



Slagelse Kommune
Frie Midler

2. Kvartalsrapport
2016

SEB



MARKEDSVÆRDI PR. AKTIV KLASSE

Slagelse Kommune

Depot nr.: 6100050824

Depot nr.:

Rapporten er opgjort på handelsdag

Dato: 06-30-2016

Aktivklasse	Markedsværdi	Vægt
Kontanter	5,652,900.77	2.9
Akt Inv.for.	149,625.80	0.1
Akt Inv.for.	10,386,963.52	5.4
Obl Inv.for.	17,525,768.32	9.1
Obl Dk nom	158,074,161.96	82.4
TOTAL	191,789,420.37	100.0

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

Depot nr.: 6100050824

Depot nr.:

Rapporten er opgjort på handelsdag

Periode: 31-05-2016 til 30-06-2016

	Periode kr.	År til dato kr.
Beregningsperiodens start	31-05-2016	31-12-2015
Porteføljens startværdi	189,176,617.37	183,984,880.84
Vedhængende renter	815,289.39	1,657,641.60
Total	189,991,906.76	185,642,522.44
Indskud i perioden	0.00	0.00
Udtræk i perioden	-1,700.58	-1,700.58
Afkast for perioden	1,799,214.19	6,148,598.51
Porteføljeværdi ultimo 30-06-2016	190,666,198.43	190,666,198.43
Vedhængende renter	1,123,221.94	1,123,221.94
Total	191,789,420.37	191,789,420.37
Specifikation af afkast		
Realiseret gevinst	-175,402.28	-471,065.98
Realiseret kursgevinst	-175,402.28	-471,065.98
Realiseret valutagevinst	0.00	0.00
Urealiseret gevinst	1,631,590.98	4,188,061.03
Urealiseret kursgevinst	1,631,590.98	4,188,061.03
Urealiseret valutagevinst	0.00	0.00
Realiserede Renter Depot	35,092.50	2,520,050.73
Realiserede Renter Kontantkonto	0.45	20.59
Modtaget og tilgodehavende udbytte	0.00	445,951.80
Ændring i vedhængende renter	307,932.55	-534,419.66
Afkast for perioden	1,799,214.19	6,148,598.51
Forvaltningsgebyr	0.00	0.00
Øvrige omkostninger	0.00	0.00
Total afkast for periode efter gebyrer	1,799,214.19	6,148,598.51
Tidsvægtet afkast	0.95%	3.31%

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

Depot nr.: 6100050824

Depot nr.:

Rapporten er opgjort på handelsdag

Periode: 31-03-2016 til 30-06-2016

	Periode kr.	År til dato kr.
Beregningsperiodens start	31-03-2016	31-12-2015
Porteføljens startværdi	186,525,976.82	183,984,880.84
Vedhængende renter	1,591,835.67	1,657,641.60
Total	188,117,812.48	185,642,522.44
Indskud i perioden	0.00	0.00
Udtræk i perioden	-1,700.58	-1,700.58
Afkast for perioden	3,673,308.47	6,148,598.51
Porteføljeværdi ultimo 30-06-2016	190,666,198.43	190,666,198.43
Vedhængende renter	1,123,221.94	1,123,221.94
Total	191,789,420.37	191,789,420.37
Specifikation af afkast		
Realiseret gevinst	-541,427.26	-471,065.98
Realiseret kursgevinst	-541,427.26	-471,065.98
Realiseret valutagevinst	0.00	0.00
Urealiseret gevinst	2,769,267.58	4,188,061.03
Urealiseret kursgevinst	2,769,267.58	4,188,061.03
Urealiseret valutagevinst	0.00	0.00
Realiserede Renter Depot	1,468,129.63	2,520,050.73
Realiserede Renter Kontantkonto	0.45	20.59
Mødtaget og tilgodehavende udbytte	445,951.80	445,951.80
Ændring i vedhængende renter	-468,613.72	-534,419.66
Afkast for perioden	3,673,308.47	6,148,598.51
Forvaltningsgebyr	0.00	0.00
Øvrige omkostninger	0.00	0.00
Total afkast for periode efter gebyrer	3,673,308.47	6,148,598.51
Tidsvægtet afkast	1.95%	3.31%

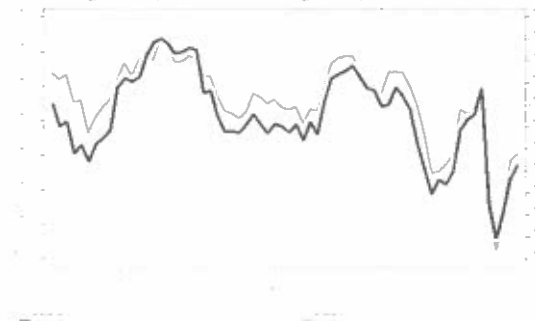
ØKONOMISK & FINANSIELT SCENARIE

(Redaktionen afsluttet 1. juli 2016)

FANGET PÅ DET FORKERTE BEN

Efter en rolig start på kvartalet var vi i juni måned vidne til meget store udsving på de finansielle markeder. Europæiske aktier oplevede således det største fald på én dag siden den europæiske gældskrise i 2011. Som det nok vil være de fleste bekendt, var baggrunden for de store udsving på markederne den britiske folkeafstemning om, hvorvidt man skulle udtræde af EU-samarbejdet, et såkaldt Brexit. Da meningsmålingerne op til både det seneste parlamentsvalg i Storbritannien og afstemningen om Skotlands uafhængighed viste sig at ramme en del ved siden af det faktiske valgresultat, havde markedsdeltagerne denne gang valgt at læne sig op ad bookmakernes sandsynligheder. Bookmakernes odds viste i perioden op til afstemningen, at sandsynligheden for, at briterne ville forblive i EU, var i størrelsesordenen 70-80%. Det fik i ugen op til afstemningen mange investorer til at sænke paraderne og købe aktier i forventning om et "relief rally", når briterne besindede sig og blev i unionen. Bookmakerne havde imidlertid forregnet sig, og resultatet blev det stik modsatte, idet briterne stemte for at forlade EU. Det betød, at rigtig mange investorer blev fanget på det forkerte ben fredag morgen, hvilket skabte panikstemning og førte til ekstraordinært store udsving på markederne. Alle risikofyldte aktiver faldt kraftigt på dagen. Europæiske aktier var nede 9%, og var dermed blandt de hårdest ramte

Udvikling i europæiske aktier og europæisk kredit.



Kilde: Macrobond

Trods de kraftige fald oven på afstemningsresultatet har aktiemarkedet efterfølgende taget usikkerheden overraskende godt. Som figuren nedenfor illustrerer, har britiske aktier allerede rystet usikkerheden af sig. På kvartalets tre sidste dage leverede britiske aktier således den største 3-dages stigning siden april 2009, hvor finanskrisen sluttede, og dermed er de nu tilbage over niveauet fra før Brexit blev en realitet. Det skal retfærdigvis nævnes, at pundet faldt 8% over for dollaren på dagen for Brexit, og mange af de store britiske selskaber har hovedparten af deres indtægter uden for Storbritannien. Det svagere pund øger disse selskabers konkurrenceevne, og indtjeningen i fremmed valuta bliver mere værd målt i pund. Europæiske aktier er stadig kun ca. halvejs tilbage til niveauet fra før Brexit.

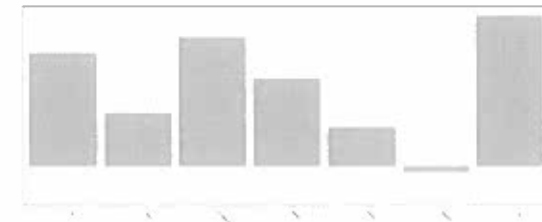
FTSE 100, Britiske aktier ligger nu højere end før Brexit.



Kilde: Macrobond

Selvom aktiemarkedet faldt kraftigt på dagen for afstemningsresultatets offentliggørelse, blev andet kvartal ikke den katastrofe for aktier, som man ellers kunne have frygtet. Det skyldes dels, at aktierne siden har rettet sig noget, og dels at både april og maj var pæne aktiemåneder. Derudover er dollaren styrket ca. 2,5% i kvartalet, hvilket gør kroneafkastet på amerikanske aktier til kvartalets bedste. Ellers var kvartalets store vinder US high yield obligationer, mens europæiske aktier omvendt klarede sig dårligst.

Afkast i DKK på udvalgte aktivklasser i 2. kvartal.

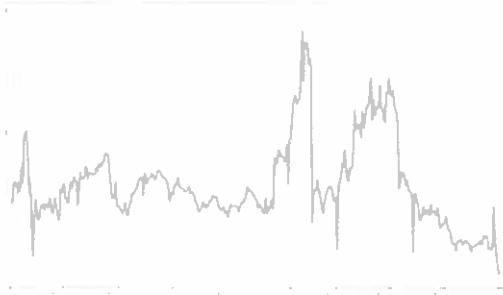


Kilde: Macrobond

INGEN TEGN PÅ SMITTEEFFEKTER

Inden Brexit-afstemningen havde de finansielle markeder spekuleret meget i, hvad konsekvenserne ved et nej til EU ville være. Flere iagttagere havde ytret bekymringer om, at en britisk udtrædelse af EU kunne føre til en spiral af politisk kaos i Europa, og at det ville føre til en ny finansiell krise. Indtil videre er der imidlertid ingen tegn på, at et sådant scenarie skulle være ved at udspille sig. Ser man på forskellen mellem en 3 måneders pengemarkedsrente (som indeholder kreditrisiko) og Overnight Interest Swap renten (som prises ud fra overnight renten, som styres af centralbanken), får man et udtryk for markedets bekymring for modpartsrisiko, idet pengemarkedsrenten afspejler markedets opfattelse af kreditrisiko. Dette rentespænd reagerer generelt på risikoaverslon i markedet og i særdeleshed på bekymringer om systemisk risiko. I perioder uden stress i markedet ligger rentespændet typisk og svinger omkring 10 basispunkter, mens det i perioder med uro kører ud som en reaktion på stigende modpartsrisiko. Som det ses af figuren nedenfor, steg rentespændet under uroen i begyndelsen af året, men det har overhovedet ikke reageret på Brexit resultatet. Der er med andre ord ingen tegn på øget systemisk risiko i pengemarkedet.

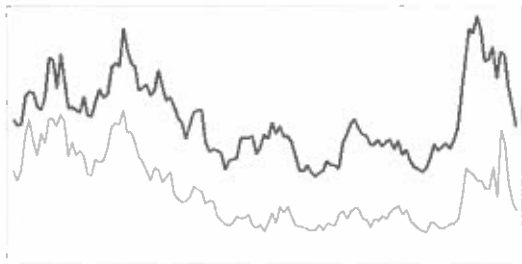
Euro 3M LIBOR – OIS spread. Udtryk for markedets opfattelse af modpartsrisiko.



Kilde: Macrobond

Et andet mål for risikoopfattelsen i markedet er den implicitte volatilitet på aktiemarkedet. Den steg i ugerne op til Brexit-afstemningen, men er siden faldet tilbage. I Europa ligger den stadig en spids over normalniveauet, men i USA er den tilbage på det langsigtede gennemsnit. En uge efter Brexit er der således ingen tegn på forhøjet risikoaversion i aktiemarkedet.

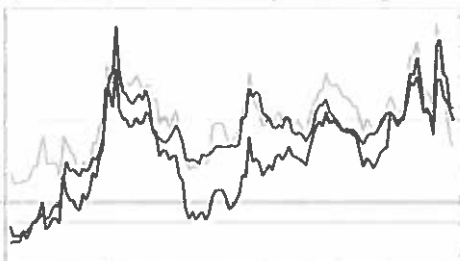
Implicit volatilitet på hhv. amerikanske og europæisk aktier. Udtryk for markedets opfattelse af risiko i aktiemarkedet.



Kilde: Macrobond

Hvis Storbritanniens udtrædelse af EU skulle føre til en flodbølge af politisk kaos i resten af Europa, ville et naturligt sted at kigge efter risikosignaler være i rentespændet mellem de sydeuropæiske periferilande og Tyskland. Sidstnævnte opfattes som en sikker havn under uro, og periferilandenenes rentespænd reagerer typisk på politisk usikkerhed i Europa. Som figuren nedenfor illustrerer, var der en kortvarig effekt i rentespændene, men den seneste uge er spændene kørt tilbage til niveauet fra før Brexit.

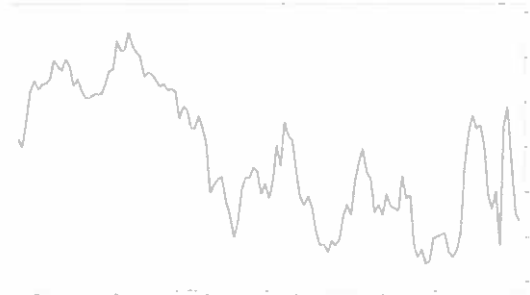
Rentspænd til Tyskland for 10-årige statsobligationer.



Kilde: Macrobond

Betragtes et bredere mål for risikoaversionen på tværs af aktivklasser på de finansielle markeder, er billedet det samme. Risikoaversionen steg umiddelbart voldsomt på dagen for Brexit, men er efterfølgende faldet tilbage til normalt niveau.

Risikoaversion på tværs af de finansielle markeder. (1= ekstrem panik, 0= ekstrem eufori)

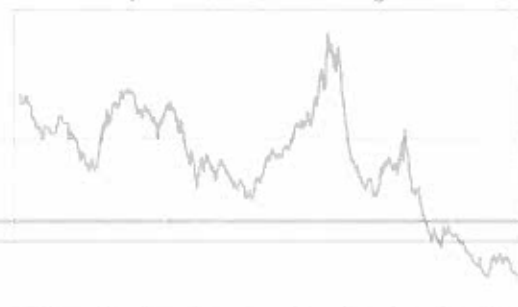


Kilde: Macrobond

KAN ECB TRÆDE TIL UDEN URO?

Efter Brexit blev en kendsgerning, har mange iagttagere udtrykt forventninger om, at centralbankerne ville komme på banen med nye pengepolitiske lempelser. Chefen for Bank of England (BOE) Mark Carney har da også allerede meget kraftigt indikeret, at de kommer med yderligere lempelser i løbet af sommeren. Markedet har kvitteret med at indprise en rentenedsættelse på 0,25% på mødet i august. Derudover er det meget sandsynligt, at BOE også vil øge størrelsen af deres opkøb af statsobligationer (QE). Bank of Japan (BOJ), forventes også at komme med yderligere pengepolitisk stimulans på deres møde d. 28-29. juli. Det store spørgsmål for europæiske aktier er imidlertid, om ECB også kommer på banen med yderligere lempelser. Centralbankschef Draghi har udtalt, at ECB forventer, at væksten over de kommende tre år vil blive 0,5% lavere, end hvis Brexit ikke var indtruffet. Det kunne isoleret set tale for yderligere lempelser. Omvendt er der, som det er fremgået af det foregående afsnit, ingen tegn på markedsstress, så spørgsmålet er, om ECB kan forsvare at lempe yderligere. Argumentationen om, at man vil sikre transmissionsmekanismen er i hvert fald sværere at påberåbe sig, når markederne fungerer, og der ikke er tegn på stress i det finansielle system. Renterne er allerede rekordlave, og renten på europæiske investment grade kreditobligationer har netop sat ny bundrekord og er nu på det laveste niveau siden serien påbegyndtes i 1996. Transmissionsmekanismen virker således over til kreditmarkedet.

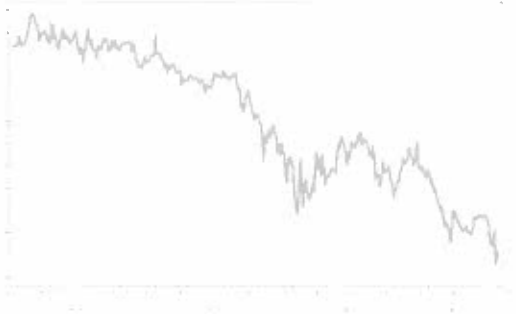
Effektiv rente på euroæiske investment grade.



Kilde: Macrobond

Samtidig har de europæiske nøgletal op til Brexit-afstemningen været ganske stærke med solide tal for både erhvervstilliden og forbrugertilliden i især Tyskland. Vi forventer godt nok, at næste runde af nøgletal vil være præget af et tillidschok hos både virksomheder og forbrugere, men spørgsmålet er stadig, om ikke der skal mere uro på markederne til, for at ECB kan forsvare at lempe yderligere. Skulle ECB ønske at være proaktive og agere trods fraværet af uro på markederne, har de et figenblad i form af de markedsbaserede inflationsforventninger, som Draghi tidligere har lagt stor vægt på. Inflationsforventningerne satte lige efter Brexit nyt all-time-low, og det kunne isoleret set retfærdiggøre mere hjælp fra ECB.

Markedsbaserede inflationsforventninger startende om 5 år og løbende i 5 år (5y5y forward).



Kilde: Macrobond

I forhold til markedsreaktionen på eventuelle nye lempelser skal det bemærkes, at diskussionen omkring kejserens nye klæder og hvorvidt centralbankerne virkelig kan redde væksten og aktiemarkedene i al evighed fortsat er til stede i markedet. Et nyt paradigme, hvor markedet i større grad begynder at betvivle centralbankernes magi, er i vores optik en af de største risikofaktorer for aktiemarkedet.

BEGGAR-THY-NEIGHBOUR POLITIK – NU OGSÅ I KINA

Den anden store risikofaktor for aktiemarkedet er udviklingen i Kina. Mens de finansielle markeder i forsommeren har været travlt beskæftiget med risikoen for Brexit og konsekvenserne heraf, har kineserne løbende fortsat den devalueringstrategi, som de søsatte i august sidste år.

USD/CNY. Pris for en CNY målt i USD.

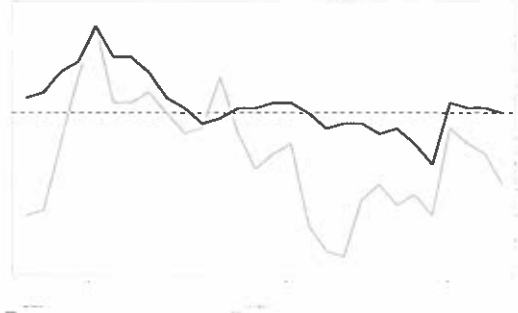


Kilde: Macrobond

Inden man begynder at problematisere Kinas hang til at manipulere valutamarkedet, er det værd at erindre, at Kina nu blot spiller bold med de øvrige store økonomier, som i de senere

år har forsøgt at svække egen valuta via kvantitative lempelser (QE). USA, Japan, Storbritannien og Europa er alle i gang med eller har været involveret i opkøb af egne statsobligationer med den mere eller mindre tilsigtede effekt at svække egen valuta. Kina virker nu fast besluttet på, at valutakursen skal svækkes, og netop svækkelsen af den kinesiske valuta var som bekendt årsagen til den voldsomme uro på aktiemarkedet i både august 2015 og januar 2016. En svagere valuta er imidlertid hårdt tiltrængt for de kinesiske virksomheder inden for fremstillingssektoren. Fremstilling udgør ca. 1/3 af økonomien, og erhvervstilliden i denne sektor bliver ved med at pege nedad trods myndighedernes forsøg på at stimulere væksten.

Kinesisk erhvervstillid for fremstillingssektoren.

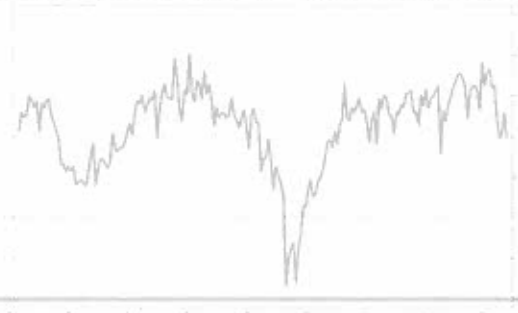


Kilde: Macrobond

USIKKERHED OM ARBEJDSMARKEDETS STYRKE I USA

Styrken på det amerikanske arbejdsmarked er pt. det tredje store tema på de finansielle markeder. De seneste to arbejdsmarkedsrapporter fra USA har været overraskende svage, og tages konklusionerne for pålydende, er det et noget bekymrende signal. Omvendt viser det ugentlig tal for nye førstegangsansøgere om dagpenge absolut ingen tegn på, at virksomhederne skulle være begyndt at afskedige. Markedet har valgt at tilskrive de svage signaler fra arbejdsmarkedsrapporterne tilfældigheder, og det virker umiddelbart også som det mest sandsynlige. Leder man andre steder, er der dog flere tal, som kunne give anledning til bekymring. Et af disse er beskæftigelseskomponenten i erhvervstilliden (ISM) for service-sektoren. Efter at have ligget højt igennem en længere periode er den på det seneste faldet under de magiske 50, som formelt angiver grænsen mellem ekspansion og tilbagegang.

ISM Non-Manufacturing. Underkomponenten Employment.

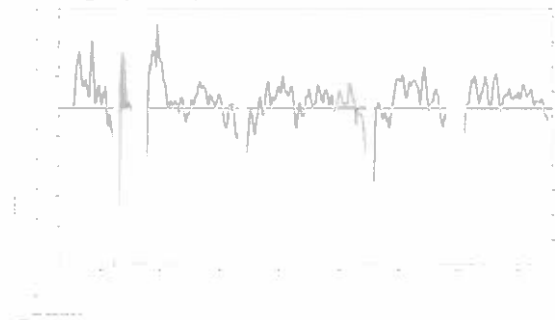


Kilde: Macrobond

Et andet nøgletal, som indikerer, at noget er kunne være galt på det amerikanske arbejdsmarked, er Fed's Labor Market Condition Index, som er et bredere mål for udviklingen på arbejdsmarkedet

bestående af 19 forskellige variable vægtet sammen til et enkelt tal. Som figuren nedenfor illustrerer, er dette mål faldet til et niveau, som historisk har indikeret, at økonomien er på vej i recession. Det vurderer vi imidlertid ikke den er på nuværende tidspunkt, men tallet giver dog anledning til en vis forsigtighed.

Fed Labor Market Condition Index. Bredt mål for udviklingen på arbejdsmarkedet i USA.



Kilde: Macrobond

PRIVATFORBRUGET SOM VÆKSTMOTOR

Når vi vurderer, at det endnu er for tidligt at trække recessionskortet, er det blandt andet fordi, at den amerikanske forbruger generelt har det godt. Selvom vi er langt fremme i konjunkturcyklussen, er der ingen tegn på høj gældsætning, og indkomst og privatforbrug ser generelt sundt ud. Privatforbruget vokser i underkanten af 3% om året i reale termer, hvilket holder hånden under væksten i USA.

Årlig realvækst i privatforbruget i USA.



Kilde: Macrobond

Vi har samtidig svært ved at se tegn på overophedning af dele af økonomien, og der er ingen tegn på overinvesteringer. Vores konklusion er således, at væksten har toppet i USA, men at der fortsat er et stykke vej til enden af denne cyklus.

FED: FRA HIKE TIL CUT

De svage arbejdsmarkedsrapporter og nu usikkerheden omkring implikationerne af Brexit har medført, at forventningen om at Fed skulle hæve renten i år nu er helt priset ud. Rent faktisk prises der pt. en større sandsynlighed for, at Fed kommer til at sænke renten i år frem for at hæve. På trods af denne ændring er dollaren på det seneste styrket, da Brexit førte til Safe Haven flows mod USD.

HØJ RISIKOPRÆMIE PÅ EUROPÆISKE AKTIER

Vores kald gennem længere tid, om at overvægte europæiske aktier frem for amerikanske, har haft det svært i perioden op til Brexit afstemningen, og endnu sværere efter briterne stemte nej til at forblive i EU. Den politiske usikkerhed i Europa har ført til en forøgelse af risikopræmien på europæiske aktier, og forskellen i risikopræmie i forhold til amerikanske aktier er lige nu på det højeste siden finanskrisen i 2008 og den europæiske gældskrise i 2011. Selvom usikkerheden unægteligt er større i Europa, vurderer vi, at denne usikkerhed er mere end rigeligt indpriset i europæiske aktier, og vi fastholder således vores kald på Europa frem for USA på aktiemarkedet.

Omvendt bør usikkerheden omkring vækstbilledet i både Europa, Kina og USA i vores optik give anledning til en forsigtig positionering i porteføljerne, og vi fastholder derfor en mindre undervægt af aktier.

Forskellen i risikopræmie på europæiske og amerikanske aktier er på det højeste siden Lehman og europæisk gældskrise.



Kilde: Macrobond

AFKASTUDVIKLING I JUNI 2016

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)	Juni 2016	Q2 2016	YTD 2016
Obligationer			
EFFAS Europe Govt All (EUR)	2,36%	2,36%	5,79%
EFFAS USA ALL (USD)	2,55%	2,31%	5,82%
EFFAS Germany All (EUR)	2,60%	2,75%	6,74%
EFFAS Japan All (JPY)	1,37%	2,78%	7,04%
EFFAS Denmark All (DKK)	3,41%	3,74%	8,80%
EFFAS Denmark 1-3 (DKK)	0,24%	0,28%	0,51%
EFFAS Denmark 1-5 (DKK)	0,40%	0,53%	1,13%
ML Global HY Index TR Local (XXX)	1,08%	5,13%	8,46%
ML Global HY Constrained Index TR Hedged (DKK)	0,98%	4,89%	7,77%
JPMorgan EMBI Global Diversified Hedged (DKK)	3,26%	4,70%	9,54%
Nykredit Dansk Mortgage Bond (DKK)	1,13%	1,77%	3,81%
Aktier			
MSCI AC World (net div) (DKK)	-0,38%	3,44%	-1,32%
MSCI North America (net div) (DKK)	0,44%	4,98%	1,21%
MSCI Europe (net div) (DKK)	-4,23%	-0,32%	-7,52%
TOPIX TR INDEX (DKK)	-2,04%	3,92%	-6,89%
MSCI Emerging Markets (net div) (DKK)	4,23%	3,11%	3,73%
OMXC Copenhagen All Share GI (DKK)	-4,38%	1,34%	-3,59%
OMXC Copenhagen All Share Capped GI (DKK)	-4,73%	1,73%	-1,57%
Valuta mod DKK			
EUR	0,02%	-0,14%	-0,31%
USD	0,23%	2,43%	-2,52%
JPY	8,35%	12,22%	14,31%

EFFAS = European Federation of Financial Analysts Societies

ML = Merrill Lynch

JPM = JP Morgan

MSCI = Morgan Stanley Capital International

OMXC = Københavns Fondsbørs

DANSKE AKTIER

MARKEDSUDVIKLING

Markedet var egentlig positivt sternet i kvartalet, og det danske aktiemarked havde næsten indhentet det kursfald, som året var startet ud med. Optimismen var funderet i forbedring af kinesiske nøgletal med afsmittende stigninger i olie- og metalpriser, ligesom nøgletal fra US og Eurozonen også understøttede et positivt globalt scenarie. De danske selskabers regnskaber for første kvartal var overordnede stærke og gav gode afkast i blandt andet mid-cap segmentet. Stort set på toppen af den gode stemning blev den længe ventede børsnotering af DONG endvidere en realitet - som den største i år på globalt plan.

Markedet forsøgte at parkere sin nervøsitet op til Brexit afstemningen, mens stillingskrigen mellem "ja"- og "nej"-siden viste nervøpirrende tæt løb. Sejren til "nej"-siden blev derfor modtaget med massiv skuffelse på de internationale aktiemarkeder ligesom GBP og flere råvarepriser måtte holde for med kursfald. På sektor niveau blev bankaktierne straffet særlig hårdt for den medfølgende frygt for de europæiske vækstudsigter.

AFKAST

Afkastet på SEBinvest Danske Aktier blev i andet kvartal 1,82 % mod et benchmarkafkast på 1,73 %, hvilket svarer til en outperformance på 0,08%-point. For juni var afkastet -5,66 % mod benchmarks -4,73% svarende til en underperformance på -0,92%-point.

Afkast på SEBinvest Danske Aktier (Gross of Fee)

	Juni	2. kvartal	2016
SEBinvest Danske Aktier	-5,66%	1,82%	-0,38%
KAX Capped inkl. div.*	-4,73%	1,73%	-1,57%
Performance %-point	-0,92	0,08	1,19

*Benchmark: omxcggi

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

Porteføljens afkast – Top 5

Relative afkastbidrag – Top 5	%-point
DFDS	0,87
DONG Energy	0,42
Rockwool	0,30
Danske Bank	0,24
Nordea	0,17

Porteføljens afkast – Bund 5

Relative afkastbidrag – Bund 5	%-point
Per Aarsleff	-0,62
Lundbeck	-0,39
Sydbank	0,36
Novozymes	-0,29
GN	-0,24

Som det fremgår af tabellerne ovenfor, blev den relative performance specielt hjulpet af overvægten i DFDS og Rockwool samt vores undervægt i Danske Bank og Nordea. Den kraftige

kurstigning i DONG på første handelsdag bidrog også. Til gengæld fik porteføljen negative relative bidrag fra overvægten i Per Aarsleff, Sydbank og GN samt undervægten i Danske Bank og Nordea.

Genmab opjusterede forventningerne til royaltyindtægter fra Darzalex med DKK 100 mio. med tilsvarende bundlinjeeffekt – altså en massiv resultatopjustering. Estimat- og kursreaktionen blev dog mindre, da konsensus allerede lå godt til. Af stor case-mæssig betydning var endvidere offentliggørelsen af fase III data fra det såkaldte "Pollux"-studie, hvor Darzalex i kombination med eksisterende behandlingsmidler viste så overbevisende effekt på forsøgspatienterne, at studiet blev stoppet før tid. De stærke data fra såvel Pollux- som Castor studiet (et andet kombinationsstudie som blev offentliggjort tidligere i år) øger sandsynligheden for, at Darzalex kan rykke op i behandlingsregimet og tilbydes patienterne på et tidligere stade af sygdomsforløbet end nu. Aktien er steget kraftigt på disse nyheder.

Vestas' regnskab var ventet med spænding. Der var bredde i konsensus og usikkerhed om, hvad der var indregnet i kursen. Selve regnskabet blev en lettelse, da omsætningen matchede konsensus, og indtjeningen var markant bedre. Bruttomarginen var 2% højere end samme kvartal sidste år, hvilket afspejler højere bidrag fra serviceforretningen samt bedre projektmarginer. Servicedivisionen viste dog en lavere margin end sidste år fortrinsvis som følge af opkøb. Ordreindgangen overraskede også positivt, som styrker visibiliteten. Ledelsen fastholder de stærke forventninger for året, og aktien steg pænt på regnskabet. Kort tid efter kom retningslinjerne vedrørende den amerikanske støtte-ordning (PTC) som tilsiger, at projekter med påbegyndt konstruktion inden udløb af 2016 er kvalificeret til den fulde PTC støtte, hvis det afsluttes inden udløb af 2020. Dette giver en meget længere færdiggørelsesperiode end tidligere ordninger. Den vedtagne PTC-nedtrapning betyder således, at projekter som afsluttes helt frem til udløb af 2023 kan drage fordel af støtten om end på lavere niveau. Dette er fantastiske nyheder i forhold til at realisere mange projekter over ordningens løbetid.

Novo Nordisk er stadig leveringsdygtig i lovende forskningsdata for sine nyeste produkter. I april viste SUSTAIN-6 studiet signifikant reduktion af risiko for hjerte-kar sygdomme ved brug af Semaglutide, og i juni fremlagde selskabet konklusionerne på LEADER studiet på Victoza, som viste 13% reduktion i antallet af alvorlige hjerte/kar hændelser sammenlignet med kontrolgruppen og en stærk profil på blodsukkerkontrol uden øget kræftisiko. Herimellem aflagdes regnskab for første kvartal uden større overraskelser. Omsætningsvæksten i insulinforretningen er fortsat behersket og afventer at nye produkter for alvor viser sit kommercielle potentiale. Investorer må derfor væbne sig med tålmodighed. Valutaudviklingen giver endvidere større modvind end tidligere antaget – nu omkring 3% på omsætningsvæksten (tidl. 1%) og omkring 4% på indtjeningsvæksten (tidl. 1%).

Regnskabet fra **A.P. Møller Mærsk** var bedre end frygtet. Mærsk Line trodsede det svage marked med en volumenvækst på 7%, men på særdeles lave fragtrater, som i gennemsnit var nede 26%. Et lille overskud på driften overraskede positivt ligesom fastholdte årsforventninger. Mærsk Oil holdt også skindet på næsen med højere produktionsandel end ventet og reducerede omkostninger, så driften nu ventes at gå i break-even. Terminals lider dog under lav efterspørgsel i olieproducerende lande, og her blev nedjusteret. Hele gruppen ser fortsat indtjeningen væsentligt under sidste år. Sent i kvartalet annonceredes det længe

omdiskuterede tronskifte med udnævnelsen af Søren Skou – nuværende (og fortsættende) direktør for Mærsk Line – som ny koncernchef. Han skal stå i spidsen for at udvikle koncernens strategiske muligheder herunder koncernstrukturen, hvilket åbnede for en vifte af spekulationer. Formanden, Michael Pram Rasmussen, bidrog hertil med udtalelser om, at det er muligt, at forretningsområder udskilles og aktien steg kraftigt herpå. Få dage efter blev det udmeldt, at Mærsk Oil ikke er valgt som fortsættende operatør på Qatar feltet. Den nuværende aftale udløber i juli 2017, og 2016 forventningerne er upåvirkede heraf.

ALK aflagde en stærk første kvartalsrapport, som qua leveringsproblemerne hos rivalen, Stallergenes, var ventet med spænding. Omsætningen steg 30%, og væksten var bredt funderet. Tablet-salget steg mest med 89% i kvartalet. Den underliggende indtjening blev næsten fordoblet og oversteg dermed konsensus markant. Det er uklart, hvor meget af den nyvundne markedsandel, ALK kan beholde, når Stallergenes' leveringsevne stabiliseres, men for nærværende opjusteres den underliggende indtjening med ca. 20%. Vi ser dog en god chance for endnu en opjustering i år. Aktien, som er steget stærkt i år, tog et yderligere hop på regnskabet. Det blev herefter meddelt, at Carsten Hellmann bliver ny CEO i ALK. Hans CV viser en solid baggrund i health care sektoren. Markedet tog også godt imod den nyhed.

Pandora's første kvartalsregnskab, vidnede om en stærk start på året med omsætningsvækst over 30%, som til dels skyldes butik-åbninger men også en høj vækst på 9% i salget ud af eksisterende butikker. Fremgangen er baseret på solid vækst i alle produktkategorier. Bruttomarginen viste også et flot løft på samlet 3,5% point, som blev hjulpet af lavere råvarepriser og højere andel af egne butikker i det samlede netværk, hvilket betyder, at Pandora beholder en større profitmargin i forhold til det salg, der går via forhandlere. Resultat før skat var 10% bedre end konsensus havde forventet. Ledelsen ser på basis af denne udvikling allerede nu grund til at hæve forventningerne til året, som markedet tog imod med klapsalver – aktien steg 11% på dagen og fortsatte yderligere op de efterfølgende dage.

Lundbeck leverede et stærkt første kvartal, hvor resultat før skat var hele 49% højere end konsensus. Overraskelsen kom primært fra hurtigere omkostningsreduktioner end ventet men også fra omsætningen. I kvartalet voksede omsætningen samlet 6% med stærk fremgang i kerneprodukter og et lavere end frygtet pres fra generisk konkurrence på de ældre dele af porteføljen (især for Xenazine) både mht. priser og volumen. For 2016 hæves omsætningsforventningerne med DKK 400 mio., svarende til et beskedent fald i forhold til 2015, mens driftsresultatet opjusteres med DKK 300 mio. Målet for det samlede omkostningsprogram på DKK 3 mia. fastholdes dog, så justeringen vedrører hovedsagligt timing af besparelserne. Aktien steg på regnskabet.

DSV's regnskab var det første efter overtagelsen af UTi og beredte om en planmæssig integration af de tilkøbte aktiviteter. Som følge af det tidlige stadie af integrationen kan ledelsen stadig oplyse om "stand-alone" udviklingen i UTi's indtjening, som pt. giver underskud på driften, hvor sø- og luftfragt-aktiviteterne belaster mest. Der ventes positivt bidrag til driften fra tredje kvartal. Det "gamle" DSV leverede til gengæld en solid udvikling med organisk volumenvækst over markedsniveau og en vækst i driftsindtjeningen på ca. 10%. Det er positivt at se, at organisationen bevarer fokus i en tid, hvor integrationen af UTi kræver ledelsesressourcer. For året fastholdes forventningerne, som vi finder konservative. Vi vurderer dog tidligst, at en

opjustering kan komme på tale i forbindelse med regnskabet for andet kvartal, hvor væsentlige integrationsmilepæle er nået.

DFDS har haft en forrygende start på året med fremgang i volumen og indtjening i alle divisioner, som drog fordel af øget aktivitet, scrubber besparelser og prisstigninger. Den mest markante forbedring var i Østersøen, som i tillæg til ovennævnte blev begunstiget af en grænsedisput mellem Polen og Rusland, som påvirkede rutemønstrene. Der var også pænt indtjeningsløft på Nordsøen og Kanalen trods kapacitetstilførsel, og vi ser mere potentiale herfra i takt med øget belægningsgrad. Udviklingen overgik markant konsensus og drev da også en opjustering for året med DKK 200 mio. Vi tror, at der kan komme en yderligere opjustering senere på året samt potentiale for højere kapitaludlodning. Aktien steg kraftigt på regnskabet. I kølvandet på Brexit har aktien dog tabt højde qua sin eksponering til UK.

Rockwool overraskede med et stærkt regnskab for et ellers sæsonmæssigt svagt kvartal. Overraskelsen lå i en høj lønsomhed skabt af lavere råvarepriser samt effekten af den nye ledelses effektiviseringer. Man fremhæver f.eks. positiv ændring i produktmix, hvor mindre profitable produkter udfases, generelle besparelser og højere fabrikseffektivitet i US. I US er prisstrukturen også justeret til at opnå en prispræmie til glasuld samt en mere differentieret tilgang til diverse kundegrupper. Ledelsen havde oprindeligt stillet en driftsmargin på mere end 8,5% i udsigt for 2016, men med en realiseret margin på 8,4% i årets svageste kvartal er det mål klart uambitiøst, og ledelsen hævdede sin forventning til over 9%, hvilket vi stadig betragter som meget overkommeligt. Der spekuleres i, om det langsigtede mål på 10% også snart kan hæves, og aktien steg kraftigt på regnskabet.

Per Aarsleff nedjusterede forventningerne til resultat før skat i sit andet kvartalsregnskab med DKK 30 mio. til nu DKK 400 mio. Både Anlæg og Rørteknik melder om aktivitetsniveau under det forventede. Anlæg har ikke opnået den ventede ordreindgang, hvilket er en kombination af forsinkelser i flere udbudsprocesser og sammenfald af en række ordrer, som gik til anden side. Rørteknik er dog ramt af de svære markedsvilkår i Østeuropa og generelt prispres, og ledelsen har på den baggrund tilpasset kapaciteten. Lyspunktet i regnskabet var Fundering, hvor den indenlandske forretning oplever solid medvind. Dette mere end opvejer en svækket indtjening i divisionens udenlandske datterselskaber og gav anledning til en opjustering af lønsomheden. Efter regnskabet blev det udmeldt, at Aarsleff har indgået betingede ordrer på Femern forbindelsen for en samlet værdi på DKK 3,7 mia. Ordrene er betingede af tysk byggetilladelse og ventes ikke at blive endeligt afklaret i dette kalenderår.

Den længe ventede børsnotering af **DONG** blev en realitet i juni få uger før den skæbnsvangre Brexit afstemning. Casen i DONG tager afsæt i de senere års markante omstilling af energiproduktionen fra konventionelle energikilder (kul og gas) til vedvarende energikilder. DONG har globalt lederskab på udvikling og produktion af offshore vindkraft og en pipeline af nye projekter til gennemførelse frem til 2020, hvor støttereget er kendt, og afkastpotentialet anses attraktivt. Man har udviklet en partnermodel, hvor op til halvdelen af de respektive vindparker sælges til institutionelle investorer, der ønsker den forudsigelige afkastprofil, som et støttet vindkraft anlæg tilbyder. Afkastkravet hos disse investorer er lavere (6-7%) end det, DONG forventer for hele sin offshore vind division (13-15%), og ved delvis frasalg fremrykkes således noget værdiskabelse. I tillæg til vindkraft divisionen driver man en klassisk el- og

kraftværksforretning inkl. distribution og ejer en række olie- og gasfelter. Aktien blev introduceret på kurs DKK 235. Udbuddet var beskedent på blot 17%, og aktiesalget blev massivt overtegnet. Aktien steg 10% på første handelsdag.

En stribe danske selskaber har benyttet stilheden mellem regnskabsperioderne til at afholde kapitalmarkedsdag. I langt de fleste tilfælde var der hverken ændringer i strategi eller finansielle mål. **Coloplast** valgte som undtagelsen at fremlægge ny strategiplan for de kommende tre år "LEAD20". De langsigtede organiske vækstmål lyder nu på 7-9% mod tidligere 7-10% på baggrund af makroøkonomiske udfordringer i emerging markets. US fremhæves fortsat som en attraktiv vækstmulighed, hvor målet er årlig vækst over 10%. Målet om at øge overskudsgraden med 0,5-1,0% årligt er uændret. Til at understøtte de finansielle mål ser man behov for vækstinvesteringer på samlet DKK 2 mia. for perioden, hvilket er det dobbelte af niveauet fra foregående strategiperiode. Dertil ses også et lidt højere investeringsniveau relativt til omsætningen.

PORTEFØLJETILPASNINGER

Vi har lavet flere porteføljetilpasninger i løbet af andet kvartal.

Den væsentligste disposition i kvartalet var deltagelsen i børsnoteringen af **DONG**. Som nævnt blev noteringen meget overtegnet og aktietildelingen dermed lav. Vores tildeling betød, at porteføljen fra start har fået en betydelig undervægt i aktien.

En anden markant tilpasning var en større investering i **Pandora**, som har ligget svagt, efter at stigende guld- og sølvpriser har skabt frygt for svækkelse af selskabets marginer. Det er dog vigtigt at notere sig, at procentuelt høje stigninger fra et lavt prisniveau ikke behøver at få dramatisk effekt på det samlede omkostningsniveau, og vi ser tilstrækkelig styrke i brandet til, at Pandora kan kompensere herfor med de nødvendige prisstigninger. Vi valgte derfor at benytte kursfaldet til køb.

Vi har også øget vores overvægt i **Vestas**. Selskabet aflagde et stærkt regnskab for første kvartal, og vi ser potentiale for flere positive overraskelser i løbet af året – specielt fra USA hvor afklaring af støtteordningen er mere positiv end forudset. Aktien fik en hård medfart på nogle af de dage, hvor aktiemarkedet korrigerede, og vi benyttede anledningen til at supplere.

Vi har introduceret **ALK** i porteføljen. Aktien er steget meget på rivalens leveringsproblemer, som ALK åbenlyst vinder markedsandele på. Den nye prognose virker fortsat meget forsigtig, og vi tror på endnu en opjustering i år. Vi er nu neutralvægtet i aktien.

Vi har også øget beholdningen i **Genmab**, hvor den positive nyhedsstrøm på adskillige kombinationsstudier med Darzalex samt et stærkt optag på de aktuelt godkendte indikationer støtter investeringscasen. Vi har nu en overvægt i aktien.

Endeligt har vi fortsat vores køb i **DSV**. Det er stadig vores vurdering, at markedet undervurderer potentialet i UTI integrationen. Da integrationen dog stadig er på et tidligt stade, ser vi tidligst mulighed for opjustering af synergipotentialt i forbindelse med andet kvartalsregnskab.

Til finansiering har vi bl.a. nedbragt likviditetsbeholdningen i porteføljen, som i begyndelsen af kvartalet var høj.

På salgssiden har vi afviklet vores aktiebeholdning i **Matas**. Vi ser et presset omsætningsscenarie fra svagt dansk privatforbrug kombineret med skærpet konkurrence, som fordrer investeringer i butiksnettet, hvor afkastprofilen er usikker. Vi ser ikke længere en god investeringscase og har taget konsekvensen heraf.

Dernæst har vi også skaffet likviditet gennem salg af **Carlsberg** aktier. Vi føler os ikke overbeviste om, at den nye strategi for alvor vil rykke ved værdiskabelsen, mest af alt fordi vi ikke ser et egentlig sporskifte i forretningen. Vi har derfor benyttet den fornyede optimisme i aktien efter chefskiftet til at sælge.

I løbet af kvartalet har vi adskillige gange skaffet finansiering i forsikringsaktierne **Topdanmark** og **Tryg**. Vores syn på de respektive cases adskiller sig ikke væsentligt fra konsensus, og vis derfor ikke en katalysator for en reprisering på den korte bane. Vi synes, begge selskaber er veldrevne og har efter salget fortsat overvægt i aktierne.

Slutteligt har vi solgt aktierne i **FLS** og dermed afviklet ejerskabet. Der er stadig ingen overbevisende tegn på bedring i investeringslysten på hovedmarkederne, og trods beskedne forventninger, ser vi altså ikke et overbevisende afkastpotentiale i nær fremtid.

De 10 største positioner

Selskab	Beholdning i %
Novo Nordisk	9,8
Pandora	9,4
Vestas	9,2
DSV	7,6
Genmab	5,2
Chr. Hansen	5,0
DFDS	4,9
Danske Bank	4,9
A.P. Møller Mærsk	4,5
Coloplast	4,3

De 5 største overvægte

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

De 5 største undervægte

Aktivklasse	PF i %	BM i %	Exp.-point i %
Novozymes	0,0	4,5	4,5
A.P. Møller Mærsk	-1,5	8,7	4,2
Danske Bank	4,9	8,1	3,2
Lundbeck	0,0	3,0	3,0
DONG Energy	3,1	6,0	2,9

EUROPA SMALL CAP

MARKEDSUDVIKLING

I dagene op til UKs EU-afstemning steg tilliden til at briterne ville stemme nej til at forlade EU. Da det modsatte resultat blev offentliggjort, faldt aktierne markant. Dog reboundede de fleste ikke-bankaktier lige så hurtigt som de faldt. Imens aktiemarkedet rettede sig, så fortsatte pundet sin glidebane. Frygten for en uigenkaldelig disintegration er den primære risikofaktor. Økonomiske indikatorer i de kommende uger og måneder vil vise effekterne af afstemningen.

Centralbanken forventes at ville øge deres pengepolitiske lempelsesprogrammer til at supportere priserne på finansielle aktier og lægge en dæmper på volatiliteten. Fed har allerede udtalt at den tidligere intention om rentestigninger er mindsket og chefen for Bank of England, Mark Carney, meldte den 30. juni ud at det britiske farvel til EU er så alvorligt, at et eller flere rentehug nedad fra den nuværende rekordlave rente på 0,5% kan komme på tale. Den "dovish" pengepolitik er bullish for aktier og tyder på at et vindue af muligheder er opstået i en tid, hvor frygt er dominerende.

Europæisk small cap underperformede europæisk large cap i juni, hvor MSCI Europa faldt med 4,20% mens MSCI Europa Small Cap faldt 8,91%.

AFKAST

Porteføljens afkast (før omkostninger)

	juni	2. kvartal	2016
SEBinvest, Europa Small Cap	-8.47%	-8.21%	-14.84%
MSCI Europa Small Cap, net div. (DKK)	-8.91%	-4.53%	-10.13%
Performance %-point	0.44	-3.68	-4.72

Porteføljens afkast var i juni -8,47%, og for benchmark (MSCI Europa Small Cap inklusive udbytte, DKK) var afkastet -8,91%, hvilket medfører en outperformance på 0,44%-point.

For året som helhed, er porteføljens afkast på -14,84%, hvilket er 4,72%-point dårligere end markedet.

I nedenstående tabel har vi gengivet de fem bedste og fem dårligste relative afkastbidrag for juni

Porteføljens relative afkastbidrag i %-point – TOP 5

Company	Industry	Relative Return
Dometic Group	Auto Components	0.28%
Tecan Group AG	Healthcare Equipment	0.27%
Duerr AG	Machinery	0.21%
Sartorius AG	Healthcare Equipment	0.20%
Interpump Group SpA	Machinery	0.17%
Sum af top 5		1,13%

Dometic er en høj kvalitets vækstvirksomhed til en attraktiv værdiansættelse. Det er en global markedsleder inden for niches som er eksponeret til stigende outdoor aktiviteter. I det vigtigste segment, udstyr til autocampere, har Dometic en global markedsandel på 40%. Selskabet er veldrevet og har et højt afkast på kapitalen, som giver et stærkt cash flow til vækst og stigende udbytter. Den stærke performance i måneden kan tilskrives en række positive signaler fra kunderne. Bl.a. har en af

Dometics største kunder, Trigano, rapporteret 25% vækst i salget af autocampere. Aktien blev købt i maj, og er en af fondens største eksponeringer.

Tecan er markedsleder indenfor laboratorieautomatisering. Virksomheden udbyder laboratorieinstrumenter og automatiseringsløsninger til life science og diagnostikbranchen. I 2015 steg ordreindgangen med 14% og EBITDA-marginen steg med 200 basispoint til 18.9%, hvilket oversteg selskabets forventninger med 100 basispoint. Aktien faldt sammen med resten af aktiemarkedet umiddelbart efter "Brexit"-annonceringen, men reboundede så kraftigt at den endte som en stærk performer for måneden.

Dürr, baseret i Tyskland, er global markedsleder indenfor teknologi til maling af biler. Aktien har performeret stærkt i juni baseret på positive signaler fra det kinesiske marked, hvor bl.a. flere nystartede elbilproducenter er i dialog om ordrer. Indtjenings-forventningerne for Dürr har været stabile og selskabet har på det nuværende prisniveau en free cash flow yield på 8%. Flere analytikere har rykket deres anbefaling til køb. Dürr er blandt porteføljens 10 største positioner.

Sartorius er en global markedsleder indenfor laboratorie- og procesudstyr specielt til biopharma-virksomheder. En stigende del af medicin er bio-pharmaceutisk produceret af levende celler, hvilket øger kravene betydeligt til laboratorieudstyret. Selskabet leverede tocifret omsætnings- og indtjeningsvækst i første kvartal, og aktien er som et resultat steget 15% i juni efter at have konsolideret siden starten af året.

Interpump har en række attraktive markedspositioner inden for pumper og hydraulik. Flere af markederne har cyklisk modvind, blandt andet Trucks i US samt olie og gas-industrien. Selskabet imponerede med at rapportere bedre vækst og marginer end ventet, blandt andet som følge af synergier fra opkøb.

Porteføljens relative afkastbidrag i %-point – BUND 5

Company	Industry	Relative Return
Arrow Global Group Plc	Consumer Finance	-0.64%
Polypipe Group Plc	Building Products	-0.44%
Banca IFIS SpA	Financial Services	-0.44%
Greencore Group Plc	Food Products	-0.27%
Patrizia Immobilien AG	Real Estate	-0.18%
Sum af bund 5		-1,97%

Arrow Global har base i England og opkøber samt servicerer porteføljer af misligholdt gæld, primært bestående af forbrugslån uden sikkerhed. I juni faldt aktiekursen markant sammen med resten af finanssektoren som følge af usikkerhederne forbundet med "Brexit". "Brexit" vil på kort sigt kunne føre til svagere indkrævning af dårlige lån, men dette vil være opvejet af betydeligt større udbud af misligholdte lån til salg. Vi forventer ikke nogen større ændringer i regulering selv efter Englands udtræden af EU. Vi har valgt at øge position i selskabet ovenpå tilbagefaldet, da vi forventer at aktien kan stige kraftigt i tilfælde af finans kommer tilbage.

Polypipe er en af Europas største producenter af plastic rørsystemer til hovedsageligt Storbritanniens, Frankrigs og Irlands byggemarkeder. Ca. halvdelen af selskabets omsætning, der kommer fra nybyggeri og infrastrukturprojekter, forventes at være under pres i en situation, hvor investorer trækker penge ud af UK. Derimod er den anden halvdel, der kommer fra renovering og vedligeholdelse, meget lidt sensitiv for det udfald. Insiders har

udtrykt deres tillid til aktiens fremtidsudsigter ved selv at købe op til attraktive priser. Trods det at Polypipe er faldet i juni, har den alligevel klaret sig noget bedre end den øvrige del af byggesektoren i UK.

Banca Ifis har specialiseret sig indenfor factoring og inddrivelse af ikke-performende lån i Italien. Virksomheden har fortsat sin kraftige ekspansion ind i ikke-performende låneporteføljer ved et opkøb af en €70 mio. låneportefølje. Aktiens nedtur accelererede i juni sammen med resten af finanssektoren. Eksponeringen til aktien er reduceret i maj og juni måned.

Greencore er ledende producent af convenience foods, sandwiches og færdigretter specielt til markeder, hvor firmakantiner ikke er udbredt. De seneste år har selskabet ekspanderet i US, hvor de har vundet store kontrakter for Starbucks og 7-eleven. Profitabiliteten på det amerikanske marked skuffede i starten af året og "Brexit" gav yderligere anledning til aktiesalg i juni. Eksponeringen er blevet reduceret i måneden, men vi ser stadig potentiale i aktien. Forretningen er stabil og vokser kraftigt. Aktien er derimod meget volatil og priser vækst ind i gode tider. Det er det gap mellem pris og værdi, der er blevet lukket i de seneste måneder.

Patrizia er beliggende i Tyskland og specialiserer sig i asset management indenfor ejendomssektoren og har investeringer og kunder i hele Europa. Transformationen af virksomheden til en integreret ejendoms asset manager er gået godt og de sidste ejede ejendomme vil blive solgt i år. Patrizia har gjort det klart at en europæisk ekspansion ind i udvalgte lande er på toppen af agendaen. Vi ser den nuværende transformation som værdiskabende for aktionærene. Aktien har konsolideret siden starten af året efter at have steget 350% på 2 år.

Porteføljens største selskabseksponeringer

Porteføljens største relative selskabseksponeringer		%-point
Aurelius AG	Capital Markets	3,8%
Aarhuskarshamn AB	Food Products	3,5%
Dometic Group AB	Auto Components	3,5%
Eurofins Scientific	Healthcare Equipment	3,5%
Aroundtown Property Holdings	Real Estate	3,3%
Duerr AG	Machinery	3,3%
Industria Macchine Automatic	Machinery	3,2%
Beazley PLC	Insurance	3,0%
Bakkafrost P/F	Food Products	3,0%
Arrow Global Group Plc	Consumer Finance	3,0%

De ti største eksponeringer i porteføljen i forhold til benchmark udgør 36,6%.

ÆNDRINGER I PORTEFØLJEN

Der er foretaget en række justeringer i porteføljen i løbet af juni måned. Generelt er flere af de store selskabers eksponeringer blevet reduceret og finansvægten er blevet reduceret fra ca. en tredjedel til en fjerdedel af porteføljen. En række selskaber er ved at blive solgt ud. Leonteq, Paragon, Worldline og Ferratum er solgt helt ud i løbet af juni. Vi vurderede at Leonteq, Paragon og Ferratum havde for lav kvalitet eller for usikre forretningsmodeller til et "Brexit"-event, mens Worldline blev solgt på grund af høj prising efter en god performance siden starten af året.

Der er købt 3 nye aktier i juni.

Telit Communications er en global markedsleder indenfor industriel Internet of Things (IIoT) teknologi. Virksomheden udbyder et økosystem af komplet end-to-end løsninger sammensat af hardwaremoduler og platform as a service (PaaS). Telit er en af de få aktører i den nye branche, som allerede er profitabel og har øget sine frie pengestrømme år for år. Efter en halvering af aktiekursen i slutningen af 2015 oven på skuffende topinje guidance er selskabets aktier nu til salg til en attraktiv valuation. Vi ser de kommende år som transformerende for selskabet med betydelig upside potentiale.

Essentra er en førende international leverandør af specialprodukter til et antal slutmarkeder. Virksomheden er delt op i tre segmenter, der henholdsvis beskæftiger sig med emballering og etikettering af medicinal- og plejeprodukter, distribution af små, men kritiske industrielle komponenter og distribution af cigaretfiltere og relaterede produkter. Virksomheden har en særdeles god track record for at opbygge og købe sig til en markedsledende position i fragmenterede markeder. Ledelsen reducerede i juni sine forventninger til FY16 EBITA med 13-18% i forhold til analytikernes konsensusestimater på baggrund af bl.a. forsinket ordreindgang og en realisering af synergier fra M&A, der tager længere tid end ventet. Vi vurderer at markedet har overreageret og priser aktien for billigt på nuværende niveauer.

Burford er en global markedsleder i retssagsfinansiering. Selskabet hjælper virksomheder med at finansiere advokatombudsninger, tjene penge på erstaningskrav og overførsel af risici. Burfords drift er ukorreleret med verdensøkonomien, da antallet og størrelsen af retssager er relativt konstante på tværs af økonomiske scenarier.

Porteføljens karakteristika

Characteristic	SEB Europa Small Cap	MSCI Europe Small Cap
Weighted Market Cap (EURm)	1.800	2.360
Number of Securities	51	918
Sales - T12 Growth	20,8	1,9
Operating Margin	13,8	6,0
Return on Capital	9,5	4,6
P/E Ratio Forward 12M	13,5	15,4
Price to Book Ratio (P/B)	2,5	1,6
Active Share %	94,2	

Kilde: Bloomberg Alpha

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

Porteføljens Risiko (ex. ante)

Risikotal ultimo juni	
Standardafvigelse (%)	16,5
Standardafvigelse, MSCI Europa Small Cap (%)	18,3
Tracking error (%)	4,6
Beta (inkl. cash)	0,88

Kilde: Bloomberg Alpha

Porteføljens ex. ante standardafvigelse er ultimo juni faldet med 0,1%-point i forhold til maj. Tracking Error er ligeså faldet med 0,1%-point. Porteføljen består aktuelt af 51 selskaber.

Disclaimer

Dette materiale er udarbejdet af SEB Investment/SEB Asset Management Sales, en enhed i Skandinaviska Enskilda Banken, Danmark, filial af Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ), Sverige ("SEB") SEB er en del af Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ), som er et svensk aktieselskab, og 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. Markedsværdien på finansielle instrumenter kan både stige og falde, og historiske afkast er ikke en sikker indikation på fremtidige afkast. Finansielle instrumenter som hører hjemme, eller investerer i, udenlandske markeder påvirkes også af udsving i valutakurser, som kan få værdien på instrumentet at stige eller falde. 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.: 6100050824

Depot nr.:

Rapporten er opgjort på handelsdag

Dato: 30-06-2016

Værdipapirer	ISIN	Stk.	Gns. købspris	Kostpris	Markeds-kurs	Markedsværdi	Ureal. gevinst/tab	Markedsværdi inkl. rente i DKK	Vægt %
Komantier (DKK) (FX = 1.0000)									
Transaktionskonto (DKK)									
TRKONTO									
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	105.7500	16,285,500.00	-263,340.00	5,652,900.77	2.95
2% Real 20									
2 RD T SDR0 2020 Jan	DK0009287716	16,755,000.00	107.4057	17,995,824.00	107.0300	17,932,876.50	-62,947.50	18,098,595.35	9.44
1% Real 21									
1 NYK II SDO X 2021 Jan	DK0009503005	3,900,000.00	103.3250	4,029,675.00	103.6700	4,043,130.00	13,455.00	4,062,416.89	2.12
2% Real 18									
2 NYK II SDO 2018 Oct	DK0009792954	2,750,000.00	105.3000	2,895,750.00	104.8500	2,883,375.00	-12,375.00	2,924,399.59	1.52
2% Real 19									
2 NYK G ROZL 2019 Apr	DK0009793846	6,000,000.00	105.4370	6,326,220.00	105.4600	6,327,600.00	1,380.00	6,357,189.04	3.31
SUM Realkreditobligationer									
47,796,309.00									
SUM Obligationer - Inkonverterba									
47,796,309.00									
Obligationer - Konverterbare (DKK) (FX = 1.0000)									
Realkreditobligationer									
4% Real 44									
4 RD S SDR0 2044 ALM	DK0009285348	1,684,946.75	106.2000	1,789,413.45	107.3500	1,808,790.34	19,376.89	1,827,334.29	0.95
2% Real 47									
2 NYK E SDO 2047 ALM	DK0009504169	39,008,962.88	96.5325	37,656,320.97	97.7500	38,131,261.22	474,940.24	38,325,438.08	19.98
4% Real 41									
4 NYK E SDO 2041 ALM	DK0009775355	16,484,003.13	107.2824	17,684,440.26	108.5000	17,885,143.40	200,703.13	18,060,727.16	9.42
4 NYK E SDO 2041 IO30	DK0009777724	5,342,439.00	106.0000	5,662,985.34	107.7000	5,753,806.80	90,821.46	5,811,189.39	3.03
Sum 4% Real 41									
23,871,916.55									
3 5% Real 44									
3.5 NYK E SDO 2044 IO10	DK0009787442	5,129,652.10	102.6300	5,264,561.95	104.6500	5,368,180.92	103,618.97	5,416,139.86	2.82
2% Real 24									
2 NYK I ROZL 2024 ALM	DK0009788416	4,223,301.57	102.9000	4,345,777.31	102.6000	4,333,107.41	-12,669.90	4,357,149.34	2.27

Forbehold: Der tages forbehold for eventuelle fejl i kurscr, 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: 30-06-2016

Værdipapirer	ISIN	Stk.	Gns. købspris	Kostpris	Markeds-kurs	Markedsværdi	Ureal. gevinst/tab	Markedsværdi inkl.rente i DKK	Vægt %
3% Real 47									
3 NYK E.SIX 2047 IO10	DK0009795700	35.566.856.73	97.6500	34.731.035.60	101.7750	36.198.168.44	1.467.132.84	36.472.137.76	19.02
Sum Realkreditobligationer				107.134.534.89		109.478.458.52	2.343.923.63	110.270.115.89	57.50
SUM Obligationer - Konverterbare				107.134.534.89		109.478.458.52	2.343.923.63	110.270.115.89	57.50
Investeringsforeninger (DKK) (FX = 1.0000)									
Investeringsforeninger mv									
Inv - akti Danske									
SEBinvest Danske Aktier	DK0010260629	518.000	282.2237	146.191.88	288.8529	149.625.80	3.433.93	149.625.80	0.08
Inv - akti Europa									
SEBinvest Europa Højt Udbytte (S	DK0016002496	931.000	131.6344	122.551.66	127.6560	118.847.74	-3.703.93	118.847.74	0.06
SEBinvest Europa Small Cap	DK0016283211	775.000	412.7700	319.896.75	378.0231	292.967.90	-26.928.85	292.967.90	0.15
Sum Inv - akti - Europa								411.815.64	0.21
Inv - obl. Emerging Market bonds									
SEBinvest EMB Index (SEB AB)	DK0016283567	162.734.000	101.5137	16.519.736.20	107.6958	17.525.768.32	1.006.032.12	17.525.768.32	9.14
Inv - akti Nordamerika									
Wealth Invest AKL SEB Global Ak	DK0060616217	100.952.000	100.0000	10.095.200.00	98.8108	9.975.147.88	-120.052.12	9.975.147.88	5.20
Sum Investeringsforeninger mv.				27.203.576.49		28.062.357.64	858.781.15	28.062.357.64	14.63
SUM Investeringsforeninger (DKK)				27.203.576.49		28.062.357.64	858.781.15	28.062.357.64	14.63
TOTAL								191.789.420.37	100.00

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

