



Slagelse Kommune
Frie Midler

Kvartalsrapport
3. Kvartal 2015



MARKEDSVÆRDI PR. AKTIV KLASSE

Slagelse Kommune

Depot nr.: 6100050824

Depot nr.:

Rapporten er opgjort på handelsdag

Dato: 09-30-2015

Aktivklasse	Markedsværdi	Vægt
Kontanter	3,150,041.08	1.7
Akt Inv.for.	2,977,811.08	1.6
Akt Inv.for.	18,903,266.63	10.4
Obl Inv.for.	11,081,081.48	6.1
Obl Dk nom	146,433,109.86	80.2
TOTAL	182,545,310.13	100.0

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

Depot nr.: 6100050824

Depot nr.:

Rapporten er opgjort på handelsdag

Periode: 31-08-2015 til 30-09-2015

	Periode kr.	År til dato kr.
Beregningsperiodens start	31-08-2015	02-01-2015
Porteføljens startværdi	181,810,310.17	192,906,617.98
Vedhængende renter	1,000,991.18	404,097.29
Total	182,811,301.35	193,310,715.27
Indskud i perioden	0.00	6,546,715.69
Udtræk i perioden	0.00	-15,934,570.95
Afkast for perioden	-265,991.22	-1,377,549.88
Porteføljeværdi ultimo 30-09-2015	181,261,216.16	181,261,216.16
Vedhængende renter	1,284,093.97	1,284,093.97
Total	182,545,310.13	182,545,310.13
Specifikation af afkast		
Realiseret gevinst	-47,167.59	-341,645.55
Realiseret kursgevinst	-47,167.59	-341,645.55
Realiseret valutagevinst	0.00	0.00
Urealiseret gevinst	-501,926.42	-4,096,821.62
Urealiseret kursgevinst	-501,926.42	-4,096,821.62
Urealiseret valutagevinst	0.00	0.00
Realiserede Renter Depot	0.00	1,952,035.92
Realiserede Renter Kontantkonto	0.00	3.09
Modtaget og tilgodehavende udbytte	0.00	228,881.60
Ændring i vedhængende renter	283,102.79	879,996.68
Afkast for perioden	-265,991.22	-1,377,549.88
Forvaltningsgebyr	0.00	0.00
Øvrige omkostninger	0.00	0.00
Total afkast for periode efter gebyrer	-265,991.22	-1,377,549.88
Tidsvægtet afkast	-0.15%	-0.79%

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

Depot nr.: 6100050824

Depot nr.:

Rapporten er opgjort på handelsdag

Periode: 30-06-2015 til 30-09-2015

	Periode kr.	År til dato kr.
Beregningsperiodens start	30-06-2015	02-01-2015
Porteføljens startværdi	182,727,098.37	192,906,617.98
Vedhængende renter	931,540.27	404,097.29
Total	183,658,638.63	193,310,715.27
Indskud i perioden	0.00	6,546,715.69
Udtræk i perioden	-577,421.82	-15,934,570.95
Afkast for perioden	-535,906.68	-1,377,549.88
Porteføljeværdi ultimo 30-09-2015	181,261,216.16	181,261,216.16
Vedhængende renter	1,284,093.97	1,284,093.97
Total	182,545,310.13	182,545,310.13
Specifikation af afkast		
Realiseret gevinst	-60,591.31	-341,645.55
Realiseret kursgevinst	-60,591.31	-341,645.55
Realiseret valutagevinst	0.00	0.00
Urealiseret gevinst	-1,343,284.58	-4,096,821.62
Urealiseret kursgevinst	-1,343,284.58	-4,096,821.62
Urealiseret valutagevinst	0.00	0.00
Realiserede Renter Depot	515,415.50	1,952,035.92
Realiserede Renter Kontantkonto	0.00	3.09
Modtaget og tilgodehavende udbytte	0.00	228,881.60
Ændring i vedhængende renter	352,553.71	879,996.68
Afkast for perioden	-535,906.68	-1,377,549.88
Forvaltningsgebyr	0.00	0.00
Øvrige omkostninger	0.00	0.00
Total afkast for periode efter gebyrer	-535,906.68	-1,377,549.88
Tidsvægtet afkast	-0.29%	-0.79%

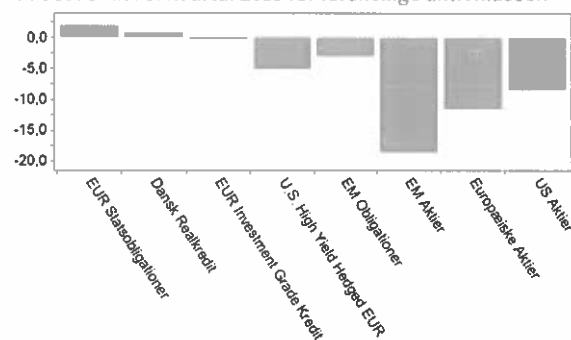
ØKONOMISK & FINANSIELT SCENARIO

(Redaktionen afsluttet 1. oktober 2015)

ET BLODIGT KVARTAL

Græsk krise, kinesisk vækstkollaps, VW-skandale, flygtningekrise osv. Listen af bekymringer for de finansielle markeder har været lang i tredje kvartal, og kursreaktionen er bestemt ikke udeblevet. Alle former for risikofyldte aktiver er faldet i kvartalet. For globale aktier er kvartalet det værste siden Q3 i 2011, hvor den europæiske gældskrise stod i lys lue. Værst er det gået for Emerging Markets-aktier, som er faldet 18% i kvartalet. I den anden ende af risikospæktret har vi været vidne til positive afkast på statsobligationer og mindre, men dog positive, afkast på danske realkreditobligationer.

Afkast i DKK i 3. kvartal 2015 for forskellige aktivklasser.

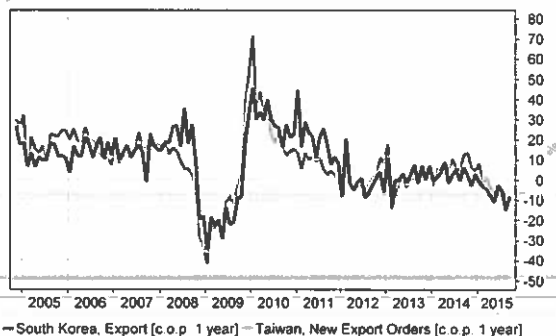


Kilde: Macrobond

OPBREMSNING I "VERDENS VÆRKSTED"

Den overordnede "markedsdriver" for de kraftige kursfald har været opbremsningen i Kina og Emerging Markets og de afledte effekter heraf for resten af verden. Kina lider af overkapacitetsproblemer inden for visse sektorer og specielt den nederste del af værdikæden inden for fremstillingssektoren har det rigtig svært. Den seneste runde af nøgletal viste ingen tegn på, at det er ved at ændre sig. Vi har således fået flere eksempler på, at svagheden har spredt sig til andre dele af regionen. I de to andre vigtige produktionslande i regionen, Sydkorea og Taiwan, har eksporten det ligeledes rigtig svært.

Vækst i nye eksportordrer i Taiwan og vækst i eksport i Sydkorea.

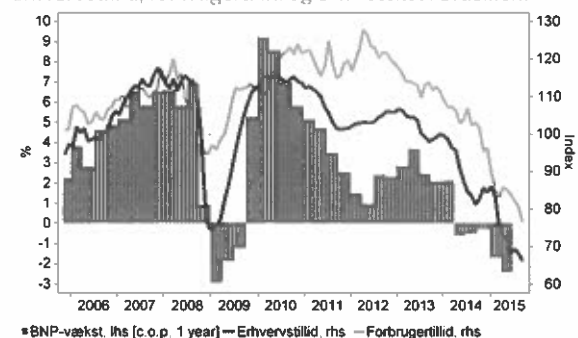


Kilde: Macrobond

Det er imidlertid ikke kun Asien, som har det svært i Emerging Markets. Brasilien, B'et i det engang så vigtige BRIK-kompleks, kæmper med effekterne af Kinas mindre behov for råvarer og en

delvis selvskabt økonomisk krise. Som det største land i Latinamerika er det med til at lægge en dæmper på væksten i hele regionen.

Erhvervstillid, forbrugertillid og BNP-vækst i Brasilien.



*BNP-vækst, lhs [c.o.p. 1 year] — Erhvervstillid, rhs — Forbrugertillid, rhs

Kilde: Macrobond

De faldende råvarepriser og udsigten til strammere dollarlikviditet er den sidste pind på bælet, der holder Emerging Market-komplekset fast i en negativ spiral. Som det fremgår af grafen nedenfor, er kobber- og olieprisen nu tilbage på niveauerne fra 2009, hvilket presser statsbudgetterne i flere lande.

Udvikling i prisen på olie og kobber.



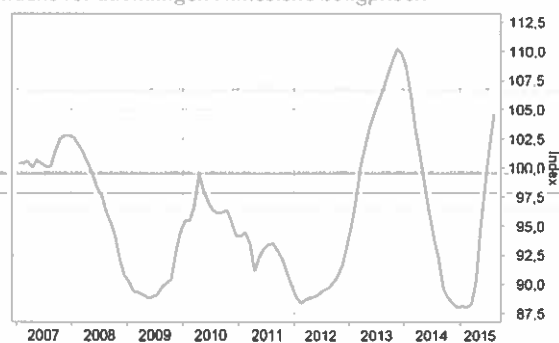
— Oil price, lhs — Copper price, rhs

Kilde: Macrobond

IT'S NOT ALL DOOM AND GLOOM

Selvom der altså er store problemer i Emerging Markets og i særdeleshed Kina, er det værd at bemærke, at der også er små lyspunkter. Efter at have været igennem en periode med betydelige prisfald er boligpriserne i Kina nu igen stødt stigende – godt hjulpet på vej af diverse lempelser fra centralt hold.

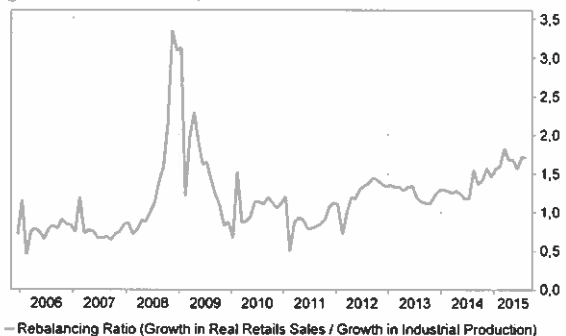
Indeks for udviklingen i kinesiske boligpriser.



Kilde: Macrobond

Derudover er det væsentligt, at privatforbruget i Kina vokser med mere end 10% om året og dermed langsomt er i gang med at tage over efter den svage industriproduktion. Den såkaldte "Rebalancing Ratio", som er vist i figuren nedenfor, illustrerer netop dette fænomen, om end det kan vise sig at være en langstrakt proces.

Rebalancing Ratio. Forholdet mellem vækst i detailsalget og væksten i industriproduktionen.

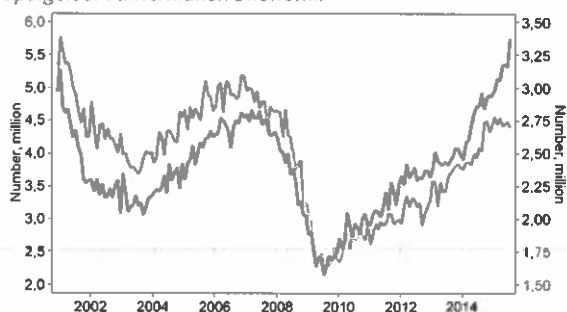


Kilde: Macrobond

ER OPSVINGET FORBI, INDEN DET KOM I GANG?

Selvom opbremsningen i Kina og Emerging Markets isoleret set bidrager til at trække den globale vækst ned, er der foreløbigt intet, der tyder på, at det for alvor har afsporet den globale vækst. USA er en relativt lukket økonomi, og det er med god grund, at det gamle finansmundheld lyder, "når USA nyser, bliver resten af verden forkølet" – og ikke omvendt. Eksporten fylder forholdsvis lidt for USA, og det er med andre ord vigtigere, hvordan den amerikanske forbruger har det. Den amerikanske forbruger drager lige nu nytte af tre meget vigtige faktorer. For det første virker den lave oliepris som en direkte skattelettelse hos forbrugerne. Dernæst kommer, at boligmarkedet er i gang med at solidt opsving, hvilket skaber positive formueeffekter hos forbrugerne (friværdi til forbrug). Endelig kommer, at vi lige nu er vidne til en markant bedring på det amerikanske arbejdsmarked. Det er den vigtigste enkeltstående faktor for privatforbruget, og det taler altså for højere privatforbrug, som igen er livsnerven i amerikansk økonomi.

Bedring på arbejdsmarkedet. Nye jobs og frivillige opsigelser i amerikansk økonomi.



Kilde: Macrobond

FREMSTILLINGSSEKTOREN TRÆDER VANDE

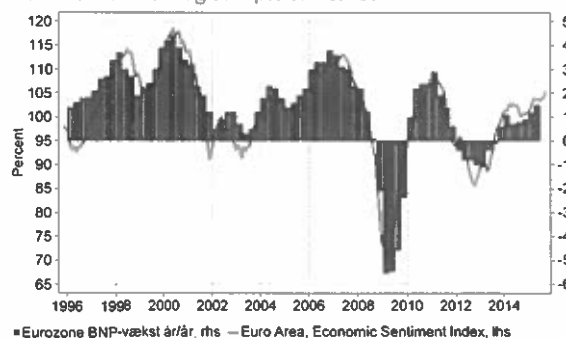
Mens udsigterne for privatforbruget altså er positive, er erhvervstilliden inden for de ca. 12% af amerikansk økonomi, som har med fremstilling at gøre, omvendt noget mindre

opløftende. Den seneste runde af regionale tillidsmålinger har tegnet et noget blandet billede, idet den overordnede tillid var meget lav, mens svarene omkring nye anlægsinvesteringer til gengæld var overraskende positive. Vores overordnede vurdering er, at udsigterne for denne del af økonomien fortsat er relativt svage.

EUROPA: LAV VÆKST MEN OVER TREND

Udsigterne for europæisk økonomi ser fortsat fornuftige ud. Vi mangler stadig at se effekten af VW-skandalen i diverse tillidsindikatorer, men på trods af usikkerheden omkring Kina og de voldsomme udsving på markederne har nøgletallene holdt sig forbløffende godt oppe. Den seneste runde af ledende indikatorer indikerer vækst i størrelsesordenen 2%, hvilket er et stykke over, hvor økonomernes konsensus-forecast ligger for 2016 – og væsentligt over den potentielle vækstrate (trendvækst), som vi vurderer til ca. 1%.

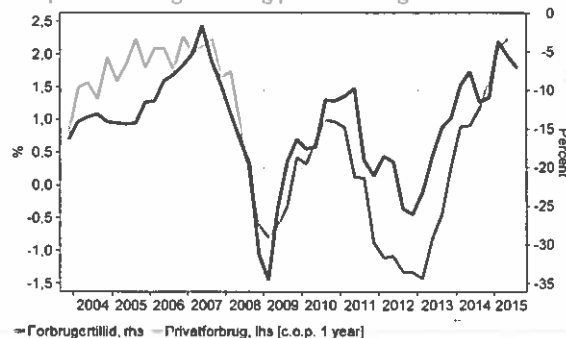
Ledende indikator og europæisk vækst.



Kilde: Macrobond

Det er primært privatforbruget, som trækker væksten i Europa – godt hjulpet på vej af lav inflation og faldende arbejdsløshed. Ser man på det regionale billede, er det de tidligere så udskældte PIIGS-lande, Spanien og Irland, som efter reformgennemførelse nu er dukkene i Europa.

Europæisk forbrugertillid og privatforbrug.



QE2 – NU I EUROPA?

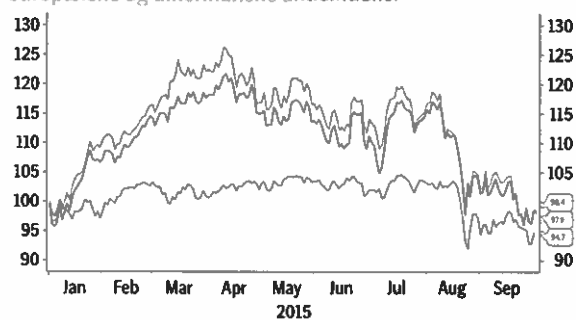
Europa er mere afhængig af eksport til Asien end USA, og derfor bør svagheden i Asien også fremkalde større bekymring her. Da den amerikanske centralbank i september valgte at udskyde den første renteforhøjelse, var det blandt andet med henvisningen til usikkerheden omkring den økonomiske situation andre steder i verden (læs: Kina). Derfor er det naturligt, at man hos ECB nu følger udviklingen meget nøje. Samtidig er inflations-

forventningerne i markedet faldet, hvilket åbner muligheden for, at ECB kan gøre mere, når det kommer til ukonventionel pengepolitik. Senest har ECB's cheføkonom Praet åbnet døren på klem for, at de kan forlænge det eksisterende opkøbsprogram, inden det er udløbet. Så selv om de tyske medlemmer fortsat kæmper imod, er det ikke længere utænkeligt, at en forlængelse annonceres lang tid inden den oprindeligt planlagte afslutning. Rundspørger hos investorer bekræfter, at markedet er begyndt at spekulere i dette, men efter vores vurdering er det meget begrænset, hvad der er priset ind af forventninger i markedet. En tydeligere tilkendegivelse fra ECB vil uden tvivl fjerne noget af halerisikoen i markedet og vil kunne bidrage til et nyt løft i aktiekurserne – uagtet, at baggrunden herfor er mere tvivlsom (en forværring af inflationsudsigterne). Samlet set må risikoen til det europæiske vækstbillede karakteriseres som værende højere end normalt, hvilket både øger risikoen og spekulationerne om mere QE fra ECB.

AKTIER HAR KORRIGERET MED 20% SIDEN TOPPEN

At tale om, hvorvidt aktier er dyre eller billige, er altid lidt problematisk, da det afhænger af (usikre) forventninger til fremtiden. Trods denne "elastik-i-metermål"-problematik vil vi alligevel påpege, at europæiske aktier er korrigeret ca. 20% siden toppen i forsommeren. Man kan diskutere, om udgangspunktet var fair, men bottom-line er, at værdiansættelsen i dag er mere spiselig. Vores vurdering er, at når den nuværende høje risikoaversion har lagt sig, vil investorerne igen vende tilbage til et regime styret af negative realrenter, rigelig centralbankslikviditet og mangel på investerings-alternativer. Det vil være understøttende for aktier relativt til sikre obligationer.

Indekseret afkastudvikling i lokalvaluta for henholdsvis europæiske og amerikanske aktieindeks.



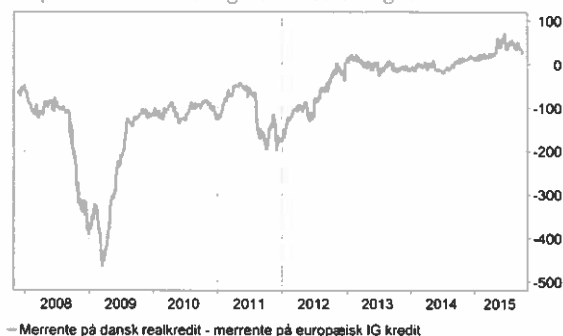
— S&P 500 — EURO STOXX 50 — DAX

Kilde: Macrobond

KØB DANSKE REALER

Inden for den sikre del af porteføljen foretrækker vi konverterbare danske realkreditobligationer frem for både statsobligationer og investment grade-kreditobligationer. Efter at have været igennem en ualmindelig svær periode i foråret byder danske realkreditobligationer lige nu på ekstraordinær god værdi i forhold til alternativerne. Denne merværdi er illustreret i figuren nedenfor, som sammenligner spændet (merrenten) på realkreditobligationer med spændet på investment grade-kreditobligationer.

Optionsjusteret merrente på AAA-ratede konverterbare danske realkreditobligationer vs. merrente på A-ratede europæiske investment grade-kreditobligationer.



— Merrente på dansk realkredit - merrente på europæisk IG kredit

Kilde: Macrobond

Vi overvægtter fortsat risikofyldte aktiver i form af aktier og amerikanske high yield-obligationer med udgangspunkt i de økonomiske udsigter og den relative værdiansættelse aktivklasserne imellem. Inden for aktier foretrækker vi europæiske og danske aktier, mens vi undervægtter USA og Emerging Markets. Som det fremgår af figuren nedenfor, handler europæiske aktier i den billige ende relativt til amerikanske aktier, og vi ser desuden mere medvind på indtjeningsfronten for europæiske aktier. Emerging Markets er set over en bred kam presset på profitabiliteten, og indtjeningsvæksten er således under pres, hvorfor vi fortsat holder os på sidelinjen.

Relativ værdiansættelse mellem amerikanske og europæiske aktier målt på Price/Book Value.



— Price to Book: Europe/USA

Kilde: Macrobond

AFKASTUDVIKLING FOR TREDJE KVARTAL 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)	Sep. 2015	3. kv. 2015	YTD 2015
Obligationer			
EFFAS Europe Govt All (EUR)	1,43%	2,77%	1,48%
EFFAS USA All (USD)	1,15%	2,16%	1,96%
EFFAS Germany All (EUR)	1,32%	1,73%	0,81%
EFFAS Japan All (JPY)	0,33%	0,88%	0,10%
EFFAS Denmark All (DKK)	1,08%	1,83%	0,38%
ML Global HY Index TR Local (XXX)	-2,61%	-4,51%	-1,41%
ML US Cash Pay HY Constrained Index TR USD (USD)	-2,56%	-4,85%	-2,49%
JPMorgan EMBI Global Diversified (USD)	-1,29%	-1,71%	-0,07%
Nykredit Danish Mortgage Bond (DKK)	0,45%	0,78%	-0,97%
Aktier			
MSCI World (net div) (DKK)	-3,30%	-9,61%	0,96%
MSCI North America (net div) (DKK)	-2,49%	-7,48%	1,55%
MSCI Europe (net div) (DKK)	-4,35%	-8,86%	2,95%
TOPIX TR INDEX (DKK)	-6,10%	-11,05%	10,93%
MSCI Emerging Markets (net div) (DKK)	-2,68%	-18,04%	-8,20%
OMXC Copenhagen All Share GI (DKK)	-2,56%	-2,04%	22,85%
OMXC Copenhagen All Share Capped GI (DKK)	-2,05%	-1,07%	19,65%
Valuta mod DKK			
EUR	-0,05%	0,00%	0,19%
USD	0,33%	-0,18%	8,60%
JPY	1,52%	1,99%	8,72%

EFFAS = European Federation of Financial Analysts Societies

ML = Merrill Lynch

JPM = JP Morgan

MSCI = Morgan Stanley Capital International

OMXC = Københavns Fondsbørs

EUROPA SMALL CAP

MARKEDSUDVIKLING

Det europæiske aktiemarked fortsætter den negative tendens fra august. MSCI Europa Small Cap faldt i september med -3,17% mens det brede indeks MSCI Europe faldt -4,35%.

Markedets reaktion på nyheder er voldsom, hvilket resulterer i høj volatilitet. Det er specielt aktier med eksponering til råvarer og energi, som trækker markedet ned. Svaghed i Kina lægger fortsat en dæmper på råvarepriser, og analytikere spekulerer nu i, hvorvidt den kinesiske regering vil påbegynde en finanspolitisk stimulus. Den amerikanske centralbank valgte ikke at hæve renten på baggrund af svagere global vækst og øget volatilitet på de finansielle markeder. I Europa anses sandsynligheden for en udvidelse af det nuværende QE-program som stigende, da inflationen fortsat er meget lav. Det lader altså til, at en normalisering af rentemiljøet er udsat yderligere.

MSCI Europa Small Cap har år til dato leveret et betydeligt højere afkast end MSCI Europa Large Cap, hvilket blandt andet skyldes large cap's sektormæssige overvægt til råvarer og energi samt svag performance fra de store europæiske banker sammenlignet med de mere specialiserede finansielle virksomheder i small cap.

AFKAST

Porteføljens afkast

	September	3. kvartal	2015
SEInvest, Europa Small Cap	-2,10%	0,81%	26,34%
MSCI Europa Small Cap, net div. (DKK)	-3,17%	-5,06%	14,35%
Performance %-point	1,07	5,87	11,99

Porteføljens afkast var i september -2,10%, og for benchmark (MSCI Europa Small Cap inklusiv udbytte, DKK) var afkastet -3,17%, hvilket svarer til et merafkast på 1,07%-point.

For året som helhed er porteføljens afkast på 26,34%, hvor markedet i samme periode er steget med 14,35%, hvilket svarer til et merafkast på 11,99%-point.

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

Porteføljens relative afkastbidrag i %-point – TOP 5

NCC Group	Information Technology	0,45%
Grand City Properties	Financials	0,40%
Beazley	Financials	0,25%
Bakkafrost	Consumer Staples	0,19%
Tecan Group	Health Care	0,17%
Sum af top 5		1,46%

NCC Group er en global udbyder af uafhængige IT-sikkerhedsydelser. Selskabet tilbyder forretningskritisk IT-beskyttelse til både offentlige og private organisationer. Aktien er steget pænt på baggrund af øget efterspørgsel efter domænesikkerhedsprodukter. NCC har desuden foretaget en akquisition, og integrationen går som planlagt.

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. To banker har påbegyndt dækning af aktien med en købsanbefaling, hvilket har sendt kursen op. Vi mødte ledelsen i september og har fortsat indtryk af, at der eksisterer gode muligheder i ejendomsmarkedet, som Grand City kan udnytte qua deres fokuserede forretningsmodel.

Beazley er et holdingselskab af specialiserede forsikringselskaber. Selskabet tilbyder erhvervsansvarsforsikring, ejendom, marine, genforsikring, ulykke og liv, politiske risici og uforudsete forsikringsydelser. Forsikringskrav har året i gennem været lavere end ventet, hvilket har resulteret i en markedsledende forrentning af egenkapitalen. Præmier relativt til krav er også i top, og markedet anerkender i stigende grad den præmie, som Beazley i vores øjne bør handles til.

Bakkafrost driver et laksedambrug på Færøerne. Selskabet tilbyder en lang række lakseprodukter gennem egne bearbejdningsfaciliteter. Det biologiske miljø på Færøerne er uovertruffet, hvorfor kvaliteten af laksen er i top. Bakkafrost har nydt godt af efterspørgsel fra Rusland, eftersom Færøerne ikke er indbefattet af det nuværende importforbud. Vi har været bekymrede for, om den svage rubel har kunnet tage noget af efterspørgslen men det lader ikke til at være tilfældet. Laksepriserne er stigende, hvorfor vi forventer en høj profitabilitet af det kommende kvartalsregnskab.

Tecan Group udvikler, producerer og distribuerer laboratoriekomponenter og systemer. Produkterne bruges primært af forsknings- og diagnostiske laboratorier. Tecan har netop lanceret to nye produkter, hvilket aktien er steget på. Produkterne er lanceret inden for en division, hvis vækst har været dalende, og vi forventer at kunne se en positiv effekt på kvartalsregnskabet.

Porteføljens relative afkastbidrag i %-point – BUND 5

Leonteq	Financials	-0,97%
Greencore Group	Consumer Staples	-0,22%
Rotork	Industrials	-0,13%
Dürr	Industrials	-0,11%
Polypipe Group	Industrials	-0,11%
Sum af bund 5		-1,54%

Leonteq udsteder strukturerede produkter og udvikler teknologi inden for dette område. Selskabets ekspansionsstrategi indbefatter opbygning af partnerskabsaftaler med internationale banker, og den administrerende direktør og grundlægger er blevet mere konkret omkring disse planer. Det ventes, at der opbygges 30 nye partnerskabsaftaler inden for de kommende tre til fem år. Dette scenario er meget positivt i vores øjne og vil samlet set øge forretningen af egenkapitalen. En analytiker var i september ude med en analyse, hvor han forudsiger højere omkostninger og lavere marginer, hvilket ikke stemmer overens med ledelsens udtalelser, men som aktien faldt kraftigt på.

Greencore Group, som fremstiller sandwich til det engelske og nordamerikanske marked, har bidraget negativt. Omsætningsvæksten på det amerikanske marked forløber som planlagt, men løninflation samt højere udskiftning i ansatte betyder, at profitabiliteten er lavere end ventet. Vi vurderer, at problemerne er midlertidige og hæfter os ved den stærke efterspørgsel – især fra Starbucks-kontrakten.

Rotork Plc producerer aktuatorer til ventilindustrien og opererer over hele verden. Selskabet nedjusterede forventningerne for året på baggrund af svage markedsbetingelser i olie- og gasindustrien. Rotork er i allerhøjeste grad et kvalitets-selskab, og nedjusteringer fra selskabet har historisk set været meget sjældne. Salget i august var især svagt, og der er nu stor usikkerhed om timingen af ordrer og udsættelser. Vi vurderer, at eftersom Rotorks produkter bruges relativt sent i byggeprocessen, er tab i den eksisterende ordrebog usandsynlige, da disse projekter allerede er igangsat.

Dürr bygger anlæg og fremstiller maskiner til blandt andet bilindustrien. Aktien har været svag siden april primært på grund af det svage kinesiske marked samt nedjusteringer fra andre underleverandører til bilindustrien. Vi mødte ledelsen i september og er fortrøstningsfulde med hensyn til til estimerterne i markedet. Dürr er i færd med at udvide forretningsporteføljen via akquisitioner, og vi vurderer, at dette vil øge stabiliteten i forretningen fremadrettet. Ledelsen har vist sig dygtige til at overtage virksomheder på meget attraktive betingelser for herefter at øge profitabiliteten. Vi mener, markedet hæfter sig for meget ved den kortsigtede usikkerhed omkring bilindustrien og for lidt ved det langsigtede forretningspotentiale.

Polypipe er markedsledende i Storbritannien indenfor plastikrør og tilbehør til brug i forbindelse med kloakering, byggeri og infrastruktur mv. Selskabet lavede et større opkøb i august af Nuair, der er en spiller på markedet for ventilationsløsninger og relaterede produkter. Nuair vil tilføre et attraktivt og komplementerende udvalg af produkter samt kunder til Polypipe's eksisterende forretning. Opkøbet har potentiale til at skabe stærke synergier og gøre Polypipe i stand til at vokse hurtigere end konkurrenterne over de næste par år. Aktien steg pænt i august, og i september har der været gevinsthjemtagning.

Porteføljens største selskabseksponeringer

Porteføljens største relative selskabseksponeringer		%-point
GrenkeLeasing AG	Financial Services	4,4
Grand City Properties SA	Real Estate Management	3,7
Leonteq AG	Capital Markets	3,7
Banca IFIS SpA	Financial Services	3,7
Greencore Group PLC	Food Products	3,5
Aarhuskarlshamn AB	Food Products	3,5
HellermannTyton Group PLC	Electrical Equipment	3,4
Patrizia Immobilien AG	Real Estate Management	3,4
Beazley PLC	Insurance	3,1
Interpump Group SpA	Machinery	2,9

De ti største eksponeringer i porteføljen i forhold til benchmark udgør 35%.

ÆNDRINGER I PORTEFØLJEN

Der har ikke været købt eller solgt selskaber i perioden.

Porteføljens karakteristika

Characteristic	SEB Europa Small Cap	MSCI Europe Small Cap
Weighted Market Cap (EURm)	1769	2733
Number of Securities	55	900
Operating Income - T12 Growth	19.3	14.5
Sales - T12 Growth	15.9	6.6
Operating Margin	13.8	6.7
Return on Capital	6.3	5.8
P/E Ratio Forward 12M	15.6	16.0
Price to Book Ratio (P/B)	3.0	1.9
Active Share %	94.3	

Kilde: Bloomberg Alpha

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

Porteføljens Risiko (ex. ante)

Risikotal ultimo september	
Standardafvigelse (%)	17,19
Standardafvigelse, MSCI Europa Small Cap (%)	17,03
Tracking error (%)	4,39
Beta (inkl. cash)	0,98

Kilde: Bloomberg Alpha

Porteføljens ex. ante standardafvigelse er ultimo september faldet med 0,3%-point i forhold til juli. Tracking Error er steget med 0,05 %-point.

Porteføljen består aktuelt af 55 selskaber.

DANSKE AKTIER

MARKEDSUDVIKLING

Sommerkvartalet har været præget af nervøsitet ovenpå offentliggørelsen af adskillige svage nøgletal fra Kina, som understøtter et lavvækstscenarie. Den kinesiske centralbank har iværksat en stribe tiltag (herunder devaluering, rentenedsættelse og lempelse af reservekrav hos banker og øget likviditet til finansmarkederne), som i nogen grad har afbødet for en dramatisk korrektion.

Det danske aktiemarked slap med færre skrammer end de toneangivende internationale indeks med en beskedent svækkelse. 2. kvartalsregnskaberne blev rapporteret i perioden, og der har i flere tilfælde været voldsomme kursreaktioner herpå.

AFKAST

Afkastet på SEBinvest Danske Aktier blev i tredje kvartal 0,15% mod et benchmark afkast på -1,07%, hvilket svarer til en outperformance på 1,22%-point. For september var afkastet -0,29% mod benchmarks -2,05% svarende til en outperformance på 1,76 %-point.

For året som helhed er porteføljens afkast på 24,39%, hvor benchmark er steget med 19,65, svarende til en outperformance på 4,74%-point.

Afkast på SEBinvest Danske Aktier (Gross of Fee)

	September	3. kvartal	2015
SEBinvest Danske Aktier	-0,29%	0,15%	24,39%
KAX Capped inkl. div.*	-2,05%	-1,07%	19,65%
Performance %-point	1,76	1,22	4,74

*Benchmark: omxcbbgi

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

Porteføljens afkast – Top 5

Relative afkastbidrag – Top 5	%-point
TDC	0,77
DFDS	0,55
A.P. Møller Mærsk	0,54
Pandora	0,35
Novozymes	0,33

Porteføljens afkast – Bund 5

Relative afkastbidrag – Bund 5	%-point
Lundbeck	-0,72
GN	-0,34
FLSmidth	-0,24
Simcorp	-0,22
William Demant	-0,19

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

i Lundbeck, Simcorp og William Demant samt overvægten i GN og FLSmidth.

Nordea leverede et nydeligt 2. kvartalsregnskab. Glæden blev dog hurtigt overskygget af ledelsens overraskende negative kommunikation på kapitalsiden, hvor man anførte, at der var yderligere – men indtil videre uspecificerede – krav på vej fra den svenske Finansinspektion. Nordea vælger derfor som en forebyggende foranstaltning at øge sine risikovægtede aktiver med ca. 3%. Ledelsen kommunikerede videre, at man nu er usikker på, om man kan levere på de udbyttmålsætninger, som man lancerede så sent som i forbindelse med kapitalmarkedsdagen i maj måned.

Danske Bank overraskede også markedet i sin 2. kvartalsmeddelelse, hvor en stor del af overraskelsen skyldes netto-tilbageførsler på tidligere nedskrivninger. Mere ventet var det, at banken ville opjustere sine helårsforventninger, men det var overraskende, at man nu tør opstille forventningen om et resultat efter skat på over DKK 16 mia. (>DKK 14 mia.). Efterfølgende har vi set en del estimatopjusteringer for perioden 2015-17 i niveauet 5%, drevet af netop lavere udlånstab. I modsætning til Nordea var der ingen nye signaler på kapitalsiden, men senere i kvartalet gennemførtes en obligationsudstedelse på EUR 500 mio. i Danica, som baner vej for øget udbytte til aktionærerne i Danske Bank, idet udstedelsen i henhold til gældende kredit-rating-opgørelser styrker den samlede koncerns kapitalsituation. Denne balance-optimering frigør kapital, som vurderes at kunne kanalisere op mod DKK 3-4 mia. i ekstra udbytte over en flerårig periode.

Novozymes skuffede fælt med lav organisk vækst på blot 1% i kvartalet og leverer langt fra på den vækstcase, markedet har sat næsen op efter. Udfordringerne omfatter flere af hoveddivisionerne. Enzymer til vaskemidler voksede således kun 2% og er især udfordret i US og emerging markets. I tillæg til underliggende markedssvagthed er man blevet ramt af en større US-kundes reformulering af sit vaskemiddel til lavere enzymindhold. I Bioenergy er den stærke organiske vækst fra første kvartal nu vendt til et fald på 4%, og også her ser vi tegn på svækket fodfæste, idet ethanolproduktionen i perioden er steget. Endelig var udviklingen i Agriculture & Feed også en skuffelse med organisk fald. 2015 organisk omsætningsvækst nedjusteres til 4-7% (tidligere 7-9%) men indtjeningsvæksten på 15-17% fastholdes på baggrund af besparelser. Aktien faldt massivt.

Regnskabet fra **Novo** var ikke prangende, men heller ikke uden lyspunkter. På plussiden strålede salget af Victoza med en vækst på 47% og var dermed stærkere end ventet. Væksten er udtryk for fortsat fremgang af GLP1-produkter i særligt US og Europa. Dette kombineret med en lavere udgiftsandel af omsætningen til forsknings- og udvikling førte til en opjustering på koncernniveau. På minussiden var omsætning af Levemir lavere end ventet – blandt andet på grund af øgede rabatter. Region Kina så endvidere et salgsdyk på 6%, hvor diabetesbehandling blandt andet er presset af restriktioner i adgang til sundhedspersonale og generelle sundhedsbesparelser. Dette rammer ikke kun Novo, men alle aktører. Ledelsen gør klart, at disse udfordringer skal være kortsigtede, hvis de langsigtede vækst mål skal indfries. I slutningen af kvartalet fik Novo omsider de amerikanske sundhedsmyndigheders godkendelse af Tresiba, som er selskabets nye langtidsvirkende insulin. Godkendelsen var ventet, men aktien reagerede positivt alligevel.

Pandora-regnskabet viste fortsat stærk udvikling i salg på butiksniveau på de vigtigste markeder. Kunderne tager godt imod de nye kollektioner – herunder Disney-kollektionen – og man oplever stadig høj vækst i salget af ringe. Åbningen af nye butikker pågår problemfrit og giver luft til at sætte tempoet yderligere op. Ledelsen hæver målet for butiksåbninger i år med yderligere 50 til nu 375. Tilsvarende øges også antallet af lande med online-distribution, som p.t. omfatter ni markeder. På baggrund af et solidt kvartal samt positiv valutaeffekt opjusteres omsætningen for helåret til mere end DKK 16 mia. – en justering på DKK 1 mia. Vi ser stadig en ganske attraktiv case i aktien.

Regnskabet fra **GN** blev overskygget af en svindelsag i Resound's amerikanske datterselskab, Beltone, som medførte, at indtjeningen i perioden 2012-14 er overvurderet med samlet DKK 150 mio., og at der i forlængelse heraf er indregnet en indtjeningsbase på DKK 50 mio. i dette års budget, som "ikke findes" og naturligvis skal trækkes ud. Til trods for den nødvendige korrektion for disse DKK 50 mio. i 2015-indtjeningen er det underliggende momentum i Resound så stærkt, at man netto-opjusterer for året. Man tager stadig markedsandel i vigtige kanaler, og den organiske vækst hæves nu fra over 6% til 8% med en relateret positiv indtjeningseffekt. I Netcom viser den underliggende trend en negativ kvartalsvækst på 2% i salget, som udover et svært mobile-marked også dækker over en svær periode for CC&O. Momentum er dog genfundet mod slutningen af kvartalet, og ledelsen lover på den baggrund bod og bedring i tredje kvartal, hvor man venter tocifrede vækstrater, mens Mobile stadig ventes at falde kraftigt. Samlet justeres væksten i Netcom fra over 10% til 3-5%. Bundlinjeeffekten er dog beskeden, da det primært er Mobile, hvor lønsomheden i forvejen er lav, der skuffer.

Vestas aflagde et stærkt regnskab, som overgik analytikernes forventninger. Marginen var dog lidt svagere end konsensus, hvilket vakte nogen bekymring. Ledelsen begrundede dette med projektmix, hvilket kan fluktuere kraftigt på kvartalsbasis, og altså ikke en underliggende svækkelse. På sigt vil marginen derimod styrkes af besparelser fra designoptimering på specielt 3MW-plattformen, som nu også er blevet populær i USA. Ledelsen gentager helårsforventningerne, hvilket ser noget forsigtigt ud i betragtning af den stærke indtjening i halvåret samt en bugnende ordrebog. En markant del af årets aktivitet afvikles dog i slutningen af året, hvilket øger usikkerheden på timing af den endelige projektaflevering ved årsskiftet. Historisk har man derfor været tilbøjelig til at komme med opjusteringer sent på året, hvor der er god visibilitet. Vi ser uforandret positivt på casen.

Regnskabet fra **FLS** viste skuffende udvikling i Minerals, hvor stadigt faldende råvarepriser gør livet svært for mange af selskabets kunder, som ikke blot holder igen med investeringer i nyt udstyr, men også ønsker at sætte allerede bestilte leverancer på hold. Ledelsen ser ikke nogen hurtig vending i dette billede og advarer allerede nu om potentielt store nedskrivninger på kundeforhold. På den baggrund nedjusteres marginen for helåret fra tidligere 9-10% til nu 7-8% svarende til et indtjeningssving på DKK 400 mio. Underliggende er man dog meget tilfreds med allerede iværksatte restruktureringsiltag i Minerals, hvor omkostningerne er tilpasset de svære markedsforhold.

Carlsberg nedjusterede efter et svagt andet kvartal, hvor både Vest- og Østeuropa performede langt under konsensus. Vesteuropa var negativt påvirket af koldt vejr, som lagde en dæmper på ølforbruget, og herudover kom man ikke i mål med

ventede besparelser. I Østeuropa faldt den solgte ølvolumen med hele 19%, drevet af svagt forbrug i Ukraine og Rusland samt lagernedbringelser blandt distributører. Hertil er lønsomheden presset af vækst i en række omkostningsområder samt ændret kanalmix, hvor større supermarkedskæder vinder terræn. Trods flot vækst i Asien, ser den nye CEO, Cees 't Hart, sig nødsaget til at nedjustere til et beskedent indtjeningsfald mod tidligere vækst. Casen har været meget baseret på omkostningsbesparelser, og meddelelsen forårsagede et markant kursdyk. Senere i kvartalet meddeltes fratrædelsen af CFO Jørn P. Jensen. Der ses ingen dramatik i den melding, men blot at den nye CEO ønsker at sætte sig eget hold.

Lundbeck aflagde kvartalsregnskab, hvor et opsigtsvækkende restruktureringsprogram søsat af den nye CEO, Kåre Schultz, stjal opmærksomheden. Restruktureringsomkostninger af engangskaraktér på samlet DKK 6,5 mia. vil belaste årets bundlinje som følge af vidtgående nedskæringer i medarbejderstaben på i alt 1000 personer og selskabets forsknings- og udviklingsaktiviteter. Likviditetseffekten af disse restruktureringer er dog beskeden, da de i vidt omfang dækker nedskrivning af aktiver. Med denne manøvre reduceres omkostningsbasen med DKK 3 mia. i 2017, og omkostningstunge udviklingsprojekter skæres fra. Fokus vil fremadrettet være på CNS-området (sygdomme relateret til centralnervesystemet). Oprydningen skal sikre langsigtet lønsomhed og fokus på kernekompetencen. Aktiemarkedet kvitterede omgående – aktien steg 19% på dagen.

Coloplast foretog en yderligere hensættelse på DKK 3 mia til dækning af omkostninger i forbindelse med kommende retssager vedrørende produktansvar på transvaginale net i US. Dette er i tillæg til en hensættelse på DKK 1,5 mia., og selskabet har således en samlet reserve på DKK 4,5 mia. Med hensættelsen sænkes årets overskudsgrad fra 32% til 10%, men der er i sagens natur tale om en engangspostering, som ikke påvirker indtjeningsbilledet for de kommende år.

PORTEFØLJETILPASNINGER

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

Vi har lavet en omlægning af vores eksponering i banksektoren, hvor vi har reduceret vores overvægt i **Nordea** og til gengæld øget vores beholdning i både **Sydbank** og **Danske Bank**. Vi ser større upside i de danske banker, hvor vi ser et generelt positivt scenarie på tabsudviklingen som drivkraft for indtjeningsvækst samt mindre kapitalusikkerhed.

Vi har købt aktier i **Coloplast**, hvor vi vurderer, at risikoprofilen for så vidt angår verserende sager efterhånden er velbelyst, og at der således ikke er stor risiko for ubehagelige overraskelser herfra. Fra en væsentlig undervægt har vi nu en beskeden overvægt i aktien.

En anden væsentlig opvægtning er foretaget i **Chr. Hansen**, som i løbet af kvartalets dystre perioder kom ned i et attraktivt niveau. Vores beskedne undervægt er nu konverteret til en overvægt.

Endeligt har vi også øget beholdningen i nogle af vores favoritcases henholdsvis **DFDS**, **Novo** og **Tryg**.

På salgssiden har vi reduceret kraftigt i vores **NKT**-beholdning. Vi synes ikke længere, at der er nogen oversete lyspunkter i

denne case. Tværtimod ser vi fortsat usikkerhed relateret til de mange ændringer, som lige nu ruller ind over Nilfisk, som har skabt megen intern uro og ingen synlige resultater. Vi er derfor komfortable med nu at have en beskedent undervægt i aktien.

På salgssiden har vi været aktive i **GN**. Selskabet eksekverer flot i Resound, men uro omkring krænkelser af et Oticon-patent har afstedkommet en ubekendt, hvor det er umuligt at kvantificere potentielle følgevirkninger. Vi har derfor valgt at tage risiko ud af vores eksponering og reducere overvægten.

Vi har også solgt aktier i **A.P. Møller Mærsk** efter en pæn kursstigning i forbindelse med regnskabet. Vi ser en strukturelt udfordret case for Mærsk Line, og den lave oliekurs hjælper ikke i lieforretningen.

De 10 største positioner

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

De 5 største overvægte

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

De 5 største undervægte

Aktivklasse	PF i %	BM i %	Exp.-point i %
Novozymes	0,0	4,5	4,5
A.P. Møller Mærsk	4,5	8,2	3,8
ISS	0,0	3,0	3,0
Lundbeck	0,0	2,6	2,6
William Demant	0,0	2,2	2,2

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

BEHOLDNINGSOVERSIGT

Slagelse Kommune

Depot nr.: 6 00050824

Depot nr.:

Rapporten er opgjort på håndledsdag

Dato: 30-09-2015

Værdipapirer	ISIN	Stk.	Gns. købspris	Kostpris	Markeds-kurs	Markedsværdi	Ureal. gevinst/tab	Markedsværdi inkl. rente i DKK	Vægt %
Kontanter (DKK) (FX = 1.0000)									
Transaktionskonto (DKK)	TRKONTO			3.150,041 08		3.150,041 08	0,00	3.150,041 08	1,73
Obligationer - Inkonverterbare (DKK) (FX = 1.0000)									
Realkreditobligationer									
2% Real 19									
2 RD T SDR0 2019 apr	DK0009286668	15.400.000,00	107,4600	16.548,840 00	105,0000	16.170,000 00	-378,840 00	16.323,158 47	8,94
2% Real 20									
2 RD T SDR0 2020 Jan	DK0009287716	16.755.000,00	107,4057	17.995,824 00	105,4100	17.661,445 50	-334,378 50	17.911,163 86	9,81
2% Real 18									
2 NYK H SDO 2018 Apr	DK0009790909	25.020.000,00	104,9579	26.260,469 00	104,1200	26.050,824 00	-209,645 00	26.299,656 79	14,41
2 NYK G RO2L 2018 Apr	DK0009791048	5.700.000,00	104,7000	5.967,900 00	102,4900	5.841,930 00	-125,970 00	5.898,618 52	3,23
Sum 2% Real 18								32.198,275 31	17,64
2% Real 19									
2 NYK G RO2L 2019 Apr	DK0009793846	6.000.000,00	105,4370	6.326,220 00	104,3500	6.261,000 00	-65,220 00	6.320,672 13	3,46
Sum Realkreditobligationer				73.099,253 00		71.985,199 50	-1.114,053 50	72.753,269 77	39,85
SUM Obligationer - Inkonverterbare				73.099,253 00		71.985,199 50	-1.114,053 50	72.753,269 77	39,85
Obligationer - Konverterbare (DKK) (FX = 1.0000)									
Realkreditobligationer									
2% Real 47									
2 NYK E SDO 2047 ALM	DK0009504169	7.624,917 23	98,5598	7.515,106 77	92,0250	7.016,830 08	-498,276 69	7.054,788 02	3,86
4% Real 41									
4 NYK E SDO 2041 ALM	DK0009775355	15.088,899 88	104,3000	15.737,722 57	105,7200	15,951,984 95	214,262 38	16,113,495 88	8,83
3.5% Real 44									
3.5 NYK E SDO 2044 IO10	DK0009787442	2.105,338 45	101,3000	2.132,707 85	101,3750	2.134,286 85	1,579 00	2.153,241 07	1,18
2% Real 24									
2 NYK I RO2L 2024 ALM	DK0009788416	5.671,769 31	102,9000	5.836,250 62	102,1480	5,793,598 91	-42,651 70	5,824,139 90	3,19
2% Real 37									
2 NYK E SDO 2037 ALM	DK0009798647	6.276,184 83	99,8200	6.264,887 70	95,9000	6,018,861 25	-246,026 45	6,050,242 75	3,31

Forbehold: Der tages forbehold for eventuelle fejl i kursr, 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: 30-09-2015

Værdipapirer	ISIN	Stk.	Gns. købspris	Kostpris	Markedskurs	Markedsværdi	Ureal. gevinst/tab	Markedsværdi inkl. rente i DKK	Vægt %
2.5% Real 47									
2.5 NYK E SDO 2047 ALM	DK0009798803	37.886.861 07	100.6750	38.142.597.38	95.6750	36.248.254.33	-1.894.343.05	36.483.932.47	19.99
Sum Realkreditobligationer				75.629.272.90		73.163.816.38	-2.465.456.52	73.679.840.09	40.36
SUM Obligationer - Konverterbare				75.629.272.90		73.163.816.38	-2.465.456.52	73.679.840.09	40.36
Investeringsforeninger (DKK) (FX = 1.0000)									
Investeringsforeninger mv.									
Inv. - akt.: Denskc									
SEBinvestiDanske Aktier	DK0010260629	9.543.000	285.2663	2.722.296.11	312.0414	2.977.811.08	255.514.97	2.977.811.08	1.63
Inv - akt.: Europa									
SEBinvestiEuropa Højt Udbytte (S)	DK0016002496	24.569.000	123.9323	3.044.891.72	132.7702	3.262.031.04	217.139.32	3.262.031.04	1.79
SEBinvestiEuropa Small Cap	DK0016283211	13.056.000	334.6382	4.369.036.83	404.9886	5.287.531.16	918.494.33	5.287.531.16	2.90
Sum Inv. - akt.: Europa								8.549.562.21	4.68
Inv - obl.: Emerging Market bonds									
SEBinvestiEMB Index (SEB AB)	DK0016283567	112.826.000	101.4800	11.449.582.48	98.2139	11.081.081.48	-368.501.00	11.081.081.48	6.07
Inv. - akt.: Nordamerika									
SEBinvestiNordamerika Indeks (SE	DK0016283997	11.402.000	79.8104	909.998.66	79.6891	908.615.12	-1.383.54	908.615.12	0.50
Wealth Invest AKL SEB Globalt Ak	DK0060616217	100.952.000	100.0000	10.095.200.00	93.5602	9.445.089.31	-650.110.69	9.445.089.31	5.17
Sum Inv. - akt.: Nordamerika								10.353.704.43	5.67
Sum investeringsforeninger mv.				32.591.005.80		32.962.159.20	371.153.40	32.962.159.20	18.06
SUM Investeringsforeninger (DKK)				32.591.005.80		32.962.159.20	371.153.40	32.962.159.20	18.06
TOTAL								182,545,310.13	100.00

Forbehold. Der lages forbehold for eventuel e fejl i kurser, renter og udbytter / Disclaimer: SEB acceptis no liability for possible errors in prices, interest rates and dividends

SEB