

Kapitalförvaltningens kvartalsrapport
Q3 2020



KAMMARKOLLEGIET

Innehåll

Nyckelordet är tillväxt	4
Den starka återhämtningen överraskar	6
Låga räntor driver tillgångspriser	6
Återhämtningen på aktiemarknaden har gått klart snabbare än förväntat	6
Bolagens vinster bättre än väntat i krisen	7
Utdelningarna kommer tillbaka	7
Värderingen är hög	7
Korrektion inom techsektorn och cykliska bolag i slutet av månaden	7
Alternativa placeringar kommer att vara än mer intressanta pre-Corona	8
Fastighetskonsortiet Slottet – fortsatt attraktivt jämfört med andra tillgångsslag	10
Avslutningsvis	11
Definitioner	13
Räntekonsortiet	14
Företagsobligationskonsortiet	16
Företagsobligationskonsortiet FRN	18
Stiftelsekonsortiet GIVA	20
Aktiekonsortiet Spiran	22
Aktiekonsortiet Sverige	24
Aktieindexkonsortiet Sverige	26
Aktieindexkonsortiet Utland	28
Aktieindexkonsortiet Äpplet	30
Aktiekonsortiet Kronan	32
Fastighetskonsortiet Slottet	34

Nyckelordet är tillväxt

I detta märkliga år 2020 så präglades tredje kvartalet av en fortsatt mycket stark återhämtning på marknaderna. Börserna har gått starkt och räntorna ligger på en fortsatt mycket låg nivå. Räntekurvan är i stort sett helt flack vilket skvallrar om ett lågt förtroende för kommande tillväxt. Uppgången på risktillgångar är underblåst av riksbankernas obligationsköp snarare än av fundamentala faktorer såsom förväntningar om vinsttillväxt. Detta manar till viss försiktighet och ger en viss anledning till oro inför den närmaste framtiden. Förnyad smittspridning och trassliga Brexitförhandlingar är ytterligare orosmoln som spär på osäkerheten.

Tidigare under året har analytikerna varit lite försiktiga med sina vinstprognoser för 2021–22, men nu börjar de justeras uppåt. Värderingen på Stockholmsbörsen är fortsatt hög och handlas i skrivande stund på p/e¹ 18, vilket är väl över sitt historiska värde. I denna nya värld som vi befinner oss i har teknikbolagen stått i fokus. En utveckling på det digitala området som normalt borde ta flera år har accelererat till några månader och detta avspeglas också på teknikbolagens värderingar på börsen. Nyckelordet har blivit tillväxt. Marknadsläget liknar lite det som var vid slutet av 90-talet då internetbolag värderades upp till väldigt höga nyckeltal. I denna miljö så blir långsiktiga förvaltare tillfälligt straffade, speciellt de som arbetar med investeringar i trygga, etablerade bolag som över tid ger en stabil avkastning i form av god marknadsutveckling och god direktavkastning. Vår investeringsfilosofi bygger på att hitta värdeskapande företag som över tid har god lönsamhet och tillväxt. Det är tillfällen där börskursen av någon anledning inte har

¹ p/e = Price/Earnings ration, aktiekursen delat med vinst per aktie

hängt med det långsiktiga värdet på bolaget som är intressanta för oss. Där det fundamentala värdet med andra ord är högre än det rådande marknadsvärdet. Den här typen av obalanser brukar med tiden rätta till sig och ger ofta god avkastning i långa loppet. Våren och sommaren 2020 har varit extremt volatil och marknadens placeringshorisont har varit väldigt kortsiktig snarare än fundamental. En annan faktor som har bidragit negativt till utvecklingen för värdebolag är de slojade utdelningarna för 2020. Den senaste tiden så har det kommit signaler att en del av dessa utdelningar ändå kommer marknaden tillgodo i form av extrautdelningar mot senare delen av året, något som har gett ett positivt bidrag till börskurserna.

Alternativa Investeringar

Den höga värderingen på börsen till följd av centralbankernas stimulanser gör att investera nu breddar sin horisont och tittar på alternativa tillgångsklasser. En av dessa är fastigheter. Fastigheter anser vi vara en väldigt bra ingrediens i en tillgångsportfölj då tillgångsklassen är förhållandevis okorrelerad mot andra tillgångsklasser. Fastigheter kan också bidra till en god direktavkastning, något som flera av våra kunder värdesätter. Fastigheter är också ett tillgångsslag som trivs i en lågräntemiljö – något som vi tror vi kommer att få leva med under lång tid framöver. Kammarkollegiets fastighetskonsortie Slottet som vi lanserade för drygt ett och ett halvt år sedan är en konstruktion som gör det möjligt för små och stora kunder att investera i något som kan jämföras med en obelånad fastighet. Slottet har också den egenskapen, gentemot en placering i fysiska fastigheter, att man betydligt snabbare kan likvidera sin position. En direktinvestering i en fysisk fasthetsfond kan vara låst på 10 år eller mer. Vi skriver mer om detta längre fram i denna kvartalsrapport.

Även Private Equity är ett alternativ att investera i. Vi skapar nya tjänster inom detta område och ser fram emot att återkomma inom kort med mer information.

Kammarkollegiet flyttar

En intern angelägenhet som vi ser fram emot är vår förestående flytt i början av december. Efter tio år på Birger Jarlsgatan så styr vi nu kosan hemåt, mot Slottsbacken mitt emot Stockholms slott. Vi tar där över Myntkabinettets tidigare lokaler. Slottsbacken var Kammarkollegiets första adress, för närmare 500 år sedan, i slottet Tre Kronor. Det är lite som att komma hem igen, trots att ingen av oss har varit med från början. Det är givetvis en utmaning att flytta under coronatider, men hittills har allt gått enligt plan sånär som på ett par veckors försening. Trots att vårt nya kontor byggdes 1675 så renoveras det nu till att bli ett toppmodernt kontor för vår myndighet.



Bengt Svelander

Avdelningschef på Kapitalförvaltningen,
Kammarkollegiet

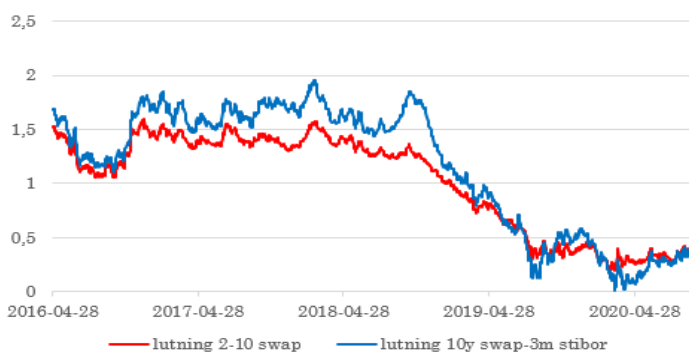
Den starka återhämtningen överraskar

Låga räntor driver tillgångspriser

Tredje kvartalet har präglats av nya förhoppningar om att pandemins ekonomiska följdverkningar ska blåsa över snabbt. Börser har fortsatt gått starkt och kreditpremier har minskat. Makroekonomiska data har till viss del blåst under detta då de negativa utfallen till stor del inte har visat sig vara så blodiga som förväntat men lyfter man blicken så kvarstår dock faktum att 2020 kommer bli ett förlorat år ur ekonomisk synvinkel med negativ tillväxt, stigande arbetslöshet och kraftigt ökande statsskulder.

Räntekurvan är nu i princip helt flack med en 10-årig swap som erbjuder 0,40 procent högre ränta än en rörlig interbankränta. Även om räntekurvan till stor del är påverkad av centralbankens tillgångsköp vittnar den flacka kurvan om lågt förtroende för framtida tillväxt och en tro på att räntan kommer vara mycket låg under överskådlig framtid. Även Riksbanken själv säger att de ska hålla räntan på 0 under de närmsta tre åren.

Figur: Räntekurvan



Låga räntor i sig leder till högre tillgångspriser när framtida kassaflöden diskonteras. Osäkra prognoser för kassaflöden långt fram i tiden får därmed ett större bidrag till nuvärdet. Låga räntor skruvar upp värdet och förstärker osäkerheten.

Vi lever också i en värld där tillgångspriser till stor del bestäms av krafter som inte

främst tittar på det fundamentala värdet i tillgången. Centralbanker köper obligationer i stor skala och i Sverige har Riksbanken nu börjat köpa såväl bostadsobligationer som kreditobligationer. Detta påverkar priset, trycker ner räntenivåer och minskar spreadar.

På aktiesidan ser vi en allt ökad andel av flöden som går in i olika indexerade produkter. En indexfond köper tillgångarna fördelade efter marknadsvärdet. Om ett bolag ökar sitt marknadsvärde kommer det i sig locka till sig än mer kapital. Det som blir dyrt blir per automatik ännu dyrare.

Att en allt större del av de finansiella marknaderna drivs av icke-fundamentala faktorer samtidigt som värderingarna skruvas upp och osäkerheten ökar är en kombination av faktorer som varje investerare bör fundera igenom ordentligt.

Återhämtningen på aktiemarknaden har gått klart snabbare än förväntat

Efter den rekordsnabba och djupa börsnedgången i februari-mars har många av världens börser återhämtat sig och handlas idag till ett högre värde än vid årsskiftet. Massiva stimulanspaket från amerikanska FED, expansiv finanspolitik, starkare bolagsrapporter samt förbättrade makroindikatorer har drivit på utvecklingen och även bolagens inköpschefer ser ljus på framtiden där index (PMI) under kvartalet gått från att befinna sig i kontraktionsområde (lägre än 50) till att befinna sig i expansion/tillväxt. Värt att notera är att svenska inköpschefer-index för industrisektorn nu befinner sig över sitt historiska genomsnitt.

Under året har MSCI World stigit med 2 procent drivet av den amerikanska marknaden. Tekniktunga Nasdaq sticker ut och har fortsatt att stiga under kvartalet. För årets första nio månader har ökningen varit hela 24 procent. Många marknader i Europa har fortfarande en del kvar av återhämtningen men Stockholmsbörsen tillhör en av de bättre i Europa med en uppgång på 8 procent.

Bolagens vinster bättre än väntat i krisen

Inför halvårsrapporterna sänktes globala vinstprognoser kraftigt till följd av coronavirusets spridning. I USA var en tredjedel av vinsterna bortopade jämfört med föregående års siffror. Osäkerheten inför rapporterna för andra kvartalet var således stor, mycket på grund av att det var första kvartalet med full effekt från covid-19.

Det man kan konstatera i efterhand är att bolagens rapporter kom in klart över marknadens förväntningar, framförallt vinsterna. Aggregerade vinster för det breda amerikanska aktieindexet S&P500 kom in 23 procent över marknadens estimat medan STOXX 600, ett brett europeiskt aktieindex, överträffade marknadens prognoser med hela 37 procent. Motsvarande siffra för Stockholm-börsen var 10 procent.

Företagens försäljningssiffror kom dock in i linje med förväntan vilket betyder att det var kostnadssidan som överraskade. Tydligt är att bolagen har varit klart skickligare på att hantera sina kostnader än väntat, mycket på grund av den begränsade insikt som marknaden har haft kring vad som är faktiska kostnadsbesparingar hos företagen och vad som erhållits av staten i form av stöd.

Utdelningarna kommer tillbaka

I takt med att samhället öppnat upp och bolagen fått en större insikt i hur pass hårt krisen slår på intäkterna har vi under kvartalets senare del sett flertalet bolag föreslå en extra bolagsstämma för att besluta om utdelning för 2019. En del av dessa har varit väntade, då effekten av corona på vissa bolag varit marginell som exempelvis Husqvarna och Essity, medan andra har varit något mer oväntade som exempelvis Skanska och Ratos. Ratos är ett extra intressant case då man valt att betala tillbaka det statliga stöd som erhållits för att kunna dela ut pengar utan att bli återbetalningskyldig i efterhand. Om fler bolag väljer att följa samma väg återstår att se.

Målet för utdelningen i Kammarkollegiets stiftelsekonsortie GIVA ligger på 4,5 procent årligen. De senaste åren har nivån hamnat runt 6 procent men årets extraordinära situation medför att andelsägare måste räkna med ett något lägre utdelningsbelopp

Värderingen är hög

Om man i början av kvartalet var lite försiktig med hur pass mycket man extrapolerade från andra kvartalets rapporter i framtida vinstprognoser så kan vi i slutet av kvartalet konstatera att vinstprognoserna för 2021 och 2022 har börjat skruvas upp. Värderingen på börsen förblir dock fortsatt hög. Stockholmsbörsen handlas just nu på p/e-talet 18 vilket är klart över sin historiska median på 15. Det är inte bara Stockholmsbörsen som är högt värderad. För MSCI World är motsvarande tal 20,5 att jämföras med dess historiska median som ligger runt 14-15.

Korrektion inom techsektorn och cykliska bolag i slutet av månaden

Att teknikaktier har gått otroligt starkt under året har inte undgått någon. Tekniktunga Nasdaq Composite är upp 24 procent sen årsskiftet och når konstant nya all time highs, mycket tack vare FAAMG-bolagens (där Netflix byts ut mot Microsoft) starka kursutveckling. De amerikanska techbolagen har nu blivit så pass stora att bolagen i sig är större än flera av världens börser. Microsoft värderas högre än hela tyska DAX-indexet och slår man ihop marknadsvärdet för alla FAAMG-bolagen är värdet över 6,5 triljoner USD, vilket är större än den japanska börsen, Hong Kong-börsen och Kinas börser kombinerat.

I slutet av kvartalet ökade volatiliteten på de amerikanska marknaderna i vad som verkar vara vinsthemtagning från de högt värderade teknikbolagen. Korrektionen i början av september var initialt segregerad till tekniksektorn, men i slutet av månaden började även cykliska bolag, som under sommaren gynnats av att samhällen åter öppnas upp och ekonomin återhämtar sig, att tappa momentum för mer värdeorienterade aktier.

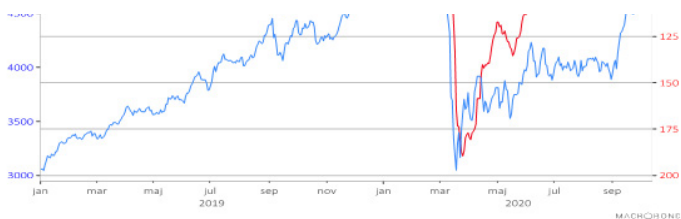
Rapportsäsongen för det tredje kvartalet kommer att lämna besked om hur väl återhämtningen sipprat ned i bolagens resultaträkningar. Det kan ge vägledning i hur pass robust konjunkturen är och därmed hur bekväm marknaden är med de högre värderingarna. Börser brukar dock vara lyhörda för mer externa faktorer och med ett amerikanskt stökigt presidentval i antågande samt signaler om ökad smittspridning av corona kan osäkerheten öka under hösten.

Alternativa placeringar kommer att vara än mer intressanta pre-Corona

De senaste månadernas snabba ekonomiska återhämtning förklaras av kraftiga finanspolitiska stimulanser från världens regeringar samt massiva åtgärder från centralbankernas sida. Även om det alltid finns risker för bakslag tycks de värsta scenarierna för ekonomin kunna uteslutas eftersom vaccin mot covid-19 beräknas introduceras under första kvartalet nästa år och långdragna nedstängningar därmed mindre troliga. Dessutom kommer vi med stor säkerhet att få leva med låga nominella och negativa realräntor under lång tid framöver. Ur ett finansiellt perspektiv innebär det goda tider för såväl riskfyllda som alternativa investeringar då den alternativa avkastningen på ränteplaceringar kommer att vara låg, liksom även finansieringskostnaden. Nedan följer en analys av fastighetsmarknaden.

Nedanstående figur visar den snabba återhämtning som skett både för fastighetsaktier och kreditmarknaden (A), vilka är komunicerande kärl. En lägre lånekostnad är bra för intjäningen i bolagen, samt att det krävs bättre intjäningsutsikter för att kreditvärdigheten ska bedömas som bättre.

Figur: Fastighetsaktieindex och utveckling av kreditspreadar (omvänd skala) dvs bolagens lånemarginaler



Förutom låga räntor, har svenska fastighetsbolag låg belåningsgrad och god räntetäckning, det vill säga balansräkningsrisker kan sägas vara låga. Bankerna är välkapitaliserade och befarad risk för kreditförluster har minskat, vilket indikerar att kreditgivning kan fortgå som normalt. Ovanstående figur visar att kreditspreadarna minskat kraftigt sedan i våras, vilket är viktigt för de flesta noterade fastighetsbolagen som i allt större utsträckning finansierar sig via

obligationsmarknaden och inte enbart via bank.

Vid halvårsrapporteringen uppvisade fastighetsbolag generellt sett mycket goda resultat trots coronakrisen. Hyresintäkterna hade dock minskat något för jämförbart bestånd, vakansgrader ökat marginellt samt marknadsvärdet på handelsfastigheter nedvärderats något. Osäkerhet om framtida intäkter består inom framför allt hotell och handel samt i viss mån för kontorsfastigheter.

Aktuella trender på fastighetsmarknaden:

- Under senare år har kraftiga hyresuppgångar för kontorsfastigheter i större orter uppstått, bland annat som en följd av att techbolag efterfrågat centrala lägen. I takt med sämre konjunktur och ökat hemarbete och därmed behov av mindre lokaler finns en påtaglig risk för lägre hyresnivåer.
- Svagare konjunktur, som kan påverka bland annat efterfrågan på lokaler negativt. Detta är primärt en risk för kontorsfastigheter.
- Retaildöden. E-handel vinner alltmer terräng. Dock föreligger en stor skillnad mellan dagligvaruhandel som går utmärkt medan kläd/konfektion snabbt försämras. Rätt läge och hyresgäster är av stor betydelse. Avkastningskraven har stigit trots lägre räntor det vill säga riskpremien har ökat.
- Efterfrågan på logistikfastigheter fortsätter att öka. E-handeln har behov av lokala lager.
- Finansiell stabilitet. Banker är idag välkapitaliserade och därmed är risken för kreditförluster begränsade. Detta ökar möjligheten till utlåning till fastighetssektorn, men bankerna har idag redan hög exponering mot sektorn samtidigt som FI överväger ökade riskvikter för utlåning till fastighetssektorn. Detta riskerar att ge högre lånemarginal och därmed högre räntekostnader för bolagen.

- Låga räntor består under lång tid, men däremot kan bolagens finansieringskostnad påverkas eftersom såväl bankmarginaler som ”spreadar” på obligationsfinansiering förändras i takt med ändrad riskaversion.
- Fastighetsbolag lånar i större utsträckning via obligations- och certifikatmarknaden, det vill säga kreditvärdigheten blir av central betydelse eftersom det påverkar både lånemöjligheter och räntekostnader.
- Mer hemmaarbete pre-corona. Ökat hemarbete kan bestå vilket får till effekt att företag behöver mindre men mer flexibla lokaler samt att resvägen blir mindre viktig vid bostadsköp, en slags grön våg med avtagande urbanisering.
- Historiskt har både ökade hyresintäkter (för ett like-for-likebestånd) och generellt fallande avkastningskrav ökat värderingar på fastigheter. I framtiden är det mer troligt att värdeförändringar kommer att drivas av intäktsförändringar snarare än förändrade avkastningskrav.

En traditionell riskpremie på fastigheter kan sägas ligga på cirka fem procentenheter (fem procent fastighetsyield – noll procent riskfri ränta), vilket är historiskt högt. En annan relevant jämförelse är relationen fastighetsyield (driftnetto i förhållande till fastighetsvärde) och företagets lånekostnad (i snitt strax under två procent). Det är denna differens, om tre procentenheter i ”yield gap”, som driver bolagens förvaltningsresultat. En enkel beskrivning av fastighetsyields per sektor och kommentarer kring detta syns i nedanstående tabell. De siffror som är noterade nedan är ”lågstanivåer” CBD (Central Business District) men stora variationer förekommer beroende på läge och region.

Tabell: Fastighetsyields för olika sektorer

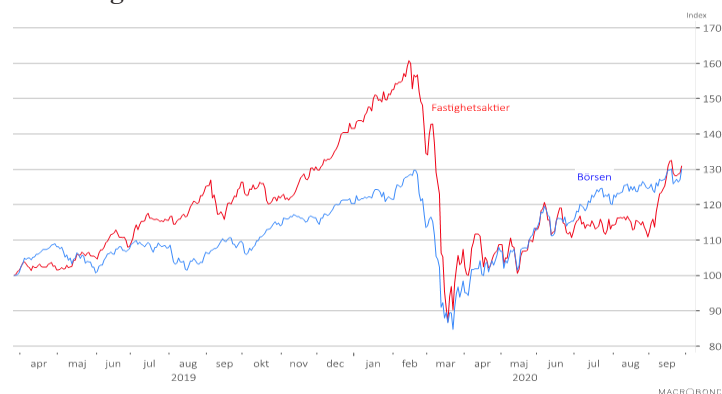
Sektor	Yield	Prognos/kommentar
Logistik/Lager	>4,5	Fallande trend men stora skillnader mellan regioner
Bostadsfast.	>2,0	Stabil trend.Yield i centrala delar i regionala tätorter överstiger 4%, men är väsentligt lägre i centrala Stockholm.
Samhällsfast.	>4,25	Fallande trend. Skillnader mellan till exempel äldreomsorg och universitetsbyggnader och lägen.
Kontorsfast.	>3,25	Risk för stigande yields. Stora skillnader mellan regioner och även centrala/mindre delar

Tabellen anger att avkastningen – som genomsnittligt är högre än de som anges i tabellen – är attraktiv i förhållande till både riskfri ränta och låneränta.

Fastighetskonsortiet Slottet – fortsatt attraktivt jämfört med andra tillgångsslag

Fastighetsaktier har haft en dramatisk utveckling under de två senaste åren. En synnerligen kraftig uppgång fram till slutet på februari detta år och därefter ett dramatiskt fall för att sedan återhämta sig igen. Avkastningen för Slottet har varit 20 procent sedan start det vill säga på drygt 1,5 år. Vi anser att Slottet även fortsättningsvis är en intressant och viktig byggsten i en portfölj.

Figur: Svensk börs- och fastighetsaktieutveckling sedan Slottets start



Det finns anledning att tro att Slottet kommer att ge högre avkastning än obelånade fysiska fastigheter över tid. Erfarenheten visar att stora noterade fastighetsbolag varit bättre på att skapa aktieägarvärde än stora kapitalägare som äger fysiska fastigheter (exempelvis Livbolag) över tid. Det kan förklaras av att noterade (stora) bolag har lägre fasta kostnader då administrativa kostnader kan slås ut på större uthyrda ytor samt lättare att genomföra fastighetsutveckling. Generellt gäller även möjlighet till bättre finansiering (etablerade bolag får bättre lånevillkor).

Figuren på nästkommande sida visar aktuella värderingar per den 23 september, det vill säga aktuell aktiekurs i förhållande till senast rapporterade substansvärde per aktie. Vissa bolag har under lång tid handlat till en kraftig premie.

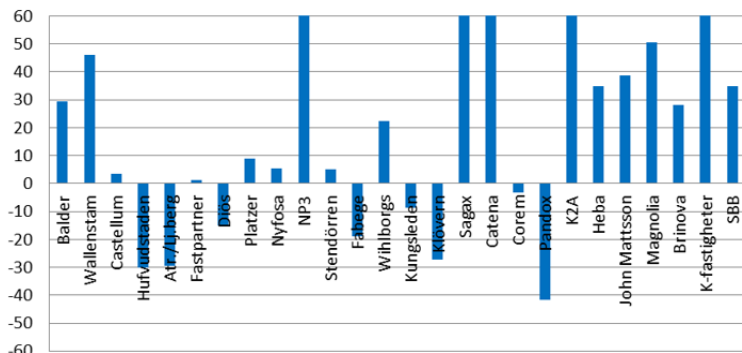
Vi ser för tillfället en coroneffekt där min-

ytor samt lättare att genomföra fastighetsutveckling. Generellt gäller även möjlighet till bättre finansiering (etablerade bolag får bättre lånevillkor).

Nedanstående figur visar aktuella värderingar per den 23 september, det vill säga aktuell aktiekurs i förhållande till senast rapporterade substansvärde per aktie. Vissa bolag har under lång tid handlat till en kraftig premie. Dessa bolag har uppvisat en hög vinststillväxt som marknaden bedömer vara ihållande och därmed anses "förtjäna" en viss premie. Notera att flera bolag har markant större substanspremie än 60 procent det vill säga skalan slutar vid 60 procent. Bolag med substansrabatt har i regel en exponering mot sektorer som haft problem som handels-, hotell- och i viss mån kontorsfastigheter.

Figur: Värdering för fastighetsbolag

Substanspremie/rabatt (%)



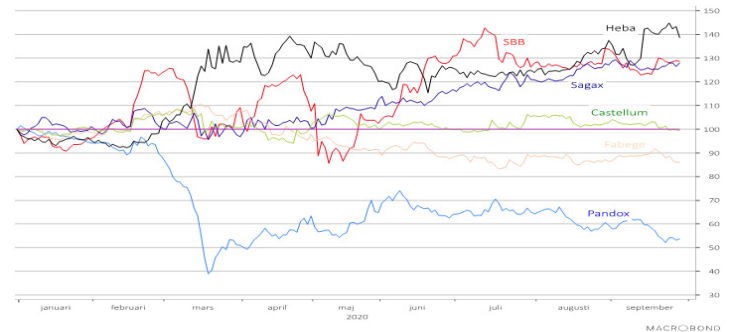
Bolag som har hög substansrabatt, god intjäning och begränsad utdelning har incitament att återköpa aktier, exempelvis Fabege, Diös och Atrium/Ljungberg. Det är fullt möjligt att även Hufvudstaden (som har en stabil ägare i Lundbergs) och Klöverm kommer att ansluta sig till denna grupp. Bolag med substansrabatt som börjar återköpa aktier, om styrelsen bedömer att tillräckligt kapital finns samt tror på sina fastighetsvärden, kan få en positiv påverkan på börskursen.

Nästkommende figur visar kursutvecklingen för olika fastighetsbolag (jämfört med index) där respektive fastighetsstrategi vittnar om olika framtidsförutsättningar. Notera Hebas (bostadsfastigheter) utveckling jämfört med Pandox (hotellfastigheter

i Europa). Index motsvaras av 100-nivån.

Figuren visar med tydlighet hur bostadsfastigheter (Heba), samhällsfastigheter (SBB) och lager/logistik (Sagax) utvecklats bättre.

Figur: Utveckling mot fastighetsaktieindex under 2020



Utvecklingen förklaras av såväl förändrade intäktsmöjligheter (beroende på fastighetstyp) samt avkastningskrav för olika bolag. Vidare kan även regionala och geografiska aspekter påverka värderingarna. Trots allt är det mycket stor differens mellan fastighetsyield (driftnetto/marknadsvärde på fastigheten) och riskfri ränta, samtidigt som den är historiskt hög.

Eftersom vi bedömer det som troligt att lågräntemiljön kommer att bestå under lång tid är det ett attraktivt läge för den långsiktiga att investera i fastighetsaktier. En placering i fastighetskonsortiet Slottet är ett enkelt sätt att få fastighetsexponering.

Avslutningsvis

Att navigera i dopade och osäkra farvatten är kortsiktigt svårt. Skillnaden mellan realekonomin och de finansiella marknadernas beteende är stor. På längre sikt är dock tillgångsklasser med högre riskpremie att föredra. Stora rörelser kan skapa möjligheter men för den riskaverte är det lätt att hamna utanför. En volatil och osäker marknad visar också på behovet av diversifiering. En bredare portfölj med fler tillgångsklasser ger möjlighet till en högre riskjusterad avkastning. Vi på Kammarkollegiet finns tillgängliga för diskussion om olika tillgångsklasser och erbjuder även att löpande hantera riskexponeringen i kundernas portföljer med vår taktiska allokeringstjänst. Välkomna att höra av er vid intresse.

Tabell: Avkastning i våra konsortier, januari-september 2020, %

Konsortium	Q1-Q3 2020 %	Index %
Räntekonsortiet	1,0	0,6
Företagsobligationskonsortiet	1,5	2,1
Företagsobligationskonsortiet FRN	0,6	1,2
Stiftelsekonsortiet GIVA	-1,3	n.a.
Fastighetskonsortiet Slottet*	-3,9	n.a.
Aktiekonsortiet Sverige	-2,6	6,0
Aktieindexkonsortiet Sverige	3,9	3,9
Aktieindexkonsortiet Äpplet	5,6	3,9
Aktiekonsortiet Spiran	-3,2	6,0
Småbolagskonsortiet Kronan	0,3	n.a.
Aktieindexkonsortiet Utland	0,8	0,7

*Konsortiet startade 2019-03-26



Definitioner

Alla nyckeltal är baserade på månadsdata för perioden.

Avkastning och avkastning, jämförelseindex

Portföljens respektive jämförelseindexets avkastning beräknas utifrån daglig data.

Modifierad duration

Duration är ett sätt att mäta en obligations eller en portföljs genomsnittliga räntebindningstid. Modifierad duration är ett vanligt ränteriskmått som är tätt sammankopplat med duration. Modifierad duration indikerar vad som händer när alla marknadsräntor förändras med en procentenhet

Informationskvot

Informationskvoten är ett mått på förvaltarens skicklighet i förhållande till risken. Ju högre kvot, desto bättre avkastning har konsortiet givit. Mäts som överavkastning i förhållande till Tracking error.

Sharpekvot och sharpekvot, jämförelseindex

Är ett mått på riskjusterad avkastning och anger en portföljs (portföljens respektive jämförelseindexets) meravkastning i relation till standardavvikelsen. Den beräknas som kvoten av portföljens meravkastning över riskfri ränta och portföljens standardavvikelse.

Standardavvikelse och standardavvikelse, jämförelseindex

Visar hur mycket portföljens värde respektive jämförelseindexets värde har svängt kring dess medelvärde. Ju högre standardavvikelse desto högre risk.

Tracking error

Beskriver hur portföljens utveckling i förhållande till index har varierat historiskt. Måttet beräknas som standardavvikelsen för över- eller underavkastningen mot jämförelseindex. Ju högre värde desto högre risk i förhållande till jämförelseindex.

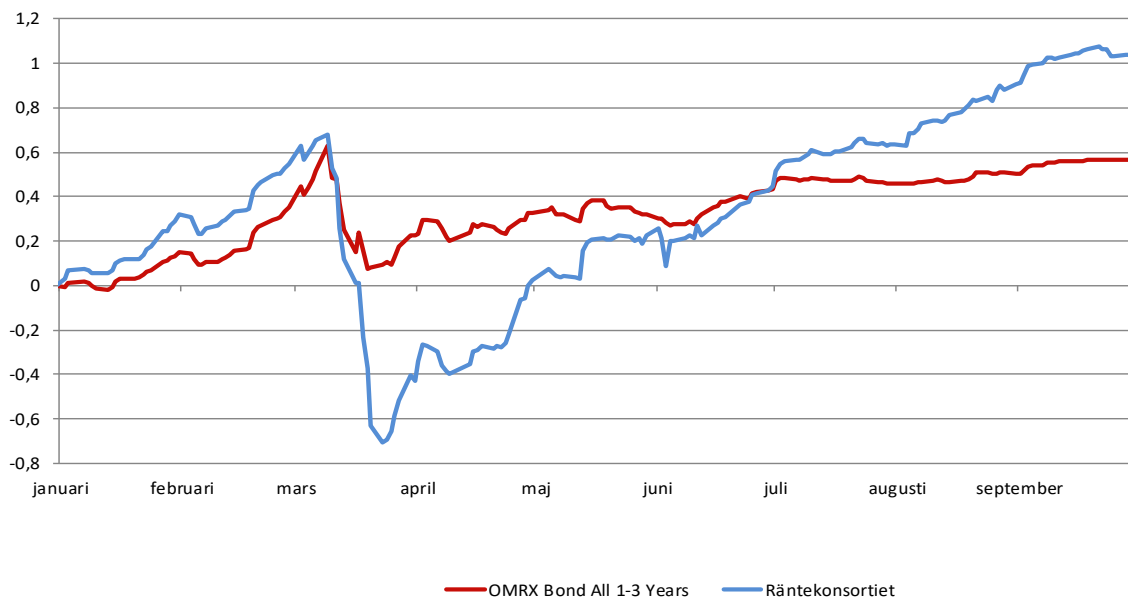
Räntekonsortiet

Räntekonsortiet placerar i huvudsak i svenska stats- och säkerställda bostadsobligationer med relativt korta löptider och vänder sig till investerare som söker en placering med lägre risk. Konsortiet har också möjlighet att investera i företagsobligationer med hög kreditkvalitet. I genomsnitt är löptiden i konsortiet kring två år. Konsortiet följer Kammarkollegiets policy för ansvarsfulla investeringar som är fullt integrerad i förvaltningsarbetet.

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2020-09-30	3 900 870
Förmögenhet föregående månad (tkr)		3 854 910
Förmögenhet (tkr)	2019-12-31	3 972 701
Andelar (antal)	2020-09-30	32 965 268
Andelsvärde inkl. utdelning		118,33
Andelsvärde exkl. utdelning		117,31

Avkastning (jämförelseindex)	
1 mån (%)	0,13 (0,06)
3 mån (%)	0,59 (0,13)
Sedan årets start (%)	1,04 (0,56)

Avkastning januari – september (%)

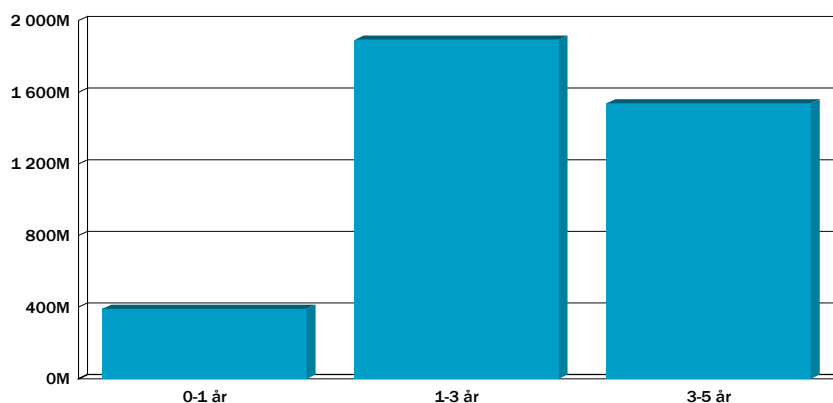
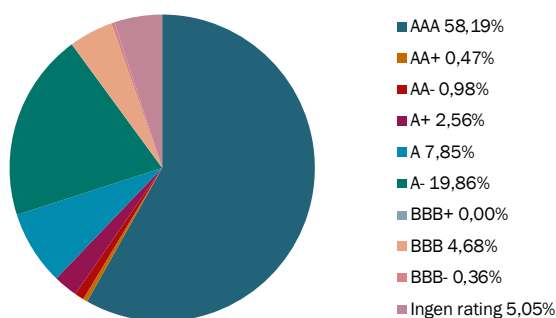


Nyckeltal (jämförelseindex)

Standardavvikelse (%)*	0,68 (0,44)
Sharpekvot*	1,00 (0,43)
Informationskvot*	1,05
Informationskvot 12-månaderstal	0,55
Tracking error (%)*	0,47
Tracking error 12-månaderstal (%)	1,04
Modifierad duration	1,65

*Nyckeltalen är beräknade utifrån månadsavkastningar som rullande 5-årstal/sedan start

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Deutsche Pfandbriefbank AG	15,20	593 021 161
Landshypotek Bank Aktiebolag	13,40	522 524 415
DNB NOR	11,08	432 202 645
Skandiabanken AB	7,63	297 717 538
Nykredit Realkredit A/S	6,44	251 176 403
Sparbanken Skåne AB (publ)	5,38	209 943 522
Sparebank 1 Boligkreditt AS	4,98	194 155 852
Scania CV Aktiebolag	4,68	182 339 241
Länsförsäkringar Hypotek AB (publ)	4,58	178 776 813
REALKREDIT DANMARK A/S	3,74	145 996 208

Förfallostruktur**Kreditrating (S&P)***

*Innehav med kreditrating av Moodys är konverterade till S&P kreditratingskala.

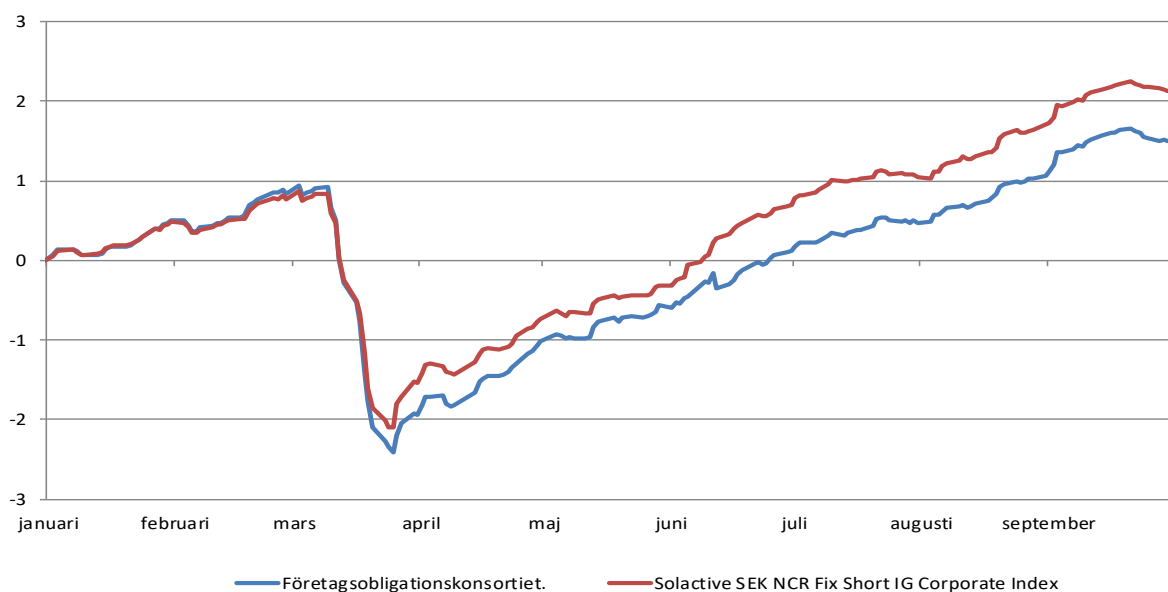
Företagsobligationskonsortiet

Konsortiet investerar i företagsobligationer med fast ränta utgivna av emittenter med god kreditkvalitet. Jämförelseindex för portföljen är marknaden för företagsobligationer i svenska kronor vilket betyder att den genomsnittliga löptiden är ungefär tre år. Konsortiet har en integrerad policy för ansvarsfulla investeringar som följer Svenska kyrkans policy på nationell nivå.

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2020-09-30	2 910 849
Förmögenhet föregående månad (tkr)		2 862 888
Förmögenhet (tkr)	2019-12-31	3 033 634
Andelar (antal)	2020-09-30	2 751 906
Andelsvärde inkl. utdelning		1 057,75
Andelsvärde exkl. utdelning		1 044,65

Avkastning (jämförelseindex)	
1 mån (%)	0,42 (0,42)
3 mån (%)	1,38 (1,43)
Sedan årets start (%)	1,50 (2,13)

Avkastning januari – september (%)

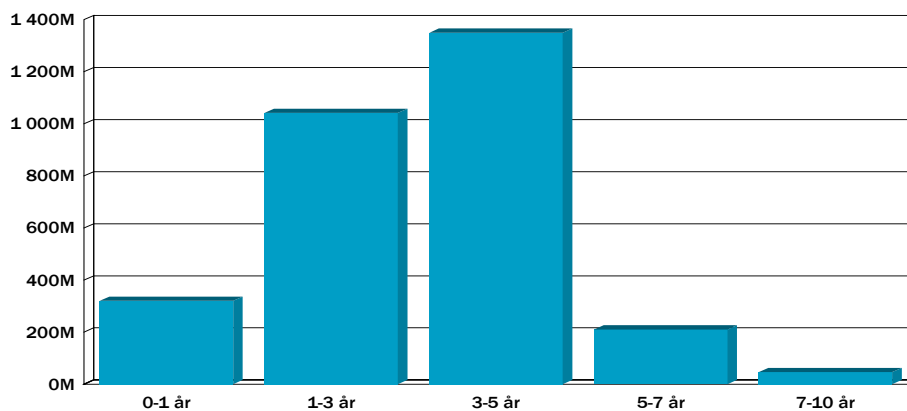
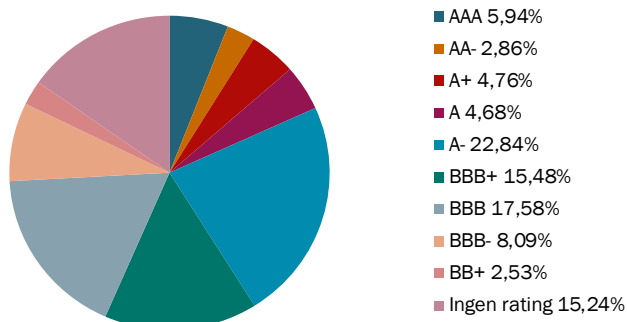


Nyckeltal (jämförelseindex)

Standardavvikelse (%)*	1,75 (1,60)
Sharpekvot*	1,01 (0,97)
Informationskvot*	0,70
Informationskvot 12-månaderstal	-0,95
Tracking error (%)*	0,33
Tracking error 12-månaderstal (%)	0,61
Modifierad duration	2,81

*Nyckeltalen är beräknade utifrån månadsavkastningar som rullande 5-årstal/sedan start

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Stockholm Exergi Holding AB (publ)	5,11	148 586 757
Volvo Treasury Aktiebolag	4,59	133 591 575
Hufvudstaden	4,46	129 706 079
DNB NOR	4,30	125 165 850
Svensk Hypotekspension Fond 3 AB (publ)	3,65	106 114 433
Kungsleden	3,63	105 549 063
L E Lundbergföretagen Aktiebolag (publ)	3,59	104 453 916
Vasakronan AB (publ)	3,58	104 124 290
Sveaskog AB	3,26	94 854 453
Castellum	3,25	94 498 613

Förfallostruktur**Kreditrating (S&P)***

*Innehav med kreditrating av Moodys är konverterade till S&P kreditratingskala.

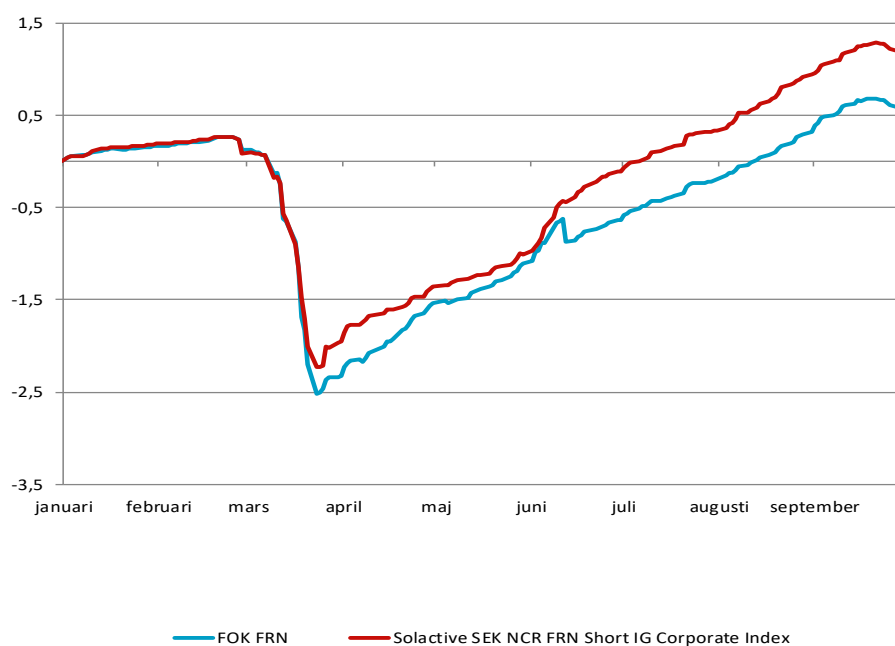
Företagsobligationskonsortiet FRN

Konsortiet investerar i företagsobligationer med rörlig ränta utgivna av emittenter med god kreditkvalitet. Innehaven i portföljen har olika löptid men avkastningen är justeras var tredje månad i relation till den aktuella 3-månadersräntan (STIBOR). Strategin med rörlig ränta är mer fördelaktig under perioder med stigande marknadsräntor. Konsortiet följer Kammarkollegiets policy för ansvarsfulla investeringar som är fullt integrerad i förvaltningsarbetet.

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2020-09-30	293 400
Förmögenhet föregående månad (tkr)		292 482
Förmögenhet (tkr)	2019-12-31	287 089
Andelar, klass A (antal)	2020-09-30	38 607
Andelsvärde, klass A inkl. utdelning		1 006,81
Andelsvärde, klass A exkl. utdelning		998,03
Andelar, klass B (antal)	2020-09-30	253 277
Andelsvärde, klass B inkl. utdelning		1 004,94
Andelsvärde, klass B exkl. utdelning		996,16

Avkastning (jämförelseindex)	
1 mån (%)	0,27 (0,26)
3 mån (%)	1,23 (1,31)
Sedan årets start (%)	0,58 (1,20)

Avkastning januari – september (%)

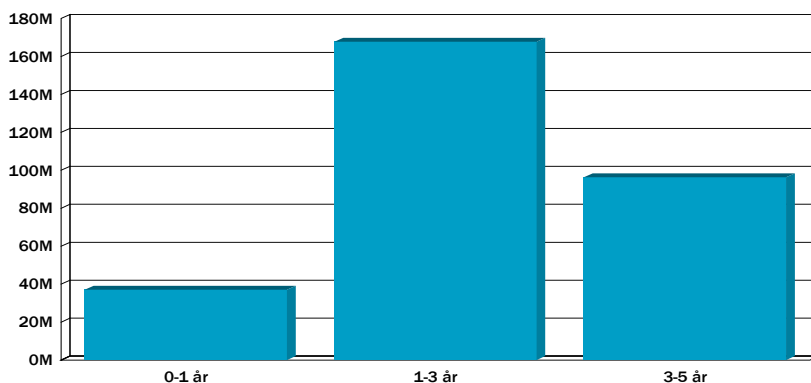
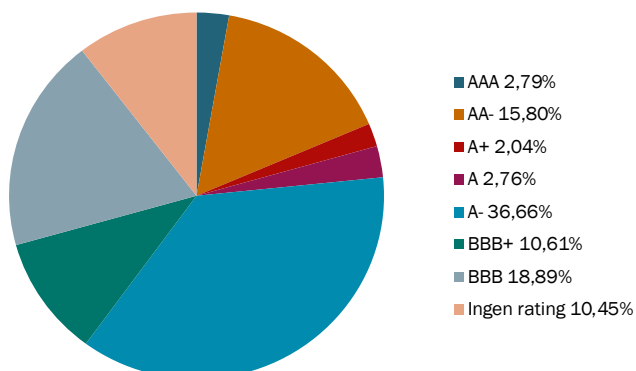


Nyckeltal (jämförelseindex)

Standardavvikelse (%)*	1,58 (1,42)
Sharpekvot*	0,67 (0,82)
Informationskvot*	-0,29
Informationskvot 12-månaderstal	-0,83
Tracking error (%)*	0,37
Tracking error 12-månaderstal (%)	0,65
Modifierad duration	0,14

*Nyckeltalen är beräknade utifrån månadsavkastningar som rullande 5-årstal/ sedan start Företagsobligationskonsortiet FRN startade 2017-06-15.

Största enskilda innehav	Andel %	Marknadsvärde (kr)
Volvo Treasury Aktiebolag	7,21	21 138 043
Deutsche Bahn Finance GmbH	6,15	18 036 382
Santander Consumer Bank AS	5,10	14 969 204
Willhem AB (publ)	4,85	14 227 316
Stockholms Kooperativa Bostadsförening	4,83	14 156 949
Ellevio AB	3,85	11 302 786
Volvo Finans Bank AB	3,79	11 109 017
Vasakronan AB (publ)	3,78	11 088 192
Rodamco Sverige AB	3,71	10 891 708
Nordea Bank	3,46	10 154 850

Förfallostruktur**Kreditrating (S&P)***

*Innehav med kreditrating av Moodys är konverterade till S&P kreditratingskala.

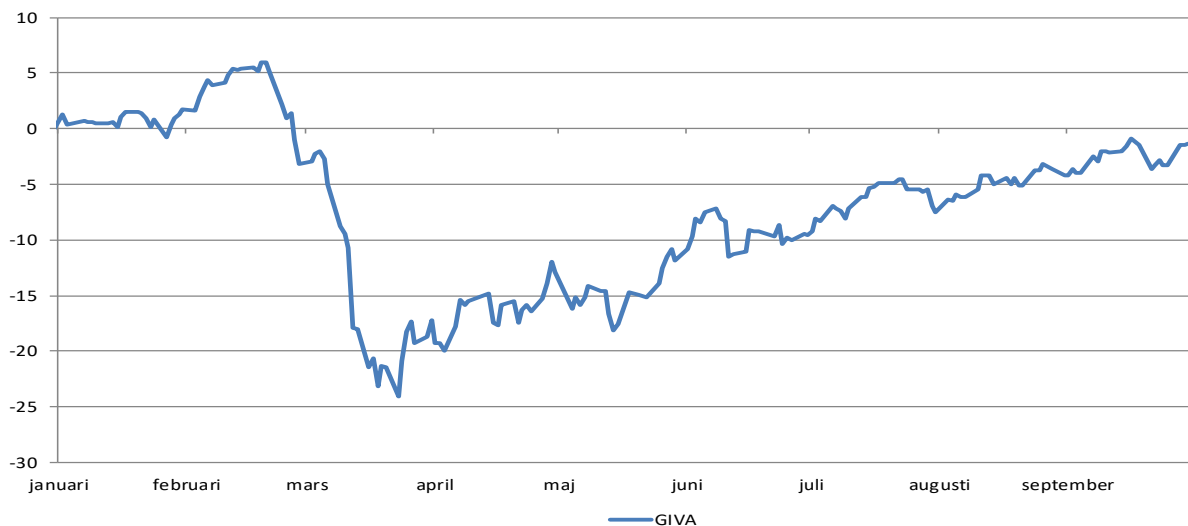
Stiftelsekonsortiet GIVA

Stiftelsekonsortiet GIVA är aktivt förvaltat och har för avsikt att följa Svenska kyrkans policy för ansvarsfulla investeringar. Konsortiet vänder sig främst till stiftelser i behov av utdelningsbara medel. Målsättningen är en årlig utdelningstakt kring 4,5 procent av kapitalet samt en risk motsvarande 2/3 av risken på aktiemarknaden. Konsortiet investerar i aktier och företagsobligationer, dessutom utfärdas regelbundet köpoptioner på konsortiets innehav.

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2020-09-30	897 780
Förmögenhet föregående månad (tkr)		874 447
Förmögenhet (tkr)	2019-12-31	910 211
Andelar (antal)	2020-09-30	873 921
Andelsvärde inkl. utdelning		1030,16
Andelsvärde exkl. utdelning		1025,56

Avkastning	
1 mån (%)	2,98
3 mån (%)	9,11
Sedan årets start (%)	-1,34

Avkastning januari – september (%)



Nyckeltal

Standardavvikelse (%)*	11,74
Sharpekvot*	0,53

*Nyckeltalen är beräknade utifrån månadsavkastningar som rullande 5-årstal/sedan start GIVA startade 2016-01-04.

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Volvo B	7,18	64 489 332
Essity	4,50	40 364 451
Nordea Bank Abp	4,45	39 908 410
Telia Company	4,41	39 574 763
Hennes & Mauritz B	4,10	36 839 785
ABB Ltd	4,08	36 626 160
SEB A	3,82	34 335 591
Electrolux B	3,05	27 420 511
Sandvik	2,64	23 658 550
LM Ericsson B	2,63	23 611 770

Utdelning

Utdelning 191213	1,17 %
Utdelning 200415	0,58 %
Utdelning 200815	1,23 %

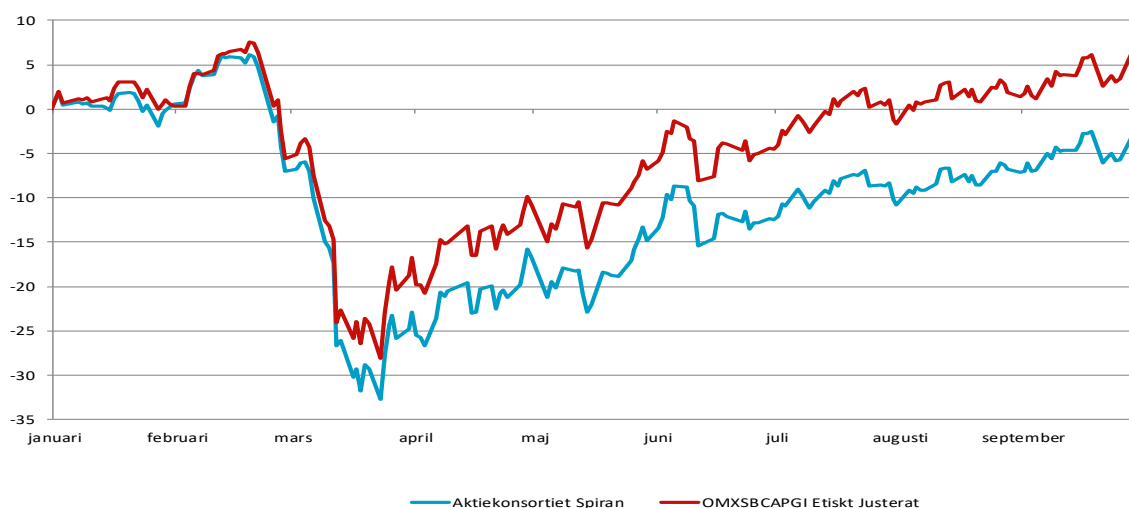
Aktiekonsortiet Spiran

Aktiekonsortiet Spiran är aktivt förvaltat och har för avsikt att följa Svenska kyrkans policy för ansvarsfulla investeringar. Konsortiets jämförelseindex utgörs av OMXSBCAPGI som består av cirka 90 av Stockholmsbörsens mest omsatta aktier.

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2020-09-30	1 360 009
Förmögenhet föregående månad (tkr)		1 309 118
Förmögenhet (tkr)	2019-12-31	1 376 579
Andelar (antal)	2020-09-30	167 161
Andelsvärde inkl. utdelning		8 135,75
Andelsvärde exkl. utdelning		8 070,32

Avkastning (jämförelseindex)	
1 mån (%)	4,28 (4,46)
3 mån (%)	10,63 (11,04)
Sedan årets start (%)	-3,20 (5,98)

Avkastning januari – september (%)

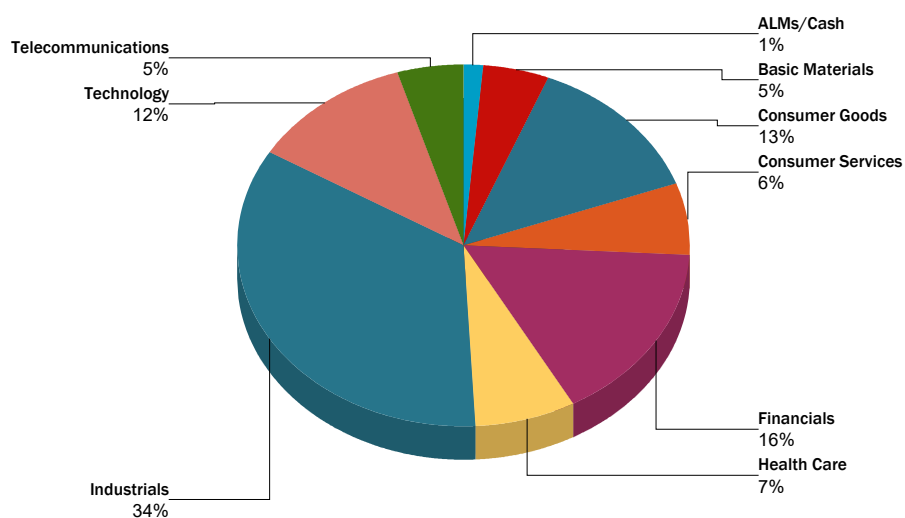


Nyckeltal (jämförelseindex)

Standardavvikelse (%)*	16,02 (14,02)
Sharpekvot*	0,51 (0,77)
Informationskvot*	-0,73
Informationskvot 12-månaderstal	-1,57
Tracking error (%)*	3,63
Tracking error 12-månaderstal (%)	6,69

*Nyckeltalen är beräknade utifrån månadsavkastningar som rullande 5-årstal/sedan start

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
LM Ericsson B	8,56	114 890 892
Atlas Copco B	7,21	96 801 600
Volvo B	7,21	96 792 922
Essity	5,19	69 718 489
Sandvik	4,41	59 277 421
Hennes & Mauritz B	3,76	50 524 792
Telia Company	3,72	49 893 979
AstraZeneca	3,69	49 501 947
SEB A	3,60	48 383 291
Assa Abloy AB	3,31	44 436 150

Branschfördelning

Aktiekonsortiet Sverige

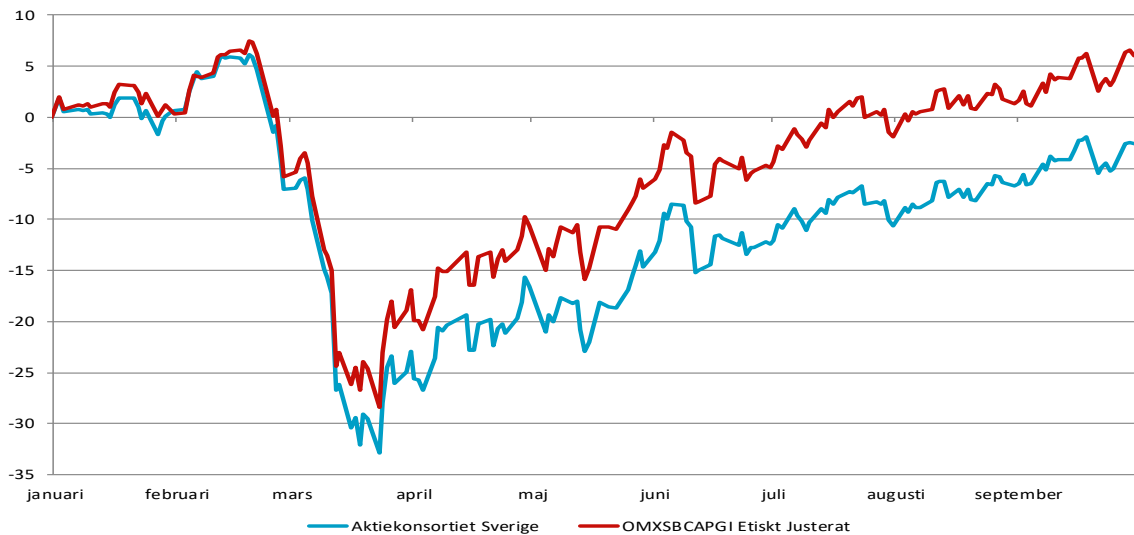
Aktiekonsortiet Sverige är aktivt förvaltat och följer Kammarkollegiets policy för ansvarsfulla investeringar. Konsortiets jämförelseindex utgörs av OMXSBCAPGI som består av cirka 90 av Stockholmsbörsens mest omsatta aktier.

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2020-09-30	3 953 065
Förmögenhet föregående månad (tkr)		3 767 061
Förmögenhet (tkr)	2019-12-31	4 006 314
Andelar (antal)	2020-09-30	490 564
Andelsvärde inkl. utdelning		8 058,28
Andelsvärde exkl. utdelning		7 993,41

Avkastning (jämförelseindex)

1 mån (%)	4,46 (4,65)
3 mån (%)	11,26 (11,50)
Sedan årets start (%)	-2,58 (6,05)

Avkastning januari – september (%)

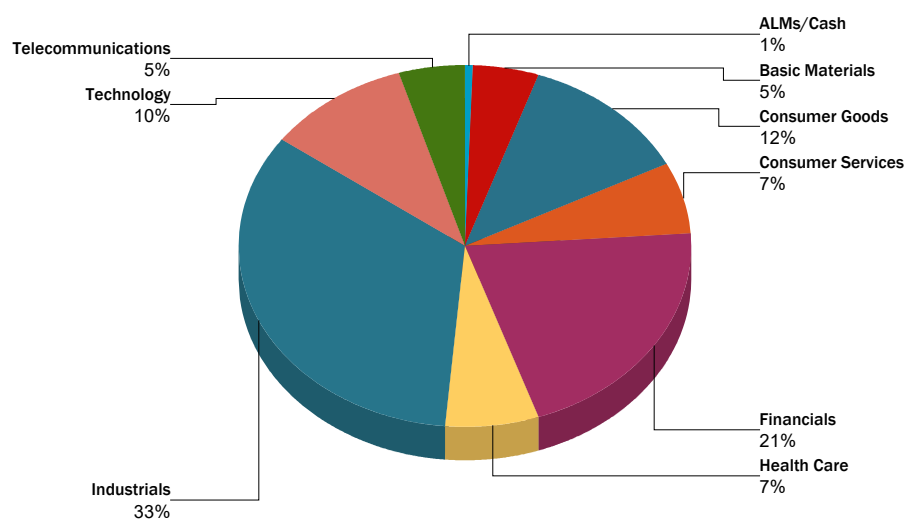


Nyckeltal (jämförelseindex)

Standardavvikelse (%)*	16,01 (14,09)
Sharpekvot*	0,53 (0,79)
Informationskvot*	-0,75
Informationskvot 12-månaderstal	-1,52
Tracking error (%)*	3,58
Tracking error 12-månaderstal (%)	6,69

*Nyckeltalen är beräknade utifrån månadsavkastningar som rullande 5-årstal/sedan start

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
LM Ericsson B	7,87	309 369 519
Volvo B	6,80	267 452 755
Atlas Copco B	6,47	254 546 561
Investor B	6,05	237 767 872
Essity	4,80	188 779 449
Sandvik	4,03	158 407 800
Telia Company	3,60	141 481 632
Hennes & Mauritz B	3,51	138 022 918
SEB A	3,27	128 624 812
AstraZeneca	3,08	120 950 759

Branschfördelning

Aktieindexkonsortiet Sverige

Aktieindexkonsortiet Sverige är en passiv produkt och följer Kammarkollegiets policy för ansvarsfulla investeringar. Konsortiets jämförelseindex är OMXS60CAPGI som består av Stockholmsbörsens 60 mest omsatta aktier.

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2020-09-30	2 283 621
Förmögenhet föregående månad (tkr)		2 171 446
Förmögenhet (tkr)	2019-12-31	2 156 252
Andelar (antal)	2020-09-30	11 113 712
Andelsvärde inkl. utdelning		205,48
Andelsvärde exkl. utdelning		203,85

Avkastning (jämförelseindex)		
1 mån (%)		4,21 (4,21)
3 mån (%)		10,68 (10,67)
Sedan årets start (%)		3,90 (3,88)

Avkastning januari – september (%)

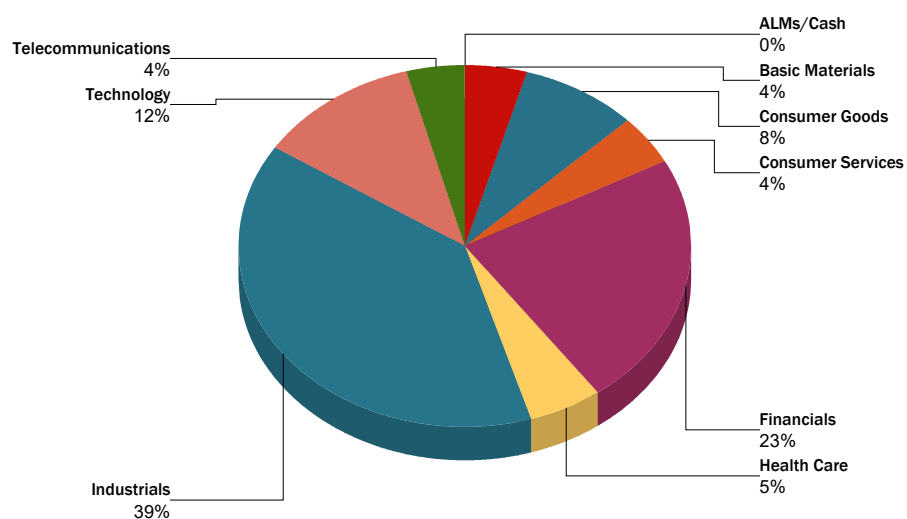


Nyckeltal (jämförelseindex)

Standardavvikelse (%)*	14,26 (14,26)
Sharpekvot*	0,69 (0,69)
Tracking error (%)*	0,08
Tracking error 12-månaderstal (%)	0,04

*Nyckeltalen är beräknade utifrån månadsavkastningar som rullande 5-årstal/sedan start

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
LM Ericsson B	7,08	161 770 256
Atlas Copco A	6,50	148 479 718
Volvo B	6,31	144 014 633
Investor B	5,71	130 349 220
Assa Abloy AB	4,89	111 630 542
Hexagon B	4,53	103 472 270
Essity	4,31	98 429 985
Sandvik	4,19	95 749 934
Atlas Copco B	3,13	71 378 423
AstraZeneca	2,90	66 238 859

Branschfördelning

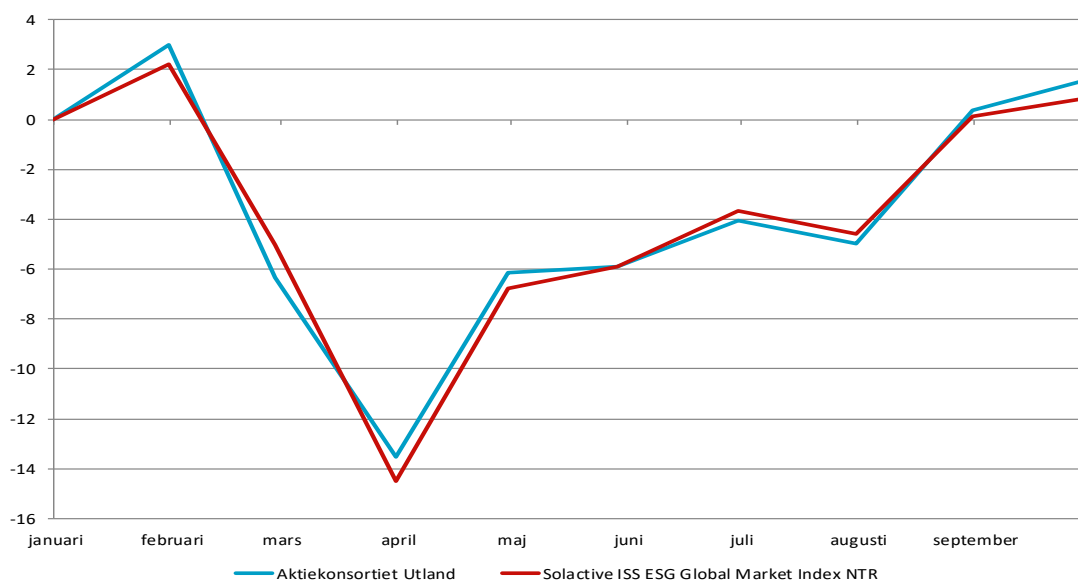
Aktieindexkonsortiet Utland

Kammarkollegiet erbjuder förvaltning i Aktieindexkonsortiet Utland, en externt förvaltd passiv produkt av globala aktier som kan passa kunder som vill följa Svenska kyrkans policy för ansvarsfulla investeringar. Konsortiet jämförelseindex är Solactive ISS ESG Screened Global Markets Index.

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2020-09-30	3 379 897
Förmögenhet föregående månad (tkr)		3 335 341
Förmögenhet (tkr)	2019-12-31	3 408 551
Andelar (antal)	2020-09-30	318 581
Andelsvärde inkl. utdelning		10 686,99
Andelsvärde exkl. utdelning		10 227,08

Avkastning (jämförelseindex)	
1 mån (%)	0,62 (0,63)
3 mån (%)	4,53 (4,64)
Sedan årets start (%)	0,83 (0,73)

Avkastning januari – september (%)

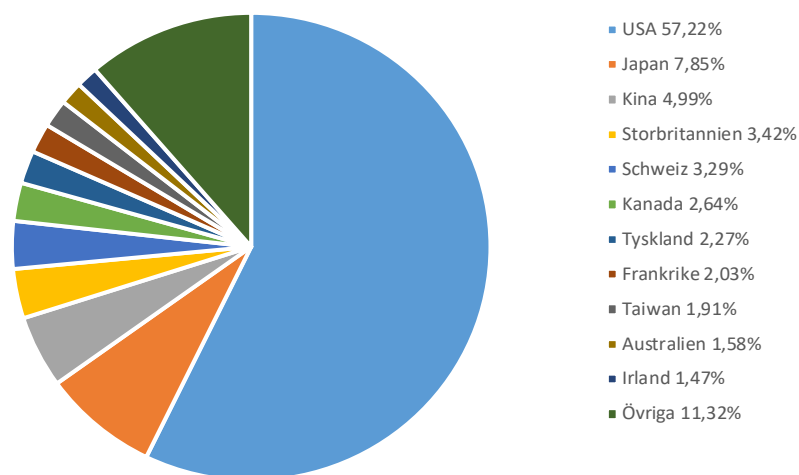


Nyckeltal (jämförelseindex)

Standardavvikelse (%)*	13,91 (13,96)
Sharpekvot*	0,94 (0,94)
Tracking error (%)*	0,23
Tracking error 12-månaderstal (%)	0,25

*Nyckeltalen är beräknade utifrån månadsavkastningar som rullande 5-årstal/sedan start

Geografisk fördelning	Andel %
USA	57,22
Japan	7,85
Kina	4,99
Storbritannien	3,42
Schweiz	3,29
Kanada	2,64
Tyskland	2,27
Frankrike	2,03
Taiwan	1,91
Australien	1,58
Irland	1,4
Övriga	11,32

Geografisk fördelning

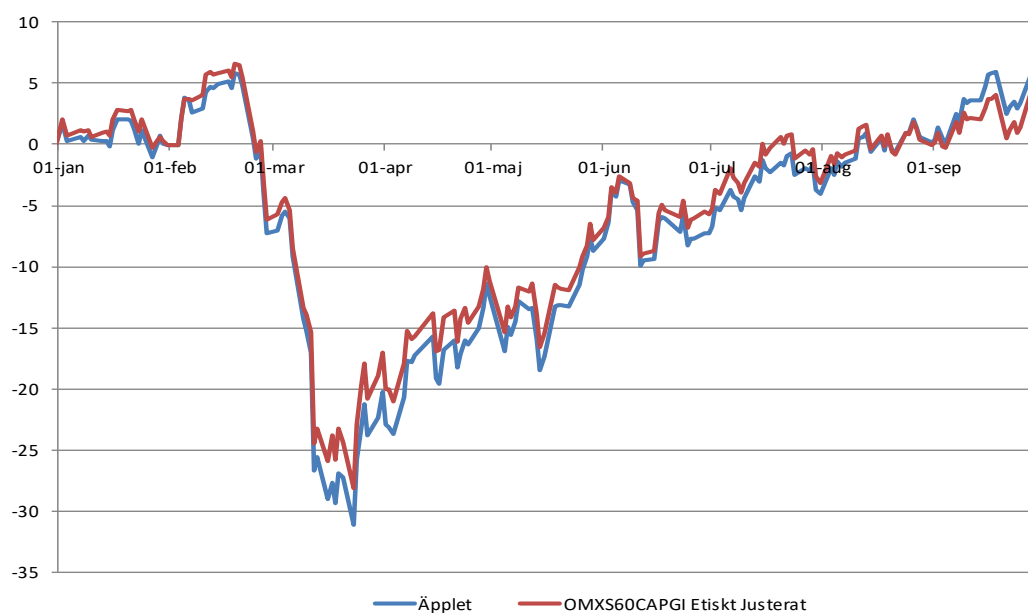
Aktieindexkonsortiet Äpplet

Aktieindexkonsortiet Äpplet är en likaviktad passiv produkt och har för avsikt att följa Svenska kyrkans policy för ansvarsfulla investeringar. I en likaviktad portfölj ges samtliga innehav i portföljen samma vikt, vilket betyder att stora bolag får lägre vikt medan mindre bolag får högre vikt än vad som är fallet i ett marknadsvärdesviktat index. Konsortiets jämförelseindex är OMXS60CAPGI som består av Stockholmsbörsens 60 mest omsatta aktier.

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2020-09-30	221 847
Förmögenhet föregående månad (tkr)		207 620
Förmögenhet (tkr)	2019-12-31	186 575
Andelar (antal)	2020-09-30	164 371
Andelsvärde inkl. utdelning		1 349,67
Andelsvärde exkl. utdelning		1 337,74

Avkastning (jämförelseindex)	
1 mån (%)	5,40 (4,00)
3 mån (%)	13,81 (10,19)
Sedan årets start (%)	5,60 (3,88)

Avkastning januari – september (%)

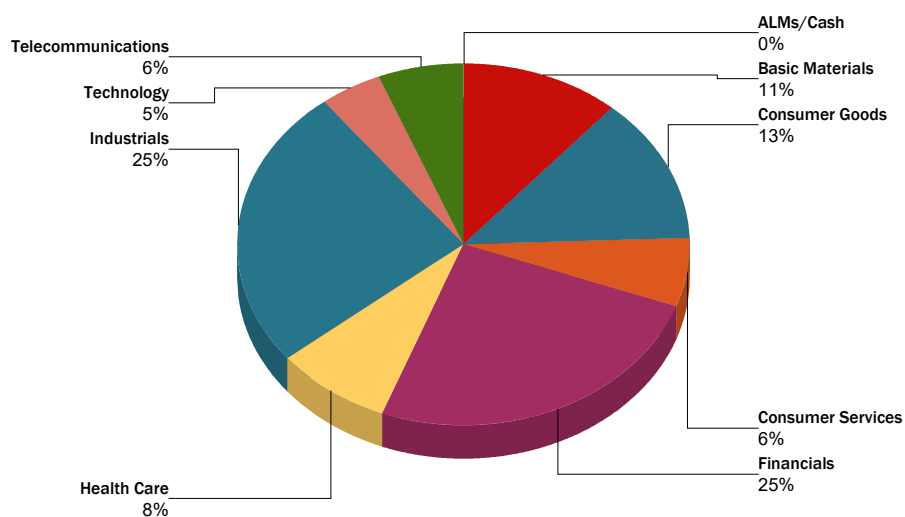


Nyckeltal (jämförelseindex)

Standardavvikelse (%)*	15,76 (14,76)
Sharpekvot*	0,70 (0,60)
Informationskvot*	0,58
Informationskvot 12-månaderstal	0,55
Tracking error (%)*	3,85
Tracking error 12-månaderstal (%)	4,81

*Nyckeltalen är beräknade utifrån månadsavkastningar som rullande 5-årstal/sedan start Äppet startade 2017-01-31.

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Electrolux B	2,57	5 706 778
Hexagon B	2,45	5 437 989
Fastighets Balder B	2,4	5 388 202
Kinnevik B	2,41	5 339 205
Dometic Group	2,36	5 227 093
Atlas Copco B	2,35	5 201 022
Epiroc B	2,34	5 198 120
Husqvarna B	2,33	5 160 588
JM	2,32	5 139 957
Volvo B	2,29	5 082 998

Branschfördelning

Aktiekonsortiet Kronan

Småbolagskonsortiet Kronan är aktivt förvaltd och har för avsikt att följa Svenska kyrkans policy för ansvarsfulla investeringar. Småbolagskonsortiet investerar i mindre och medelstora noterade svenska företag. Ambitionen är att nå en riskjusterad avkastning ("Sharpe Ratio") som dels är bättre än börsen i genomsnitt, dels bättre än småbolagsindex. Portföljen är relativt koncentrerad, cirka 30 innehav, där inget av innehaven får väga över 5 procent.

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2020-09-30	347 563
Förmögenhet föregående månad (tkr)		330 269
Förmögenhet (tkr)	2019-12-31	300 493
Andelar (antal)	2020-09-30	299 041
Andelsvärde inkl. utdelning		1 162,26
Andelsvärde exkl. utdelning		1 157,22

Avkastning		
1 mån (%)		5,51
3 mån (%)		20,47
Sedan årets start (%)		0,30

Avkastning januari – september (%)



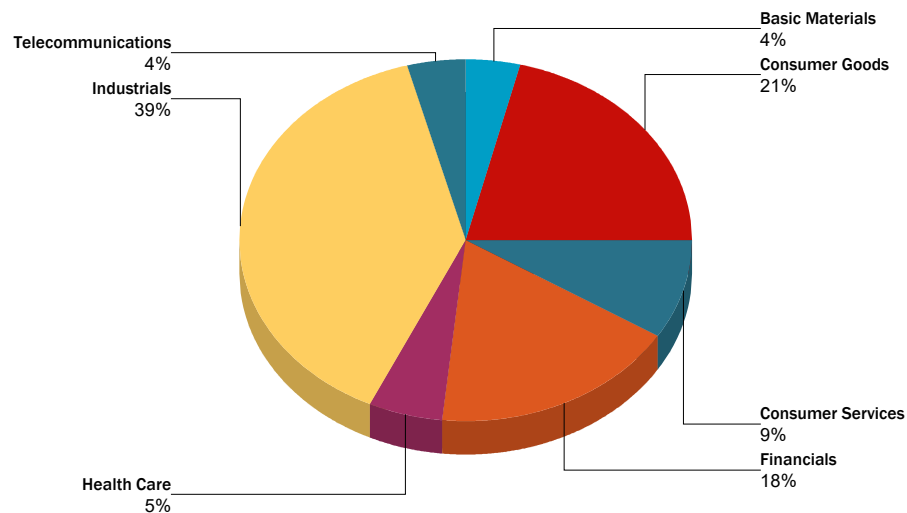
— Aktiekonsortiet Kronan

Nyckeltal

Standardavvikelse, 5 år (%)*	20,78
Standardavvikelse, 3 år (%)*	20,82
Standardavvikelse, 1 år (%)*	31,52
Sharpekvot, 5 år*	0,36
Sharpekvot, 3 år*	0,32
Sharpekvot, 1 år*	0,33

*Nyckeltalen är beräknade utifrån månadsavkastningar som rullande 5-årstal/sedan start Kronan startade 2017-09-25.

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Mekonomen	5,41	18 423 962
Inwido	5,39	18 335 323
AcadeMedia	5,33	18 134 691
Nobia	5,18	17 628 532
Ambea	5,15	17 513 177
Kungsleden	4,59	15 632 020
Hufvudstaden A	4,57	15 550 050
Munters Group	4,52	15 398 180
Trelleborg B	4,49	15 279 719
Millicom International Cellular	4,27	14 540 757

Branschfördelning

Fastighetskonsortiet Slottet

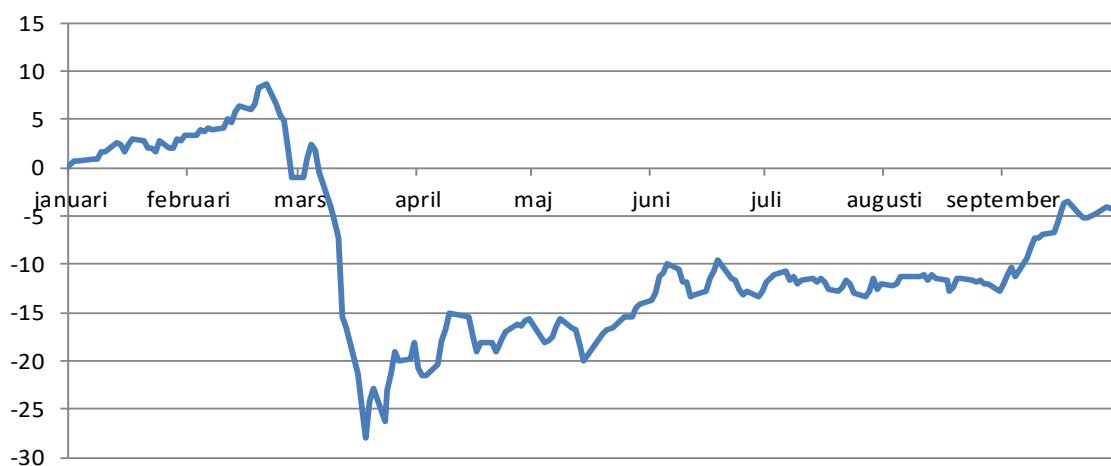
I Slottet ingår dels fastighetsaktier, dels fastighetsobligationer. Fastighetsaktier väljs på ett strukturerat sätt bland de större bolagen på börsen, vilket även gäller för fastighetsobligationer. Det ska även nämnas att andelen fastighetsaktier motsvarar cirka sju procent av börsvärdet det vill säga är en mindre del av typisk aktieportfölj. Placeringen ska ses utifrån ett långsiktigt perspektiv.

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2020-09-30	397 302
Förmögenhet föregående månad (tkr)		370 959
Förmögenhet (tkr)	2019-12-31	332 320
Andelar (antal)	2020-09-30	331 185
Andelsvärde inkl. utdelning		1 199,63
Andelsvärde exkl. utdelning		1 181,56

Avkastning	
1 mån (%)	10,19
3 mån (%)	10,05
Sedan årets start (%)	-3,90

Avkastning jan – september (%)

(Slottet startade 2019-03-26)



— Fastighetskonsortiet Slottet

Nyckeltal

Standardavvikelse (%)*	19,91
Sharpekvot*	0,66

*Nyckeltalen är beräknade utifrån månadsavkastningar som rullande 5-årstal/sedan start.

Slottet startade 2019-03-26.

Största enskilda innehav	Andel %	Marknadsvärde (kr)
Castellum	12,95	51 462 464
Vasakronan AB (publ)	8,65	34 381 094
Balder	7,86	31 232 941
Kungsleden	6,88	27 326 201
Willhem AB (publ)	6,71	26 665 804
Klövern	6,42	25 504 324
Samhallsbyggnadsbolaget i Norden	6,18	24 545 078
Wihlborgs	5,92	23 523 824
Sagax	4,41	17 522 806
Nyfosa	3,75	14 887 783



KAMMARKOLLEGIET