemarkedet. Kina lemper desuden fortsat sin økonomiske politik på flere fronter i forsøget på at holde hånden under den økonomiske vækst. Der er ingen udsigt til, at det vil stoppe, og vi forventer således at se flere tiltag i 2016.

Da Kina i august måned overraskede markedet med at devaluere sin valutakurs, markerede det samtidig startskuddet til årets største nedtur på aktiemarkedene. Markedet frygtede, at det stod værre til i Kina end hidtil antaget, og at det ville bidrage til at trække væksten ned i resten af verden. Denne frygt aftog dog efterfølgende, men det er værd at bemærke, at den kinesiske valuta de seneste måneder langsomt er blevet svagere. Markedets bekymring fra august om, at den svagere kinesiske valuta ville gå ud over konkurrenceevnen i de øvrige EM-lande er således stadig højaktuel.

USD/CNY valutakurs (prisen på 1 USD målt i CNY).



Kilde: Macrobond

### HVOR ER MULIGHEDERNE I 2016?

Vi forventer, at 2016 i lighed med 2015 vil være præget af store kursudsving. Vi forudser således et år, hvor man skal lave flere taktiske dispositioner end normalt for at udnytte de muligheder, som volatiliteten medfører. Vi forventer, at den globale vækst vil accelerere en smule i forhold til niveauet i 2015. Den højere vækst er som udgangspunkt understøttende for risikofyldte aktiver, men risiciene til vores vækst-forecast er primært på nedsiden, hvorfor vi rent taktisk er neutrale på aktier. Ser man på, hvor mulighederne lige nu er størst, stikker amerikanske High Yield-obligationer ud med en værdiansættelse, der mere end kompenserer for den underliggende konkursrisiko.

Kreditspænd fratrukket tab på konkurser over det kommende år på US High Yield-obligationer.



Kilde: Macrobond

Derudover tilbyder danske konverterbare realkreditobligationer fortsat en merrente over statsobligationer, som ikke er set højere siden finanskrisen. Sammenlignes danske realkreditobligationer med alternativerne i form af statsobligationer og sikre investment grade-kreditobligationer, fremstår realkreditobligationerne fortsat som særdeles attraktive.

Optionsjusteret merrente på konverterbare danske realkreditobligationer i forhold til statsobligationer.



Kilde: SEB/Macrobond

### AFKASTUDVIKLING I DECEMBER 2015

I nedenstående tabel har vi opsummeret afkastene på udvalgte aktivtyper. Endelig vises udviklingen for udvalgte valutaer mod danske kroner.

#### Afkast for udvalgte aktivtyper

Ændring i procent (benchmark valutaenhed)	Dec. 2015	Q4 2015	YTD 2015
<b>Obligationer</b>			
EFFAS Europe Govt All (EUR)	-1.06%	0.44%	1.93%
EFFAS USA ALL (USD)	-0.37%	-1.20%	0.73%
EFFAS Germany All (EUR)	-1.07%	-0.41%	0.40%
EFFAS Japan All (JPY)	0.66%	1.05%	1.15%
EFFAS Denmark All (DKK)	-1.77%	-0.95%	-0.58%
ML Global HY Index TR Local (XXX)	-2.52%	-0.70%	-2.11%
ML US Cash Pay HY Constrained Index TR USD (USD)	-2.60%	-2.14%	-4.57%
JPMorgan EMBI Global Diversified (USD)	-1.40%	1.24%	1.18%
Nykredit Dansk Mortgage Bond (DKK)	-0.39%	0.51%	-0.46%
<b>Aktier</b>			
MSCI World (net div) (DKK)	-4.28%	8.21%	9.25%
MSCI North America (net div) (DKK)	-4.28%	9.43%	11.12%
MSCI Europe (net div) (DKK)	-4.75%	5.90%	9.03%
TOPIX TR INDEX (DKK)	-2.93%	11.61%	23.81%
MSCI Emerging Markets (net div) (DKK)	-5.68%	2.63%	-5.79%
OMXC Copenhagen All Share GI (DKK)	-0.57%	9.07%	33.99%
OMXC Copenhagen All Share Capped GI (DKK)	-1.26%	9.35%	30.83%
<b>Valuta mod DKK</b>			
EUR	0.02%	0,02%	0,21%
USD	-2.74%	2.79%	11.64%
JPY	0.33%	2.34%	11,26%

EFFAS – European Federation of Financial Analysts Societies

ML = Merrill Lynch

JPM = JP Morgan

MSCI = Morgan Stanley Capital International

OMXC = Københavns Fondsbørs



## OBLIGATIONER

2015 var på mange måder et spændende år for obligationsinvestorer verden over, og fjerde kvartal var ingen undtagelse. De amerikanske renter steg således ganske meget i kvartalet, mens renterne i både Danmark og Tyskland var stort set uforandrede. De danske realkreditobligationer fik hentet en pæn del af det tabte fra tidligere på året, men nåede ikke helt op på niveau med statsobligationerne.

For første gang i ni år kom der i fjerde kvartal en forhøjelse af de officielle renter i USA, da FED den 16. december hævede målet for den såkaldte FED-funds rente fra 0,00% til 0,25%. Rentestigningen var i stor udstrækning forventet af markedet, og efter forhøjelsen har der ikke været de store bevægelser i markedsrenterne.

Modsat udviklingen i USA har ECB ved rentemødet i starten af december sænket renten fra -0.20% til -0.30% samt forlænget det igangværende opkøbsprogram. Pengepolitikken blev lempet betydeligt mindre end ventet i finansmarkederne, idet der var ventet en forøgelse af opkøbsprogrammet. Det medførte umiddelbart kraftigt stigende renter. I perioden efter faldt renterne atter.

I fjerde kvartal er inflationsforventningerne faldet yderligere en smule, hvilket har været brugt som en forklaring på de lave renter, jævnfør afsnittet 'Økonomisk Finansielt Scenarie'.

Udviklingen i renterne var forskellig på tværs af regionerne. De 10-årige statsrenter steg marginalt i Tyskland/Danmark, mens rentestigningen var langt større i USA, hvor de 10-årige renter steg med 23 bps. Jævnfør tabellen på næste side. De korte renter faldt en smule i Tyskland/Danmark, mens de korte renter i USA steg med hele 42 bps.

Rentespændet mellem Danmark og Tyskland var stabilt i kvartalet omkring +30 bps. Dette virker som et relativt højt niveau i forhold til det lave spænd, vi har set de seneste kvartaler, men er givetvis en konsekvens af den meget dårlige likviditet, der er på det danske statsobligationsmarked. Se tillige figurerne og tabellerne på næste side.

Den generelle risikoappetit på de finansielle markeder var positiv det meste af fjerde kvartal, og de danske realkreditobligationer oplevede en svagt positiv OAS-udvikling. De inkonverterbare realkreditobligationer klarede sig dog relativt dårligt set i forhold til statsobligationer.

Som følge af den svagt positive OAS-udvikling og den stabile rente var der positive afkast for hovedparten af obligationsmarkedet i fjerde kvartal 2015. Specielt 3,5%- og 4%-obligationerne gav et fornuftigt afkast. Se tabellen nedenfor.

Renteniveauet for 10-årige statsobligationer er stadig klart højere i USA end i Tyskland og Danmark. Den amerikanske 10-årige rente endte kvartalet i 2,27%, hvilket skal sammenholdes med en 10-årig tysk rente på 0,63%.

Den danske valutareserve er i løbet af kvartalet faldet signifikant som følge af Danmarks Nationalbanks køb af kroner og salg af udenlandsk valuta for at holde kursen stabil overfor EUR. Valutareserven udgør ved udgangen af kvartalet DKK 334,9 mia.

## PORTEFØLJENS AFKAST

	December	4. kvartal	2015
Portefølje	-0.10%	1.28%	-0.53%
EFFAS Danmark 3-5	-0.41%	0.44%	-1.20%
Performance (%-point)	0.31%	0.84%	0.67%

## AFKASTDEKOMPONERING FJERDE KVARTAL 2015

Nedenstående tabel viser, hvordan udvalgte faktorer har påvirket afkastet på danske obligationer i fjerde kvartal. De benyttede faktorer er:

**Tid (Carry):** Afkast som følge af kupon/vedhængende rente og løbetidsforkortelse.

**Kurve:** Afkast som følge af renteændringer.

**Volatilitet:** Afkast som følge af ændringer i volatilitet.

**OAS:** Afkast som følge af ændringer i spændet.

Dekomponering af afkast i 4. kvartal 2015 på danske obligationer

Tal i %	Tid	Kurve	Vol.	OAS	Total
<b>Konverterbare realkreditobligationer</b>					
2% 2047	0.75	-1.32	0.11	0.92	0.46
2.5% 2047	0.80	-1.04	0.16	0.68	0.60
3% 2044	0.84	-0.51	0.19	0.22	0.75
3.5% 2044	0.84	-0.08	0.18	0.73	1.67
4% 2041	0.74	0.43	0.15	0.64	1.95
<b>Statsobligationer</b>					
4% DGB 2017	-0.06	0.38	0.00	0.00	0.31
3% DGB 2021	0.26	0.12	0.00	0.00	0.38
1.75% DGB 2025	0.68	-0.98	0.00	0.00	-0.29
4.5% DGB 2039	0.51	-3.46	0.00	0.00	-2.95
<b>Inkonverterbare realkreditobligationer</b>					
2% 2016 April	-0.08	0.12	0.00	-0.04	-0.01
2% 2018 April	0.13	0.41	0.00	-0.08	0.45
2% 2020 April	0.31	0.23	0.00	0.25	0.79
<b>Capped Floaters</b>					
5% CF 2018 IO	0.06	0.02	-0.06	-0.52	-0.49
5% CF 2021	0.02	-0.82	-0.03	1.18	0.36

Kilde: SEB

Det positive merafkast i forhold til benchmark i fjerde kvartal tilskrives især porteføljens overvægt af konverterbare realkreditobligationer, som giver et væsentligt højere carry end benchmark og tillige har oplevet pæne spændindsnævninger i kvartalet, jævnfør tabellen ovenfor. Tillige har porteføljens varighedseksponering bidraget positivt, mens også swapvolatiliteten er faldet i kvartalet, hvilket har bidraget positivt gennem porteføljens eksponering til konverterbare realkreditobligationer.

## PORTEFØLJEOMLÆGNINGER

Fjerde kvartal gav anledning til en enkelt aktiv omlægning hvor 2,5% konverterbare 30-årige realkreditobligationer blev udskiftet med 3,0% konverterbare 30-årige realkreditobligationer uden afdrag.

De foregående tre kvartaler var i høj grad præget af høje udtrækninger og fjerde kvartal har i denne optik været et meget stabilt og roligt kvartal. Dette er en del af forklaring på den relativt lave omsætning i porteføljen, idet porteføljens store beholdning af netop høj-kupon-obligationer løbende er priset dyrere og dyrere med de lavere udtrækningsforventninger.

SEB Investment Management holder fast i vurderingen af, at realkreditobligationer på lang sigt vil give et bedre afkast end tilsvarende statsobligationer. Med kvartalets udvikling, er forskellen stadig attraktiv, og på den baggrund har vi valgt fortsat at have en stor eksponering mod dette segment.

### PORTEFØLJENS RISIKOPROFIL

Tabellen herunder viser porteføljens fordeling på obligations-typer.

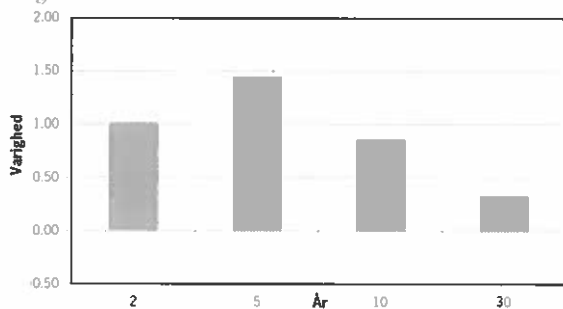
#### Beholdningssammensætning

Obligationstype	%-fordeling
Statsobligationer	0
Inkonverterbare flexlånsobligationer	43
Konverterbare realkreditobligationer	55
Variabelt forrentede obligationer og Capped Floaters	0
Kontanter og udtrukne obligationer	2

### PORTEFØLJENS KURVEEKSPONERING

Porteføljen er primært eksponeret mod de 5- og 10-årige nøglerenter, men også de 2- og 30-årige nøglerenter i mindre omfang. Høj-kupon konverterbare realkreditobligationer giver eksponering til de korte renter, mens lav-kupon konverterbare realkreditobligationer giver eksponering til de 10- og 30-årige nøglerenter. Flexlånsobligationer giver den 5-årige renteeksponering, men også de konverterbare giver eksponering på denne del af kurven.

#### Nøglerenterisiko

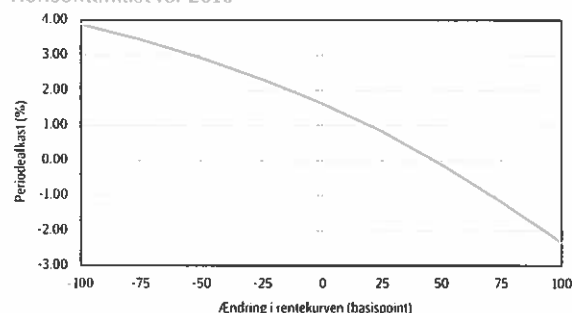


Kilde: SEB

### PORTEFØLJENS AFKASTPROFIL

Figuren nedenfor viser det forventede afkast for 2016 under antagelse af uændrede rentespænd (OAS), en parallel-forskydning af rentestrukturen samt en uændret porteføljesammensætning.

#### Horisontafkast for 2016



Kilde: SEB

Ved uændrede renter og uændret OAS er det forventede afkast ca. 1,6% for de kommende 12 måneder. Ved rentefald/-stigning på 1%-point er det forventede afkast henholdsvis 3,9% og -2,3%. Denne følsomhedsanalyse er foretaget uden ændringer i andre parametre end rentestrukturen.

### RENTEUDVIKLINGEN I FJERDE KVARTAL

Renten steg i fjerde kvartal 2015. Generelt steg statsrenterne en anelse mere end swaprenterne, hvor kun de korte tyske renter faldt efter ECB sænkede den korte toneangivende rente.

Renteniveauer ultimo fjerde kvartal samt ændringer gennem kvartalet

	2Y, %	Ændring bp.	10Y, %	Ændring bp.
<b>Statsobligationer</b>				
USA	1.05	+42	2.27	+23
Tyskland	-0.35	-10	0.63	+4
DK	-0.31	-3	0.92	+6
<b>Swaps</b>				
USA	1.17	+42	2.19	+19
Tyskland	-0.03	-8	1.00	+4
DK	0.20	-11	1.32	+1

Kilde: Bloomberg

Figuren nedenfor viser udviklingen i det 10-årige renteniveau i Danmark.

10-årig dansk statsobligation



Nedenstående figur viser udviklingen i renteforskellen mellem Danmark og Tyskland. Der er taget udgangspunkt i en generisk 10-årig rente.

10-årige dansk-tyske rentespænd

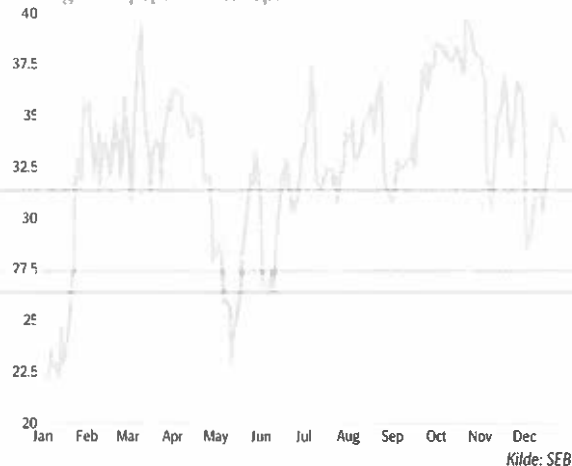


De næste figurer viser det 10-årige swapspænd i henholdsvis USA og Europa. Som det fremgår, er både de europæiske og amerikanske swaprenter kørt ind i forhold til statsobligationerne målt i kvartalet, men i december er spændene kørt noget ud.

10-årige swapspænd i USA



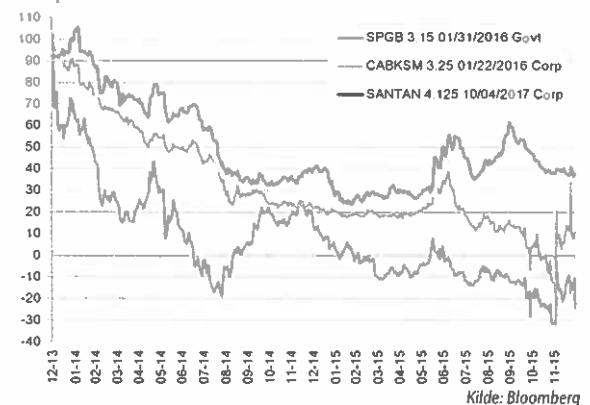
10-årige swapspænd i Europa



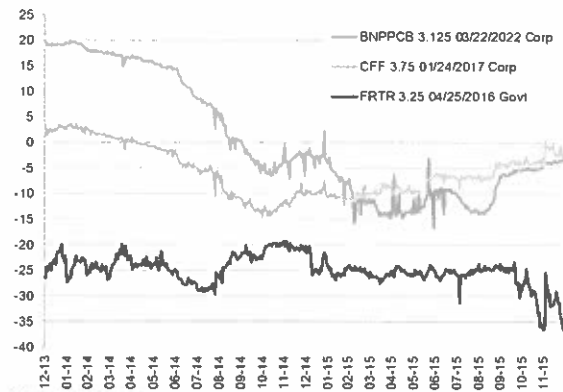
#### REALKREDITSPÆND I FJERDE KVARTAL

Både tyske og franske inkonverterbare covered bonds har i fjerde kvartal oplevet stabile til svagt stigende swapspænd. Udviklingen har været stort set identisk for danske inkonverterbare realkreditobligationer. Det er alene de spanske covered bonds som har udvist faldende spænd i 4. kvartal.

Rentespænd spanske realkreditobligationer i forhold til swapkurven

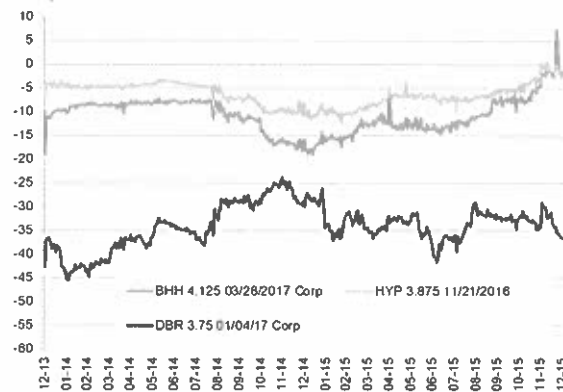


Rentspænd franske realkreditobligationer i forhold til swapkurven



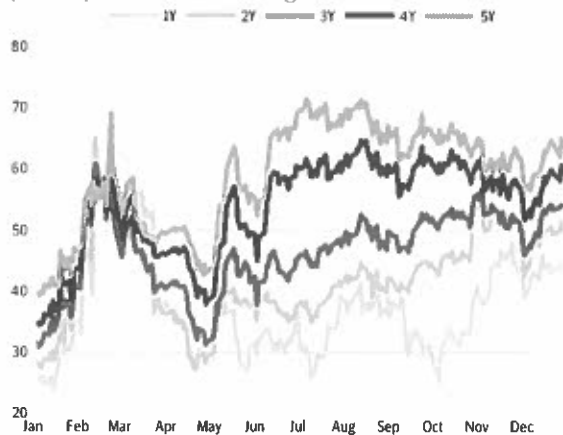
Kilde: Bloomberg

Rentspænd tyske realkreditobligationer i forhold til swapkurven



Kilde: Bloomberg

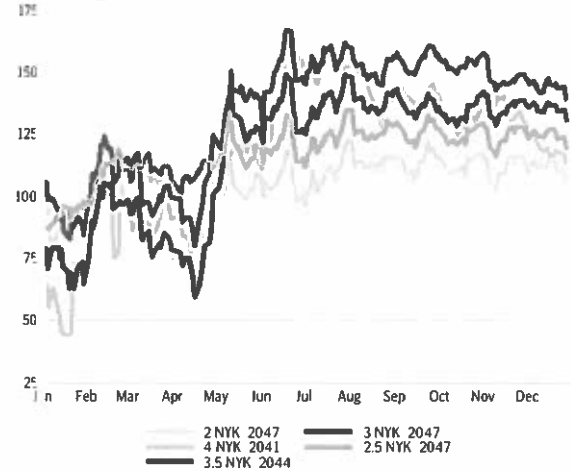
Generisk OAS på inkonverterbare realkreditobligationer (Flexlån) i forhold til statsobligationer



Kilde: SEB

De danske flexlånsobligationer har generelt underperformat statsobligationer i fjerde kvartal.

OAS på konverterbare realkreditobligationer i forhold til Statsobligationer



Kilde: SEB

Der har i løbet af fjerde kvartal været en mindre spænd-indsnævring på konverterbare realkreditobligationer. Specielt ligger OAS på 3,5%- og 3,0%-obligationerne på et attraktivt niveau, hvilket afspejler markedets nervøsitet. Nedenstående figur viser udviklingen i OAS siden december på en såkaldt generisk kurs 98 realkreditobligation. Der fremgår heraf, at OAS for tiden ligger højt, men dog lidt ned fra det højeste niveau.

OAS på generisk kurs 98 konverterbar realkreditobligation



Kilde: SEB WM

Tabellen nedenfor viser afkastet på udvalgte stats- og realkreditobligationer i fjerde kvartal 2015 samt for december og 2015 som helhed.

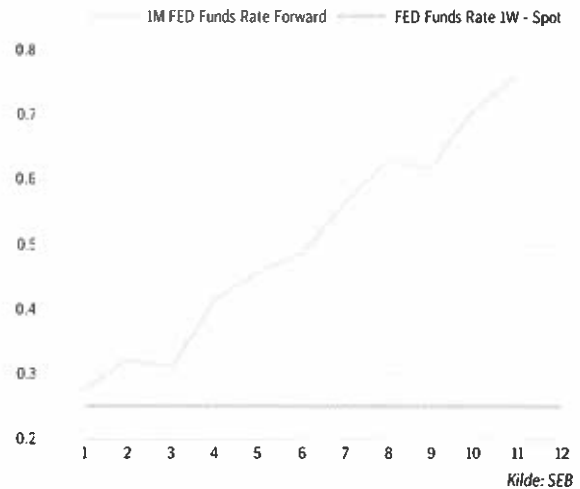
Afkast i procent	December	4. kvartal	2015
2% Konverterbar 2047	-0,68	0,46	-3,90
2,5% Konverterbar 2047	-0,58	0,60	-2,72
3% Konverterbar 2044	-0,30	0,75	-0,79
3,5% Konverterbar 2044	0,12	1,67	1,26
4% Konvortorbar 2011	0,66	1,96	4,71
4% DGB 2017	-0,34	0,31	0,65
3% DGB 2021	-0,94	0,38	0,58
1,75% DGB 2025	-1,72	-0,29	0,25
4,5% DGB 2039	-3,28	-2,95	-1,44
2% Inkonverterbar 2016 April	-0,07	-0,01	0,30

2% Inkonverterbar 2018 April	-0,32	0,45	0,80
2% Inkonverterbar 2020 April	-0,64	0,79	1,03
5% CF 2018 IO	0,00	0,36	0,11
5% CF 2021	-0,33	-0,49	-0,23

Kilde: SEB

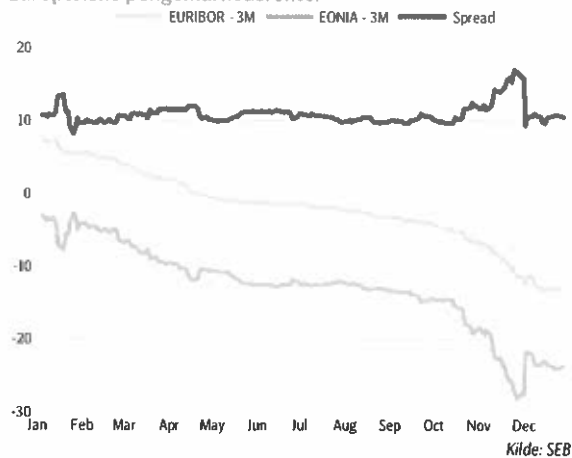
### FORVENTNINGER TIL RENTEUDVIKLINGEN I FØRSTE KVARTAL 2016

Rentespændet mellem sikrede og usikrede penge har på det seneste været stabilt – jævnfør figuren nedenfor. Dette illustrerer især situationen banker imellem, hvor der nu er mindre tilbageholdenhed med at låne penge til hinanden, end det var tilfældet sidste år.



For så vidt angår ECB, forventes det, at renten bliver fastholdt på det ekstremt lave niveau i hele 2016 og langt ind i 2017. Kun en kraftig stigning i den økonomiske vækst eller inflationen kan ændre på denne forventning. Den stigning, vi indtil nu har set i vækstforventningerne og inflation, er slet ikke tilstrækkelig og indikerer snarere en rentenedsættelse.

### Europæiske pengemarkedsrenter

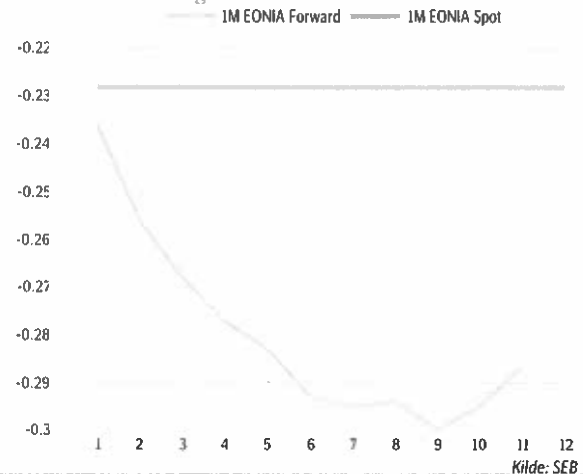


I afsnittet "Økonomisk Finansielt Scenarie" er SEB Investment Managements holdning til udviklingen i den globale økonomi uddybet. I det følgende vil vi derfor fokusere specifikt på obligationsmarkedet.

Forventningen i obligationsmarkedet er, at FED Funds-renten bliver hævet igen til marts, om end det ikke helt kan afvises, at næste rentestigning bliver udskudt yderligere et par måneder.

### Markedsforventning til FED Funds-renten

### Markedsforventning til ECB-renten



Som det fremgår af afsnittet "Økonomisk Finansielt Scenarie", forventes det, at væksten i den underliggende økonomi vil være svagt stigende i 2016 ift. 2015. Dog er denne forventning med mest risiko på nedsiden.

Det er SEB Investment Managements vurdering, at rentekurven kan blive en smule stejlere i løbet af de kommende seks til tolv måneder. Denne stejling forventes at være baseret på stabile korte og svagt stigende lange renter. I Danmark forventes en

langsom normalisering af de korte renter i takt med, at Danmarks Nationalbank lykkedes med at svække (stabilisere) kronen. Denne udvikling vil være fordelagtig i forhold til den porteføljesammensætning SEB Investment Management har implementeret.

Performance for realkreditobligationer forventes at være drevet af udbuds- og efterspørgselsituationen, dog kombineret med en forventet normalisering af den voldsomme OAS-udvidelse fra andet kvartal 2015. Aktuelt er de løbende udstedelser af både flexlån og konverterbare obligationer på et afdæmpet niveau. Udstedelserne på det konverterbare marked er nu koncentreret om 3% 2047, hvor det tidligere i 2015 var 2% 2047. Hovedparten af al udstedelse foregår dog i inkonverterbare obligationer herunder variabelt forrentede realkreditobligationer.

### FORVENTNINGER TIL KREDITUDVIKLINGEN I FØRSTE KVARTAL 2016

Markedet for Investment Grade har i fjerde kvartal igen oplevet en stigende spændudvikling.

Nervøsitet ovenpå VW-skandalen og usikkerhed vedrørende råvaremarkederne har medført, at spændet til statsobligationer er øget i løbet af kvartalet. Udstedelser fra nordiske navne har været ramt i mindre udstrækning end udstedelser fra de sydeuropæiske lande. Likviditeten i det sekundære marked er fortsat relativt dårlig. Det er fortsat muligt at handle alle typer af obligationer, men forskellen på købs- og salgspriserne (bid-offer-spændet) er stor.

kreditobligationer end i de fleste andre europæiske kreditobligationer.

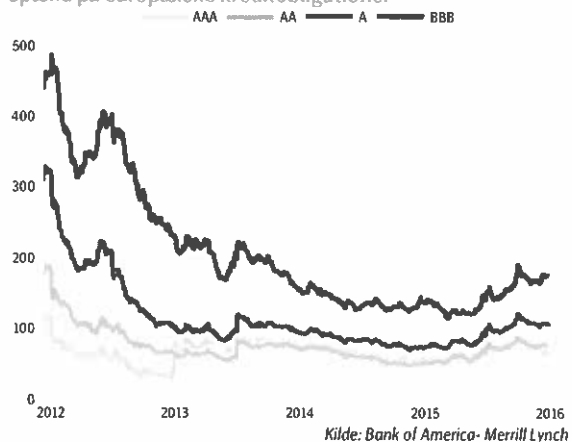
10-årigt swappænd i Danmark



Kilde: SEB

Ligeledes vurderes der stadig at være rigtig god værdi i realkreditobligationer relativt til statsobligationer og Investment Grade. Udstedelsesbilledet samt den lave sandsynlighed for ekstraordinære indfrielse fra låntagerne vil være af stor betydning for performance inden for realkreditsegmentet det kommende år. Dette vil være særligt gældende for flexlån og de lange konverterbare obligationer med 3,0%, 3,5% og 4% rentekupon.

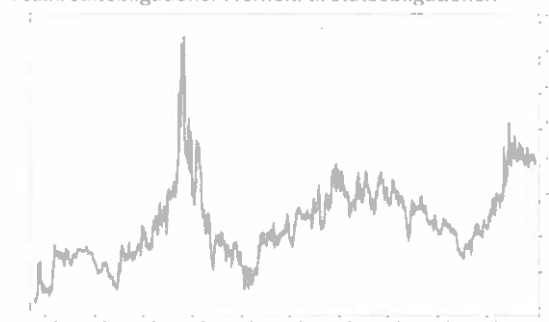
Spænd på europæiske kreditobligationer



Kilde: Bank of America- Merrill Lynch

Ovenstående figur viser, at spændet på rating-klasser inden for Investment Grade-universet har været svagt stigende i fjerde kvartal 2015.

Optionsjusteret merrente på konverterbare danske realkreditobligationer i forhold til statsobligationer.



Kilde: SEB/Macrobond

Det er SEB Investment Managements vurdering, at danske konverterbare realkreditobligationer vil give et attraktivt afkast i 2016, specielt sammenlignet med statsobligationer.

SEB Investment Management ser på trods af disse niveauer ikke den helt store værdi i segmentet, specielt ikke sammenlignet med danske realkreditobligationer. Vi vurderer, at der er risiko for spændudvidelser, hvis den underliggende økonomiske situation forbedres, og udstedelsespresset stiger. Derfor er det vores vurdering, at der er mere værdi i danske konverterbare real-

## DANSKE AKTIER

### MARKEDSUDVIKLING

Det danske aktiemarked kom pænt igen i fjerde kvartal med flotte stigninger i oktober og november, hvor nervøsiteten omkring vækstudsigterne i Kina aftog efter rentesækning samt solide nøgletal fra fremstillingssektoren. Rapporteringerne for tredje kvartal blev afviklet med relativt kraftige kursreaktioner, og her har særligt bankaktierne stået for skud. Det fortsatte pres på volumen og marginaler øger usikkerheden omkring dividende-kapaciteten, som har været drivende for årets performance, og udløste på den baggrund en sektorkorrektion. Mod slutningen af året drejede pænen helt generelt nedad for markedet. Fristelsen til profittagning blev understøttet af ny nervøsitet for emerging markets efter et massivt fald i olieprisen, som især fik de cykliske aktier på rutsjetur.

### AFKAST

Afkastet på SEBinvest Danske Aktier blev i fjerde kvartal 8,66% mod et benchmark-afkast på 9,35%, hvilket svarer til en underperformance på -0,69%-point. For december var afkastet -1,24% mod benchmarks -1,26% svarende til en outperformance på 0,02 %-point.

For året som helhed er porteføljens afkast på 35,16%, hvor benchmark er steget med 30,83 svarende til en outperformance på 4,33%-point.

#### Afkast på SEBinvest Danske Aktier (Gross of Fee)

	December	4. kvartal	2015
SEBinvest Danske Aktier	-1,24%	8,66%	35,16%
KAX Capped inkl. div.*	-1,26%	9,35%	30,83%
Performance %-point	0,02	-0,69	4,33

\*Benchmark: omxcbgi

Nedenfor gennemgås de fem bedste og fem dårligste relative afkastbidrag for kvartalet.

#### Porteføljens afkast – Top 5

Relative afkastbidrag – Top 5	%-point
Vestas	1,29
A.P. Møller Mærsk	0,93
DFDS	0,65
Spar Nord	0,20
TDC	0,18

#### Porteføljens afkast – Bund 5

Relative afkastbidrag – Bund 5	%-point
Per Aarsleff	-0,63
Lundbeck	-0,56
Genmab	-0,55
Sydbank	-0,46
Ringkjøbing Landbobank	-0,24

Som det fremgår af tabellerne ovenfor, blev den relative performance specielt hjulpet af overvægten i Vestas og DFDS samt undervægten i A.P. Møller Mærsk, Spar Nord og TDC. Til gengæld fik porteføljen negative relative bidrag fra overvægten i

Per Aarsleff, Sydbank og Ringkjøbing Landbobank samt undervægten i Lundbeck og Genmab.

Efter spekulationer i månedsvis kom DSV endelig ud af busken med et bud på det amerikanske transportselskab UTI Worldwide. Selskabet har en årlig omsætning på DKK 26 mia. og er tabsgivende. DSV's ledelse ser markante synergier ved sammenlægning af de to koncerner, som har et stort geografisk overlap, og det ventes, at man over en toårig periode vil få lønsomheden op til DSV's niveau. Det samlede bud løber op i DKK 9 mia., hvoraf DKK 5 mia. finansieres ved nye aktier, som blev udstedt i november. DSV aflagde også et flot tredjekvartalsregnskab, hvor det igen lykkedes at øge markedsandele. Specielt i Air var udviklingen imponerende, og en mindre opjustering af forventningerne fulgte med.

A.P. Møller Mærsk havde sluppet katten ud af sækken med en nedjustering på USD 600 mio. før det egentlige regnskab på basis af lavere volumenvækst og fragtrater i Mærsk Line. Alligevel skuffede tallene for tredje kvartal og lægger dermed pres på fjerde kvartal og den tilhørende rateudvikling. Der er varslet store besparelser i Mærsk Line, og man fravælger også at udnytte optioner på leveringer af yderligere ti tripple E skibe. Mærsk Oil lå til gengæld på den pæne side af konsensus som følge af højere produktion og et markant fald i udviklingsomkostninger. I mindre omfang overraskede Drilling og Terminals også positivt.

Pandora leverede endnu en flot regnskabsmeddelelse, hvor der imidlertid var meget store udsving i de respektive hovedmarkeders salg ud af butikkerne. US gjorde sig bemærket på den svage side med en vækst på blot 2%, hvilket i nogen grad var ventet efter spørgeundersøgelser foretaget i Pandora's forhandlermetværk. Der er dog ikke klare tegn på en underliggende svækkelse i forretningen, men derimod tidsforskydninger i kampagneaktivitet. Til gengæld viste Australien fænomenal vækst på hele 45%. Bruttomarginen viste et pænt løft som følge af lavere råvarepriser. Samlet ser man indtjeningsudviklingen som understøttende for helårsprognosen – dog nu med mindre medvind fra valutaudviklingen end tidligere antaget.

Regnskabet fra Carlsberg viste lavere tilbagegang i Østeuropa end frygtet samt stærk fremgang i Asien. Trods massivt volumen- og valutakursfald i Rusland er pris/mix-udviklingen fortsat robust på 16% i kvartalet og afbøder dermed for noget af faldet. Forventningerne til den underliggende udvikling i 2015 er uændrede. Sammen med regnskabet tager den nye CEO, Cees 't Hart, også hul på en stor restruktureringsplan, som med fokus på gruppens lønsomhed varsler omfattende nedskrivninger og restruktureringsomkostninger på nye DKK 10 mia. Planen omfatter medarbejderreduktion på totalt 2000 personer – hvoraf en stor del allerede var udmeldt i forbindelse med eksisterende tiltag. Målet er årlige besparelser i niveauet DKK 1,5-2,0 mia. med fuld effekt i 2018. Ifølge ledelsen vil en del af disse besparelser dog ikke nå bundlinjen, men blive geninvesteret i forretningen.

Novo-regnskabet var i store træk som ventet. Omsætningen var en spids under konsensus. De vigtigste produktområder (Victoza, Levemir og Tresiba) overraskede alle positivt, mens NovoLog skuffede. Driftsresultatet slog markedets forventning med 3%. Helårsforventningerne til omsætningen justeres en smule ned som følge af valutaudviklingen, mens den underliggende indtjeningsudvikling justeres marginalt op. Samlet set et udmærket regnskab. Markedsreaktionen knyttede sig dog til

forsigtige udmeldinger for 2016, der sammenkoblet med afdæmpede meldinger fra konkurrenten Sanofi skabte nervøsitet og sendte aktien ned. Vi ser dog ikke noget foruroligende heri. Novo lægger traditionelt forsigtigt ud med sine indtjeningsforventninger, og vi ser ingen grund til, at dette ikke også gør sig gældende denne gang.

Der var en fælles lidelseshistorie i bankregnskaberne med svag indtægtsudvikling og skuffende lave gebyr- og handelsindtægter. Trods bedring i omkostningsstyring og nedskrivninger var det skuffende læsning, som viser et massivt pres på kerneforretningen, og regnskaberne blev generelt modtaget med store kursfald. På selskabsniveau tilføjede **Sydbank** yderligere til skuffelsen ved at lancere nye indtjeningsmål med årlig fremgang på blot DKK 100 mio. frembragt ligeligt af omkostningsreduktioner og øget basisindtjening. Dette var betydeligt under konsensus, og hertil kommer, at målet endda udvandedes af ekstraordinære omkostninger til IT. **Jyske Bank** skuffede som den eneste på omkostningsniveauet, som gik mod strømmen med en stigning. Til gengæld er der vilje til tilbagebetaling til aktionærerne, idet der udmeldtes et aktiekøbsprogram på DKK 500 mio. samt udbytte på DKK 500 mio. **Ringkjøbing Landbobank** slap pæneste igennem rapporteringen med en udlånsvækst på 4%, som afbødte for det underliggende marginpres. Ledelsen fastholder et aggressivt nedskrivningsniveau, som vi dog mest af alt ser som udtryk for en høj grad af konservatisme.

**Vestas** aflagde et meget flot regnskab, som overgik konsensus. Lønsomheden var stærk med en margin på 10,9% i kvartalet, som var båret af stærke projektmarginer, mens lønsomheden i servicedivisionen var presset af nogle engangsforhold. Selskabet ser som sædvanligt ind i et meget travlt fjerde kvartal, hvilket altid giver nogen risiko på vejrmæssige forhold og omkostningsstyring. Alligevel ser ledelsen allerede nu basis for at opjustere. Derudover lanceredes det første aktiekøbsprogram i selskabets historie på EUR 150 mio. ~DKK 1,1 mia. Ved tredjekvartalsafslutningen androg nettolikviditeten i Vestas EUR 1,8 mia., så vi ser yderligere potentiale herfra. Lige inden jul kunne Vestas glæde sig over forlængelsen af den amerikanske støtteordning (PTC) med to års yderligere fuld støtte efterfulgt af en treårig udfasningsperiode, hvor støtten årligt sænkes med 20%. Dette er ubetinget gunstigt for industrien, da denne afklaring giver arbejdsro i forhold til projektplanlægning, samtidigt med at der gives et klart incitament til ikke at lade tingene trække i langdrag. Vi ser ikke et øget investeringsbehov fra Vestas, men derimod udsigt til en længere periode med god kapacitetsudnyttelse i US.

**Royal Unibrew** leverede også et blændende regnskab, som overgik forventningerne til især Østeuropa og udløste endnu en opjustering for året. Generelt har man som minimum forsvaret sin markedsposition, og oveni er det lykkedes at lande flere vigtige distributionsaftaler. Maltforretningen er udfordret på sine vækstplaner i specielt Afrika, hvor flere lande er ramt på købekraften af valutakursudviklingen og oliepriser. Til trods herfor ser ledelsen den underliggende udvikling i så stærk forfatning, at man for hele koncernen nu hæver den langsigtede marginmålsætning fra 14% til 15%. Kursen steg kraftigt på regnskabet.

**DFDS** leverede et brag af en rapport, hvor shipping-resultatet langt overgik forventningerne. Styrken var bredt funderet i divisionen, men var især drevet af en massiv forbedring af lønsomheden på den engelske kanal, hvor både volumen og

priser er gået den rigtige vej. Ledelsen opjusterer helårsindtjeningen for tredje gang i år med yderligere DKK 200 mio. Den solide udvikling lover endnu bedre for det kommende år, hvor vi ser basis for stærkere optimering på den engelske kanal samt ruterne på Nordsøen, hvor især samarbejdet med Volvo på ruten Göteborg-Gent har performet stærkt. Vi har stærk tillid til ledelsens eksekveringssevne, og vi synes fortsat, at casen er stærk.

**Genmab** har leveret en sand perlerække af gode nyheder i kvartalet. Af særlig betydning var naturligvis den endelige myndighedsgodkendelse af Daratumumab (Dara) på det amerikanske marked, som kom tidligere end ventet. Sidenhen har man afsløret stærke data fra kombinationsstudier med Dara på ASH-konferencen, som gav yderligere opdrift til aktiekursen, idet data ikke blot viste overbevisende effekt i sygdomsbehandlingen, men også solide data for længere overlevelse hos patienter, hvor responsraten er lav. Dette vurderes af flere som et tegn på, at Dara har en gavnlige effekt på patienternes immunforsvar, hvilket potentielt også kan udnyttes i behandlingen af andre kræftformer og dermed øger markedspotentialet yderligere. Modtagelsen af disse data fra de speciallæger, som skal ordinere medicinen, har været ekstremt positiv, og konsensusestimaterne er i kølvandet blevet opjusteret.

#### PORTEFØLIETILPASNINGER

Vi har foretaget flere tilpasninger af porteføljen i løbet af fjerde kvartal.

Vores største investering i kvartalet var yderligere aktiekøb i **DSV** ovenpå et forrygende regnskab, som cementerer vores tillid til casen. Vi ser yderligere muligheder for, at synergi potentialet ved købet af UTi og frigørelse af arbejdskapital overrasker positivt. Vi tøvede derfor heller ikke med at deltage som køber ved den senere aktieudstedelse, som skulle tilvejebringe finansiering for i alt DKK 5 mia.

På købsiden har vi derudover også været aktive i **ISS**, som repræsenterer et nyt ejerskab for os, og vi var således førhen markant undervægtede i aktien. Efter et fornuftigt andet kvartalsregnskab valgte vi at tage lidt risiko ud af vores position op til tredjekvartalsmeddelelsen. Vi har dog stadig en væsentlig undervægt i aktien.

I mindre skala har vi suppleret vores beholdning i **GN**, som har underperformet væsentligt, og vi vurderer, at kursen tager rigeligt højde for casens risikoprofil. Vi valgte derfor at samle aktier op på det lave niveau, hvilket har øget vores overvægt.

Vi har endvidere købt aktier i **Tryg**, hvilket betyder, at vi har øget overvægten en anelse.

Købet i **Sydbank** sker delvis som en omlægning i vores bankeeksponering, idet vi samtidigt reducerede vores ejerskab i **Danske Bank** betydeligt. Vi har således nettosolgt i banksektoren for at skaffe likviditet til investeringen i DSV.

Resterende finansiering har vi skaffet ved salg af **Coloplast**, **Vestas** og **Pandora**.

Udover finansieringen af DSV-aktier solgte vi dog også aktier i **Pandora** forud for tredjekvartalsregnskabet. En forhandlerundersøgelse havde indikeret et svækket momentum i tredje kvartal, og selv om det ikke isoleret set ændrede vores tiltro til casen, valgte vi altså at tage toppen af vores overvægt forud for regnskabet.



Endelig har vi solgt den sidste rest af vores beholdning i NKT.

#### De 10 største positioner

Selskab	Beholdning i %
Novo Nordisk	9,5
Vestas	9,4
Pandora	8,5
DSV	6,5
Danske Bank	6,0
DFDS	4,9
Coloplast	4,9
Chr. Hansen	4,8
Tryg	4,8
A.P. Møller Mærsk	3,9

#### De 5 største overvægte

Aktivklasse	PF i %	BM i %	Exp.-point i %
Vestas	9,4	4,8	4,6
DFDS	4,9	1,0	3,8
Pandora	8,5	4,8	3,7
DSV	6,5	3,3	3,2
Per Aarsleff	3,5	0,3	3,2

#### De 5 største undervægte

Aktivklasse	PF i %	BM i %	Exp.-point i %
Novozymes	0,0	4,4	4,4
A.P. Møller Mærsk	3,9	7,6	3,7
Lundbeck	0,0	3,0	3,0
Danske Bank	6,0	8,9	3,0
Coloplast	4,9	7,2	2,3

## EUROPA SMALL CAP

### MARKEDSUDVIKLING

Den europæiske centralbank skuffede i begyndelsen af december markedet ved ikke at foretage så store ændringer af det igangværende QE-program, som mange havde forventet. Renten blev sænket fra -0,20% til -0,30%, og de foretog en forlængelse af opkøbsprogrammet. Begge dele var allerede forventet af markedet, men det var også forventet, at størrelsen af det månedlige tilbagekøbsprogram ville blive øget – det skete ikke. ECB mener, at inflationen i eurozonen så småt er på vej op og vurderer derfor, at programmet virker efter hensigten.

Det helt store spændingsmoment i årets sidste måned var mødet i den amerikanske centralbank, hvor renten blev hævet for første gang i ni år på baggrund af solide forbedringer på arbejdsmarkedet. Rentestigningen blev vedtaget enstemmigt og blev modtaget positivt af markedet. Det bliver interessant at se, hvordan centralbankernes divergerende politik kommer til at påvirke de finansielle markeder i det kommende år.

Europæisk small cap leverede i december endnu en gang et højere afkast end Europa large cap, hvilket har været en tendens gennem hele året. I december faldt MSCI Europe Small Cap med 2,2%, mens MSCI Europe faldt med 4,8%. For året som helhed har small cap leveret et afkast, som er næsten 15%-point højere end large cap. Der er flere årsager til dette merafkast, men to væsentlige årsager er, at small cap-aktierne generelt har leveret betydelig bedre vækst end large cap-selskaberne, samt at der er meget stor forskel i sektorsammensætningen mellem de to segmenter. For eksempel er finanssektoren inden for Large cap især drevet af de traditionelle banker og forsikringselskaber, hvorimod finans i small caps primært består af ejendomsselskaber, specialiserede serviceselskaber og kapitalforvaltere.

### AFKAST

#### Porteføljens afkast (før omkostninger)

	December	4. kvartal	2015
SEBinvest, Europa Small Cap	0,38%	10,79%	39,98%
MSCI Europa Small Cap, net div. (DKK)	-2,20%	8,27%	23,80%
Performance %-point	2,58	2,52	16,18

Porteføljens afkast var i december 0,38%, og for benchmark (MSCI Europa Small Cap inklusiv udbytte, DKK) var afkastet -2,20%, hvilket svarer til en outperformance på 2,58%-point. For året som helhed er porteføljens afkast på 39,98%, hvor markedet i samme periode er steget med 23,80%, hvilket svarer til et merafkast på 16,18%-point.

Nedenfor er gengivet de fem bedste og fem dårligste relative afkastbidrag for december.

#### Porteføljens relative afkastbidrag i %-point – TOP 5

Banca IFIS	Financials	0,69%
Patrizia Immobilien	Financials	0,55%
Grand City Properties	Financials	0,45%
Stabilus	Industrials	0,31%
RIB Software	Information Technology	0,21%
<b>Sum af top 5</b>		<b>2,21%</b>

**Banca IFIS** er en italiensk bank med fokus på fakturastyring og misligholdt forbrugsgæld. Investeringsbanken Mediobanca optog dækning af aktien med en købsanbefaling i november. Ydermere meddelte selskabet, at man har overtaget yderligere porteføljer af forbrugsgæld til fornuftige priser, som vil understøtte den fremtidige vækst. De gode nyheder har påvirket aktiekursen positivt i årets sidste måneder.

**Patrizia Immobilien** er et ejendomsselskab, som er specialiseret i at sammensætte ejendomsporteføljer til investorer. Patrizia har i løbet af de seneste år transformeret sig fra at være et traditionelt ejendomsselskab til at være en ejendomsporteføljeforvalter. Det lave rentemiljø har resulteret i, at efterspørgslen efter ejendomsinvesteringer er steget betragteligt. Patrizia bruger sit store netværk og ekspertise til at finde attraktive ejendomme og tager så et gebyr for at tilbyde investeringen samt stå for forvaltningen. Selskabet foretog et opkøb af en række detailejendomme i december, som vil blive overført til en investeringsfond. Opkøbet viser Patrizias evne til at finde attraktive ejendomme på flere forskellige ejendomsområder og blev positivt modtaget af markedet.

**Grand City Properties** er et ejendomsselskab, som opererer på det tyske boligmarked. Selskabet er specialiseret i at lokalisere ejendomme med værdipotential og har en af de mest profitable ejendomsporteføljer i Tyskland. Over de sidste måneder er antallet af børsrådgivere, som dækker aktien, steget, og opmærksomheden om selskabets og dets unikke forretningsmodel er ligeledes steget. Det har ført til en kursstigning i december.

**Stabilus** er en tysk producent af gasfjedere, vibrationsdæmpere og fuldautomatiske løftesystemer. Stabilus afsætter primært sine produkter til bilindustrien. Flere og flere bilmodeller bliver udstyret med funktioner, som før var forbeholdt luksusmodeller. Forbrugerens stigende krav til bilens funktioner medfører et højere antal gasfjedere per køretøj, hvilket betyder stigende omsætning for Stabilus. Den tyske børsrådgiver Mainfirst optog dækning af aktien med en købsanbefaling, hvilket har medvirket til kursstigning i december.

**RIB Software** er et softwareselskab, som leverer revolutionerende løsninger til byggeindustrien. RIB's iTWO-produkt dækker hele byggeprojektets livscyklus fra design til udførelse med særlig fokus på tid- og omkostningsperspektivet. Selskabet har skuffet markedet til trods for høj vækst i 2015, men i december vandt aktien lidt tilbage. Vi forventer, at de kontrakter, som RIB ikke fik på plads i 2015, vil komme i løbet af første halvår 2016, hvilket bør mindske usikkerheden omkring selskabet.

#### Porteføljens relative afkastbidrag i %-point – BUND 5

Dürr	Industrials	-0,21%
Polypipe Group	Industrials	-0,20%
Eurofins	Health Care	-0,17%
Paragon Group	Financials	-0,16%
Leonteq	Financials	-0,14%
<b>Sum af bund 5</b>		<b>-0,88%</b>

**Dürr** bygger anlæg og fremstiller maskiner til blandt andet bilindustrien. Dürr er markedsledende inden for malingsfabrikker til biler. Det svage bilsalg i Kina over sommeren samt skandalen i VW betød, at aktien faldt markant i 2015. Vi købte yderligere op i efteråret, da vi mente, at kursfaldet var overgjort. Aktien rettede

sig herefter, men er igen faldet noget tilbage i december. Aktien tilbyder i vores øjne en attraktiv eksponering til bilindustrien samt en række andre aktiviteter, hvor selskabets ledelse kan bruge deres erfaring til at skabe værdi. Vi forventer således et positivt merafkast for aktien i 2016.

**Polypipe Group** fremstiller plastic-rørsystemer. Selskabet tilbyder sine produkter til bolig, kommercielle, civile og infrastrukturektorer i Europa, Mellemøsten, og andre specifikke niches i resten af verden. Selskabet er i mindre grad ramt af afmatningen i det engelske vedligeholdelsesmarked, men ledelsen har fastholdt guidance for helåret, og vi er fortsat positive på selskabets langsigtede potentiale.

**Eurofins Scientific** er markedsledende inden for TIC (test, inspektion og certificering). Selskabet meldte ud i december, at man havde til hensigt at foretage en kapitaludvidelse med henblik på yderligere opkøb. Kapitaludvidelsen blev dog aflyst sandsynligvis på grund af en for lav discount til investorerne. Aflysningen skabte usikkerhed omkring aktien og førte til et negativt afkast for december.

**Paragon**, som forestår ejendomsfinansiering inden for udlejningsejendomme, er faldet grundet et politisk indgreb. Tinglysningsafgiften er blevet øget, hvilket rammer selskabets indtjening med 5%. Dertil kommer de indirekte effekter i form af et forventet fald i antallet af transaktioner.

**Leonteq** er en schweizisk udbyder af strukturerede investeringsprodukter. Leonteq tilbyder både selv at udstede produktet på white-label-basis og tilbyder samtidig sin pristeknologi som en enkeltstående ydelse. Efter en periode med gode nyheder om nye partnere hen over sommeren har investorer taget profit i aktien mod slutningen af året. En vigtig partneraftale med Deutsche Bank er endvidere lettere forsinket, hvilket har skabt usikkerhed i markedet med hensyn til timingen generelt af omsætningsvæksten fra de mange nye kunder. Vores vurdering er, at denne forsinkelse ikke er af større betydning, og vi ser fortsat langsigtede potentiale i Leonteq som værende meget attraktivt.

#### Porteføljens største selskabseksponeringer

Porteføljens største relative selskabseksponeringer		%-point
GrenkeLeasing AG	Financial Services	4,62
Banca IFIS SpA	Financial Services	4,44
Grand City Properties SA	Real Estate	4,14
Greencore Group PLC	Food Products	4,09
Aarhuskarlshamn AB	Food Products	3,75
Patrizia Immobilien AG	Real Estate	3,73
Leonteq AG	Capital Markets	3,32
Polypipe Group Plc	Machinery	3,28
Interpump Group SpA	Machinery	3,20
Beazley PLC	Insurance	3,08

De ti største eksponeringer i porteføljen i forhold til benchmark udgør 37%.

#### ÆNDRINGER I PORTEFØLIEN

Vi deltog i børsnoteringen af **Attendo**, en privat plejehjemsoperatør i Norden. Børsnoteringen var stærkt overtegnet, og vores allokering blev mindre end forventet. En kombination af utilfredsstillende allokering og en initial stigning i kursen på 40% betød, at vi i december valgte at sælge vores beholdning.

**HellermannTyton Group**, som er underleverandør til autoindustrien, er blevet overtaget af Delphi Automotive i USA og udgår derfor af porteføljen.

#### Porteføljens karakteristika

Characteristic	SEB Europa Small Cap	MSCI Europe Small Cap
Weighted Market Cap (EURm)	1991	2615
Number of Securities	53	928
Operating Income - T12 Growth	19,3	14,5
Sales - T12 Growth	21,1	6,6
Operating Margin	15,0	5,9
Return on Capital	8,3	5,7
P/E Ratio Forward 12M	16,0	16,8
Price to Book Ratio (P/B)	3,2	1,9
Active Share %	94,26	

Kilde: Bloomberg Alpha

Ovenstående tabel viser et udvalg af nøgletal sammenlignet med porteføljens benchmark.

#### Porteføljens Risiko (ex. ante)

Risikotal ultimo december	
Standardafvigelse (%)	16,48
Standardafvigelse, MSCI Europa Small Cap (%)	16,26
Tracking error (%)	4,68
Beta (inkl. cash)	0,97

Kilde: Bloomberg Alpha

Porteføljens ex. ante standardafvigelse er ultimo december faldet med 0,21%-point i forhold til november. Tracking Error er steget med 0,10%-point.

Porteføljen består aktuelt af 53 selskaber.

**BEHOLDNINGSOVERSIGT**
**Stagelse Kommune**

Depot nr.: 6100050824

Depot nr.:

Rapporten er opgjort på handelsdag

Dato: 31-12-2015

Værdipapirer	ISIN	Stk.	Gns. købspris	Kostpris	Markeds-kurs	Markedsværdi	Ureal. gevinst/tab	Markedsværdi inkl. rente i DKK	Vægt %
Kontiater (DKK) (FX = 1.0000)									
Transaktionskonto (DKK)	TRKONTO			2.637.726,49		2.637.726,49	0,00	2.637.726,49	1,42
<b>Obligationer - Inkonverterbare (DKK) (FX = 1.0000)</b>									
<b>Realkreditobligationer</b>									
2% Real 19									
2 RD T SDRO 2019 apr	DK0009286668	15.400.000,00	107,4600	16.548.840,00	105,2300	16.205.420,00	-343.420,00	16.435.999,23	8,85
2% Real 20									
2 RD T SDRO 2020 Jan	DK0009287716	16.755.000,00	107,4057	17.995.824,00	105,6800	17.706.684,00	-289.140,00	18.040.865,92	9,72
2% Real 18									
2 NYK II SDO 2018 Apr	DK0009790909	18.870.000,00	104,9540	19.804.814,00	104,0900	19.641.783,00	-163.031,00	19.924.317,43	10,73
2 NYK H SDO 2018 Oct	DK0009792954	4.200.000,00	105,3000	4.422.600,00	104,6700	4.396.140,00	-26.460,00	4.417.025,25	2,38
Sum 2% Real 18								24.341.342,67	13,11
2% Real 19									
2 NYK G RO2L 2019 Apr	DK0009793846	6.000.000,00	105,4370	6.326.220,00	104,9000	6.294.000,00	-32.220,00	6.383.836,07	3,44
Sum Realkreditobligationer				65.098.298,00		64.244.027,00	-854.271,00	65.202.043,89	35,12
SUM Obligationer - Inkonverterbare				65.098.298,00		64.244.027,00	-854.271,00	65.202.043,89	35,12
<b>Obligationer - Konverterbare (DKK) (FX = 1.0000)</b>									
<b>Realkreditobligationer</b>									
2% Real 47									
2 NYK E SDO 2047 ALM	DK0009504169	7.576.310,96	98,5626	7.467.407,01	91,9000	6.962.629,77	-504.777,24	7.000.339,96	3,77
4% Real 41									
4 NYK E SDO 2041 ALM	DK0009775355	14.245.961,14	104,3000	14.858.537,47	107,1500	15.264.547,36	406.009,89	15.413.796,26	8,30
4 NYK E SDO 2041 IO30	DK0009777724	6.137.738,46	106,0000	6.506.002,77	106,5500	6.539.760,33	33.757,56	6.604.053,81	3,56
Sum 4% Real 41								22.017.850,07	11,86
3,5% Real 44									
3,5 NYK E SDO 2044 IO10	DK0009787442	16.146.540,38	102,3940	16.533.092,90	102,3000	16.517.910,81	-15.182,10	16.663.748,66	8,98
2% Real 24									
2 NYK I RO2L 2024 ALM	DK0009788416	5.239.580,66	102,9000	5.391.528,50	102,0000	5.344.372,27	-47.156,23	5.372.422,87	2,89
3% Real 47									
3 NYK E SDO 2047 IO10	DK0009795700	36.963.910,66	97,6500	36.095.258,76	97,6500	36.095.258,76	0,00	36.369.742,46	19,59
Sum Realkreditobligationer				86.851.827,41		86.724.479,30	-127.348,11	87.424.104,01	47,09
SUM Obligationer - Konverterbare				86.851.827,41		86.724.479,30	-127.348,11	87.424.104,01	47,09

Forbehold: Der tages forbehold for eventuelle fejl i kurser, renter og udbytter / Disclaimer: SEB accepts no liability for possible errors in prices, interest rates and dividends



**BEHOLDNINGSOVERSIGT**
**Slagelse Kommune**

Depot nr.: 6100050824

Depot nr.:

Rapporten er opgjort på handelsdag

Dato: 31-12-2015

Værdipapirer	ISIN	Stk.	Gns. købspris	Kostpris	Markeds-kurs	Markedsværdi	Ureal. gev./tab	Markedsværdi inkl.rente i DKK	Vægt %
<b>Investeringsforeninger (DKK) (FX = 1,0000)</b>									
Investeringsforeninger mv.									
Inv. - akt.: Danske									
SEBInvest Danske Aktier	DK0010260629	5.745.000	290,5261	1.669.072,73	338,3442	1.943.787,43	274.714,70	1.943.787,43	1,05
Inv. - akt.: Europa									
SEBInvest Europa Højt Udbytte (S	DK0016002496	3.803.000	138,5582	519.330,80	140,1782	533.097,69	13.766,89	533.097,69	0,29
SEBInvest Europa Small Cap	DK0016283211	2.830.000	374,8855	1.060.925,83	448,0442	1.267.965,09	207.039,26	1.267.965,09	0,68
Sum Inv. - akt.: Europa								1.801.062,78	0,97
Inv. - obl.: Emerging Market bonds									
SEBInvest EMB Index (SEB AB)	DK0016283567	162.734.000	101,5137	16.519.736,20	99,3408	16.166.125,75	-353.610,45	16.166.125,75	8,71
Inv. - akt.: Nordamerika									
SEBInvest Nordamerika Indeks (SE	DK0016283997	2.605.000	82,5600	215.068,80	86,6713	225.778,74	10.709,94	225.778,74	0,12
Wealth Invest ANL SEB Globalt Ak	DK0060616217	100.952.000	100,0000	10.095.200,00	101,4531	10.241.893,35	146.693,35	10.241.893,35	5,52
Sum Inv. - akt.: Nordamerika								10.467.672,09	5,64
Sum Investeringsforeninger mv.				30.079.334,36		30.378.648,04	299.313,68	30.378.648,04	16,36
SUM Investeringsforeninger (DKK)				30.079.334,36		30.378.648,04	299.313,68	30.378.648,04	16,36
<b>TOTAL</b>								<b>185.642.522,44</b>	<b>100,00</b>

Forbehold: Der tages forbehold for eventuelle fejl i kurser, renter og udbytter / Disclaimer: SEB accepts no liability for possible errors in prices, interest rates and dividends





**OBLIGATIONSOVERSIGT OG RISIKOMÅL**

**Slagelse Kommune**

Depot nr.: 6100050824

Depot nr.:

Rapporten er opgjort på handelsdag

Dato: 31-12-2015

Værdipapirer	Fondskode	Num	Markedsværdi+ paløbne rente	Vægt %	Mod. OAD (MOAD)	Opt.just. Varighed (OAD)	Varighed Official	Kon- voksitet	Varighed Finans- tilsynet	Korr. Faktor Official	Off Eff. Rente
<b>Kontanter (DKK)</b>											
Transaktionskonto (DKK)	TRKONTO	2,637,726.49	2,637,726.49	1.7	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>Obligationer - Inkonverterbare (DKK)</b>											
2 NYK H SDO 2018 Apr	DK0009790909	18,870,000.00	19,924,317.43	12.8	2.18	2.30	2.18	0.07	2.18	0.46	0.18
2 NYK H SDO 2018 Oct	DK0009792954	4,200,000.00	4,417,025.25	2.8	2.68	2.81	2.68	0.10	2.68	0.37	0.29
2 NYK G RO2L 2019 Apr	DK0009793846	6,000,000.00	6,383,836.07	4.1	3.12	3.32	3.13	0.14	3.11	0.32	0.48
2 RD T SDRO 2019 apr	DK0009286668	15,400,000.00	16,435,999.23	10.6	3.11	3.33	3.13	0.14	3.12	0.32	0.38
2 RD T SDRO 2020 Jan	DK0009287716	16,755,000.00	18,040,865.92	11.6	3.86	4.08	4.81	0.20	4.78	0.21	0.56
		61,225,000.00	65,202,043.89	42.0	3.00	3.19	3.27	0.13	3.26	0.33	0.37
<b>Obligationer - Konverterbare (DKK)</b>											
2 NYK I RO2L 2024 ALM	DK0009788416	5,239,580.66	5,372,422.87	3.5	3.02	3.09	8.05	-0.02	7.91	0.12	1.76
2 NYK E SDO 2047 ALM	DK0009504169	7,576,310.96	7,000,339.96	4.5	9.88	9.08	23.29	-0.60	22.75	0.04	2.38
3 NYK E SDO 2047 IO10	DK0009795700	36,963,910.66	36,369,742.46	23.4	8.20	8.01	20.50	-3.65	12.92	0.05	3.15
3.5 NYK E SDO 2044 IO10	DK0009787442	16,146,540.38	16,663,748.66	10.7	4.60	4.71	18.45	-6.71	11.60	0.05	3.42
4 NYK E SDO 2041 ALM	DK0009775355	14,245,961.14	15,413,796.26	9.9	0.71	0.76	16.62	-4.46	6.41	0.06	3.62
4 NYK E SDO 2041 IO30	DK0009777724	6,137,738.46	6,604,053.81	4.3	-0.04	-0.04	16.58	-4.39	6.40	0.06	3.66
		86,310,042.26	87,424,104.01	56.3	5.39	5.28	18.59	-3.97	11.51	0.06	3.18
<b>SUM TOTAL</b>		<b>150,172,768.75</b>	<b>155,263,874.39</b>	<b>100.0</b>	<b>4.29</b>	<b>4.31</b>	<b>11.84</b>	<b>-2.18</b>	<b>7.85</b>	<b>0.17</b>	<b>1.95</b>
			<b>Beregnet ved Opt. justeret varighed</b>		<b>Beregnet ved official varighed</b>		<b>Beregnet ved Finanstilsynets varighed</b>				
Ændring i porteføljeværdi ved renteændring på 1 pct. point i DKK			6,668,379.23		18,032,130.15		11,951,652.11				
Ændring i porteføljeværdi ved renteændring på 1 pct. point i % af markedsværdi incl. renter				4.29	11.61		7.70				

Forbehold: Der tages forbehold for eventuelle fejl i kurser, renter og udbytter / Disclaimer: SEB accepts no liability for possible errors in prices, interest rates and dividends

## DISCLAIMER

Dette materiale er udarbejdet af SEB Asset Management, en afdeling i Wealth Management i Skandinaviska Enskilda Banken AB, Copenhagen Branch. Skandinaviska Enskilda Banken AB, Copenhagen Branch ("SEB") er en del af Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ), som er et svensk aktieselskab, der er underlagt tilsyn af Finansinspektionen i Sverige og delvist af Finanstilsynet i Danmark.

Dette materiale er udarbejdet alene til orientering for de investorer, som materialet er udleveret til. Publikationen er ikke et tilbud om eller en opfordring til at købe eller sælge finansielle instrumenter. Alle råd og informationer i materialet er baseret på kilder, som SEB har vurderet pålidelige. SEB er ikke ansvarlig for fuldstændigheden eller nøjagtigheden af oplysningerne og for direkte eller indirekte tab, som kan opstå på grund af fejl eller mangel heri. Investorerne opfordres til at udøve et eget skøn over, hvorledes der skal investeres, og publikationens informationer, beregninger, vurderinger og skøn træder ikke i stedet for investors egen vurdering. SEB er ikke ansvarlig for det økonomiske udfald af placeringer eller andre tiltag, der er sket på basis af information i dette materiale. SEB, datterselskaber af SEB samt medarbejdere i SEB kan udføre forretninger, have, etablere, ændre eller afsluttet positioner i finansielle instrumenter, som er omtalt i materialet. SEB har ophavsretten til publikationen, som er til kundens personlige brug og ikke til offentliggørelse noget sted.

*Skandinaviska Enskilda Banken, Danmark, filial af Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ), Sverige, Bernstorffsgade 50, 1577 København V*