

SKAGEN Markedsrapport

NUMMER 2 | JULI 2013 | www.skagenfondene.no

Vindu mot verden

Våre porteføljeforvaltere reiser for å finne nye ideer og selskaper, men vårt perspektiv er alltid fra SKAGENS ståsted. [>8](#)

■ **Orden i sakene**
Den alvorlige ulykken stoppet ikke Geir Inge. [>6](#)

■ **Husk å vanne blomstene**
Slik selger vi aksjer. [>48](#)



LEDEREN

Harald Espedal,
Administrerende direktør
og investeringsdirektør,
SKAGEN Fondene

Forventningens tid

Det er mye å glede seg over. Sommeren er en tid for reise, gode opplevelser og nye inntrykk. Kanskje treffe nye mennesker, gamle venner eller familie.

For oss i SKAGEN, og særlig porteføljeforvalterne, er det å reise ikke bare en fritidsaktivitet. Forvalterne våre oppfordres til å reise, besøke selskaper og konferanser, til å komme seg ut av kontoret. Hvorfor? Vi tror at vi lærer noe annet når vi besøker selskapene vi er, eller vurderer å investere i, fremfor å jobbe fra kontoret. Vi kobler inn noen ekstra sanser og bruker reisevirksomheten som et viktig ledd i vår informasjonsinnhenting. Når vi andre reiser på tur og kommer hjem med nye ferieminner og –historier, kommer porteføljeforvalterne hjem med nye perspektiver og ideer. Derfor har vi viet denne utgaven til nettopp, vår reisevirksomhet.

Dette halvåret har gitt oss stor optimisme til verdens aksjemarkeder og tilsvarende uro. Når dette skrives er det frykt for gjeldssituasjonen i Kina og uro i flere land som preger nyhetsbildet. Våre fond har levert god absoluttavkastning i halvåret, fra 4,4 til 13,5 prosent avkastning i aksjefondene, stabile 1,4 prosent i SKAGEN Avkastning og solide 8,4 prosent i SKAGEN Tellus. På side fire får du full oversikt over hvordan de ulike fondene har prestert i år.

I porteføljeavdelingen er Erik Landgraff ferdig med trainee perioden og er nå porteføljeforvalter. Forvalterne Ross Porter og Torkell Eide har funnet nye utfordringer etter henholdsvis 13 og fire år i SKAGEN. Sånn er det når man ansetter flinke folk, de har mange muligheter i en globalisert verden.

På side 6 treffer du Geir Inge Sivertsen, en av de mer positive og kreative blant oss. Da han for 18 år siden ble utsatt for en alvorlig ulykke, brukte han pågangsmotet og en ustoppelig energi til å finne en ny retning i livet. Jeg er stolt av at vi i SKAGEN har kunnet bidra med vårt, for å hjelpe ham til å realisere drømmen.

Sommeren er en tid for forventninger, og vi er opptatt av å møte disse ved å gi kundene våre god service og kommunikasjon i tillegg til solid avkastning på sparepengene. I mai lanserte vi derfor våre nye nettsider for mobiltelefon og nettbrett, og nå er vi i gang med neste skritt, nemlig en mer mobiltilpasset handelsløsning. Den vil bli klar neste år, men det er lov til å begynne å glede seg allerede nå. God sommer så lenge!

Når musikken slutter

“When the music stops, in terms of liquidity, things will be complicated. But as long as the music is playing, you’ve got to get up and dance. We’re still dancing”. En legendarisk uttalelse fra tidligere sjef for Citigroup, Chuck Prince, gjengitt i Financial Times omtrent på denne tiden for seks år siden.

I etterpåklokskapens lys burde selvfølgelig Prince avsluttet dansen mens leken var (tilsynelatende) god. Men da hadde han sannsynligvis fått sparken uansett, for å være feig og ikke bli med på det gullkantede nachspielet. At likviditet er både olje og bensin i kapitalmarkedene fikk både Prince og de andre dansende finansakrobatene virkelig føle på kroppen høsten 2008.

En særdeles aggressiv pengepolitikk, hvor seddelpressen har gått på høygir både i USA, Europa og nå også Japan, har da også vært det som måtte til for å få den globale økonomien og kapitalmarkedene opp på skinnene igjen. Kina har i flere år kjørt med åpen kredittkran, og stimulert økonomien med bygging av nye boligbyer og infrastruktur for fremtiden.

Både aksje- og obligasjonseiere verden over har de siste årene kunnet glede seg over

meget god avkastning på pengene. Ett stort unntak på aksjefronten er Kina, hvor aksjekursene fremdeles ligger langt under toppen fra 2007.

Ben Bernankes uttalelse den 22. mai, og de dansende investorenes fortolkning av denne om at volumet på musikken dempes tidligere enn forventet, var imidlertid nok til å skape frykt og kursfall for de fleste aktivklasser. Den såkalte fryktindeksen i aksjemarkedet, VIX, spratt opp fra historisk lave nivåer. Aksjekursene begynte å svinge skikkelig på seg igjen, etter det siste året å ha beveget seg i sakte valsetakt.

Dessverre er det historisk sett slik at myndighetene i tider hvor økonomien trenger kunstig stimuli er for sene med å slippe opp gassen, og/eller trå inn bremsen. Og vise versa hvis motoren blir for kald. Resultatet har vært store svingninger i inflasjon- og rentenivå, med spisse topper og ditto bunner.

Den høye inflasjonen og rentene vi opplevde på 1980-tallet har i ettertid ført til tidens rally i (stats)obligasjonsmarkedet, som varte i 30 år. Siste års rekordlave obligasjonsrenter i såkalte sikre havner som USA og Tyskland har vi ved flere anledninger advart

om ikke kan være levedyktige over tid, gitt at verden skal vokse videre. Og det skal den jo, også uten hjelp av sentralbankenes pengetrykking.

I takt med de kraftige økningene i lange renter siden 22. mai har stadig flere obligasjonseiere kastet danseskoene ut av vinduet, og slikket sine såre føtter.

Hvis de økte rentene skyldes bedring i økonomiene, slik vi ser sterke signaler på i USA - og sentralbankene er flinkere med gradvis å dempe musikken, kan verden fortsatt være et bra sted å være, for aksjonærene. Man snakker ikke lenger om noen gratis lunsj. Viktigere enn på lenge blir det å plukke de “riktige” selskapene.

Men hvis de økte rentene ikke kan forsvares med bedring i økonomien, kan nachspielet i obligasjonsmarkedet fort blusse opp igjen. Uansett, vi står fortsatt fast ved at dette tiåret kommer til å stå i aksjonærenes tegn.



KOMMENTAR

Tore Bang
Fagredaktør
tb@skagenfondene.no

Innhold

LEDER OG KOMMENTAR

Forventningens tid > 2
Når musikken slutter

SKAGEN NYHETER

SKAGEN Fondenes utvikling > 4

Ny viseadministrerende direktør > 5

Nytt kontor i Bergen > 5

SKAGEN 20 år > 5

REISE

Ut for å lære > 8

Informasjonsfiske > 9

Det siste vekstmarkedet > 10

Fra universets midtpunkt > 12

En reise på Silkeveien > 14

UTSIKTER

Felles ansvar for gjeld er ikke gratis > 32

Vann blomstene – om salg av aksjer > 48

INTERVJUET

Ordensmannen > 6

REGNSKAP

Kvartalsregnskap > 47



Ben Bernanke skapte stor uro i markedene da han antydte at Fed ville trappe ned pengehjelpen til amerikansk økonomi

PORTEFØLJEFORVALTERNES BERETNING

Introduksjon

Avstanden øker > 16
Avstanden mellom utviklede og vekstmarkeder gir muligheter.

Aksjefond

SKAGEN Vekst > 20
Verdsettelse er avgjørende

SKAGEN Global > 23
Avvik skaper muligheter

SKAGEN Kon-Tiki > 26
Svak utvikling

SKAGEN m² > 29
Dramatisk andre kvartal

Rentefond

SKAGEN Tellus > 33
Bro over opprørt vann

SKAGEN Avkastning > 33
Moderat i volatilt marked

SKAGEN Høyrente og SKAGEN Høyrente Institusjon > 34
Gode gevinster

Kombinasjonsfond

SKAGEN Balanse 60/40 > 34



6

Hadde aldri klart å realisere drømmen om egen bedrift dersom han ikke hadde investert forsikringspengene etter ulykken.



10

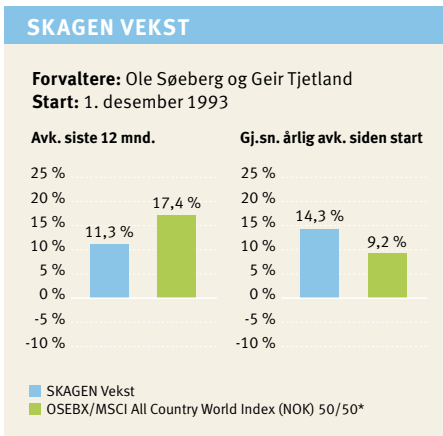
Afrika sør for Sahara seiler opp som et av verdens mest ekspansive markeder

SKAGEN søker etter beste evne å sikre at all informasjon gitt i denne rapporten er korrekt, men tar forbehold for eventuelle feil og utelatelser. Uttalelsene reflekterer porteføljeforvalternes syn på ett bestemt tidspunkt, og dette synet kan endres uten varsel. Rapporten skal ikke forstås som et tilbud eller en anbefaling om kjøp eller salg av finansielle instrumenter. SKAGEN påtar seg intet ansvar for direkte eller indirekte tap eller utgifter som skyldes bruk eller forståelse av rapporten. SKAGEN anbefaler alle som ønsker å investere i våre fond å ta kontakt med en kvalifisert kundefrådgiver på telefon 04001. Du kan også sende epost til kundeservice@skagenfondene.no.

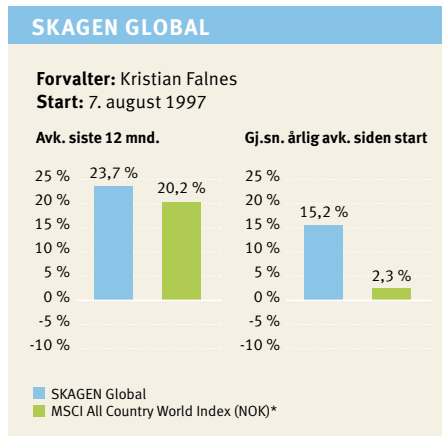
SKAGEN Fondenes utvikling

I tabellene kan du se hvilken avkastning de respektive SKAGEN-fond har skapt i forhold til sine referanseindekser. Tallene er oppdatert per 28. juni 2013.

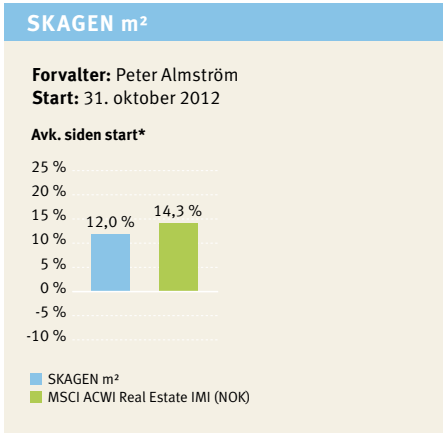
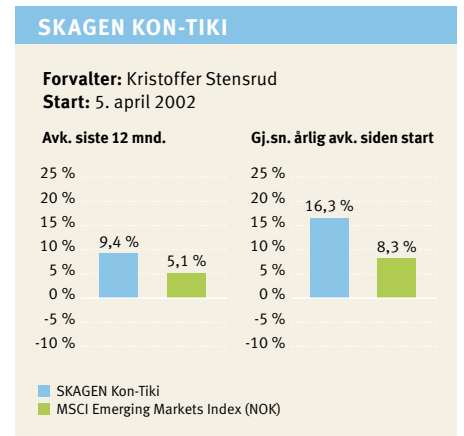
■ Aksjefond ■ Rentefond



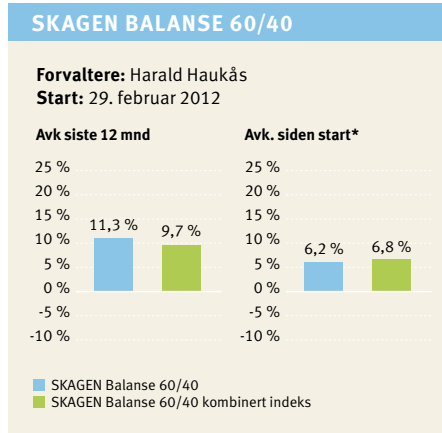
* Før 1.1.2010 var indeks OSEBX



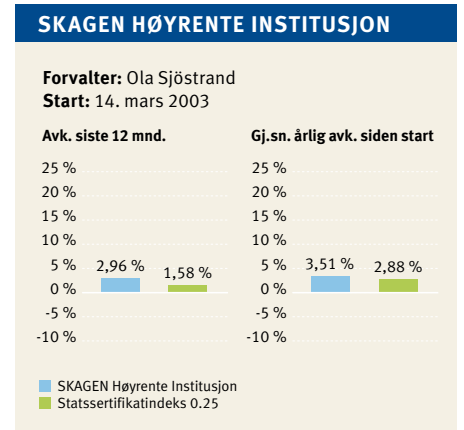
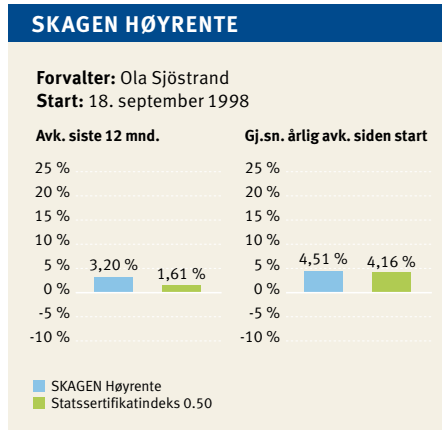
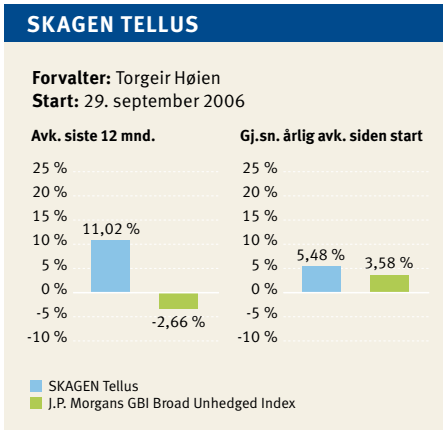
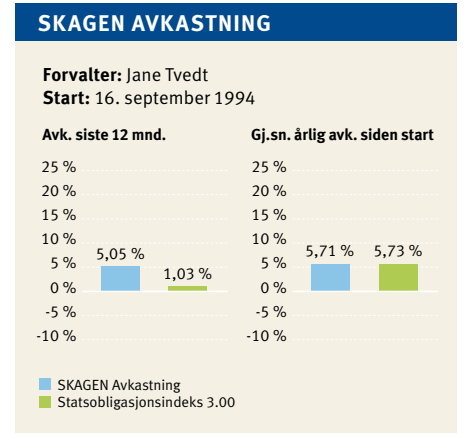
* Før 1.1.2010 var indeks MSCI World (NOK)



* Fondet ble startet 31.10.2012



* Fondet ble startet 29.02.2012



Nå fyller vi 20!



Nittitallet var ennå ungt da Tor Dagfinn Veen, Åge Westbø, Geir Tjetland og Kristoffer Stensrud grunnla Stavanger Fondsforvaltning AS. De fire vennene startet i liten skala med å investere venner og families sparepenger. I desember i år er det 20 år siden SKAGEN Vekst ble startet, og det skal feires!

Vi starter feiringen 22. august med å invitere til stor konsert på torget i Stavanger sentrum. Elektronikalegendene Røyksopp, Susanne Sundfør og Jarle Bernhoft sørger for feststemningen. Det blir flere anledninger til å feire rundt om i landet, feiringen fortsetter i alle markeder og gjennom hele året. Vi holder deg oppdatert!

Andelsklasser i SKAGEN

Andelseierne godkjente i juni innføringen av andelsklasser i SKAGEN Global, SKAGEN Vekst og SKAGEN Kon-Tiki.

For å møte nye reguleringer i to av våre viktigste internasjonale markeder Storbritannia og Nederland ønsker vi å kunne dele kundene inn i to grupper, eller andelsklasser. Den ene gruppen belastes samme honorarer som i dag, mens gruppe B vil bli belastet noe lavere honorarer. I disse landene er SKAGEN avhengig av eksterne distributører, som formidler våre fond mot en godtgjørelse fra SKAGEN. Nå innføres imidlertid restriksjoner på slike godtgjørelser. Dette betyr at berørte distributører heretter ikke vil få betalt av SKAGEN men må ta seg betalt av kundene. Slike kunder vil – i tillegg til forvaltningshonorar til SKAGEN – betale distributøren for distribusjon og rådgiving.

Finanstilsynet skal behandle saken, og vi informerer om vedtaket så snart det foreligger.

Ny viseadministrerende direktør



Tim Warrington overtar som viseadministrerende direktør i SKAGEN etter Åge K. Westbø.

Westbø har hatt ansvaret for kunderelasjoner og ledet SKAGENS aktiviteter i Norge, Sverige, Danmark og internasjonalt utenfor Norden. Tim Warrington overtok som viseadministrerende direktør i begynnelsen av juni. Han kommer fra stillingen som leder for Internasjonal avdeling og Formuesforvaltning i Norge.

- Etter å ha brukt 20 år på å bygge opp SKAGEN til å bli en av Europas ledende fondsforvaltere, er tiden riktig for meg å trappe ned, sier Åge Westbø.

Tim Warrington har bakgrunn fra ulike lederstillinger, blant annet fra den britiske hæren.

Ny vergemålslov

Fra 1. juli er det Fylkesmannen som har overtatt ansvaret for å forvalte mindreårige midler etter Overformyndieriet.

Etter at den nye vergemålsloven trådte i kraft skal Fylkesmannen nå ta over forvaltningen av mindreåriges midler dersom de overstiger 2 ganger Folketrygdens grunnbeløp (G) og ikke omfattes av unntak fra reglene. Mindreårige som eier fondsandeler

omfattes også av reglene, men dersom du ønsker å gi andeler i gave til en mindreårig, kan du krysse av på gavebrevsblanketten at du ønsker midlene unntatt Fylkesmannens forvaltning.

Har du spørsmål rundt dette? Kontakt oss på telefon 04001, eller epost kundeservice@skagenfondene.no

Nytt kontor i Bergen



For alle nye og eksisterende kunder i Hordaland anbefaler vi en tur innom våre nye flotte lokaler i den gamle børsbygningen et kort steinkast fra fisketorget. Den nye adressen er Vågsall-

menningen 1. Du finner Marit Bjørsvik, Joachim Skagen og Thor Nicolai Holum klare til å hjelpe deg. Velkommen innom.

Ordensmannen

Ulykken som satte Geir Inge Sivertsen i rullestol ble starten på smarte løsninger og egen bedrift. Uten SKAGEN-springen hadde jeg aldri klart det, sier den driftige oppfinneren.



- Du kommer aldri til å løpe eller sykle igjen, men du kan fortsatt være far.

Geir Inge Sivertsen hadde akkurat våknet etter en alvorlig arbeidsulykke i 1995, da legen ga ham den dystre beskjednen. En måned tidligere hadde den driftige 33-åringen syklet Den store styrkeprøven Trondheim – Oslo.

-Jeg var helt propell og klarte alt selv. Så ble tilværelsen snudd på hodet, forteller Geir Inge.

Etter fem års kamp med forsikringselskapet fikk han utbetalt en solid sum penger. Erstatningssummen skulle dekke fremtidig inntektstap og med sin sedvanlige grundighet ville han forsikre seg om at pengene ble forvaltet best mulig. Han forsto raskt at dersom



Geir Inge kom ikke frem på grunn av alle skiene på hytta. Da fikk han en ide til et enkelt men smart skistativ som rommer en mengde ski, uten å ta mye plass. Nå er stativet i produksjon og selges over hele landet.

erstatningen skulle vare livet ut, måtte han finne på noe annet enn banksparing.

- Jeg leste en NOU-undersøkelse hvor det kom frem at bare 1 av 10 klarer å ta vare på erstatningspengene de får. Det er et tankekors, sier han. Han tok kontakt med en uavhengig rådgiver som foreslo at en del av pengene skulle plasseres i SKAGEN Fondene.

Beholdt nattesøvn

Pengene ble spredd i ulike fond og spareprodukter. Etter åtte år har SKAGEN-investeringene gjort ham i stand til å starte sin egen bedrift.

- Jeg satt en del av erstatningssummen inn i fond. Hadde jeg ikke investert pengene kunne jeg ikke drevet på med dette.

Han liker å følge med, leser statusrapporter, fulgte med på hvilke aksjer som ble kjøpt og solgt og deltok på informasjonsmøter. Han ville forstå hvordan forvalterne tenkte. For ham ga SKAGENs investeringsfilosofi mening.

- Men når det var som verst under finanskrisen holdt jeg meg unna media. Jeg ble helt dårlig.

- Jeg har ikke sovet en hel natt siden ulykken på grunn av smerter, men de kan jeg leve med. Jeg har ikke mistet nattesøvnen en gang over fondssparingen.

Kreativ handyman

Takket være blant annet avkastningen fra SKAGEN-sparingen kan Geir Inge i dag leve av drømmen sin: å produsere og selge sine smarte skistativ. Ideen fikk han etter ulykken, da han fikk problemer med å komme seg rundt med rullestolen på hytta på grunn av alle skiene som lå strødd rundt. Han måtte finne på en smart løsning som tok mange ski, og som ga plass til å komme frem med rullestolen.

- Det er så enkelt. Jeg fatter ikke at ingen har kommet på det før, sier han fornøyd før han begynner å montere et av sine egenproduserte skistativ på en jomfruelig vegg i garasjen. Garasjen er enhver handyman og -kvinnes drøm. Verktøy i sirlige rekker,



allerede i skiverkstedene på Beitostølen og i Vinterparken i Oslo.

Til tross for varm mottakelse har han ikke brent av store penger på markedsføring og store kampanjer.

- Jeg bygger stein på stein. Jeg mener at fornøyde kunder blir gode selgere.

Nå selger han over hele landet fra nettbutikken sin Mira racks. I tillegg til skistativer i ulike varianter, har han laget smarte oppheng til hageredskaper. Og snart kommer nye produkter, som oppfinneren er ganske taus om. Produksjonen tar en lokal vernet bedrift seg av.

- Når folk bor trangt er det om å gjøre at ting tar lite plass. Jeg tror jeg har funnet en veldig bra løsning.



Foto: Jan Inge Haga

kajaker og ski forsvarlig heist opp under taket eller i eierens skistativer.

På gulvet ligger en svær stabel ski, til både bortover- og nedoverbruk. Garasjen er nybygd i fjor, og Geir Inge har forberedt en egen vegg for anledningen. For at bildene skal bli best mulig.

Han borer raskt to hull i vegg, tryller fram den elektriske drillen og skrur i to skruer. Deretter fester han de to siste skruene mens han støtter seg til veggen.

- Hvor lang tid brukte vi? Fem minutter? Hvis jeg klarer det, klarer andre det også, sier han tydelig fornøyd.

Den store stabelen henger sirlig i stativet på veggen, og enda er det plass til flere par.

Stein på stein

Geir Inge begynte jobbe med skistativene i 2008, etter å ha vunnet en landsdekkende gründerkonkurranse. Han skjønnte fort at han hadde kommet på noe smart etter at flere av vennene ville at han skulle lage tilsvarende stativer til dem.

- Jeg var ganske redd for at det skulle komme en kopi fra Sverige, for eksempel på Clas Ohlsson eller Biltema. Derfor tok jeg raskt designbeskyttelse, forteller han.

Åtte år etter, ser det også se ut til at de mer profesjonelle skihåndtererne har fått øynene opp for produktene til Geir Inge. De henger

Fortsatt far

- Jeg kunne sikkert latt være å holde på med dette – jeg har ikke tjent så mye ennå. Men jeg treffer mange kjekke folk, og jeg motiveres av følelsen av å lage noe som er bra. Men hadde jeg ikke investert pengene hadde jeg ikke klart å drive med det jeg gjør.

Fremdriften har nok alltid vært der for den geskjeftige oppfinneren, som hevder han aldri har sett en hel tippekamp på tv. Han har andre ting å holde på med. Etter ulykken som endret livet hans så dramatisk, er det én ting som peker seg ut som den viktigste årsaken til at han har klart seg så bra:

- Jeg ville være far, med alt hva det innebærer. Det betyr også å kunne hjelpe barna sine økonomisk, hvis det trengs.

GEIR INGES SPARETIPS

- Sett inn litt om gangen. Det sikrer deg en grei gjennomsnittskurs.
- Spre investeringene dine
- Sett deg et sparemål
- Når trenger du pengene? Vær klar over tidshorisonen din.

Ole-Christian Tronstad

KOMMUNIKATØR

Ut for å lære

- Vi reiser for å tilegne oss kunnskap, sier investeringsdirektør Harald Espedal. Han oppmuntrer alle SKAGENS porteføljeforvaltere til å reise og treffe bedrifter og folk.

SKAGENS porteføljeforvaltere er mye på farten. Det handler primært om å bli bedre kjent med selskapene vi har investert i eller selskaper som er potensielle investeringer i fremtiden. I tillegg gir reisevirksomhet mulighet til å treffe og studere andre elementer som påvirker selskaper, slik som kunder, underleverandører og markeder. Det å reise kan være en effektiv måte å lære mye på kort tid.

Bedre læring

SKAGEN er opptatt av sin posisjon utenfor verdens finanssentra, uavhengig av trender og moter. Fra hovedkontoret i Stavanger holdes markedsføringshyphen på trygg avstand. Likevel ser investeringsdirektør Harald Espedal gjerne at forvalterne reiser, særlig de yngre.

- En reise er selvfølgelig nyttig der og da, men i tillegg opparbeider du deg en større referanseramme som også gjør det enklere å ta opp ny kunnskap senere. Vi prioriterer at yngre porteføljeforvaltere får reise mye. På den måten bygger de opp et referansebibliotek raskt, sier Espedal.

SKAGEN er ingen reiseklubb, hensikten med reisingen er å fatte bedre investeringsbeslutninger. Forvalterne forbereder seg godt før de treffer representanter for selskapene, for å unngå å havne i markedsføringsfella. En kan lett bli mer villedet enn veiledet når en treffer selskaper.

- Det er derfor vi pleier å spørre dem «Hvem er best av dine konkurrenter, eller hvem er

best av dine leverandører?» Da får vi som regel forbausende ærlige svar, sier Espedal.

Nye og andre ideer

SKAGENS porteføljeforvaltere jobber stort sett i samme lokale på hovedkontoret i Stavanger. Erfaringsutveksling og et felles analysemiljø er viktige årsaker til samlokaliseringen. Også etter reiser er det viktig å dele kunnskapen og erfaringene med kollegaene. Som for mange andre er det bra for kreativiteten å komme seg ut av kontoret innimellom.

Ideer oppstår når en får ny inspirasjon og dermed tenker litt nytt. På reise får en mye inspirasjon og en god distanse til de daglige svingningene i markedet - begge deler kan være godt for kreativiteten. For eksempel oppdaget en av forvalterne at toalettpapir ikke nødvendigvis er standard på alle kinesiske toaletter – men at behovet absolutt finnes

i et av verdens mest folkerike land. En stund etter investerte vi i et kinesisk selskap som produserer nettopp den typen papirvarer.

Forstår mer

Internett gjør at mye informasjon er tilgjengelig hjemme. Paradoksalt nok mener vi at en ofte lærer mer på reise. For det første lærer vi mye mer om menneskene og kulturen i et selskap når du treffer dem på hjemmebane. Mye av dette er vanskelig å forstå gjennom å lese en årsrapport eller en megleranalyse. Det er også en unik mulighet til å stille viktige og langsiktige spørsmål om selskapet som ikke får så mye fokus til vanlig. En skal heller ikke undervurdere det en lærer av å bare observere dagliglivet og snakke med vanlige mennesker i et land. Det å forstå folkets røst og sjel er ofte et godt utgangspunkt for å forstå både bedrifter og finansmarkedet i et land.



FORVALTERNES REISETIPS

- Vær nysgjerrig, reis dit ingen andre reiser
- Jo mer tilfeldige folk du snakker med jo mer innholdsrik blir turen
- Å leie en guide er vel anvendt tid og penger
- Pakk lett - flyselskaper mister bagasje oftere enn du tror. Det er minnene du skal ta med deg ikke bagasje

Ole-Christian Tronstad

KOMMUNIKATØR

Informasjonsfiske

SKAGEN drar ut for å se etter olje, rubler og beholdning av egne aksjer hos Surgutneftegas i Sibir.

Akkurat da den norske vinteren begynte å gi tapt for en relativ vårvarme, la vi ut på en lang reise østover til Sibir. Bortsett fra at nordmenn fra naturens side tiltrekkes av snø og kaldt vær, var det en uvanlig invitasjon fra oljeselskapet Surgutneftegas som gjorde at vi våget oss 5 000 km inn i en region som utgjør tre fjerdedeler av Russland og nesten hele Nord-Asia.

Reise inn i det ukjente

Vi har jaktet på undervurderte, upopulære og underanalyserte selskaper over hele verden i over 20 år, ofte på langt unna Stavanger. Fra tid til annen er det imidlertid bra å få et perspektiv som bare et bedriftsbesøk kan gi. Planen var å besøke det russiske energiselskapet Surgutneftegas, som utgjør én prosent av porteføljen til SKAGEN Global, for å beskue oljefeltene og ta del i selskapets lenge etterlengtede resultater i tråd med internasjonale regnskapsregler (IFRS). Selv om turer i felten, dypt inn i den russiske villmarken for å høre på en resultatkunngjøring, kanskje ikke høres så fantastisk ut, er det to mysterier rundt Surgutneftegas som har satt fantasien i sving på markedene.

For det første hevdet selskapet å ha rundt 30 milliarder dollar i kontanter på balansen, men på grunn av en minimalistisk holdning til rapportering, samt særegenhetene ved russisk regnskapsskikk, var pengebingens størrelse og tilholdssted ukjent. For det andre har selskapet hevdet å eie rundt 40 prosent av seg selv, med en post på 17,6 milliarder egne aksjer, som det ikke er blitt sett eller hørt noe til siden. Derfor var det store spørsmålet på alles lepper, om vi ville få noen holdpunkter angående dens eksistens, eller ikke, da selskapet gjorde seg klar til å slippe IFRS-resultater for første gang på elleve år.

Historien om fiskehullet

Vårt første stopp på jakten etter spor var Surgut, en russisk by langs bredden av Ob-elven (Surgut betyr "god fiskeplass" eller "fiskehull"). Byen ble utviklet sent på 1500-tallet og ble gradvis et handelssentrum. At det er olje i regionen har vært kjent lenge – det er snakk om "brennbar væske" i lokale sagn – og mer systematisk innsats startet for alvor ved slutten av andre verdenskrig da Sovjets sjefsgeolog organiserte en ekspedisjon til

området. Denne innsatsen ble avbrutt for tidlig da teamet ble beordret tilbake til Moskva, men noen av mannskapene nektet å vende tilbake. Deres ulydighet ble belønnet med et gjennombrudd tidlig på 1950-tallet. På 1960- og 70-tallet ble det funnet mer olje, og da den brennbare væsken begynte å strømme, startet urbaniseringen av Surgut. I 1965 var befolkningen 17 000 (for det meste oljearbeidere), og 10 år senere kom det første toget til byen.

I dag har Surgut 300 000 innbyggere, og mer enn én av tre av dem arbeider for Surgutneftegas. Prangende bilutsalg langs veien fra flyplassen er et avslørende tegn på byens relative velstand. Surgut har også landets nest høyeste fødselsrate, og med en tidligere personaldirektør fra Surgutneftegas som ordfører er det liten tvil om at selskapet har enorm innflytelse.

Etter Surgut var vår neste stopp oljefeltene i Talakan, en flytur på fire timer tvers over den sibirske villmarken til Sakha-republikken i Russlands Fjerne Østen. Vi besøkte flere anlegg og ble imponert av det vi så, både med hensyn til størrelse – Surgutneftegas produserer mer olje enn Storbritannia – og kvalitet, for feltene ser ut til å være godt drevet.

Åpenbaringer på resultatdagen

Dagen etter var det tid for den forventede presentasjonen av selskapets resultater på hovedkontoret til Surgutneftegas. Selskapet følges av fjorten Russland-baserte analytikere på salgssiden, og selv om aksjonærregisteret inneholder flere store "blue-chip"-investorer, var det bare én annen internasjonal fondsforsvalter til stede ved avdukingen av resultatene. Da selskapets representanter delte ut regnskapene, gjennomførte alle øyne straks balansen. Omløpsmidler... Kontanter og kontantekvivalenter... Ja, kontantene var sanne- lig der. I tillegg ga selskapet i notene som fulgte med regnskapene til og med navnene på kontoene der de står. Så langt var det bra.

Deretter vendte alle øyne seg mot posten med egne aksjer. I henhold til regnskapet eier Surgutneftegas nå bare 650 000 egne aksjer, kun en liten brøkdel av antallet som ble rapportert tidligere. Så hva betyr dette? Meningene løp fra næringslivshistoriens største tyveri til regnskapstriks der aksjene kan eies av selskapet i trust, men utenfor

balanseregnskapet. Med pokerfjes og «ingen kommentar» som eneste svar fra selskapets representanter, får det definitive svaret på hvor de befinner seg vente til en annen anledning.

Investeringscase intakt

Vår begrunnelse for å eie aksjen var ikke avhengig av eksistensen til de egne aksjene, ettersom de aldri var en faktor i vår verdivurdering av selskapet, og derfor utgjorde en meget liten del av vår investeringstese. Selv om vi fremdeles har flere ubesvarte spørsmål, i hovedsak relatert til om ledelsen bryr seg særlig om minoritetsaksjonærer og risikoen for statlig innblanding i energisektoren, gir verdivurderingen av Surgutneftegas en sikkerhetsmargin. Selv uten de egne aksjene verdsettes selskapet til under 0,5x EV/EBITDA, noe som gjør det til et av de billigste selskapene i verden. Som eiere av preferanseaksjer får vi videre 10 prosent utbytteavkastning mens vi venter på at stemningen skal bedre seg eller på at selskapet skal ta positive strukturelle tiltak.

Med det tok vi vår plass på flyet tilbake til Norge i den tro at SKAGENS investeringscase fortsatt er intakt. Selv om det er vanskelig å forholde seg til om de egne aksjene eksisterer og eventuelt hvor, er vår hypotese at selskapet er rikt på kontanter og godt drevet, blitt bekreftet.

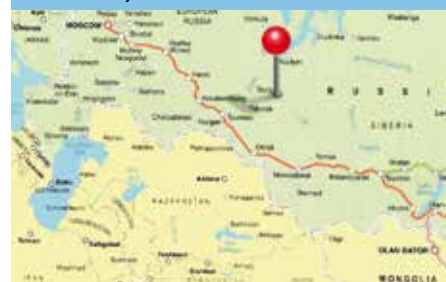
Erik Landgraff

PORTEFØLJEFORVALTER

Nick Henderson

KOMMUNIKATØR

SURGUT, SIBIR





Sør-Afrikas vekstmotor: Johannesburg ble lenge sett på som en inngangsport til sørlige Afrika. Men i takt med at den økonomiske veksten på kontinentet øker er statusen ikke lenger like innlysende.

Foto: David Reiser

Det siste vekstmarkedet

I skyggen av ulike vestlige kriser har Afrika sør for Sahara seilt opp som et av verdens mest ekspansive markeder. Bildet av et kontinent preget av sult, konflikter og fattigdom må revideres.

Det er ikke uten interesse SKAGENS porteføljeforvaltere følger hvordan verdens kanskje siste vekstmarked tar fart. De siste ti årene har Afrikas økonomier fra Ghana i vest til Mosambik i sør konsekvent vokst raskere enn de fleste andre regioner i verden, om enn fra lave nivåer. Nødvendige inntekter og nye jobber er skapt takket være demokratisering, økt handel – ikke minst med andre vekstmarkeder – forbedret produktivitet, stigende råvarepriser og fallende utenlandsgjeld. Ifølge det internasjonale valutafondet IMF's prognoser antas fem av verdens ti raskest voksende økonomier de neste fem årene å ligge i Afrika. Og afrikanske aksjemarkeder begynner å bli stadig mer interessante; det siste året har nitten afrikanske aksjemarkeder steget mer enn 50 prosent.

- Afrika har stort potensial, det har vi visst

lenge. Vår første afrikanske investering gjorde vi for 20 år siden med PZ Cussons og United Plantations Africa. I aksjefondet SKAGEN Kon-Tiki eier vi i dag aksjer i blant annet sørafrikanske Naspers, nigerianske Diamond Bank, Ghana Commercial Bank og i det kenyanske bryggeriet East African Breweries. I løpet av årene har fondet gjort flere investeringer, først og fremst gjennom børsen i Johannesburg, men også på mindre børser i Afrika, sier Erik Landgraff, porteføljeforvalter i SKAGEN Kon-Tiki.

- Selskapenes størrelse og likviditet er en utfordring i flere land. I eksempelvis Kenya, som jeg besøkte nylig, er det store muligheter og en mengde interessante selskaper, men bare et fåtall aksjer hvor vi kunne bygge en meningsfull posisjon. Til tross for det har vi en pragmatisk innstilling til likviditet, siden

likviditet har en tendens til å vokse i takt med selskapet. Vi har ingen absolutte grenser eller regler, sier Landgraff.

En ny generasjon

Ifølge Richard Dowden, en av Storbritannias fremste eksperter på Afrika sør for Sahara, forfatter og sjef for det anerkjente britiske Royal Africa Society i London, vil Afrikas rolle i verdensøkonomien bare fortsette å vokse:

- Så lenge vi ser en fortsatt etterspørsel etter afrikansk olje, gass og mineraler fra Kina og andre industriland, økt nettrafikk, en voksende middelklasse og forbedret økonomisk politikk og politisk styring er jeg overbevist om at Afrika vil fortsette å være «vekstunderet» i overskuelig fremtid.

Det siste tiårets akselererende handel med omverden, stigende råvarepriser, økte uten-

landske investeringer – ikke minst fra Kina – og et stadig mer stabilt politisk klima har lagt grunnen for en imponerende vekst. Samtidig er Afrikas befolkning ung, voksende og får det stadig bedre. Gjennomsnittsalderen er 20 år, sammenliknet med Asias 30 og Europas 40.

Truslene mot veksten er ifølge Dowden i første rekke en kollaps i etterspørselen etter afrikanske råvarer og politisk uro.

- Det kan bli en konsekvens dersom den økonomiske veksten fordeles ujevnt og kommer for få til del. Ikke minst med tanke på at Afrikas befolkning vil fordobles frem til 2050, sier han.

Et av verdens mest interessante markeder

Interessen for Afrika var kjølig lenge. Idi Amins herjinger i 1970-tallets Uganda ble fulgt av 1980-tallets sultkatastrofer og 1990-tallets folkemord i Rwanda. Dette sementerte bildet av et kontinent i konflikt. For den vestlige verden var risikoen høy og alternativene, først og fremst sørøst-Asia, mye mer interessante. I flere tiår gikk derfor mindre enn tre prosent av verdens totale direkteinvesteringer til Afrika sør for Sahara. Kombinert med 70-tallets energikriser, globale resesjon og kalde krig, ble resultatet ødeleggende. Mens Sørøst-Asia steg som fugl Fønix fra asken bråstoppet Afrika. Ved årtusenskiftet konstaterte den afrikanske utviklingsbanken krast at 30 års selvstendighet hadde gått tapt. Det velansatte britiske tidsskriftet Economist beskrev



på sin forside i mai 2000 Afrika som «Det håpløse kontinentet».

Situasjonen er fortsatt ikke udelt positiv, men antallet konfliktsoner er drastisk redusert de siste 15 årene. I dag regnes over halvparten av Afrikas land som demokratier der majoriteten lever i fred og på betryggende avstand fra sult og konflikter. Det siste tiåret har Afrika seilt opp som et av verdens mest interessante investeringsmarkedene. I fjor ble det nye pendlertoget innviet mellom Nairobi og Dar Es Salaam – de første togforbindelsene som er åpnet siden kolonitiden. Samtidig er Nairobi utviklet til å bli regionens svar på Silicon Valley med en rekke innen- og utenlandske teknologiselskaper. I land som Mosambik, Angola og Ghana vokser byggeprosjektene i takt med nye oljefunn. Rwanda satser stort på fiberoptikk og annen teknologisk infrastruktur, utdanning, logistikk og turisme med mål om å bli Afrikas svar på Sveits. I slutten av 2011 inngikk landet avtale med den amerikanske betalingsgiganten Visa om å utvikle betaltjenester. Visa er på sin side opptatt av å få en fot innenfor det voksende afrikanske markedet for kontantløse betalingstjenester.

Selv om det fortsatt er store inntektsforskjeller vokser en stadig mer stabil middelklasse frem. Den sørafrikanske banken Standard Bank, med kontorer over hele kontinentet, anslår at det fins rundt 60 millioner afrikanske husholdninger med en årlig inntekt på minst 3000 dollar. Frem til 2015 beregnes antallet å øke til 100 millioner, på linje med den indiske middelklassen.

Finansmarkeder i startfasen

Til tross for at bildet av sult, fattigdom og konflikter blir stadig svekket og den afrikanske tilværelsen når nye høyder, slåss mange afrikanske aksjemarkeder med helt andre grunnleggende problemer, som å få til et velfungerende infrastruktur for handel og likviditet.

Bortsett fra den velfungerende sørafrikanske børsen i Johannesburg er kontinentets aksjemarkeder fortsatt relativt fragmenterte og illikvide, der børsutviklingen ofte svinger i takt med lokale valutaer. Det gjennomsnitt-

lige handelsvolumet i Nigeria (nest største børs etter Johannesburg) er eksempelvis bare 40 millioner dollar per dag og i Kenya 15 millioner dollar per dag. Det kan sammenlignes med den tyrkiske børsens daglige omsetning på rundt 200 millioner dollar. Små volumer og dårlig likviditet vanskeliggjør mulighetene å enkelt gå inn og ut av markedet. Unntatt børsen i Johannesburg, med en børsverdi på drøyt 3/4 av Stockholmsbørsen, fins det i dag rundt 250 noterte selskaper fordelt på 18 børser i Afrika sør for Sahara. Selv om markedsverdien av disse selskapene går opp mot 250 milliarder dollar, er det mindre enn børsverdien på Københavnsbørsen.

Men fundamentet er der, og mange av sørlige og østlige Afrikas selskaper har vært med i mange år. Selskapsstyring, bokføringsprinsipper og transparens er av skiftende kvalitet, men oftest med røtter i anglosaksisk tradisjon. Samtidig er det relativt mange selskaper med virksomhet i Afrika som er notert andre steder i verden. Ett eksempel er oljeselskapet Tullow Oil som er notert både i London, Irland og Ghana, og som inngår i SKAGEN Kon-Tikis portefølje.

Selv om de afrikanske aksjemarkedene ikke på noe vis er risikofrie, puster Afrikas comeback fremtidsoptimisme. For fra historien vet vi at økt velstand, handel og demokratisering minker risikoen for konflikter, korrupsjon og interessesfærer med slagside. Og det lover godt for Afrikas befolkning så vel som for langsiktige investorer som SKAGEN.

David Reiser

FORMUESFORVALTER



David Reiser jobber ved SKAGEN Fondenes Gøteborgkontor. Han har tidligere studert i Johannesburg hvor han skrev sin magisteroppgave i nasjonaløkonomi om hvordan korrupsjon har påvirket Afrikas økonomiske vekst.

Kilder: Richard Dowden, Afrika: fremtidens kontinent, 2010. Martin Meredith, The Fate of Africa. A History of the Continent Since Independence, 2011.



Fra universets midtpunkt

Overraskende nok kan en uke med møter i New York City fortelle deg ganske mye om den gjeldende tilstanden til verdensøkonomien og bedriftenes resultatutsikter.

Vi tilbrakte den siste uken i mai på Waldorf-Astoria Hotel i møter med konsernsjefer for noen av verdens største selskaper. Hvis man vil ha en bedre forståelse av hva de står overfor, er det bare å ta en kikk på de beregnede økonomiske vekstratene for forskjellige regioner i 2013.

Tingenes tilstand i Asia

I henhold til beregninger foretatt av det internasjonale pengefondet (IMF), forventes vekstraten for vekstmarkedene å ende på 5,3 prosent i år. Til sammenligning forventes USA å vokse med 1,9 prosent og euroområdet å minske med 0,3 prosent. Det forventes med andre ord fortsatt god økonomisk vekst i Asia, dempet vekst i USA og meget anemisk utvikling i Europa.

Et vanlig budskap fra de fleste selskapene vi møtte var at vekstmarkedene gjør det ganske bra i øyeblikket. De fremhevet at spesielt Asia gjør det bra over hele linjen. Interessant nok syntes det også å være få tegn på en betydelig nedbremsing i Kina, til tross for den siste tids mange store overskrifter i media.

Som følge av den sterke veksten i Asia fortsetter mange amerikanske selskaper å fokusere på å utvide sin tilstedeværelse i denne regionen, spesielt i de større asiatiske økonomiene.

Spor av amerikansk optimisme

I tråd med beregningene til IMF virket mange av de 95 selskapene på konferansen (Sanford C. Bernstein's 29th Annual Strategic Decisions Conference) å ha et forsiktig optimistisk syn på utsiktene for den amerikanske økonomien. Det var med andre ord ingen klar friskmelding av den amerikanske økonomien, men snarere elementer av optimisme blant de 1700 deltakerne i art deco-gangene på Park Avenue.

Selskaper som selger alt fra boliglån til sikkerhets- og brannsikringssystemer bekreftet en pågående oppgang i det amerikanske boligmarkedet. En slik oppgang vil ha størst resultateffekt for de amerikanske bankene, blant annet Citigroup, den nest største aksjeposten til SKAGEN Global. Foruten

lavere utlånstap og reversering av tidligere avsetninger, har fallet i antall problemlån en meget positiv effekt på driftskostnadene. Håndtering av problemlån og eventuelle tvangsovertakelser er både meget arbeidskrevende og dyrt.

En rekke selskaper ser dessuten gryende tegn på bedre etterspørsel.

Ett selskap som er verdt å merke seg er Goldman Sachs, en aksjepost hos SKAGEN Global og en verdensleder innen rådgivning knyttet til fusjoner og oppkjøp. Goldman Sachs uttalte at de ser en betydelig økning i antallet forespørsler om mulige transaksjoner. Dette er svært oppmuntrende, selv om det faktiske antallet transaksjoner fremdeles holdes tilbake av den store usikkerheten rundt utsiktene for verdensøkonomien.

Tyco International, en annen større post i SKAGEN Global, har opplevd en betydelig økning i antall forespørsler i forbindelse med prosjektering av kommersielle eiendomsprosjekter – hvor Tyco er en tilbyder av brannslukningssystemer. Dette antyder også at etterspørselen begynner å komme seg, selv om dette ikke gjenspeiles i resultatregnskapene ennå.

Internt fokus

Mangel på inntektsvekst gjør at mange av selskapene prøver å bedre resultatene gjennom kostnadsutt og produktivitetsforbedringer. Tyco International, som er basert i Sveits, er et meget godt eksempel på dette. Ledelsen i selskapet fokuserer på et program som skal kutte kostnadene med 500 millioner dollar ved å "fusjonere" flere forretningsenheter på virksomhetsområdet brannvern og sikkerhet. De ser ut til å kunne overgå dette målet og det ble fremhevet at sammenslåingen av de to salgsorganisasjonene også forventes å gi høyre omsetning gjennom kryssalg av produkter.

Den nye konsernsjefen i Citigroup, Michael Corbat, fortsetter også sin urokkelige innsats for å forbedre den generelle lønnsomheten. Banken har gått gjennom hver eneste forretningsenhet og konklusjonen er ganske enkel: hvis en forretningsenhet ikke kan gi en tilfredsstillende avkastning, vil den bli nedskalert eller avvirket.

Toppmarginer?

Investorer som er negative i synet på utsiktene for aksjemarkedene, peker ofte på det faktum at de nåværende resultatmarginene er på historisk høye nivåer. Derfor mener de at utsiktene for resultatmarginene er dystre, og at dette vil føre til nedgang i både inntjeningen og aksjekursene.

Et tema som gikk igjen på de fleste møtene

under Bernstein-konferansen var imidlertid at selskapene følte at mye av kostnadsuttene fremdeles ikke hadde rukket å gi utslag i en bedre bunnlinje.

Mye innsats de siste årene har gått med til å øke produktiviteten – og de fleste selskapene mente at de kunne håndtere mye høyere volumer med de nåværende faste kostnadene. Derfor bør et oppsving i inntektene kunne gi uttelling i enda bedre marginer. Blant SKAGEN Globals nåværende posisjoner er dette spesielt aktuelt for industriselskaper som TE Connectivity og Tyco International.

Treg vekst – høyere utbytte

Det var ikke nødvendig å reise helt til den amerikanske østkysten for å få bekreftet at investorer stort sett overdriver effekten av makroøkonomisk vekst og resultatvekst på aksjekursene.

De siste tre årene har gitt nok av bevis på dette. For tre år siden var verddivurderingene lave, ettersom alle kunne se at den økonomiske veksten ikke ville bli sterk. Selv om veksten i USA har vært lite imponerende i tiden etterpå, har aksjemarkedet steget i været.

Som vi fikk bekreftet på konferansen, skyldes dette blant annet at amerikanske selskaper har vist god evne til å raskt tilpasse kostnadsgrunnlaget til et lavere aktivitetsnivå samt fortsette å skaffe seg produktivitetsevner. I tillegg har tregere økonomisk vekst ført til mindre investeringer, og selskapene har stort sett vært flinke til å kanalisere ekstra kontantstrøm tilbake til aksjonærene i form av utbytte og tilbakekjøp av aksjer.

Amerikanske selskaper har også vært flinke til å bruke de lave rentene til å optimere balansestrukturen. Tyco International, den ovennevnte SKAGEN Global-posten, har en spesielt imponerende merittliste når det gjelder å allokere kapital. I våre møter forsikret de oss nok en gang om at fusjoner og oppkjøp kun vil bli aktuelt dersom de skaper merverdi. Tilsvarende ble vi fortalt av TE Connectivity at de ser begrenset behov for realinvesteringer under nåværende forhold, og at potensielle fusjoner er priset for høyt.

Resultatet? Man kan regne med å få inntjeningen utbetalt som utbytte eller i form av tilbakekjøp av aksjer.

En Noble overraskelse

Den største positive overraskelsen på konferansen var Noble, en SKAGEN Global-post med virksomhet i en sektor med mange eksempler på feilallokering av kapital gjennom stadig nye realinvesteringer. Selskapet var meget tydelig når det gjelder sine planer for kapitalallokering.

Noble har gått gjennom en langvarig og

dyr investeringsperiode, som har resultert i en voldsom økning i eksponeringen mot boring i ultradype farvann. Ettersom denne investeringsfasen går mot slutten neste år, og resultatene vil øke når disse riggene blir satt i produksjon, planlegger selskapet å øke utbyttet betydelig. Selskapet har også gjen tatt planen om å selge eldre eiendeler, og dermed øke utbyttekapasiteten ytterligere.

Imidlertid er ikke disse selskapene de eneste hvor vi har forventninger om utbytte og tilbakekjøp av aksjer.

Citi på sporet?

En viktig tese for vår investering i Citigroup har alltid vært avkastning på overskuddskapital.

Selv om det har tatt mer tid enn opprinnelig forventet, delvis på grunn av tøffere regulering, virker ledelsen nå komfortabel med styrken i den nåværende balansen. Man kan derfor med rimelighet forvente at Citi begynner å kjøpe tilbake egne aksjer på en aggressiv måte i årene som kommer – noe som er spesielt attraktivt når aksjene omsettes til under bokført verdi.

Refleksjoner

Den generelle konklusjonen fra våre møter er at selv om de rådende forholdene, med treg økonomisk vekst i de utviklede markedene, ikke blir bedre, forventer de fleste selskapene fortsatt resultatvekst gjennom pågående kostnadsutt og effektivisering. Videre oppgang i aksjekursene er ikke avhengig av bedre vekstforhold i den vestlige verden. I stedet avhenger det mer av innsatsen som gjøres internt. Heldigvis virker selskapene våre også innstilt på å gi ekstra fri kontantstrøm tilbake til aksjonærene i form av utbytte og tilbakekjøp av aksjer.

Alt dette burde love godt for andre halvår – og videre fremover.



Søren Milo Christensen

PORTEFØLJEFORVALTER





Tid fra ide til ferdigstillelse er kort i Istanbul, og både arkitektur og byggekvalitet er imponerende.

En reise på Silkeveien

Eiendom er en lokal virksomhet i en stadig mer globalisert verden. For å holde seg à jour med lokal markedskunnskap var SKAGEN m²-teamet mye på reise de siste seks månedene, i hovedsak i Asia.

I en moderne finansiell investeringsportefølje er eiendom en selvfølgelig del, men forretnings eiendommer er ikke rene finansielle aktiva. Denne typen eiendommer er svært avhengige av tilbud/etterspørsel, lokale markedspreferanser og konkurransedyktigheten til den enkelte eiendom. Det er grunnen til at vi ikke kan forvalte SKAGEN m² fra skrivebordene våre - vi trenger også å observere med egne øyne de markedene der vi investerer kundenes penger.

Det siste året har medlemmer av m²-teamet foretatt mange reiser til Asia for å besøke Indonesia, Filippinene, India, Kina, Tyrkia, Thailand, Singapore, Malaysia og de Forenede

Arabiske Emirater. Her er noen observasjoner og konklusjoner som bør gi litt innsikt i hvordan vi tenker og handler når vi analyserer markeder og identifiserer interessante investeringsmuligheter.

Bykart i stedet for regnskaper

De grunnleggende driverne for eiendomsverdier er befolkningsvekst, inntektsvekst og begrenset tilgang til tomter. Med tregere, eller til og med fallende, befolkningsvekst i mange utviklede land, er mange av de mest interessante byene for SKAGEN m² i Asia, hvor rundt 60 prosent av verdens befolkning bor.

Konferanser er et godt sted å møte mange

selskaper på kort tid. Vår hovedprioritet når vi reiser er imidlertid å virkelig forstå hvordan de lokale markedene virker i praksis, i tillegg til å forstå eiendomsnæringens grunnverdier. Hvor er det folk bor og arbeider? Hvordan kommer de seg til og fra arbeidet? Hvor er de mest attraktive områdene? Hva blir bygget, og hva er kostnaden sammenlignet med eksisterende bebyggelse? Når vi reiser bruker vi ofte mer tid på å diskutere bykart enn å lese bedriftsregnskaper. Tallknusing gjør vi hjemme på kontoret.

Istanbul - porten til Asia

Vår siste tur til Istanbul i juni falt sammen med



Foto: Peter Almström

protestene på Taksim-plassen. Som den største byen i Europa og inngangsport til Asia, har Istanbul noen meget attraktive kjennetegn.

Den tyrkiske regjeringen ser ut til å fokusere ressursene på Istanbul, med store investeringer i infrastruktur og massive planer for eiendomsutvikling. Byggearbeidet har allerede startet på en tredje bro over Bosporusstredet og en ny internasjonal flyplass. To nye drabantbyer vil bli bygget øst og vest for byen, hver med en planlagt befolkning på én million. En ny metrotunnel vil binde sammen den europeiske og asiatiske siden, og det er planer for en Panama-lik kanal for å binde sammen Marmarahavet med Svartehavet. Ettersom Istanbul sannsynligvis vil fortsette å fosse frem foran resten av landet, virker det fornuftig for SKAGEN m² å fokusere primært på Istanbul når det gjelder eiendomseksponering i Tyrkia.

Vi møtte sju børsnoterte tyrkiske eiendomsinvesteringsselskaper, to lokale eiendomsanalytikere og én private equity-investor. Hvert bedriftsbesøk ble kombinert med et stedsbesøk¹. På den europeiske siden besøkte vi butikk-senterprosjekter, boligprosjekter og prosjekter som kombinerer ulike bruksområder. På den asiatiske siden så vi på det

planlagte nye finanssenteret, der det bygges flere hundre tusen m² med nye kontorlokaler i det nye Atasehir-området. Regjeringens visjon er å gjøre Istanbul til en av verdens topp 10 finanssentre, og alle statseide banker vil flytte sitt hovedkontor dit i de neste to-tre årene.

En av våre observasjoner er at tiden fra idé til fullføring er kort i Istanbul, og både arkitektur og bygningskvalitet er imponerende. Etterspørselen for boliger med god design og beliggenhet er god. Det er knapt med førsteklasses kontorlokaler, men konkurransen er heftig på butikkmarkedet i Istanbul, og nye handlesentre må være nøye utformet for å lykkes.

På den negative siden er trafikken et problem, og byen har et kjempebehov for mer offentlig transport. Et annet potensielt problem er nasjonal politikk. Vi tok en kort utflukt til Taksim-plassen midt under demonstrasjonene, og diskuterte den politiske situasjonen med lokalbefolkningen. Den stadig mer autoritære lederstilen til statsminister Erdogan genererer både frustrasjon og frykt. Hvis AK-partiet taper sitt flertall ved valget, kan faren for økende politisk ustabilitet utgjøre en alvorlig trussel mot tyrkisk økonomisk vekst.

Singapore og Iskandar

Sammenlignet med de fleste andre byer fremstår Singapore som ekstremt velfungerende, med effektiv infrastruktur og stabile forretningsforhold. BNP per hode er blant de høyeste i verden og det er en av de foretrukne stedene i Asia for amerikanske og europeiske selskaper. Byen er også hjem til hovedkontoret til mange eiendomsselskaper med attraktiv eksponering mot andre deler av Asia.

Singapore er en liten øy med meget attraktive tomter, og noen av verdens dyreste eiendommer. Selv om de langsiktige vekstutsiktene er gode, er vi forbeholdne når prisnivåene blir for høye sammenlignet med andre attraktive markeder.

Hovedmålet for vår tur i mai var Iskandar, en del av Johor-regionen langs den malaysiske grensen, der massive utviklingsprosjekter er på gang. Iskandar er ett av fokusområdene for vekst i Malaysia, og en del av planleggingen koordineres med Singapore.

Det er fem såkalte flaggskipsoner i Iskandar, to fokusert på urban utvikling og tre på transport og logistikk. Vi besøkte en av de urbane sonene, Nusajaya, som anses å være hjertet i Iskandar. Besøket var på invitasjon fra UEM Land, den ledende landutvikleren i denne sonen, som har investeringsansvar til den malaysiske staten, Khazanah, som største aksjonær. Nusajaya er et kjempestort

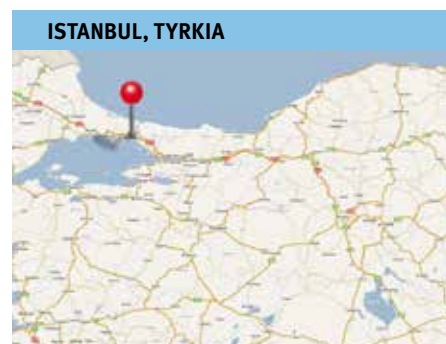
byksamfunnsprosjekt, med en planlagt befolkning på 500 000 innen 2025. Det er boligprosjekter for alle inntektssegmenter, med tomtepriser langt under Singapores.

På turen tilbake til Singapore besøkte vi to av våre eksisterende indonesiske aksjeposter, Lippo Malls og First REIT, samt tre andre potensielle investeringskandidater. Dessuten møtte vi to av de mest erfarne eiendomsanalytikerne i Singapore for å få en oppdatering av det lokale markedet og innspill om selskaper.

Blant konklusjonene fra turen var at Iskandar presenterer attraktive investeringsmuligheter i seg selv, dessuten vil det øke vekstpotensialet til Stor-Singapore. I tillegg møtte vi noen Singapore-utviklere som synes godt posisjonert til å ekspandere videre i Kina, noe som er interessant også sett fra et selskapsstyringsperspektiv. Som et resultat av turen har vi tatt tre aksjer til med i porteføljen: UEM Land, Keppel Land og Capitaland.

Men det er ikke alt

For å kunne fortsette å holde seg à jour med utviklingen på lokale markeder i Asia, planlegger vi en oppdatering med stedsbesøk, av våre aksjeposter i Kina og Thailand etter sommerferien, og nok et besøk for å sjekke fremdriften på bakken i Jakarta før utgangen av året. Vi vil holde deg underrettet.



ISTANBUL, TYRKIA

Peter Almström

PORTEFØLJEFORVALTER



¹ Ettersom vi driver å evaluerer noen av de tyrkiske eiendomsinvesteringsselskapene, vil vi ikke gi detaljerte kommentarer om selskapene her.

Porteføljeforvalternes beretning

INTRODUKSJON



Foto: Bloomberg

Værgud: Da USAs sentralbanksjef Ben Bernanke (bildet) i mai uttalte seg begynte skyene å skygge for sola. Tolkningen ble at nedtrappingen av kvantitative lettelser skulle skje tidligere enn ventet, og lange obligasjonsrenter skjøt i været, og aksjekursene pekte sørover.

- › **Rekordstor forskjell i vurderingen av aksjer i utviklede og vekstmarkeder. Det skaper store muligheter for oss, men krever tålmodighet.**
- › **Nedgang for aksjer og obligasjoner etter frykt for slutten på kvantitative lettelser i USA.**
- › **Verst for vekstmarkedene som fortsetter svak utvikling etter uro i Brasil, Tyrkia og Egypt.**
- › **Tidligere «trygge» statsobligasjoner er ikke trygge lenger.**

Avstanden øker

Etter en lengre periode med små svingninger og god kursutvikling i aksjemarkedene, ble årets andre kvartal mer turbulent. Avstanden mellom utviklede markeder og vekstmarkedene fortsetter å øke, så også risikopremiene.

De første tegnene til økt nervøsitet blant investorene så vi i april. Men det var først etter at sentralbanksjef Ben Bernanke den 22. mai kom med uttalelsen som ble tolket dithen at nedtrappingen av de kvantitative lettelsene inntreffer tidligere enn forventet at det virkelig begynte å svinge. Lange obligasjonsrenter skjøt i været, og aksjekursene pekte nesen sydoover.

Aktørene i de globale kapitalmarkedene reagerte annerledes enn hva vi har vært vitne til de siste årene, hvor risikobryteren har blitt slått av og på med relativt korte tidsintervaller. I tider med avslått bryter har såkalte sikre statsobligasjoner vært populære steder å oppbevare pengene. Nå har imidlertid både aksjer og obligasjoner fått unngjelde.

Vekstmarkedene har blitt spesielt hardt rammet, og fortsetter siste års relativt svake utvikling. I juni var nedsalget av aksjer fra "utenlandske" investorer rekordhøyt.

Basert på uroen kommentaren til Bernanke skapte etter den 22. mai gikk den amerikanske sentralbanken i slutten av juni ut med en ny melding. Nå ble det presisert nærmere hvilke forhold som skulle tilsi en innstramning av pengepolitikken, nemlig et vesentlig fall i arbeidsledigheten og en stabil inflasjon. Det førte til lettelser, og økt risikovilje igjen blant de globale investorene.

Trenger ikke alle støttejulene

Investorenes negative reaksjon på en mulig reduksjon av kvantitative lettelser, populært kalt QE, tidligere enn forventet, skyldes frykten for at dette gjøres før økonomien er rede til å gå uten bruk av alle støttejulene. Hvis redusert QE signaliserer bedring i den økonomiske utviklingen er jo det positivt. Senere tids nøkkeltall fra amerikansk økonomi støtter godt oppunder sistnevnte scenario.

Til tross for vesentlige skattepolitiske innstramninger i begynnelsen av året synes USA nå å være på bedringens vei. Lavere inflasjon har økt forbrukernes kjøpekraft, og et boligmarked i klar fremgang, bidrar til å styrke tilliten til egen økonomi.

I Europa er man i ferd med å se opptil flere lys i den lange mørke tunnelen. Sentrale forventningsindikatorer har overrasket positivt. Den offentlige sparingen har ført til at næringslivet ser ut og forbi egne landegrensene, og med det lukket flere kroniske betalingsbalanse hull. Bedrede statsfinanser medførte også at renteøkningene i Sør-Europa mot slutten av kvartalet ikke ble så kraftige som fryktet.

I Japan fortsetter kampen for inflasjon. Mangelen på større strukturelle tiltak for å bedre næringslivets rammebetingelser ga imidlertid betydelige svingninger i både valuta- og aksjekurser. Disse forplantet seg til de omkringliggende land. Hva enden på denne Japan-visen blir er høyst uklar.

Veksten ned i vekstmarkedene

De globale vekstmarkedene utviklet seg som nevnt svakt i andre kvartal, men det var til dels betydelige forskjeller landene i mellom.

Ett av de store usikkerhetsmomentene fremover er Kina, som gjennom sin eksport- og investeringstunge økonomi har vært lokomotivet i verdensøkonomien. Vekstsignalene fra Kina har i den senere tid vært flertydige. Dels er frykten stor for at selskapene og lokale myndigheters gjeld har blitt for stor, og dermed fører til reduserte politiske stimulanser. Dels hersker det tvil om hva de politiske målsetningene om økt fokus på kvalitativ økonomisk vekst i praksis innebærer.

Uansett, forventningene til veksten i både Kina og vekstmarkedene som helhet er blitt nedjustert. Likeså resultatene til selskapene.

Politisk uro

Til tross for sterk økonomisk vekst i tiåret 2002-2011 har vi vært vitne til en oppblomstring av politisk og sosial uro i betydningsfulle land som Brasil og Tyrkia. Fordelingspolitikk, manglende prioritering av utdanning samt politisk knebling, har ført den nye middelklassen ut på gatene. De økonomiske konsekvenser er allerede merkbare.

Risikoen for uro er også til stede i flere

andre markeder, som Sør-Afrika og Russland. Det har investorene tatt konsekvensene av. Kina, Brasil og Tyrkia var følgelig de svakeste aksjemarkedene i kvartalet som gikk.

Inn i tredje kvartal ser det ikke ut til at disse forholdene vil endre seg vesentlig.

Mot normalt

Oppturen for verdens aksjemarkeder fra i fjor sommer og frem til mai i år har forløpt helt annerledes enn hva tilfellet har vært i tiden etter tusenårsskiftet. Ledestjernen heter ikke lenger vekstmarkedene, hvor rundt regnet 90 prosent av global økonomisk vekst finner sted. Råvareprisene har under denne aksjeoppturen vært fallende. Nytt er det også at selskaper med stabil inntjening har tatt over ledertrøyen.

Veksten i verdensøkonomien i årene fremover kommer også til å endre karakter fra hva tilfellet har vært i det foregående tiåret. Sannsynligvis blir den mindre drevet av råvarekrevende investeringer.

Siste tiårs høye priser på råvarer, frakt og oljeservice kan resultere i et mer eller mindre permanent overskudd av råvarer, samt tjenester knyttet til disse. På linje med hva vi så gjennom store deler av 1990-tallet.

Betydelige konsekvenser

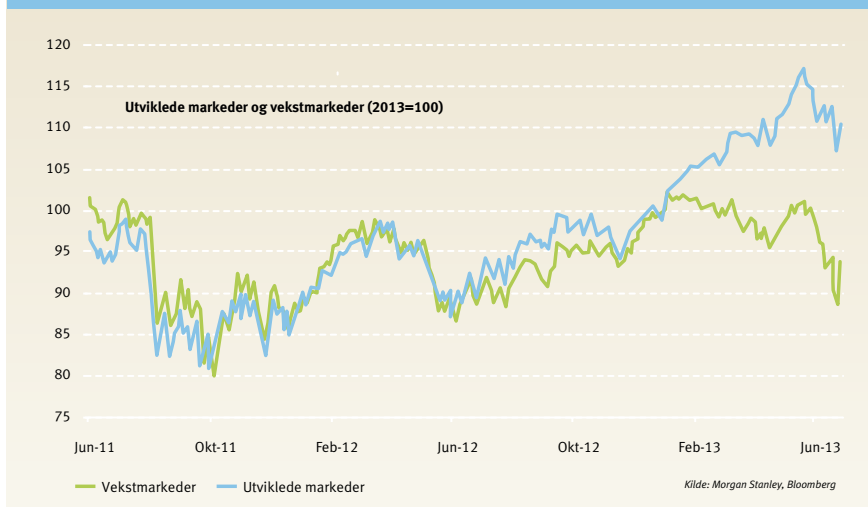
Hva signaliserer så dette? Jo, at to faktorer blir sentrale for utviklingen fremover.

Prismekanismens effekt på tilbud og etterspørsel virker langsomt, men sikkert. De langsiktige konsekvensene for investorene blir betydelige. På energisiden vises dette nå tydelig. Subsidiert av bensin i store deler av verden har holdt etterspørselen kunstig oppe, samtidig som teknologiutviklingen går mot en stadig mer energisparende verden.

I takt med de fallende råvareprisene er den politiske viljen til fortsatt subsidiert også for nedadgående, likeså de sosiale kostnadene. Tegn på at dette er tilfellet er blant annet de betydelige forskjellene på energipriser lokale markeder i mellom.

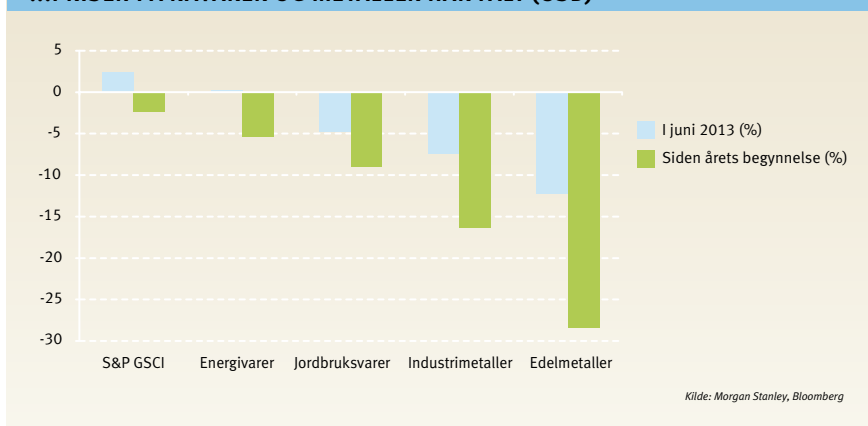
En slik utvikling peker mot et klima fortsatt preget av lav global inflasjon.

UTVIKLEDE MARKEDER DRAR I FRA....



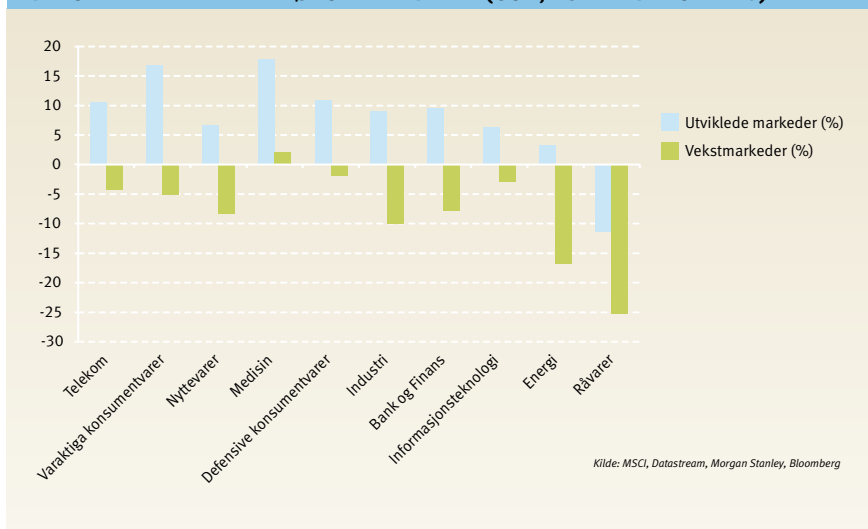
Endret investoratferd: Vanligvis pleier aksjer i vekstmarkeder å gå bedre enn utviklede land i oppgangsfaser. Men ikke denne gang.

...PRISEN PÅ RÅVARER OG METALLER HAR FALT (USD)



Edle fall: Et sterkt aksjemarked bruker normalt å assosieres med økende metall og råvarepriser, men slik har det ikke vært i år.

...OG AKSJER I DEN UTVIKLEDE VERDEN HAR UTKLASSET AKSJER I VEKSTMARKEDER I DET FØRSTE HALVÅRET (USD, TOTALAVKASTNING)



Defensiv styrke: Et sterkt aksjemarked drives normalt av cycliske sektorer men ikke i år da bedrifter i defensive sektorer gikk best.

Den teknologiske utviklingen går hurtigere enn noensinne, som igjen fører til økt produktivitet. Spesielt stort blir utslagene i vekstmarkedene. Her kan de hoppe bukk over et par generasjoner med gammel teknologi, og gå rett over til siste skrik. Uten å ta hensyn til store investeringer i gammel infrastruktur.

Lav inflasjon betyr også lave nominelle renter så langt øyet vårt rekker (ikke veldig langt, dessverre), og er en sentral faktor for valg av investeringer fremover.

Obligasjoner var ikke risikofrie likevel

Forsommeren viste at investeringer i obligasjoner ikke er risikofrie. Den kraftige økningen i rentene for 10-årige amerikanske statsobligasjoner, fra 1,8 til 2,5 prosent i løpet av noen korte uker, medførte et verdifall for obligasjonsinvestorene på hele åtte prosent. Det var mer enn hva eiere av amerikanske aksjer tapte i samme tidsrom.

Løpende avkastning fra selskapenes utbytter på rundt 2,2 prosent er fremdeles nesten konkurransedyktig med lange statsobligasjonsrenter. I tillegg kommer muligheten for tilbakekjøp av egne aksjer, samt å gjøre (forhåpentligvis) attraktive oppkjøp, som sammen øker det "effektive" utbyttet til aksjonærene.

Solide selskaper, med noenlunde stabil kontantstrøm, har de siste par årene benyttet de lave rentene til å øke belåningen. Dels for å styrke beredskapen. Ja, for den store finanskrisen skremte flere enn oss. Men også for å kunne foreta investeringer i fremtidig vekst, samt tilbakekjøp av egne aksjer som kan øke fortjenesten til de blivende aksjonærene.

Opplegg for langvarig aksjeopptur

Hvis ovennevnte forutsetninger slår til, kan vi stå overfor en lengre periode med god avkastning i de globale aksjemarkedene. En naturlig utvikling tilsier at disse prosessene først finner sted i de mest velfungerende aksjemarkedene, som i dag er USA og Europa.

Vi skal heller ikke glemme Japan. Den økonomiske utviklingen for Solens rike er særs usikker, men en vellykket omstrukturering av japansk næringsliv kan gi betydelig løft i selskapenes lønnsomhet og inntjening. Egenkapitalavkastningen til japanske selskaper ligger som kjent i den helt nedre enden av den globale skalaen.

I vekstmarkedene har risikopremiene for både stats- og selskapsgjeld vært stigende. Vi stiller oss derfor tvilende til om det er i disse markedene konverteringsprosessen mellom lave renter og aksjeavkast-



Faller: Tross sterk økonomisk vekst 2002-2011 har vi sett voksende politisk og sosial uro i viktige land som Brasil og Tyrkia. Fordelingspolitikk, sviktende prioritering innen utdanning, samt politisk knebling har ledet til at den nye middelklassen har tatt til gatene. De økonomiske konsekvensene er allerede merkbare. Over utsikt over den brasilianske megabyen Rio de Janeiro.

ning inntreffer først. Men rabatten, eller risikopremien, du i dag får i selskapene i denne delen av verden er allerede betydelig, og stigende. Det kan skape muligheter for høy fremtidig avkastning.

Det store spørsmålet er hva som kan utløse en revurdering av vekstmarkedene. For nærmere diskusjon rundt dette temaet henvises til SKAGEN Kon-Tikis rapport på side 26.

Neppe akselererende global vekst

Er et annet forløp enn hva vi har skissert mulig? Ja, selvfølgelig. Men det fordrer en akselerasjon i de økonomiske nøkkeltallene globalt fremover. Og at det foreligger troverdige intensjoner, på bred basis, om økt satsning på økonomisk vekst.

Det faktum at global pengepolitikk allerede er sterkt stimulerende, med risikoen dette medfører, gjør et slikt scenario mindre sannsynlig. Skattepolitiske innstramninger i mange land tilsier at pengepolitik-

ken fortsatt må være særdeles ekspansiv, samtidig som de fleste land har langsiktige mål om budsjettbalanse.

En vesentlig endring globalt på dette området er lite trolig, med mindre vi opplever deflasjon i viktige land og regioner. En global satsing på økonomisk vekst virker uansett stimulerende på aksjemarkedene, med forventninger om økt inntjening for selskapene.

Så gjelder det, som alltid, å finne selskapene som innfrir forventningene - og helst vel så det, til en pris som gjerne gjenspeiler en negativ forventning til resultatutviklingen fremover.

Kristoffer Stensrud

PORTEFØLJEFORVALTER



ET SPESIELT HALVÅR

Halvveis ut i 2013 kan vi konstatere at aksjeinvestorene i utviklede markeder har god grunn til å juble, verre er det for de som har satt pengene sine i vekstmarkedene. Målt i en svekket norsk krone var førstnevnte opp 16,5 prosent, mens sistnevnte opplevde et kursfall på 1,3 prosent (SKAGEN Kon-Tiki var opp 4,4 prosent). I obligasjonsmarkedene har det vært krevende å tjene penger.

Vi kan også slå fast at kapitalmarkedene har overlevd de første signalene om at gratis penger ikke varer evig, dog ikke uten tumlter. Overraskelsene har i hovedsak ikke vært av økonomisk, men av politisk karakter.

De aller fleste av våre selskaper har kunnet vise til resultater som forventet. Den sentrale forutsetningen for å oppnå avkastning på aksjer i år har vært at investorene øker fokus på hvor meravkastningen leveres. Det har da også stort sett også vært tilfellet.

Samlet sett verdsettes fortsatt SKAGENS aksjeporteføljer vesentlig lavere enn de respektive aksjemarkedene (indeksene). Det kan skyldes årsaker som tidsforskyvninger, subjektive kvalitetsoppfattelser osv. Med gode bransjebalanser og sunne fundamentale vurderinger av selskapene bør investeringsresultatene fremover bli gode.

SKAGEN Vekst

AVKASTNING	2. kvartal	Hittil i år
Vekst	3,4%	7,1%
OSEBX/MSCI AC (50/50)	1,9%	10,7%



Porteføljeforvaltere Geir Tjetland og Ole Sæberg.

› **Slo referanseindeksen** men ligger fortsatt bak hittil i år.

› **Fornytt interesse** for verdiaksjer lønte seg.

› **Vi gikk ut** av 20 år gamle investeringer for å finansiere nye ideer.

Verdsettelsen er avgjørende

Selv om SKAGEN Vekst gjorde det bedre enn referanseindeksen i siste kvartal, betydde flyten av penger ut av obligasjoner og inn i stabile konsumvarer, samt amerikanske og japanske aksjer, at et verdifokusert fond som SKAGEN Vekst fortsatt ligger etter indeksen så langt i år.

I andre kvartal var avkastningen til SKAGEN Vekst 3,4 prosent, noe som er 1,5 prosentpoeng bedre enn referanseindeksen. Så langt i år er fondet opp 7,1 prosent, og ligger med det 3,6 prosentpoeng etter referanseindeksen. For første gang på flere kvartaler så vi økt interesse for verdiaksjer, eller med andre ord selskaper med solid kontantstrøm til lav verdsettelse. Til tross for uroen i markedet som følge av indikasjonen fra den amerikanske sentralbanken om at de kvantitative lettelsene omsider vil ta slutt, fikk en betalt for å ha verdsettelsesfokus i kvartalet.

Verdsettelsen av SKAGEN Vekst støtter opp under fremtidig verdiskapning, ettersom de 35 største postene eller 81 prosent av kapitalen - verdsettes til 9,1 x inntjeningen i 2013 og 7,3 x inntjeningen året etter. Tilsvarende tall for referanseindeksen er 12,2 x og 10,6 x. Verdsettelsen på fondet er dermed 25-30 prosent lavere enn indeksen, samtidig som vekstprofilen er bedre.

Dyre stabile konsumvarer

Til tross for bedre langsiktig avkastning for verdiinvestorer, har verdiinvestering hatt sine utfordringer det siste året. Penger investert i lange obligasjoner har søkt aktiva med høyere avkastning, og dermed jaktet på selskaper med forutsigbar vekst, stabil inntjening og gode utbytter.

Følgelig har stabile konsumvareselskaper gjort det meget bra, og verdsettes nå med en betydelig premie sammenlignet med markedet generelt. Tilsvarende har amerikanske og japanske aksjer dratt nytte av pengestrømmen fra obligasjoner. Gitt fokus på verdsettelse har SKAGEN Vekst begrenset eksponering mot disse, noe som har gitt lavere avkastning enn referanseindeksen det siste året.

SKAGEN Vekst er fokusert på absoluttavkastning og verdsettelse, og vi ser god verdiskapning i våre selskaper. Når vi blir bekymret for balansen mellom risiko og avkastning reduserer vi eksponeringen. Vi har økt kon-

sentrasjonen av fondet det siste året ved å kjøpe oss inn i virksomheter der vi ser solide utsikter og der verdsettelsen ikke fullt ut gjenspeiler kontantgenereringen i selskapet.

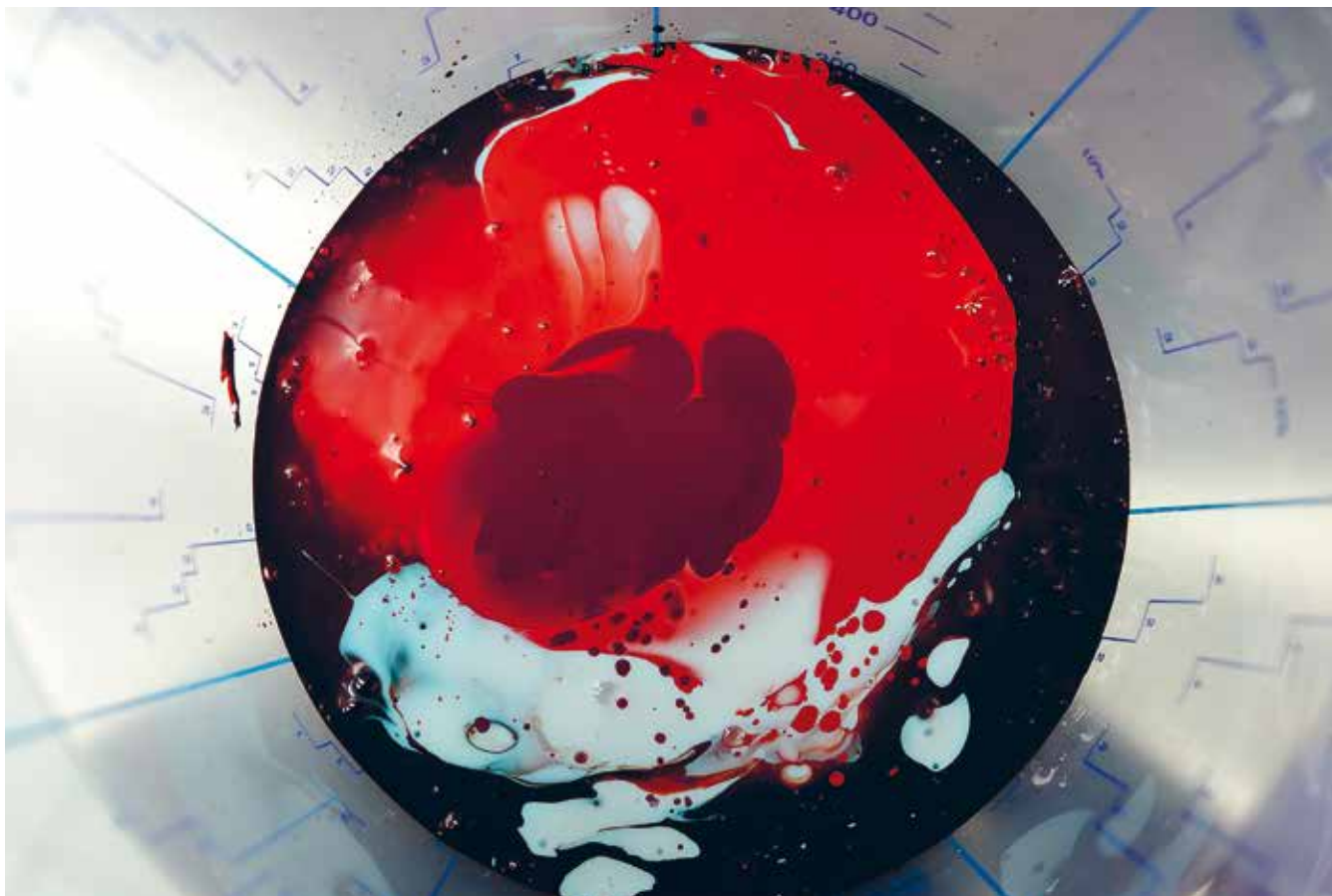
For å finansiere den økte eksponeringen mot virksomheter vi liker, har vi solgt oss ut av en rekke selskaper. Noen av disse har vært med oss siden starten av fondet. Siden slutten av fjoråret har vi gjort oss klar til en ny reise basert på globalisering/urbanisering, innovasjon og god forretningspraksis, og vi ser frem til å høste belønningen på vegne av våre andelseiere.

Bil og fly igjen

Lavprisflyselskapet Norwegian Air Shuttle var igjen den beste bidragsyteren i SKAGEN Vekst. Norwegian bestilte 222 nye fly i 2012 for å styrke flåten på 68 fly. De utvider også sitt nettverk med nye knutepunkter. Nye fly blir selvfølgelig ikke fullbooket fra dag en, så fra en 52-ukers toppnotering på NOK 316 falt aksjen 15 prosent da trafikkdata fra mai viste en litt lavere utnyttelsesgrad. Dette til tross avsluttet aksjen kvartalet med en oppgang på 25 prosent. Kapasitetsutnyttelsen forventes å øke når nye knutepunkter og passasjerer kommer til. Og, ettersom kostnad per enhet er fallende vil det hele være svært verdiskapende for Norwegian sine aksjonærer.

Continental AG, det tyske bilteknologi- og dekkelskapet, steg 12,5 prosent fordi investorene begynner å få øynene opp for at selskapet dreier seg om mye mer enn bare dekk. Dekkvirksomheten representerer rundt halve driftsresultat, og utskiftingssyklusen vil gi bedre resultater senere i 2013 og i 2014. Continental har også en god posisjon innen bilsikkerhet, kjøreassistansesystemer og drivstoffsøkonomisering. Dette er noen av de største vekstområdene innen bilindustrien. Med en verdsettelse på 8,5 x fremtidig inntjening, har vi stor tro på denne markedslederen.

Aksjekursen i REC, det norske solcel-



Mer farge: Den lange, kalde vinteren førte til et dårligere kvartal for den globale malingprodusenten Akzo Nobel. Men sommervarmen ventes å gi et betydelig bedre andre kvartal, og SKAGEN Vekst økte nylig sin posisjon i selskapet.

leselskapet, steg kraftig fordi forholdet mellom tilbud og etterspørsel av polysilicium er i bedring. Etter at solenergiboblen fra 2003 til 2007 sprakk, noe som gjorde at REC gikk fra NOK 200 per aksje i 2007 til under NOK 1 sent i 2012, har bransjen strevd med lavere etterspørselsvekst. Statlige subsidier har fordunstet med offentlige innskrenkninger, og kinesiske produsenter har fortsatt å bygge ut kapasitet for et ikke-eksisterende marked. Opprydningen i bransjen er nesten unnagjort og REC begynner å fremstå som produsenten med de laveste kostnadene, og som er klar til dra nytte av stabile, høyere priser på polysilicium.

Matt utvikling

Akzo Nobel, det globale malingselskapet, hadde en ganske svak utvikling uten at det kom betydelige selskapsspesifikke nyheter. Oppdateringen for første kvartal fra Akzo Nobel viste lavere aktivitet i Europa på grunn av den lange og kalde vinteren. - Hvis du ikke kan male på grunn av frost, kan du imidlertid vente til det blir varmere. Selskapets regnskap for andre kvartal forventes å veie opp for sesongvariasjonen. Selskapet er i tillegg midt i en prosess

hvor de enhetene som ikke leverer enten blir omorganisert eller stengt. Etter fallet i aksjekursen ser vi en 50 prosent oppside i aksjen, med uendret risikoprofil. Vi har derfor økt beholdningen i dette selskapet.

I Wilh. Wilhelmsen Holding, det norske bilfrakt- og maritime tjenesteselskapet, har investorene fokusert på potensielle fall i etterspørselen fra store, viktige kunder, slik som koreanske bilprodusenter og amerikanske produsenter av anleggsutstyr. Antallet transporterte biler, lastebiler og bulldosere osv., er kanskje fallende, men verdensøkonomien fortsetter å vokse med 3-4 prosent. Det er derfor vanskelig å se denne nedgangen som noe annet enn et kortvarig. Verdsettelsen er understøttende og selskapet har en resultatavkastning på 20 prosent og 5 prosent direkteavkastning.

Venter på at trenden skal snu

Supplybåtrederi Solstad Offshore hadde en beskjeden utvikling i andre kvartal, til tross for strukturelt gode nyheter for næringen. Tidewater, verdens største supplybåtrederi, kjøpte en norsk konkurrent for å skaffe seg en tilstedeværelse i Nordsjøen. Etter en rask flåteekspansjon i næringen siden midten av 2000-tallet,

er det sannsynlig at vi de neste tre årene vil se tilbakebetaling av gjeld, konsolidering og god balanse mellom etterspørsel og tilbud. Interessen fra internasjonale investorer i denne ganske smale næringen er ganske laber for øyeblikket, men vi forventer at trenden vil snu når den finansielle dynamikken blir bedre. Dessuten er sammenlignbare selskaper i USA opp 30 prosent i de siste 12 månedene, mens de norske supplybåtrederiene har stått på stedet hvil. Dette, kombinert med at verdsettelsen er den laveste på flere år, betyr at fremtidsutsiktene synes gode.

Farvel til gamle bekjentskaper

Vi fortsatte å finjustere fondet i andre kvartal - basert på SKAGENs verdibaserte investeringsfilosofi - og for framtidig avkastning.

Vi solgte oss ut av to selskaper som har hatt en meget lang reise i SKAGEN Vekst. Vi sa farvel til Norske Skog etter at selskapet har vært i fondets eie i nesten 20 år. Siden 2007 har aksjen falt fra NOK 100 til NOK 2,50, ettersom bransjedynamikken har endret seg og fordi selskapets gjeldsbyrde ikke lenger er bærekraftig. Salg av eandeler og omstrukturering har hjulpet noe,



Foto: Continental

Continental er mye mer enn bare dekk. Selskapet har en god posisjon innen bilsikkerhet, førerassistansesystemer og drivstoffeffektivitet. Dette er de største vekstområdene i bilindustrien globalt.

men vi forventer at den pågående digitaliseringen av media og aviser vil radikalt endre det globale etterspørselsbildet for produksjon av papir og tremasse. En svak balanse vil sannsynligvis også fortsatt gi problemer.

NHST, et norsk mediekonsern, forlot også SKAGEN Vekst etter mange år i fondet. Konsernets mest verdifulle eiendel er Dagens Næringsliv, Norges ledende næringslivsavis, men digitaliseringen er i ferd med å endre reklame- og medieforbruksmønstre. Etter vår mening kan kapitalen vi har plassert i NHST utnyttes bedre andre steder.

Vi solgte også ABG Sundal Collier, Cermaq, Noreco, Marine Accurate Well, Gazprom, Natuzzi, Eurasian Natural Resources og NKT Holding i løpet av kvartalet.

Vi kjøpte oss inn i Air Asia, det flyselskapet i verden med lavest kostnader, og en solid posisjon i det hurtigvoksende flymarkedet i Asia. Air Asia kontrolleres av 49-år gamle Tony Fernandes fra Malaysia. Air Asia forventes å vokse 5-10 prosent i året og omsettes til 10 x resultat.

Vi har brukt de siste 12 månedene på å øke konsentrasjonen i SKAGEN Vekst, samtidig som vi følger nøye med på verdsettelses- og risikoaspektene ved sel-

skapene der vi har økt eksponeringen. Vi mener at fondet er godt posisjonert for å utnytte fordelene av en verdsettelse som er 25-30 % lavere enn markedet og som har en god vekstprofil.

NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE TIL SKAGEN VEKST (PER 30.06.2013)

Selskap	Postens størrelse	Pris	P/E 13E	P/E 14E	P/B siste	Kursmål
Samsung Electronics	6,5 %	884 000	4,3	3,9	1,0	1 300 000
Royal Caribbean Cruises	5,8 %	33	13,6	10,6	0,9	60
Norwegian Air Shuttle	5,3 %	265	10,2	7,8	4,1	350
Teva Pharmaceutical	4,6 %	39	8,3	7,3	1,5	55
Kongsberg Gruppen	4,6 %	110	10,3	9,3	2,1	160
Continental AG	3,7 %	103	10,8	9,0	2,3	150
Akzo Nobel NV	3,4 %	43	14,2	11,6	1,5	63
Danske Bank A/S	2,9 %	98	11,4	7,8	0,7	160
Wilh. Wilhelmsen Holding	2,7 %	156	5,2	4,1	0,7	220
Solstad Offshore	2,7 %	97	6,1	4,9	0,8	200
Vektet topp 10	42,2 %	10,0	8,0	6,7	1,2	53 %
Vektet topp 35	81,1 %	11,3	9,1	7,3	0,9	55 %
Referanseindeks	-	15,1	12,2	10,6	1,6	-

SKAGEN VEKST 2. KV. 2013 (MILL. NOK)

5 største positive bidragsytere

Norwegian Air Shuttle	83
Continental	44
Royal Caribbean Cruises	34
Renewable Energy Corporation	28
Norwegian Finans	20

5 største negative bidragsytere

Q-Free	-16
Akzo Nobel	-16
Wilh. Wilhelmsen Holding	-11
Gazprom	-10
Statoil	-9

5 største kjøp

AirAsia	68
Kia Motors	62
ABB	28
Matas	23
Continental	21

5 største salg

Cermaq	-114
Gazprom	-79
Sevan Drilling	-59
Transocean	-58
NKT Holding	-31

SKAGEN Global

AVKASTNING	2. kvartal	Hittil i år
SKAGEN Global	4,3%	13,6%
MSCI World AC	4,8%	16,5%



Porteføljeforvaltere Kristian Falnes, Torkell Eide (sluttet 1. juli), Søren Milo Christensen og Chris-Tommy Simonsen

► **Amerikanske selskaper** blant de beste bidragsyterne.

► **Fondet har lidd** under dårlig utvikling i vekstmarkedene.

► **Stor forskjell** mellom vekst- og utviklede markeder vil skape muligheter.

Avvik skaper muligheter

Vekstmarkedene har hatt svakere utvikling enn industrialiserte land hittil i år, men vi tror denne forskjellen i kursutviklingen mellom markeder og selskaper, vil skape nye investeringsmuligheter fremover.

Målt i norske kroner hadde SKAGEN Global en verdistigning i andre kvartal på 4,3 prosent. Selv om det i absolutt målestokk må sies å være en tilfredsstillende avkastning, er vi ikke fornøyd med å bli slått av referanseindeksen med 0,5 prosentpoeng i kvartalet. Hittil i år er fondskursen opp med 13,6 prosent, 2,9 prosentpoeng bak referanseindeksen.

Vekstmarkedene fortsetter å utvikle seg svakere enn aksjemarkedene i de mer modne økonomiene, som USA og Japan. SKAGEN Global har fortsatt rundt 30 prosent av porteføljen notert i vekstmarkeder og har følgelig lidd under dette. Et stort flertall av fondets beste bidragsytere i kvartalet er amerikanske selskaper, mens selskaper notert i vekstmarkeder dominerer listen over negative bidragsytere.

Citigroup er igjen fondet beste bidragsyter, slik selskapet også var i første kvartal. Selskapet leverte resultat for første kvartal i tråd med våre forventninger. Det er betryggende å observere at selskapets nye ledelse legger vekt på kostnadskutt og effektivisering. Banken fortsetter prosessen med å bli «friskmeldt» i kapitalmarkedet, visualisert ved den stadig krypende aktiviteten i Citi Holding (ikke kjerneaktiviteter) der andelen av totalbalansen nå er redusert til 8 prosent. Vi mener det er lønnsomhetspotensiale utover dagens egenkapitalavkastning i overkant av 10 prosent. Høyere egenkapitalavkastning kombinert med utbytter/aksjetilbakekjøp mener vi vil være trigger for ytterligere omvurdering.

I dette kvartalet har vår tålmodighet i Microsoft betalt seg. Selskapet har i lengre tid vært upopulært hos investorene og lavt vurdert som følge av at mange har satt likhetstegn mellom det fallende PC-markedet og Microsoft. Det flere ikke har fått med seg er at brorparten av Microsofts verdier er knyttet til bedriftsløsninger som ikke er PC-avhengige. Dette fikk fornyet investorfokus i kvartalet og var hovedårsaken til at aksjekursen i kvartalet steg med 23 prosent målt i USD.

Bilprodusenter innfrir, Gazprom skuffer

Inntektsavhengige forbruksvarer var fondets beste enkeltsektor, med en kvartalsavkastning på nesten 14 prosent. Alle fondets bilprodusenter viste en hyggelig kursutvikling. Best var General Motors med en kursoppgang på 23 prosent i kvartalet. Vi finner dagens verdsettelse av Toyota Motors høy, etter årets formidable kursoppgang, og har vi solgt oss ned i søsterselskapet Toyota Industries der en stor del av verdiene er aksjer i bilprodusenten. For våre øvrige bilprodusenter ser vi ingen grunn til å få høydeskrekk, da verdsettelsene kommer fra ekstremt lave nivåer.

Kvartalets dårligste bidragsyter var russiske Gazprom der kursen falt 24 prosent målt i USD. En medvirkende årsak til kursfallet var at selskapets ledelse foreslo utbytte på kun RUB 6 pr. aksje. Dette var godt under nivået indikert på kapitalmarkedsdagen i februar, der selskapet kommuniserte utbytteforventninger for 2012 på RUB 7-8 pr. aksje. Det ser ut til at selskapets nye utbyttepolitikk, der 25 prosent av resultatet basert på IFRS-standard skal deles ut, er skjøvet ut i tid. Et vesentlig hopp i utbytteavkastningen fra dagens 5,5 prosent kan derfor først ventes i 2015.

Nest dårligste bidragsyter i kvartalet var det amerikanske alarmselskapet ADT. Selv om selskapet leverte tilfredsstillende resultater for første kvartal var verdsettelsen etter en formidabel kursutvikling i etterkant av utskillelsen fra Tyco trolig strukket noe langt. Vi mener organisk vekst kombinert med en mer optimalisert kapitalstruktur gir potensial for positiv kursutvikling fra dagens nivå.

I andre kvartal tok vi inn et annet sikkerhetselskap i portefølje, det spanske selskapet Prosegur. Selskapet har en annen profil enn ADT da størstedelen av inntjeningen kommer fra vekstøkonomier i Sør-Amerika. I forhold til ADT utgjør alarmer en mindre del av virksomheten, mens overvåkning og kontanthåndtering er store virksomhetsområder. Til tross for formidabel vekst har selskapet de siste tre årene hatt en heller flat kursutvikling. Vi har vært vitne til at verdsettelsesmultiplene har blitt betydelig redusert. Årsaken er trolig at selskapet asso-

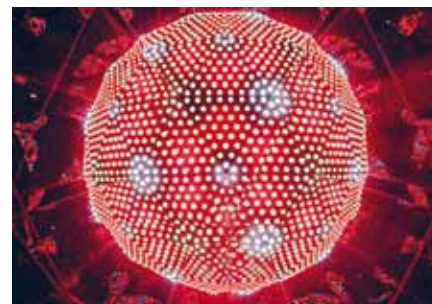


Foto: Philips



Foto: Bloomborg

Glødende: Nederlandske Philips kom inn i porteføjen mot slutten av kvartalet. Medisinteknikk, belysning og elektroniske livsstilsprodukter er selskapets hovedområder. Foto øverst til høyre: Philips

sieres med lav økonomisk vekst i Spania, der de er markedsleder og virksomheten i Argentina der de i likhet med andre utenlandske selskaper har problemer med å ta penger ut av landet. Det er riktignok kun 20 prosent av resultatet som kommer fra Argentina, så selv om vi setter 0 i verdi på denne eksponeringen finner vi prisingsmultiplene særs attraktive gitt selskapets sterke vekstprofil.

Nordea og State Bank of India kommer inn

I forbindelse med at den svenske staten solgte aksjer med rabatt tok vi Nordea inn i porteføljen. I motsetning til de andre nordiske storbankene holder Nordea første eller andre posisjon i samtlige nordiske land og har dermed en bedre risikospredning. I forhold til gjeldende kapitaldekningsregler vil banken være overkapitalisert og dermed ha mulighet for å øke gjeldende utbyttegrad på 40 prosent betydelig. Selskapet har som mål å kunne øke egenkapitalavkastningen fra dagens 11,5 prosent til 15 prosent, innen 2015, hvis det generelle rentenivået blir mer normalisert. Hvis målet nås bør prising i forhold til bokført egenkapital kunne løftes fra dagens 1,2 til over 1,5. Slår dette til vil summen av omvurdering og utbytteavkastning gi en totalavkastning på over 40 prosent de neste to år. Den svenske staten eier fortsatt 7 prosent av Nordea. Intensjonen er at disse aksjene også skal selges, slik at aksjeposten representerer et kursdpendende aksjeoverheng. Vi tror de siste aksjene er solgt før nyttår slik at

dette ikke er noe å bekymre seg over for investorer med litt tålmodighet.

Også den indiske storbanken State Bank of India (22 prosent markedsandel i India) fikk innpass i porteføljen i kvartalet. Banken har vært med i SKAGEN Kon-Tiki i lang tid. Selskapet har i den senere tid hatt svak kursutvikling som følge av dårligere indisk makroøkonomisk utvikling med tilhørende reduserte rentemarginer og dårligere kredittkvalitet. Vi mener dagens lave verdsettelse, kombinert med gode vekstmuligheter, innbyr til en god kjøpsanledning.

Lysere for Philips

Det nederlandske selskapet Philips kom inn i porteføljen på tampen av kvartalet. Selskapet har vært et mangslungent industrikonglomerat, men har i løpet av de siste 10 årene solgt unna flere selskaper og virksomhetsområder. Nå er det helse (røntgen, ultralyd, hjemmepleie), belysning (markedsleder innen LED belysning) og elektroniske livsstilprodukter (barbermaskiner, kjøkkenmaskiner etc.) som er hovedsatsingen. Selv etter dette betraktes Philips som et konglomerat. Etter vårt skjønn innebærer dagens verdsettelse at en får verdien av belysningsdelen mer eller mindre gratis. Denne divisjonen har slitt de seneste årene ettersom overgangen fra tradisjonell belysning til LED har krevd store omstillinger. Likevel ser det ut for at de i dag har en bedre posisjon enn flere av konkurrentene og bør derfor være i stand å øke lønnsomheten betydelig. Et annet positivt element ved Philips er selskapets sterke balanse. Nesten neglisjerbar gjeld er

et godt utgangspunkt for å gi aksjonærene høyere utbytter og/eller økt tilbakekjøp av aksjer de kommende årene.

Foruten ovennevnte nykommere benyttet vi attraktive kursnivåer til å øke våre posisjoner i Sberbank, RSA Insurance Group, Cheung Kong og Metso.

Sakte utgang ga stor gevinst

Pfizer ble solgt helt ut av porteføljen etter at vi har tatt del i en betydelig positiv omvurdering de siste fire årene. Inntjeningsmessig leverer selskapet de resultater som var forventet for fire år siden, mens aksjekursen er mer enn doblet. Selskapets P/E nivå har gått fra under 7 til dagens 13 i samme periode. Vi har brukt lang tid på salgsprosessen og resultat har vært betydelig bedre enn om vi solgte ut hele posten da vi satte selskapet på «transfer listen» for over ett år siden.

I forkant av at Oracle leverte kvartalstall ble posten redusert med en tredjedel. Vi hadde friskt i minne de skuffende resultatene fra 3. kvartal (selskapet har årsavslutning i mai) og ønsket denne gang å innta en mer forsiktig holdning. Det viste seg å være riktig da selskapet heller ikke i dette kvartalet kunne vise til noe særlig vekst i salg av nye programvarelisenser. Kursen falt noe, men i og med at selskapet prises til rett i overkant av 10 ganger løpende inntjening var det lite vekstforventninger innbakt i kursen. I etterkant av den skuffende utviklingen har vi posten til evaluering, siden organisk vekst er en av forutsetningene for å skape et godt investeringsresultat fremover.



Bra fart: Alle fondets bilprodusenter viste en behagelig kursutvikling. Best var General Motors (bildet) med en kursoppgang på 23 prosent i kvartalet.

Tett på kursmål

I tillegg til ovennevnte har vi redusert postene i SCA, Gjensidige Forsikring og Sabanci Holding på kursnivåer der våre fundamentale kursmål var i ferd med å bli innfridd.

Porteføljens kontantandel er blitt redusert fra 6,2 prosent ved utgangen av første kvartal til dagens 5,9 prosent. De 10 største postene utgjør 29,8 prosent av fondet. Dette er en reduksjon fra 31,2 prosent ved utgangen av første kvartal. Hovedårsaken til reduserte konsentrasjon i porteføljen er nedsalget i Oracle.

Divergens skaper muligheter

Den store forskjellen i kursutviklingen mellom vekstmarkeder og industrialiserte land, og mellom ulike bransjer hittil i år vil skape muligheter fremover. Vi har i år sett en betydelig oppvurdering av antatt stabile

investeringer på bekostning av fryktet volatilitet. Dette gjelder både land, bransjer og selskaper.

En av hovedoppgavene våre fremover blir å erstatte en del av de solgte «sikre» selskaper som f.eks. Pfizer, SCA og Gjensidige, med selskaper som av en eller annen grunn oppleves som mer usikre, men der forretningsmodellen kombinert med verdsettelse gir enn mye mer attraktiv «risk/reward» situasjon. Både Philips og Prosegur er eksempler der attraktive markedsposisjoner og robust forretningsmodell blir overskygget av antatte problemområder. Lav verdsettelse reduserer dog nedsiderisikoen samtidig som problemområdene gir muligheter vi i dag ikke betaler for, hvis de fikses.

De 35 største investeringene til SKAGEN Global (64% av fondet) prises i dag i gjennomsnitt til kun 8,3 ganger 2013-inn-

tjeningen. Samtidig verdsettes selskapene i gjennomsnitt til kun bokført egenkapital. Dette er langt under verdsettelsen til det globale aksjemarkedet generelt. Selv om fondskursen i andre kvartal passerte gammel «all time high» er det ingen grunn til å få høydeskrekk. Lav prising kombinert med mange mulige triggere for omvurderinger bør legge grunnlaget for en god verdiutvikling også i andre halvår.

NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE I SKAGEN GLOBAL (PER 30.06.2013)

Selskap	Postens størrelse	Kurs	P/E 12A	P/E 13E	P/B siste	Kursmål
Samsung Electronics	6,8%	884 000	5,7	4,1	1,0	1 250 000
Citigroup	6,1%	48	12,1	10,0	0,8	75
Tyco International	3,0%	33	24,4	17,9	3,2	35
Oracle	2,2%	31	12,5	10,6	3,2	45
China Unicom	2,1%	10	27,9	17,9	0,9	17
Microsoft	2,0%	35	12,7	12,5	3,8	40
Gazprom	1,9%	7	2,0	2,4	0,3	15
American International Group	1,9%	45	11,4	11,4	0,7	70
ADT	1,9%	40	22,9	22,8	1,9	55
Renault	1,8%	52	7,9	6,9	0,6	60
Vektet topp 10	29,7	-	8,1	7,0	0,9	-
Vektet topp 35	64,2	-	9,5	8,3	1,0	-
Verdindeksen	-	-	13,5	12,0	1,8	-

SKAGEN GLOBAL 2. KV. 2013 (MILL. NOK)

5 største positive bidragsytere

Citigroup	272
Microsoft	186
American International Group	134
General Motors	127
Weatherford	119

5 største negative bidragsytere

Gazprom	-169
ADT	-105
Banrisul	-74
Eletrobras	-49
Vinda International	-47

5 største kjøp

State Bank of India	404
Nordea Bank	248
Prosegur	202
Philips	196
RSA Insurance	155

5 største salg

Oracle	-364
Svenska Cellulosa	-301
Toyota Industries	-256
Haci Omer Sabanci Holding	-133
Pfizer	-118

SKAGEN Kon-Tiki

AVKASTNING	2. kvartal	Hittil i år
SKAGEN Kon-Tiki	-0,9%	4,4%
MSCI Vekstmarkedsindeks	-3,9%	-1,3%



Porteføljeforvaltere Kristoffer Stensrud, Knut Harald Nilsson, Cathrine Gether og Erik Landgraff

- › Ved halvårsskiftet er porteføljen i hovedsak konsentrert mot forbruk i vekstmarkeder
- › Stigende usikkerhet over råvarepriser og økt politisk uro har ført til fortsatt minket eksponering mot energi og råvarer.
- › Vekstmarkedene handles med rabatter vi ikke har sett siden finanskrisen – for den selektive og tålmodige kan det bety gode muligheter.

Svak utvikling

Utviklingen var svak i globale vekstmarkeder i 2. kvartal. I svake norske kroner falt referanseindeksen med 3,8 prosent, ledet av de tre tunge markedene Brasil, Kina og Russland. Målt i lokale valutaer var kursfallene enda større. Økt sosial uro sendte også Tyrkia ned blant de store taperne etter god utvikling i første kvartal. Av de største markedene var kun Ungarn, Malaysia (etter valget) og Taiwan positive.

En god utvikling for våre koreanske preferanseaksjer og spesielt våre bilaksjer begrenset riktignok nedgangen for SKAGEN Kon-Tiki til -1 prosent i andre kvartal. Det samlede resultatet for halvåret ble en avkastning på 4,4 prosent mot referanseindeksens fall på -0,9 prosent.

Stigende bekymring om utviklingen i enkeltland ga et økt salg av vekstmarkedsaksjer fra globale investorer, som kulminerte i juni med et salg på 20 mrd. amerikanske dollar, ifølge EPFR Global. De bygger på data for fond og pensjonskasser verden over. Dette eliminerte hele nettokjøpet fra globale investorer i 2013, og er enda større enn det hittil største nedsalget i januar 2008.

For hver aksje som selges må det finnes en kjøper. Under finanskrisen i 2008-09 så vi at lokale aktører med stor kjennskap til egne utvalgte selskaper kjøpte opp og siden ble belønnet. Også SKAGEN Kon-Tiki oppnådde resultater ved å være trofast mot gode selskaper som Samsung Electronics. Noe lignende kan skje denne gangen også. Vi finner det imponerende at et så stort nedsalg har kunnet absorberes i de lokale markeder. Kapitalmarkedene i vekstlandene vokser fortsatt, til nytte for både virksomheter, investorer og samfunnet generelt.

Lavere vekst og sosiale utfordringer

I strid med forventningene rapporterte mange viktige land lavere vekst enn ventet i andre kvartal, og stimulanseiltak uteble som følge av at generelt svak valutakursutvikling minsket handlefriheten for økonomisk politikk. Vi så også stigende sosial og politisk uro i en rekke land, noe som bidro til å øke risikoversjonen for globale investorer.

Høy vekst og svak produktivitet utvikling har i noen år gitt seg utslag i marginproblemer, noe som gjør at mange av selskapene har levert resultatskuffelser. Årets svake valutakursutvikling kan for noen selskaper redde bildet noe gjennom resten av året. Økt sosial uro har i noen land gitt press sær-

lig på de statsdominerte selskapene for å holde prisnivået nede, noe som har gitt stigende konflikter mellom ledelse, politikere og eksterne investorer. Mange av disse selskapene har følgelig hatt store kursfall i halvåret.

Den sterke økonomiske veksten i globale vekstmarkeder fra 2002 til 2011 ga også en solid boom for råvarer og shipping. Høye priser har gitt et incitament til overinvesteringer og vi konstaterer at rekordlave shipping rater og fallende råvarepriser er markedets respons på forskyvningen i tilbud og etterspørsel. Vi er ikke sikre på om dette vil endre seg med det første.

Vesensforskjellige forhold

Tendensen fra de siste ti årene mot større transparens, markedsorientering og selskapsstyring synes derfor midlertidig reversert. Med usikkerhet om konjunkturen, særlig i Kina, kunne situasjonen synes like uappetittlig som i midten av 90-årene, før Asia- og Russlands krisen.

Men en del forhold er likevel vesensforskjellige. Valutakursene var da låste, nå er de markedsbestemte, hvilket gir mulighet for hurtige comeback som vi så etter finanskrisen i 2008. Likeens er viljen til å skape vekst tilstede, men det skorter på evnen.

Matcher de etablerte

Både selskaper og politikere har innsett at de trenger adgang til det globale kapitalmarkedet for å få konkurransedyktige kapitalkostnader. Reformene vil på sikt fortsette, og nå være en kraftig trigger for omvurderinger etter at de relative vurderingene i løpet av halvåret nærmet seg rekordrabattene fra 2001/2002. Også en forskjell fra tidligere tider er at demokratiet som styreform har vist seg levedyktig, og at det politisk i de fleste uroområdene dreier seg om kursjusteringer og ikke full baut.

Men kanskje det viktigste for oss som investorer er at vi ser fremveksten av glo-



Foto: Kinnevik

Spennende: Det nye porteføljeselskapet Kinnevik Mia Brunell Livfors (t.v.) og Christina Stenbeck ved roret har en spennende vekstprofil. SKAGEN Kon-Tikis forvaltere er overrasket over at det svenske selskapet handles med rabatt.

bale selskaper med base i globale vekstmarkeder som mer enn matcher de «gamle» fra den industrialiserte verden. Eksempelene fra våre topp 12 er mange; nevnes kan Samsung Electronics, Hyundai Motors og Great Wall Motors, samt Mahindra&Mahindra innen globale traktorer og Gedeon Richter innen farmasi.

I lys av stigende usikkerhet om både råvareprisutvikling og økt politisk uro, har vi fortsatt redusert eksponeringen mot også andre kvartals tapersektorer, energi og råvarer. Vi solgte oss ut av tyrkiske Ipeke, Kardemir og Park Electric, samt reduserte vesentlig postene i Baker Hughes og Gazprom, sistnevnte som følge av brutte utbyteløfter og økt politisk støy. Ressurssektorene som eksempelvis nytte-tjenester, ligger ofte i skjæringspunktet i diskusjonene mellom verdifordelingen mellom det offentlige og privat sektor. Dette gjør at usikkerheten på kort sikt er størst her. Vi har derfor generelt økt investeringene i selskaper som i hovedsak er herre over sin egen skjebne.

Meksikansk taper

Empresas ICA i Mexico ble den største taperen i kvartalet. Selskapets kombinasjon av konsesjonert virksomhet og entreprenørvirksomhet har medført stress i den finansielle strukturen, samtidig med at meksikanske byggeselskaper har måttet søke refinansiering. Empresas ICAs planlagte salg av sin husbyggerdivisjon gikk dessuten i vasken, hvilket ble negativt oppfattet av markedsdeltagerne.

Selskapet har nå solgt en av sine utbygde konsesjoner til en overraskende høy pris, og hevder å ha fått finansieringen under kontroll. Vi har solgt om lag en fjerdedel av vårt innehav og imøteser en infrastrukturplan i Mexico, som naturlig vil gavne selskapet.

Gevinster og omlegginger

Vi solgte oss ut av Citigroup og Aberdeen Asset Management etter en strålende reise, og i Taiwansk-kinesiske Hon Hai Industry etter en skuffende volumutvikling de siste par årene. Vi skilte oss dessuten av med Thai Beverages og Yuyu Pharma,

samt reduserte Hanmi Pharma. I disse tre tilfellene skyldtes det en god kursutvikling og etterfølgende høy verdifastsettelse.

Blant de større postene skalerte vi noe ned i Samsung Electronics, igjen etter en god kursutvikling. Ved halvårsskiftet var således de to preferanseaksjene i Hyundai Motors fondets største investering. Vi reduserte også noe i HSBC, Great Wall Motor og Sabanci Holding. Vi økte noe i A.P Møller-Mærsk, og i russiske VTB bank i forbindelse med statlig nedsalg og en emisjon, som gjør banken konkurransedyktig i et dynamisk russisk detaljbankmarked.

Svensk investeringsselskap

Nye selskaper er Kinnevik, et svensk investeringsselskap med betydelige aktiviteter innen Telecom i underutviklede markeder gjennom Millicom og Tele2, og medievirksomhet innen MTG.

Med en mer enn 30-årig track-record i toppklasse, veldefinert aksjonærpolitikk og en underliggende særs spennende vekstprofil, undrer det oss at Kinnevik handles med rabatt. Kinneviks klart defi-

nerte utbyttepolitikk betyr at både realiserte gevinster og mottatte utbytter utbetales til Kinnevik-aksjonærene. Den børsnoterte porteføljen tilsvarer 90 prosent av børsverdien eller 150 SEK/ aksje. De unoterte investeringene verdsettes til 20 SEK på børs. Hovedinteressen blant dem er de globale e-handelsbedriftene, hvorav kles- og skofirmaet Zalando er mest kjent. Verdianslagene på disse selskapene varierer mellom 60 og 175 SEK pr. aksje. Bokført verdi av de unoterte selskapene er rundt 60 SEK pr. aksje.

Ifølge svensk tradisjon skal investeringselskaper handles med rabatt, spesielt når de virker innenfor tradisjonell svensk industri og finansvirksomhet. Dette bør etter vår vurdering ikke gjelde det ofte banebrytende Kinnevik og vi forventer det vil endre seg. (Kinnevik finnes også i SKAGEN Global).

Fremtidens batterier

Et annet nytt selskap er LG Chem., kjent som LG Chemical. 75 prosent av omsetningen er i mer eller mindre tradisjonelle petrokjemiske produkter, som vokser lite. Dette er avspeilet i en lav prisfastsettelse

De resterende 25 prosent av selskapet er avansert kjemi til elektronikk, og ikke minst ny batteriteknologi. Disse områdene vokser med rundt 20 prosent i året og viser bedre lønnsomhet samtidig som teknologien ser ut til å være ledende.

I løpet av få år kan spesialistdelene bli konsernets største, med påfølgende omvurdering av selskapet. Vi har preferanseaksjene som vurderer selskapet til 5 ganger inntjeningen, 0,9 ganger verdien av bokført egenkapital, 4 ganger kontantstrømmen, samt at vi får 4 prosent direkteavkastning. Appetittvekkende.



Foto: Bloomberg

Nytt selskap: LG Chem driver både innen petrokjemisk industri, kjemi og elektronikk. Selskapets nye batteriteknologi antas å være markedsledende.

Perspektiver for Kon-Tiki

Ved halvårsskiftet har vi en behagelig lavt vurdert portefølje som i hovedsak er konsentrert om forbruk i globale vekstmarkeder. Vi har redusert den politiske og sykliske risikoen samtidig som potensialet i forhold til våre kursmål er 55 prosent. Med dagens økende gap i vurderingen av selskaper mellom globale vekstmarkeder og industrialiserte markeder, regner vi med at vi etter hvert vil finne svært gode investeringer som vil gi god risikostyrt avkastning.

Store svingninger i pengestrømmer mellom aktivklassene gir gode muligheter for dem som kan skille pris og verdi. Triggerne for omvurdering av de globale vekstmerkene generelt ligger imidlertid frem i tid, noe som fordrer selektivitet så vel som tålmodighet.

NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE I SKAGEN KON-TIKI (PER 30.06.2013)

Selskap	Postens størrelse	Pris	P/E 13E	P/E 14E	P/B siste	Kursmål
Hyundai Motor	8,0%	97 000	2,8	2,4	0,4	165 000
Samsung Electronics	7,6%	884 000	4,2	3,7	1,1	1 500 000
Great Wall Motor	4,5%	33	9,8	7,5	3,8	44
Sabancı Holding	3,4%	10	8,1	7,3	1,3	12
ABB	3,1%	146	13,3	11,2	3,1	180
Sistema	3,1%	20	7,9	7,9	1,0	32
Mahindra & Mahindra	2,5%	971	13,9	12,1	2,9	1 200
HSBC	2,4%	7	10,5	9,5	1,1	9,8
Cosan Ltd.	2,3%	16	10,8	10,8	0,9	24
VTB Bank	2,2%	3	4,1	4,1	0,7	7
State Bank of India	2,1%	1 954	6,5	5,6	1,1	3 000
Bharti Airtel	2,1%	292	19,5	12,2	2,2	450
Vektet topp 12	43,3 %	-	5,6	4,9	1,0	-
Vektet topp 35	43 %	-	6,5	5,8	1,0	-
Vekstmarksindexen	-	-	10,4	9,4	1,4	-

SKAGEN KON-TIKI 2. KV. 2013 (MILL. NOK)

5 største positive bidragsytere

Hyundai Motor	681
Great Wall Motor	517
Sistema	198
Naspers	158
Richter Gedeon	117

5 største negative bidragsytere

Empresas ICA	-359
Vale	-230
Gazprom	-204
Banrisul	-168
Cosan	-166

5 største kjøp

Tullow Oil	206
Kinnevik	192
VTB Bank	166
A.P. Moeller - Maersk	156
Cia Cervecerias Unidas	130

5 største salg

Baker Hughes	-839
Hon Hai Precision	-646
Hanmi Pharm	-315
Gazprom	-268
Citigroup	-263

AVKASTNING	2. kvartal	Hittil i år
SKAGEN m ²	-1,6%	10,4%
MSCI Real Estate IMI	-0,6%	11,5%



Porteføljeforvaltere Peter Almström, Harald Haukås og Michael Gobitschek

- › **Store svingninger i verdien av porteføljen preget kvartalet som følge av spekulasjoner om at de lave rentenes tid vil ta slutt.**
- › **Beholdningene i ASEAN-4-landene, USA og Europa har gjort det bra, mens utviklingen til porteføljeselskaper i Brasil, India og Kina har vært dårligere.**
- › **Vår langsiktige tro på fondsselskapene, samt de underliggende eiendomsmarkedene, har ikke endret seg på grunn av utviklingen på aksjemarkedene siden utgangen av mai.**

Dramatisk andre kvartal

Etter et første kvartal som ga meget god utvikling for SKAGEN m² ble andre kvartal 2013 mer forvirrende.

Svingningen mellom fondets høyeste og laveste verdi i kvartalet var nesten 20 prosent, med en toppnotering 21. mai, for deretter å falle kraftig og til slutt avslutte første halvår med pluss tre prosentpoeng siden inngangen til året. Hva var det som skjedde?

I den første uken av april ble fokus rettet mot Japan, der sentralbanken besluttet å gjennomføre kraftige stimulanstiltak, og dermed medvirke til statsminister Abes tiltakspakke for å få fart på den japanske økonomien. Kapitalmarkedene styrte umiddelbart store mengder kapital til Japan, der aksjekursene steg raskt. Den japanske eiendomsindeksen steg med 34 prosent i lokal valuta på en uke. Markedenes tro på den såkalte abenomics avtok imidlertid fort, og japanske eiendomsaksjer gikk tilbake igjen, mens andre aksjemarkeder, inklusive eiendomsaksjer, fortsatte den kraftige oppgangen. SKAGEN m² nådde en topp 21. mai, med en avkastning siden inngangen på året på 20,4 prosent. Verdivurderingen til flere av våre aksjer hadde på dette tidspunktet nådd -- og i noen tilfeller forbigått - kursmålet, og vi hadde sakte men sikkert begynt redusere deres del av porteføljen. Med fasiten i hånden ser vi at vi kanskje burde ha solgt flere av disse mer aktivt, men vi vurderte det dit hen at det fantes en sterk positiv fremdrift på børsene.

Fed ga kursfall

Så kom 22. mai. Det var da referatet fra den amerikanske sentralbankens siste møte i slutten av april ble offentliggjort. Der fremgikk det at styret på alvor har begynt å diskutere en nedtrapping av markedsstimulansene, noe som ikke burde ha kommet som noen overraskelse. Nå ble markedsreaksjonen voldsom, og konsensusoppfatningen ble raskt at det går mot en slutt på ekstremt lave renter. Effekten ble et massivt nedslag av lange obligasjoner og aksjer. Hardest rammet ble aksjer med høy direkteavkastning, som eiendomsaksjer. Ganske snart fulgte en mer allmenn flukt fra risiko, og både valuta og aksjer i vekstmarkeder ble solgt på bred front, noe som tynget fondet ytterligere ned. Det som fra starten av var en forflytning av raske penger av typen høyt belånte spekulative fond, gikk over til å bli salg fra mer lang-

siktige fond i takt med at kundene ønsket å ta ut penger. Fallet ser ut til å ha bremsset like før halvårsskiftet, etter at stadig flere aktører hadde innsett at det kommer til å ta lang tid før Fed begynner å øke renten. Lavt inflasjonstrykk og lav vekst i mange land forventes å holde rentene lave, om ikke ekstremt lave, i lang tid, noe som har vært vårt grunnscenarior siden fondet ble startet.

Hvis man tar et skritt tilbake og ser på første halvår 2013, så kan vi konstatere at avkastningen frem til 22. mai var unormalt høy, og langt over både våre mål og forventninger, mens avkastningen for hele første halvår ble en skuffelse.

Vi har hatt bra avkastning i USA og i Europa. Selskapene har stort sett levert i henhold til plan. I USA har generelt høye verdivurderinger blitt enda høyere, men vi anser at vi der har en god portefølje med gode verdiskapere, der de fleste aksjene har gått opp minst 10 prosent i lokal valuta på seks måneder, til tross for kursfallet 22. mai. I Europa har i utgangspunktet lave verdivurderinger begynt å klatre opp mot fullvurderinger. Vi har solgt noen poster i Sverige og Frankrike etter bra gevinster, og reduserte allokeringen i noen andre selskaper. Etter den siste månedens kursnedgang ser prisingen av Europa-delen av porteføljen stabil ut, og med bra potensial for resten av året.

I Asia har vi hatt bra avkastning i Asean 4-landene, Thailand, Malaysia, Indonesia og Filippinene. Spesielt Indonesia har gått bra, der tre av våre innehav har gått opp 40 prosent eller mer hittil i år, med Lippo Karawaci og Bumi Serpong på toppen. Alle disse markedene ser fundamentalt sterke ut, og den brede kursnedgangen i juni har gjort kursene på mange eiendomsaksjer enda mer attraktive. Indonesia har litt høyere makrorisiko enn de andre tre Asean 4-landene det nærmeste året, og det kan bli en del turbulens på Jakarta-børsen.

Tilbakeslag i B*IK-landene

De store skuffelsene har vært India, Brasil og, til en viss grad, Kina. Disse markedene har fortsatt spennende potensial på lang sikt, men i India og Brasil er den makroøkonomiske utviklingen altfor svak akkurat nå. Aksjemarkedenes tillit til hvordan de respektive regjeringene håndterer økono-



Foto: Bloomberg

Storvokser: SKAGEN m²'s oppfatning om selskapene og underliggende eiendomsmarkeder er ikke forandret på grunn av utviklingen i aksjemarkedene fra slutten av mai. For eksempel storbyen Jakarta (finanssentrum er avbildet) fortsetter å vokse så det knaker.

misk politikk og viktige reformer er bunnkjørt, og selv om våre selskaper har gjort det bra driftsmessig, så har negativ markedsstemning senket både aksjekurser og valutaer. I Kina ser forutsetningene for våre selskaper betydelig bedre ut, og vi synes at aksjemarkedet og mediene ofte overdriver negative nyheter fra Kina. Etter en lang periode med innstramninger i boligmarkedet virker utviklingen nå i de fleste byer mer balansert, men med fortsatt sterk etterspørsel og prisoppgang. Problemene med finansiering utenfor banksystemet som har uroet markedet, berører ikke våre selskaper direkte, men kan selvfølgelig få konsekvenser om det skulle oppstå mer omfattende kredittap og konkurser hos andre aktører. Et slikt scenario kan også innebære forretningsmuligheter for de finansielt sterke aktørene.

I Singapore og Hong Kong har mange eiendomsaksjer, både REITer (med spesiell skattestatus) og utviklere, hatt en svak utvikling. Boligprisene i begge disse markedene er ekstremt høye, og myndighetene har tatt kraftige grep med ulike typer innstramninger. Veldig lave renter over lang tid har gjort REITer populære, og disse aksjene fikk en skikkelig nedtur etter 22.

mai. SKAGEN m² har bevisst holdt seg unna bolig- og kontoreksponering i Singapore, og vi har holdt oss helt unna Hong Kong på grunn av de veldig høye eiendomsprisene. Vi har imidlertid investert i selskaper med eksponering mot detaljhandel, industri og helse i Singapore. Vi har også en relativt høy allokering på Singapore-baserte selskaper med investeringer i andre markeder rundt om i Asia, som Lippo Malls, med detaljhandelseiendommer i Indonesia, og Global Logistics, med hovedfokus på Kina og Japan. Flertallet av disse har fulgt med den allmenne kursnedgangen for eiendomsaksjer i Singapore, noe som på kort sikt har medført tap, men også muligheter til å kjøpe virkelig bra selskaper for en billig penge.

Etter den raske kursoppgangen frem til 22. mai i år, kan man diskutere om eiendomsaksjer er blitt en boble, og hvordan vurderingen nå ser ut fremover etter de store kursbevegelsene. Det er vanskelig å unngå en viss såkalt "asset inflation" når kraftige rentestimulanser er i arbeid. Veldig billige lån stimulerer mange spekulative investorer og driver opp eiendomspriser. Vi har lenge sagt at eiendomsaksjer i USA er generelt dyre, og det ser ut til at det

finnes en betydelig kursrisiko på sikt når rentene stiger. Vi har også sammenlignet effektene av abenomics med en eiendomsboble i Japan. Var det kanskje også japanske penger som ble sluppet løs i samband med eiendomsaksjeoppgangen i april, som deretter drev den raske kursoppgangen på eiendomsaksjer i andre asiatiske markeder og i USA? I så fall var det abenomics som indirekte førte til at det ble skapt en (liten) eiendomsaksjeboble i mange markeder, og Feds feil (eller fortjeneste) at den raskt ble punktert.

Eiendomsaksjer overvurdert?

Mange spør seg nå om eiendomsaksjer fortsatt er overvurderte og om interessen for eiendomsaksjer kommer til å avta i takt med at rentene sakte stiger. En del lettrente investorer kommer sikker til å søke avkastning andre steder, og skape en del salgspres på marginalprisene. Mer langsiktige investorer kommer rimeligvis til å fortsette å sette pris på eiendomsmarkedenes fundamentale egenskaper, og eiendomsaksjer med god inntjening og bra vekstforutsetninger kommer til å forbli attraktive investeringsobjekter.

Vår oppfatning om våre selskaper og



Skyhøyt: I eksempelvis Hongkong har mange eiendomsaksjer hatt en svak utvikling. Boligprisene er ekstremt høye og myndighetene har handlet kraftfullt med ulike typer innstramminger. SKAGEN m² har bevisst unngått Hongkong nettopp på grunn av de svært høye eiendomsprisene.

underliggende boligmarkeder har ikke endret seg på grunn av utviklingen på aksjemarkedene siden utgangen av mai. Jakarta fortsetter å vokse så det knaker. Etterspørselen etter boliger rundt de nye tunnelbanestasjonene i Bangkok er meget stor. Verdensbyer som London, Paris, New York, Singapore, Hong Kong og Rio de Janeiro kommer til å tiltrekke seg selskaper og mennesker, og være en pådriver for etterspørselen etter boliger og kontorer, også fremover i tid.

Utover de lokale forutsetningene kommer det til syne stadig tydeligere globale trender. Økningen i e-handel skaper nye behov for logistikeiendommer over hele verden. Logistikeiendommer fortsetter å være et interessant segment for fondet, samtidig som detaljhandelseiendommer med meget store matvarebutikker eller mellomstore kjøpesentre har motvind i mange utviklede markeder. Utviklingen av e-handel kommer til å skape konverte-

ringstrykk på både handel og logistikk i de kommende årene. Avkastningsforskjeller mellom profesjonelle, aktive eiendomsseiere og mindre dyktige eller passive eiendomsseiere forventes å øke. Moderne, effektive kontorbygninger med den beste beliggenheten, vil generelt øke sin konkurransedyktighet på bekostning av eldre bygninger med dårligere beliggenhet. Samtidig motvirkes verdiutviklingen noe av at avkastningskravene har falt altfor langt i de beste markedene, og mange investorer søker nå isteden høyere avkastning på mer perifere steder. Offentlige kommunikasjonsmidler øker i viktighet både for forretningseiendommer og boliger. Livskvalitet blir enda viktigere for den voksende delen av verdens befolkning som kan velge hvor de vil bo og arbeide.

Grunntanken med SKAGEN m² er å gi en langsiktig avkastning på et nivå et sted mellom aksjer og obligasjoner. Hvis selskaps- og eiendomsgrunnverdiene forblir

uforandret sterke, mens eiendomsaksjer er blitt billigere, så er det vår konklusjon at det dermed er blitt enda bedre å investere. Der avkastningen på eiendom i lengre tid er 4-5 prosent høyere enn risikofrie renter, og lokale forutsetninger for vekst er gode, der kommer vi til å fortsette å investere vår kapital. Et økonomisk oppsving i USA og Europa kommer til å være bra for den globale veksten. Urbanisering og inntektsutvikling kommer til å være pådrivere for raske verdiutvikling i våre vekstmarkeder.

NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE TIL SKAGEN m² (PER 30.06.2013)

Selskap	Risikoklasse	Postens størrelse	Pris	P/NAV siste	Div. Yield 2013e	EBITDA 2013e/EV
Lippo Malls	Core+	4 %	0,490	87 %	7,1%	7,8%
Mercialys	Core+	4 %	14,81	86 %	5,9%	6,5%
British Land Co	Core+	4 %	5,66	95 %	4,6%	4,8%
Global Logistics	Value added	3 %	2,75	90 %	1,4%	3,3%
Ashford Hospital	Opportunistic	3 %	11,45	64 %	4,3%	10,3%
Apartment Invest	Value added	3 %	30,04	91 %	3,2%	6,2%
Lippo Karawaci	Opportunistic	3 %	1520,00	68 %	0,8%	4,0%
Segro	Core+	3 %	2,79	95 %	5,6%	5,9%
Lexington Realty	Core+	3 %	11,68	97 %	5,1%	5,9%
Mapletree Logistics	Core+	3 %	1,10	96 %	6,2%	5,4%
Vektet snitt topp 10		33 %		87 %	4,5%	6,1%

SKAGEN m² 2. KV. 2013 (MILL. NOK)

5 største positive bidragsytere

Lippo Karawaci	3
British Land Co	2
Segro	1
Franshion Properties China	1
Citycon	1

5 største negative bidragsytere

Ananda Development	-5
DLF	-4
BR Properties	-3
General Shopping Brasil	-3
Ticon Industrial Connection	-3

5 største kjøp

Segro	20
Brandywine Realty Trust	15
Lippo Malls Indonesia Retail	14
BR Malls Participacao	12
Shimao Property Holdings	10

5 største salg

Evergrande Real Estate Group	-7
Nexity	-3
KWG Property Holding	-3
Fastighets AB Balder	-3
Mack-Cali Realty	-2

Solidaritet er ikke gratis

Den europeiske sentralbanken (ECB) er i stand til å redusere renteforskjellene i Eurosonen. Men i motsetning til hva LSE-professor Paul De Grauwe hevder i en innflytelsesrik artikkel, er det risikosport.

Mario Draghis “det som skal til”-tale og lanseringen av “Outright Monetary Transactions (OMT)”-programmet kuttet renteforskjellene uten at ECB måtte bruke en eneste euro. Rentene er imidlertid fremdeles langt fra på samme nivå, og nylig har forskjellen økt igjen. Roma betaler en rente på 2,2 prosent for å låne penger i to år; Berlin må bare å hoste opp 0,2 prosent. ECB må trolig snart måtte legge penger på bordet, og det kan dreie seg om store beløp.

Logikken i “det som skal til” betyr at ECB om nødvendig kjøper all gjeld til stater som er kvalifisert for OMT. Obligasjonskursen bestemmes på marginen, og det er mulig at markeder ikke vik eie noe gjeld til renter som er akseptable for ECB.

Effekten av OMT på ECBs regnskaper illustrerer argumentene for og i mot OMT. For å finansiere OMT utsteder ECB innskudd i sentralbanken. Siden gjelden til ECB er garantert av alle statene, er innskudd i realiteten er “euroobligasjoner” med flytende rente.

Solidarisering kan bli være lønnsom. ECB betaler i øyeblikket null rente på innskudd. Anta at ECB kjøper italiensk statsgjeld for 1,8 billioner euro og finansierer den ved å utstede innskudd. Italiensk gjeld har en gjennomsnittlig kupongrente på 4,2 prosent. La oss videre anta at ECB holder sin innskuddsrente på null inntil gjelden forfaller. Fortjenesten til ECB øker da i snitt

med 76 milliarder euro per år inntil 2020. Dette fordeles på medlemmenes statskasser. Er Riga i ferd med å bli en partner i et vellykket hedgefond?

Solidarisering kan også lede til tap. Anta at ECB trenger å stramme inn pengepolitikken. Da må ECB øke renten på sentralbankinnskudd. For hvert prosentpoeng renten økes, faller ECBs årlige OMT-fortjeneste med 18 milliarder euro. Det er ikke usannsynlig at før den italienske gjelden har forfalt, vil rentekostnadene forbundet med OMT være høyere enn renteinntektene.

Hovedrisikoen er imidlertid mislighold. Roma har et primæroverskudd, og kan finne det politisk opportunt å slutte å sende kuponger og hovedstoler til Frankfurt. Med omtrent EUR 62 milliarder netto mer på hånden hvert år, kan skattebetalerne få bedre dager. Men det er på bekostning av skattebetalerne i resten av eurosonen.

OMT blir da en belastning for ECB straks innskuddsrenten heves. Hvis innskuddsrenten økes til 2 prosent, kuttet ECBs fortjeneste med 36 milliarder euro - dobbelt så mye som fortjenesten i 2012. Med mislighold vil dessuten gjelden ECB erhvervet seg da de kjøpte italiensk statsgjeld forbli på balansen. ECB kan dermed ikke betaler utbytte på mange år, noe som gir høyere skatt utenfor Italia. Ettersom flere italiener drar til sveitsiske skisteder, vil færre

tyskere, franskmenn og andre få råd til det.

I 1962 skrev Bundesbank i sin årsberetning at “en pengeunion ... kan ikke komme på tale ... før ... det finnes en føderal stat med et europeisk parlament som har myndighet til å vedta lover for alle medlemsstater”. Eurosonens grunnleggere, som ignorerte muligheten for at ECB skulle bli innblandet i skattepolitikk, mente noe annet.

Nå finner lederne i eurosonen seg i en djevlesk knipe. De kan gi grønt lys for en “det som skal til”-tilnærming og håpe på det beste. Det er lett å være solidarisk når alt det dreier seg om er å dele fortjenesten til ECB. Problemet er at selv om Mario Draghi har meget dype lommer, har han en liten fisk.

Oppfølging av betingelsene for OMT avhenger av politiske vinder, som kan blåse både den ene og den andre veien. Aktivering av OMT kan skyve eurosonen mot en kaotisk finansunion, hvor samholdigheten testes av brutte løfter, statlig mislighold og store overføringer. Det kan ende med anstrengte familieband og splittelse heller enn europeisk brorskap.

KOMMENTAR



Torgeir Høien
Porteføljeforvalter
 SKAGEN Tellus
 th@skagenfondene.no

BEKJENTGJØRING

Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning. Fremtidig avkastning vil blant annet avhenge av markedsutviklingen, forvalters dyktighet, fondets risiko, samt kostnader ved tegning og forvaltning. Avkastningen kan bli negativ som følge av kursstap. Det er ingen kjøpskostnader i våre aksjefond. Årlig forvaltningshonorar for SKAGEN Vekst og SKAGEN Global er 1 % per år + variabelt forvaltningshonorar: I SKAGEN Vekst fordeles avkastning over 6 % per år 90/10 mellom andelseierne og forvaltningsselskapet. I SKAGEN Global fordeles verdiutvikling som er bedre enn MSCI Verdensindeks All Country målt i norske kroner 90/10 mellom andelseierne og forvaltningsselskapet. I SKAGEN Kon-Tiki er forvaltningshonorar 2 % per år pluss/minus variabelt forvaltningshonorar: I SKAGEN Kon-Tiki fordeles verdiutvikling som er bedre enn MSCI vekstmarkedsindeks målt i norske kroner 90/10 mellom andelseierne og forvaltningshonorar: Samlet belastet forvaltningsgodtgjørelse per år kan likevel ikke overstige 4 prosent av gjennomsnittlig

forvaltningskapital. Ved dårligere verdiutvikling enn MSCI vekstmarkedsindeks målt i norske kroner fordeles differansen 90/10 mellom andelseierne og forvaltningsselskapet. I SKAGEN m² er forvaltningshonorar 1,5% per år pluss/minus variabelt forvaltningshonorar: I SKAGEN m² fordeles verdiutvikling som er bedre enn MSCI Real Estate IMI målt i norske kroner 90/10 mellom andelseierne og forvaltningsselskapet. Samlet belastet forvaltningsgodtgjørelse per år kan likevel ikke overstige 3 prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital. Ved dårligere verdiutvikling enn MSCI Real Estate IMI målt i norske kroner fordeles differansen 90/10 mellom andelseierne og forvaltningsselskapet. Samlet belastet forvaltningsgodtgjørelse per år kan likevel ikke bli lavere enn 0,75 prosent av gjennomsnittlig årlig forvaltningskapital. SKAGEN Global, SKAGEN Kon-Tiki og SKAGEN m² kan bli belastet variabelt forvaltningsgodtgjørelse selv om fondets avkastning har vært negativ, så lenge fondet har hatt bedre prosentvis verdiutvikling enn sin referanseindeks.

Motsatt kan fondet ha positiv avkastning uten å bli belastet variabelt forvaltningsgodtgjørelse, så lenge fondet ikke har hatt prosentvis bedre avkastning enn referanseindeksen. Fast forvaltningsgodtgjørelse beregnes daglig og belastes kvartalsvis. Variabel forvaltningsgodtgjørelse beregnes daglig og belastes årlig.

I SKAGEN Tellus, SKAGEN Avkastning, SKAGEN Høyrente og SKAGEN Høyrente Institusjon er det ingen kostnader knyttet til kjøp og salg av andeler. Det er heller ingen uttaksbegrensninger. Årlig forvaltningshonorar er 0,8 % for SKAGEN Tellus, 0,5 % for SKAGEN Avkastning, 0,25 % for SKAGEN Høyrente og 0,15 % for SKAGEN Høyrente Institusjon.

For en detaljert beskrivelse av kostnadene med mer, henvises til fullt og forenklet prospekt. Disse kan fås ved henvendelse til SKAGEN Fondene eller på www.skagenfondene.no

Bro over opprørt vann

Selv om SKAGEN Tellus ikke helt unngikk uværet forrige kvartal, slapp vi unna brottsjøen.

AVKASTNING	2. kvartal	Hittil i år
SKAGEN Tellus	4,2%	8,4%
J.P. Morgans GBI Broad Unhedged Index in EUR	1,2%	3,1%



Porteføljeforvalter Torgeir Høien

Fondet slo referanseindeksen med 2,8 prosentpoeng. Hvorfor? Vi kuttet porteføljens durasjon betydelig i midten av kvartalet. Dermed unngikk vi kapitaltap som følge av høyere lange renter. Målt i euro sank fondskusen, men vi tror sterk euro er et forbigående fenomen.

Vi reduserte fondets durasjon fordi vi

mener at global økonomi kommer til å gjøre det bedre enn markedet forventer. Spesielt har vi tro på solid vekst i avanserte økonomier. Disse økonomiene utgjør fremdeles utgjør brorparten av verdensøkonomien. Veksten her betyr derfor mye for det globale realrentenivået.

Slik vi leser indikatorene har veksten vært robust i USA i det siste, til tross for alt snakket om motvind fra finanspolitikken. Arbeidsmarkedet er i stadig bedring og selv i boligmarkedet er det blitt nytt liv. Boligbyggingen har nå en positiv effekt på økonomisk aktivitet. Også Japan har hatt anstendig vekst i de siste kvartalene, og den nye økonomiske politikken har så langt vært vellykket. Vi tror på fortsatt oppgangstid. Eurosonens økonomi er mer skjør, og BNP har falt i det siste. Nå er det imidlertid visse tegn til at aktiviteten tar seg litt opp igjen. Selv om vi ikke forventer

noen helomvending, tror vi Eurosonens bidrag til global vekst blir svakt positivt i andre halvår.

En konsekvens av økt global vekst er høyere realrenter. Gitt stabil forventet inflasjon, betyr dette høyere nominelle renter. På grunn av globale kapitalstrømmer merkes dette verden over. Det vil si at lange renter går opp også i land hvor økonomien ikke er så sterk. Høyere lange renter betyr lavere obligasjonskurser.

Vi vil forsikre oss, akseptere lavere effektiv rente for en stund, og, når tiden er inne, gå inn der vi mener lange obligasjoner er undervurderte. Det dreier seg om kjerneverdien i et aktivt forvaltet obligasjonsfond. Vi kjører ikke karusell med markedet. Flexibilitet muliggjør god risikojusert avkastning. Noe fondet også har levert siden det ble startet.

Moderat i et volatilt marked

SKAGEN Avkastning hadde moderat avkastning første halvår. Fondskursen økte med 1,4 %, 1 prosentpoeng mer enn referanseindeksen. I andre kvartal steg fondet 0,6 %, mens indeksen falt 0,4%. Den relativt lave rentedurasjonen gjør at fondet ikke har lidd like mye som indeksen under renteoppgangen i mai og juni.

AVKASTNING	2. kvartal	Hittil i år
SKAGEN Avkastning	0,6%	1,4%
Statsobligasjonsind. 3.00	-0,3%	0,4%



Porteføljeforvaltere Jane S. Tvedt og Elisabeth Warland

Kvartalet hadde en pangstart i april. Mai og juni var derimot labre måneder preget av kraftig oppgang i globale lange renter. Bedre utsikter for amerikansk økonomi, samt uttalelser fra den amerikanske sentralbanksjefen om potensiell nedtrapping av de kvantitative

lettelsene, førte til kraftig renteoppgang. Amerikansk 10-årig statsrente økte med nesten 90 basispunkter fra begynnelsen av mai. Rentene i andre land har fulgt etter, og renteøkningen har vært spesielt kraftig i framvoksende økonomier.

Gevinstene i SKAGEN Avkastnings portefølje kommer i hovedsak fra gevinster på utenlandsinvesteringene som ble solgt før renteoppgangen (Slovakia og Litauen) samt en liten post i Kypros, som vi solgte like før den gikk til forfall i begynnelsen av juni. Fondet har tapt på investeringene i Italia og Sør-Afrika. Kredittpåslagene for norske bankpapiere fortsatte å falle fram til juni, men økte de siste ukene i kvartalet og endte tilslutt på samme nivå som ved inngangen av kvartalet.

I slutten av juni solgte vi investeringene

i Sør-Europa og Sør-Afrika. Vi tror at veksten i utviklede økonomier vil ta seg opp, drevet av en sterkere amerikansk økonomi. Dette vil føre til videre oppgang i lange renter.

Fondet kan ha en rentedurasjon mellom 0 og 3, noe som betyr at det er mulig å ha en veldig lav durasjon i perioder med renteoppgang og fortsatt ha positiv avkastning fra papirer med flytende rente. Vi er beredt til å øke rentedurasjonen umiddelbart hvis vi endrer synet på lange renter generelt, eller enkeltland spesifikt. Fondets rentefølsomhet er på 0,1 %, og gjennomsnittlig løpetid på investeringene er 1,4 år.

SKAGEN Høyrente

AVKASTNING	2. kvartal	Hittil i år
SKAGEN Høyrente	0,7%	1,4%
Statssertifikatindeks 0.50	0,5%	0,8%



Porteføljeforvaltere Ola Sjøstrand, Elisabeth Gausel og Tomas Nordbø Middelthun

Norges Bank overrasket i rentemøtet i juni ved å senke rentebanen. Litt mindre overraskende var det at de holdt styringsrenten uendret på 1,5 prosent. Det prises nå inn ca. femti prosent sannsynlighet for at renten blir senket på deres neste rentemøte i september. Samtidig flyttet de neste renteøkning ytterligere ut i tid. Sentralbanken signaliserer at de ikke

vil øke rentene igjen før i slutten av 2014.

De norske interbankrentene, representert ved 3 måneders nibor, er nå på et historisk lavt nivå. Denne renten er et viktig utgangspunkt for bankene når de setter renten på sine bankinnskudd. Derfor kan man anta at man også vil få lavere rente på å ha pengene i banken nå fremover. SKAGEN Høyrente er et alternativ til bankkonto, og når rentene en gang begynner å stige er fondet godt posisjonert for dette. Vi har en lav rentebindingstid på kun 0,12 år. Se teksten for SKAGEN Høyrente Institusjon for en nærmere forklaring.

Kreditspreadene for bankpapirer har falt jevnt og trutt hver eneste uke siden nyttår, med unntak av de siste ukene i juni. Da gikk spreadene opp med noen punkter. Hovedårsaken til dette er smitte fra økte spreader fra utlandet, samtidig som det norske markedet blir sommerstille og dermed får noe

dårligere likviditet.

Økte kreditspreader er egentlig et tveegget sverd. I første omgang fører de til redusert verdi på papirene i fondet, men samtidig fører det til at vi kan kjøpe nye papirer med en høyere rente og dermed på sikt oppnå en høyere avkastning. I SKAGEN Høyrente har vi en relativt lav gjennomsnittlig løpetid på om lag et år. Potensialet for å øke denne er høy, halvannet år er det maksimalt tillatte. Kreditspreadene øker som regel mest for papirer med litt lenger løpetid, for vår del vil det si rundt tre år. Dersom kreditspreadene skulle gå litt ned igjen, lønner det seg også å ha litt lengre løpetider i fondet for da tjener man mest på denne nedgangen. Vi har en stor andel bankinnskudd, 24 % ved utgangen av juni. Fondet er dermed godt posisjonert for å kunne kjøpe litt lengre papirer når kreditspradene øker og på den måten øke avkastningen i fondet.

SKAGEN Høyrente Institusjon

AVKASTNING	2. kvartal	Hittil i år
SKAGEN Høyrente Institusjon	0,6%	1,3%
Statssertifikatindeks 0.25	0,4%	0,8%



Porteføljeforvaltere Ola Sjøstrand, Elisabeth Gausel og Tomas Nordbø Middelthun

Den effektive renten i fondet lå på 2,4 prosent ved utgangen av juni. Gjennomsnittlig effektiv rente i årets første halvår var 2,5 prosent mens oppnådd annualisert avkastning var 2,6 prosent. Årsaken til den bedre avkastning

gen var reduserte kreditspreader totalt sett i kvartalet.

Nibor er nå på et historisk lavt nivå. Hva har dette å si for avkastningen fremover i fondet? Etter rentemøtet til Norges Bank sank de norske markedrentene. 3 måneders nibor sank til det laveste nivået noensinne. Dagen etter rentemøtet ble denne renten registrert helt nede på 1,68 prosent, og holdt seg rundt dette nivået ut juni. Nå når rentenivået er så lavt ser vi det som ekstra viktig å ligge med en lav rentebindingstid. Selv om Norges Bank signaliserte at neste renteendring kan bli et kutt, ser vi risikoen på oppsiden som for stor. Vi vil ikke risikere for stor reduksjon i verdiene i fondet ved en eventuell renteoppgang. Derfor vil vi ikke ha for høy rentebindingstid.

Vår lave rentebindingstid gjør at vi fort får nytte godt av høyere renter og dermed høyere avkastning i fondet. En rentebindingstid på 0,09 år, som vi hadde ved utgangen av juni, betyr at i løpet av en måneds tid har hele porteføljen i gjennomsnitt fått justert sin rente eller kommet til forfall. Renten på papirene våre med flytende rente vil da bli justert til en høyere rente dersom markedrentene har økt. Papirer som kommer til forfall kan vi reinvestere i nye papirer med en høyere pålydende rente. Alternativt, dersom rentene synker ytterligere eller holder seg på dagens lave nivå, føler vi oss likevel komfortable med å ligge og flyte med kort rentebindingstid. Vi mister eventuelt kun en potensiell liten gevinst vi kunne fått dersom rentebindingstiden var høyere.

SKAGEN Balanse 60/40

AVKASTNING	2. kvartal	Hittil i år
SKAGEN Balanse 60/40	0,6%	1,3%
Statssertifikatindeks 0.25	0,4%	0,8%



Porteføljeforvalter Harald Haukaas

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markeds-kurs	Valuta	Markeds-verdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Prosent fordeling
AKSJEFOND							
SKAGEN Global	33 834	28 725	948,54		32 093	3 368	30,10 %
SKAGEN Vekst	11 725	15 229	1 376,02		16 134	905	15,13 %
SKAGEN Kon-Tiki	29 053	15 330	542,69		15 767	437	14,79 %
Sum Aksjefond		59 283			63 994	4 710	60,03 %
RENTEFOND							
SKAGEN Høyrente	155 154	15 713	101,33	200	15 921	208	14,93 %
SKAGEN Høyrente Institusjon	146 930	14 688	99,90	205	14 884	196	13,96 %
SKAGEN Avkastning	79 058	10 778	135,97	219	10 968	190	10,29 %
Sum Rentefond		41 178			41 773	595	39,19 %
Sum verdipapirportefølje		100 461		624	105 767	5 306	99,21 %
Disponibel likviditet					838		0,79 %
Sum andelskapital					106 605		100,00 %
Basiskurs per 28.06.2013			108,2677				

Avkastning- og risikomåling

Avkastning*

per 28.06.2013	1 år	Siste år	Siste 2 år	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 7 år	Siste 10 år	Siden start
SKAGEN Vekst	7,1 %	11,3%	0,6%	4,5%	-0,2%	2,4%	12,8%	14,3%
OSEBX/MSCI AC (50/50)	10,7 %	17,4%	8,3%	11,3%	1,0%	3,7%	13,7%	9,2%
SKAGEN Global	13,6 %	23,7%	9,4%	10,5%	5,9%	6,4%	13,5%	15,2%
MSCI World AC	16,5 %	20,2%	11,5%	10,2%	5,9%	2,7%	5,1%	2,3%
SKAGEN Kon-Tiki	4,4 %	9,4%	-0,2%	3,5%	5,8%	8,7%	19,5%	16,3%
MSCI Emerging Markets	-1,3 %	5,1%	-1,0%	1,1%	3,2%	5,4%	11,7%	8,3%
SKAGEN m ²	10,4 %							12,0%
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	11,5 %							14,3%
SKAGEN Balanse 60/40	6,3 %	11,3%						6,2%
SKAGEN Balanse 60/40 kombinert indeks	6,5 %	9,7%						6,8%
SKAGEN Avkastning	1,41 %	5,06 %	5,01 %	4,04 %	4,57 %	4,11 %	4,15 %	5,71 %
Statsobligasjonsind. 3.00	0,40 %	1,03 %	3,33 %	3,00 %	5,17 %	4,37 %	4,22 %	5,74 %
SKAGEN Tellus	8,35 %	11,02 %	9,74 %	3,56 %	8,03 %			5,48 %
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR	3,08 %	-2,67 %	3,93 %	-0,39 %	6,42 %			3,59 %
SKAGEN Høyrente	1,39 %	3,21 %	3,27 %	3,22 %	3,60 %	3,89 %	3,45 %	4,52 %
Statsobligasjonsind. 0.50	0,82 %	1,62 %	1,91 %	2,07 %	2,79 %	3,15 %	2,95 %	4,17 %
SKAGEN Høyrente Institusjon	1,26 %	2,97 %	3,15 %	3,18 %	3,60 %	3,88 %	3,45 %	3,51 %
Statsobligasjonsind. 0.25	0,80 %	1,58 %	1,79 %	1,98 %	2,50 %	2,99 %	2,78 %	2,88 %

Risiko og prestasjonsmåling

per 28.06.2013	SKAGEN Vekst	SKAGEN Global	SKAGEN Kon-Tiki	SKAGEN Avkastning	SKAGEN Tellus (NOK)	SKAGEN Høyrente	SKAGEN Høyrente Institusjon NAV
TRADISJONELLE RISIKO- OG PRESTASJONSMÅL SISTE 5 ÅR							
Standardavvik, fond	20,0%	16,7%	20,6%	4,01 %	9,86 %	0,45 %	0,49 %
Standardavvik, referanseindeks	24,0%	12,4%	18,7%	2,66 %	12,53 %	0,72 %	0,46 %
Sharpe-ratio, fond	-0,13	0,20	0,15	0,50	0,53	2,36	2,19
Sharpe-ratio, referanseindeks	-0,06	0,26	0,04	0,99	0,49	0,39	-
Tracking Error/Relative volatilitet	9,1%	7,5%	5,1%	5,1%	9,9%	0,5%	0,4%
Informasjonsratio	-0,13	0,01	0,49	-0,11	0,15	1,44	2,75
Korrelasjon	0,93	0,91	0,97	-0,12	0,63	0,66	0,67
alfa	-1,0%	-1,2%	2,3%				
beta	0,78	1,22	1,07				
R2	86,1%	82,1%	94,1%				

GEVINST OG TAPSANALYSE SISTE 5 ÅR

Relativ gevinst	88,3%	124,8%	112,4%	96,2%	79,2%	269,0%	-
Relativt tap	93,2%	126,2%	101,1%	122,8%	64,5%	50,1%	-
Relativ gevinst/tap-ratio	0,95	0,99	1,11	0,78	1,23	5,37	-
Positive indekssavvik	11,1	9,6	8,3	5,1	11,8	1,1	-
Negative indekssavvik	12,3	9,3	5,6	5,8	10,5	0,3	-
Indeksavvik-ratio	0,90	1,03	1,50	0,88	1,12	3,64	-
Mengde positive avvik	47,4%	50,7%	59,9%	46,7%	52,8%	78,5%	-
Mengde positive avvik, oppgang	32,5%	63,9%	63,6%	21,2%	19,2%	52,5%	-
Mengde positive avvik, nedgang	64,9%	29,8%	57,3%	93,3%	90,2%	100,0%	-
Konsistens	38 %	52 %	52 %	60 %	62 %	82 %	-
Konsistens, oppgang	32 %	61 %	53 %	34 %	37 %	69 %	-
Konsistens, nedgang	46 %	38 %	50 %	89 %	87 %	100 %	-

VALUE AT RISK 5 ÅR

Value at risk: ex-post, historical, NAV	-17,4 %	-12,6 %	-16,0 %	-3,8 %	-6,4 %	0,1 %	0,2 %
Value at risk: ex-post, historical, referanseindeks	-24,2 %	-9,2 %	-13,8 %	-1,0 %	-5,4 %	0,0 %	0,1 %
Relativ Value at Risk, ex-post, historical	-4,7 %	-6,4 %	-3,9 %	-5,7 %	-9,5 %	-0,5 %	-0,3 %

GEVINST OG TAPSANALYSE SIDEN OPPSTART

Relativ gevinst	97 %	157 %	121 %	101 %	67 %	121 %	-
Relativt tap	79 %	102 %	97 %	100 %	69 %	40 %	-
Relativ gevinst/tap-ratio	1,23	1,54	1,24	1,01	0,96	3,02	-
Positive indekssavvik	14,58	19,84	12,72	4,38	11,91	1,12	-
Negative indekssavvik	9,99	8,36	5,67	4,34	13,41	0,35	-
Indeksavvik-ratio	1,46	2,37	2,24	1,01	0,89	3,17	-

* Alle avkastningstall utover 12 måneder er annualisert.

** Negativ korrelasjon mellom indeks og fond gjør at tallene ikke gir mening

Referanseindeksen for SKAGEN Kon-Tiki var verdensindeksen fram til 31.12.2003 og vekstmarkedsindeksen etter denne dato. Avkastningstallene for referanseindeksen er derfor en kombinasjon av disse indeksene. For fullstendig oversikt over våre fond se www.skagenfondene.no

ANGRERETT

Når du tegner andeler i fond har du ikke angrerett fordi andelens kurs – det vil si den pris du betaler for andelen – avhenger av svingninger på finansmarkedet jf. angrerettsloven § 22b. Som kunde har du likevel krav på informasjon om SKAGEN og våre fond i henhold til angrerettsloven § 9a. Denne informasjonen sendes i velkomstbrev etter at du har blitt kunde. Ved tegning i fond i VPS' investorklient («Min Konto»), gis informasjonen når du velger hvilket fond du vil tegne andeler i. Informasjonen gis også i SKAGENS årsrapport som sendes til alle kunder. Du kan også finne oppdatert informasjon om SKAGEN Krona på www.skagenfonder.se.

ORDFORKLARING

Alle beregninger av mål er basert på månedlige observasjoner.

Standardavviket er et mål på variasjonen i den årlige avkastningen. Tilnærmet er det 65 prosent sannsynlighet for at årlig avkastning er i området pluss minus ett standardavvik. Sannsynligheten for at avkastningen avviker mer enn to standardavvik fra forventet avkastning er cirka fem prosent. Et høyt standardavvik kan antyde høy risiko.

Relativ gevinst/Relativt tap er et mål på evnen til å oppnå meravkastning i henholdsvis oppgang- og nedgangsperioder. Et relativt tap på 80 prosent betyr at fondet har oppnådd et tap tilsvarende at fondet var investert 80 prosent i indeksen og 20 prosent i risikofri rente (ST1X). Relativt tap mindre enn 100 prosent betyr at fondet taper mindre enn markedet i nedgang. Relativt gevinst på over 100 prosent betyr at fondet tjener mer enn markedet i oppgang. Hvis en sammenlikner med et fonds standardavvik kan disse målene forklare hvorfor standardavviket er høyere eller lavere enn indeks.

Relativ volatilitet er standardavviket til den årlige meravkastningen i forhold til indeks i den aktuelle perioden. Relativ volatilitet måler forvalters evne til å skape jevn meravkastning i forhold til referanseindeksen, men brukes ofte som et mål på et fonds uavhengighet av indeksen.

Positive/negative indekssavvik viser positive eller negative indekssavvik per år i den aktuelle perioden. Hvis de positive avvikene er større enn de negative, har fondet oppnådd høyere avkastning enn indeksen. Summen av positive og negative avvik er et mål på fondets uavhengighet av referanseindeksen.

Sharpe-indeksen er et indirekte mål på sannsynligheten for at fondet skal gi høyere avkastning enn risikofri rente. Jo høyere score, jo høyere er denne sannsynligheten. Jo høyere sannsynlighet, jo sikrere er muligheten for å oppnå meravkastning ved å være i aksjemarkedet. Størrelsen kan derfor brukes som et langsiktig risikomål, men brukes ofte som et absolutt mål på risikojustert avkastning.

Informasjons ratio er et indirekte mål på sannsynligheten for at fondet skal gi høyere avkastning enn referanseindeksen. Jo høyere score, jo høyere er sannsynligheten for å oppnå meravkastning. Informasjons ratio brukes også som et mål på risikojustert meravkastning der risiko tolkes som faren for ujevn meravkastning. Informasjons ratio måler dermed forvalters evne til å skape sikker meravkastning, mens relativ volatilitet måler evnen til jevn meravkastning.

Relativ gevinst/Relativt tap-ratio viser forholdet mellom relativ gevinst og relativt tap. En størrelse over 1 betyr at fondet får bedre betalt for den risikoen det tar sammenlignet med referanseindeksen. Målet er sterkt korrelert med Sharpe-indeksen ved rangering av fond som investerer i samme marked, men viser i tillegg om den risikojusterte avkastningen er bedre enn markedets risikojusterte avkastning. Målet kan derfor brukes til å sammenlikne fond i ulike markeder i motsetning til Sharpe-indeksen, som bare kan brukes til å sammenlikne fond som investerer i samme marked.

Indeksavvik-ratio viser forholdet mellom positive og negative indekssavvik. Dette er et mål på evnen til å skape meravkastning ved å være aktiv fremfor passiv forvalter. Jo høyere tall, dess bedre betalt per negativt indekssavvik. Indeksavvik-ratio tolker risiko som faren for negative indekssavvik i motsetning til informasjon ratio som tolker risikoen som ujevn meravkastning (og ikke nødvendigvis negativ meravkastning).



SKAGEN VEKST

En håndplukket bukett *

Minimum 50 prosent av midlene i aksjefondet SKAGEN Vekst skal til enhver tid være investert i Norge, resten skal være plassert i det globale aksjemarkedet. SKAGEN Vekst passer for investorer som ønsker et aksjefond med god balanse mellom norske og globale selskaper. Fondet har et bredt mandat som gir frihet til å investere i en rekke selskaper, bransjer og regioner.



Dine Penger (DP terning)



Morningstar kvantitativ: ★★★★★

Fondets startdato 1. desember 1993

Avkastning siden oppstart 1276,0 %

Gjennomsnittlig avkastning per år 14,33 %

Forvaltningskapital 7 089 mill NOK

Antall andelseiere 77 133

Tegningsprovisjon 0%

Innløsningsprovisjon 0%

Forvaltningshonorar 1,0% per år + 10% av avkastningen utover 6% pr. år

Minste tegningsbeløp Engangstegning 1 000 NOK, spareavtale 250 NOK

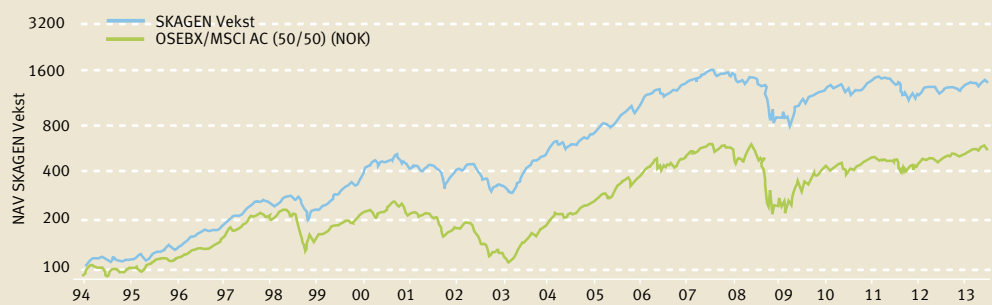
Godkjent for markedsføring i Norge, Sverige, Danmark, Finland, Nederland, Luxemburg, Island, Storbritannia og Sveits

Referanseindeks OSEBX/MSCI AC (50/50) (NOK)

UCITS-fond Ja

Porteføljeforvalter Geir Tjetland og Ole Sæberg

HISTORISK KURSUTVIKLING SKAGEN VEKST



Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markeds kurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert Gevinst/tap	Prosent fordeling	Børs
ENERGI								
Solstad Offshore ASA	1 938 650	95 344	97,00	NOK	188 049	92 705	2,65 %	Oslo Børs
Baker Hughes Inc	600 000	145 532	46,40	USD	169 343	23 811	2,39 %	New York
Ganger Rolf ASA	1 273 817	130 405	123,00	NOK	156 679	26 275	2,21 %	Oslo Børs
Bonheur ASA	1 192 594	88 117	125,00	NOK	149 074	60 957	2,10 %	Oslo Børs
DOF ASA	5 762 213	110 022	24,50	NOK	141 174	31 153	1,99 %	Oslo Børs
Statoil ASA	983 335	142 831	125,30	NOK	123 212	-19 619	1,74 %	Oslo Børs
Renewable Energy Corp ASA	29 162 486	42 190	2,23	NOK	65 149	22 959	0,92 %	Oslo Børs
Siem Offshore Inc	8 036 317	68 365	7,87	NOK	63 246	-5 119	0,89 %	Oslo Børs
Sevan Drilling ASA	14 954 171	94 628	4,01	NOK	59 966	-34 662	0,85 %	Oslo Børs
Eidesvik Offshore ASA	1 587 641	60 595	35,80	NOK	56 838	-3 757	0,80 %	Oslo Børs
Electromagnetic Geoservices AS	5 029 207	68 319	10,25	NOK	51 549	-16 770	0,73 %	Oslo Børs
DNO International ASA	4 590 405	44 126	11,10	NOK	50 953	6 827	0,72 %	Oslo Børs
Transocean Ltd	120 000	52 966	48,22	USD	35 197	-17 769	0,50 %	New York
Fred Olsen Production ASA	3 000 000	18 735	9,24	NOK	27 720	8 985	0,39 %	Oslo Børs
Northern Offshore Ltd	2 750 000	26 552	8,52	NOK	23 430	-3 122	0,33 %	Oslo Børs
Småposter		36 255			631	-35 624	0,01 %	
Sum Energi		1 224 982			1 362 212	137 230	19,21 %	
RÅVARER								
Akzo Nobel NV	709 895	212 617	43,22	EUR	243 153	30 536	3,43 %	Amsterdam
Norsk Hydro ASA	7 252 679	186 186	24,24	NOK	175 805	-10 381	2,48 %	Oslo Børs
Hexagon Composites ASA	2 833 473	4 284	10,00	NOK	28 335	24 051	0,40 %	Oslo Børs
Småposter		74 885			31 434	-43 450	0,44 %	
Sum Råvarer		477 971			478 727	756	6,75 %	
KAPITALVARER, SERVICE OG TRANSPORT								
Norwegian Air Shuttle ASA	1 410 775	78 270	265,40	NOK	374 420	296 150	5,28 %	Oslo Børs
Kongsberg Gruppen ASA	2 940 497	122 134	110,00	NOK	323 455	201 321	4,56 %	Oslo Børs
Wilh. Wilhelmsen Holding ASA	1 220 811	87 185	156,00	NOK	190 447	103 261	2,69 %	Oslo Børs
Stolt-Nielsen Ltd	879 102	109 015	133,00	NOK	116 921	7 906	1,65 %	Oslo Børs
AirAsia Bhd	11 088 100	67 616	3,19	KRW	67 610	-6	0,95 %	Kuala Lumpur
LG Corp	173 000	35 845	63 500	NOK	58 454	22 609	0,82 %	Seoul
ABB Ltd	320 000	38 243	146,40	NOK	42 306	4 063	0,60 %	Stockholm
LG Corp Pref	224 482	25 796	34 550	DKK	41 269	15 473	0,58 %	Seoul
Goodtech ASA	2 116 842	48 135	18,20	NOK	38 527	-9 608	0,54 %	Oslo Børs
Odfjell SE-A	1 434 755	64 231	26,80	KRW	38 451	-25 779	0,54 %	Oslo Børs
TTS Group ASA	3 222 553	32 175	5,99	NOK	19 303	-12 872	0,27 %	Oslo Børs
Norwegian Car Carriers ASA	12 348 096	37 786	1,55	NOK	19 140	-18 646	0,27 %	Oslo Børs
Småposter		53 339			18 084	-35 255	0,26 %	
Sum Kapitalvarer, service og transport		799 771			1 348 385	548 614	19,02 %	
INNETKTSAVHENGIGE FORBRUKSVARER								
Royal Caribbean Cruises Ltd	1 993 021	305 591	33,74	USD	409 030	103 439	5,77 %	New York
Continental AG	323 500	162 433	102,50	EUR	262 753	100 321	3,71 %	Frankfurt
Kia Motors Corporation	490 000	139 377	62 100	KRW	161 913	22 536	2,28 %	Seoul
Kesko Oyj B	420 000	102 372	21,41	EUR	71 255	-31 117	1,01 %	Helsinki
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	591 300	10 523	16,38	USD	58 914	48 392	0,83 %	London Int
Hurtigruten ASA	22 671 503	81 526	2,57	NOK	58 266	-23 261	0,82 %	Oslo Børs
Småposter		28 500			14 250	-14 250	0,20 %	
Sum Inntektsavhengige forbruksvarer		830 321			1 036 381	206 060	14,62 %	

Verdipapirportefølje SKAGEN Vekst per 28.06.2013

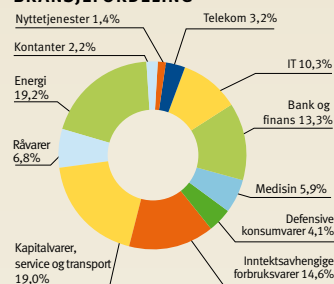
Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markeds kurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert Gevinst/tap	Prosent fordeling	
DEFENSIVE KONSUMVARER								
Morpol ASA	7 337 930	153 525	11,50	NOK	84 386	-69 139	1,19 %	Oslo Børs
Austevoll Seafood ASA	1 718 200	54 152	35,00	NOK	60 137	5 985	0,85 %	Oslo Børs
Yazicilar Holding AS	750 000	25 622	23,60	TRY	55 745	30 123	0,79 %	Istanbul
Royal Unibrew A/S	100 000	28 518	500,00	DKK	53 108	24 589	0,75 %	København
Matas A/S	190 000	23 047	119,50	DKK	24 116	1 069	0,34 %	København
Småposter		50 678			14 144	-36 535	0,20 %	
Sum Defensive konsumvarer		335 544			291 636	-43 908	4,11 %	
MEDISIN								
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	1 361 530	361 874	39,10	USD	323 818	-38 056	4,57 %	NASDAQ
Medi-Stim ASA	1 513 625	18 913	22,50	NOK	34 057	15 144	0,48 %	Oslo Børs
Photocure ASA	920 401	37 075	35,90	NOK	33 042	-4 033	0,47 %	Oslo Børs
Karolinska Development AB	986 645	34 389	26,50	SEK	23 611	-10 778	0,33 %	Stockholm
Småposter		19 724			1 610	-18 114	0,02 %	
Sum Medisin		471 975			416 138	-55 837	5,87 %	
BANK OG FINANS								
Danske Bank A/S	2 000 000	205 326	97,60	DKK	207 332	2 006	2,92 %	København
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	180 025	33 834	964,00	NOK	173 544	139 710	2,45 %	Oslo Børs
RSA Insurance Group Plc	12 956 284	127 024	1,19	GBP	142 834	15 811	2,01 %	London
Tribona AB	2 728 689	94 156	41,50	SEK	102 262	8 106	1,44 %	Stockholm
Korean Reinsurance Co	1 438 000	49 966	10 500	KRW	80 342	30 376	1,13 %	Seoul
Norwegian Finans Holding ASA	7 340 200	14 392	9,00	NOK	66 062	51 670	0,93 %	Unotert
Sparebanken Øst	1 413 500	25 053	37,50	NOK	53 006	27 953	0,75 %	Oslo Børs
Talanx AG	275 024	37 840	24,18	EUR	52 687	14 847	0,74 %	Frankfurt
Hitecvision AS	762 746	5 183	67,50	NOK	51 485	46 302	0,73 %	Unotert
Småposter		14 482			12 868	-1 615	0,18 %	
Sum Bank og finans		607 257			942 422	335 166	13,29 %	
INFORMASJONSTEKNOLOGI								
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	199 321	257 657	382,30	USD	463 506	205 849	6,54 %	London Int
SAP AG	342 400	131 117	55,94	EUR	151 777	20 660	2,14 %	Frankfurt
Q-Free ASA	3 182 604	44 688	12,90	NOK	41 056	-3 632	0,58 %	Oslo Børs
Proact IT Group AB	458 101	15 214	70,25	SEK	29 062	13 847	0,41 %	Stockholm
PSI Group ASA	3 796 612	43 431	5,65	NOK	21 451	-21 980	0,30 %	Oslo Børs
Småposter		27 938			22 918	-5 021	0,32 %	
Sum Informasjonsteknologi		520 045			729 769	209 724	10,29 %	
TELEKOM								
Orange	1 968 904	193 545	7,26	EUR	113 269	-80 276	1,60 %	Paris
Sistema Jsfc GDR	668 658	29 215	19,40	USD	78 905	49 690	1,11 %	London Int
Mobile Telesystems ADR	200 000	12 729	18,52	USD	22 530	9 801	0,32 %	New York
Småposter		15 438			13 440	-1 998	0,19 %	
Sum Telekom		250 928			228 145	-22 783	3,22 %	
NYTTETJENESTER								
Fortum Oyj	868 100	96 520	14,33	EUR	98 575	2 055	1,39 %	Helsinki
Sum Nyttetjenester		96 520			98 575	2 055	1,39 %	
Sum verdipapirportefølje		5 615 313			6 932 389	1 317 076	97,79 %	
Disponibel likviditet					156 987		2,21 %	
Sum andelskapital					7 089 375		100,00 %	
Basiskurs per 28.06.2013		1 376,0204						



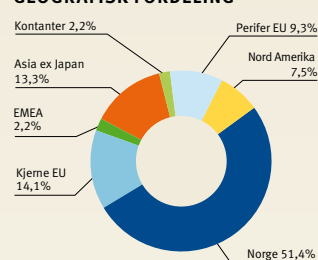
SKAGEN VEKST

En håndplukket bukett *

BRANSJEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



DE 10 STØRSTE POSTENE I SKAGEN VEKST (%)

Samsung Electronics Co Ltd	6,54
Royal Caribbean Cruises Ltd	5,77
Norwegian Air Shuttle AS	5,28
Teva Pharmaceutical Industries	4,57
Kongsberg Gruppen AS	4,56
Continental AG	3,71
Akzo Nobel NV	3,43
Danske Bank A/S	2,92
Wilh Wilhelmsen Holding ASA	2,69
Solstad Offshore ASA	2,65
SUM 10 STØRSTE UTSTEDERE (%)	42,12

*Børn og unge plukker blomster på en mark nord for Skagen. 1887. Utsnitt. Av Michael Ancher, en av Skagenmalerne. Bildet tilhører Skagens Museum.



SKAGEN GLOBAL

En verden av muligheter*

Aksjefondet SKAGEN Global investerer i aksjer over hele verden. Fondet søker å ha en balansert eksponering mot bransjer. SKAGEN Global passer for investorer som ønsker et aksjefond som investerer over hele verden og dermed gir god spredning både geografisk og på bransjer. Fondet passer også bra for dem som allerede er investert i det norske aksjemarkedet men ønsker å styrke porteføljen og redusere risikoen



Dine Penger (DP terning)

Morningstar kvantitativ

Wassum

Lipper Europe 2013 beste fond over ti år Equity Global

Citywire (5 års periode) nr. 169 av 619

Fondets startdato 7 august 1997

Avkastning siden oppstart 849 %

Gjennomsnittlig avkastning per år 15,21 %

Forvaltningskapital 40 656 mill NOK

Antall andelseiere 87 712

Tegningsprovisjon 0%

Innløsningsprovisjon 0%

Forvaltningshonorar 1,0 % per år + 10 % av avkastningen utover referanseindeks

Minste tegningsbeløp Engangstegning 1 000 NOK, spareavtale 250 NOK

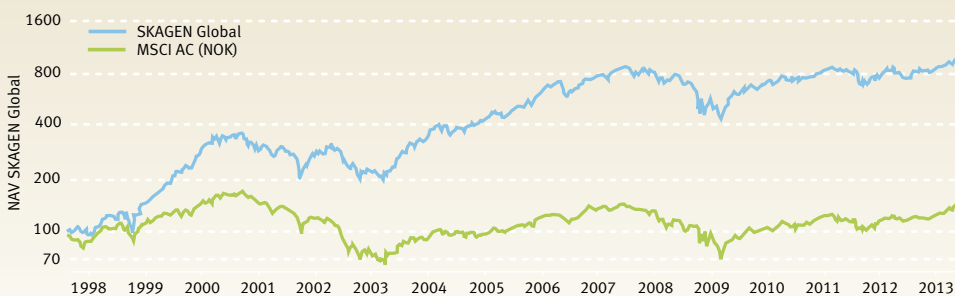
Godkjent for markedsføring i Norge, Sverige, Danmark, Finland, Nederland, Luxemburg, Island, Storbritannia og Sveits

Referanseindeks MSCI AC (NOK)

UCITS-fond Ja

Porteføljeforvalter Kristian Falnes

HISTORISK KURSUTVIKLING SKAGEN GLOBAL



Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markeds kurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert Gevinst/tap	Prosent fordeling	Børs
ENERGI								
Gazprom Oao ADR	19 701 618	1 315 608	6,58	USD	790 708	-524 900	1,94 %	London Int
Baker Hughes Inc	2 355 804	613 060	46,55	USD	668 879	55 819	1,65 %	New York
Weatherford Intl Ltd	7 782 130	637 302	13,86	USD	658 123	20 820	1,62 %	New York
OMV AG	2 142 000	464 308	34,50	EUR	586 034	121 725	1,44 %	Wien
Enso Plc Class A	1 371 742	398 317	58,34	USD	488 121	89 804	1,20 %	New York
Surgutneftegas OAO Pref	96 926 900	368 471	20,65	RUB	371 768	3 297	0,91 %	Moscow
Technip SA	531 895	323 508	78,48	EUR	330 983	7 475	0,81 %	Paris
Afren Plc	27 297 570	287 315	1,30	GBP	328 856	41 540	0,81 %	London
Kazmunaigas Exploration GDR	3 294 103	409 979	15,10	USD	303 391	-106 588	0,75 %	London Int
Petroleo Brasileiro Pref ADR	2 243 773	381 909	14,78	USD	202 275	-179 634	0,50 %	New York
Noble Corp	825 828	168 286	38,09	USD	191 887	23 602	0,47 %	New York
BP Plc	4 261 219	213 026	4,57	GBP	180 344	-32 682	0,44 %	London
Nabors Industries Ltd	1 795 644	238 263	15,59	USD	170 802	-67 461	0,42 %	New York
BP Plc ADR	610 063	178 276	41,76	USD	155 375	-22 900	0,38 %	New York
Renewable Energy Corp ASA	55 377 884	74 564	2,23	NOK	123 714	49 151	0,30 %	Oslo Børs
Pacific Drilling SA	1 787 903	101 719	9,62	USD	104 908	3 189	0,26 %	New York
Electromagnetic Geoservices AS	10 124 112	157 088	10,25	NOK	103 772	-53 316	0,26 %	Oslo Børs
Småposter		67 587			62 382	-5 204	0,15 %	
Sum Energi		6 398 586			5 822 323	-576 263	14,32 %	
RÅVARER								
Akzo Nobel NV	1 979 090	602 025	43,37	EUR	680 654	78 629	1,67 %	Amsterdam
Ternium SA ADR	3 784 563	565 620	22,21	USD	512 688	-52 932	1,26 %	New York
Heidelbergcement AG	1 235 240	391 037	51,81	EUR	507 442	116 405	1,25 %	Frankfurt
Mayr-Melnhof Karton AG	465 747	212 804	82,51	EUR	304 704	91 899	0,75 %	Wien
Norsk Hydro ASA	9 615 878	282 733	24,24	NOK	233 089	-49 644	0,57 %	Oslo Børs
Lundin Mining Corp SDR	8 852 857	225 669	25,88	SEK	207 026	-18 644	0,51 %	Stockholm
Lundin Mining Corp	8 086 320	210 419	3,96	CAD	185 251	-25 168	0,46 %	Toronto
UPM-Kymmene Oyj	1 763 093	116 602	7,54	EUR	105 407	-11 196	0,26 %	Helsinki
Sum Råvarer		2 606 909			2 736 259	129 349	6,73 %	
KAPITALVARER, SERVICE OG TRANSPORT								
Tyco International Ltd	6 124 910	659 925	32,77	USD	1 224 235	564 310	3,01 %	New York
ADT Corp	3 050 719	425 415	40,46	USD	752 864	327 449	1,85 %	New York
LG Corp	1 954 217	509 435	63 500	KRW	660 372	150 937	1,62 %	Seoul
Bunge Ltd	1 510 273	516 985	70,91	USD	653 208	136 223	1,61 %	New York
Siemens AG	815 169	477 758	77,73	EUR	502 409	24 651	1,24 %	Frankfurt
Mosaic Co/The	1 073 271	354 562	54,37	USD	355 947	1 385	0,88 %	New York
Stolt-Nielsen Ltd	2 393 735	391 489	133,00	NOK	318 367	-73 122	0,78 %	Oslo Børs
TE Connectivity Ltd	854 123	137 521	45,72	USD	238 211	100 691	0,59 %	New York
Prosegur Cia de Seguridad Sa	6 215 172	202 031	4,14	EUR	204 021	1 990	0,50 %	Madrid
Koninklijke Philips NV	1 200 000	196 038	20,99	EUR	199 717	3 678	0,49 %	Amsterdam
Metso Oyj	868 192	178 966	26,34	EUR	181 323	2 357	0,45 %	Helsinki
Autoliv Inc	340 967	116 071	77,38	USD	160 927	44 857	0,40 %	New York
BayWa AG	508 435	151 841	36,87	EUR	148 638	-3 203	0,37 %	Frankfurt
Autoliv Inc SDR	241 342	82 852	522,00	SEK	113 836	30 984	0,28 %	Stockholm
Småposter		300 491			197 427	-103 064	0,49 %	
Sum Kapitalvarer, service og transport		4 701 380			5 911 503	1 210 122	14,54 %	
INNETEKSAVHENGIGE FORBRUKSVARER								
Renault SA	1 802 579	459 803	52,18	EUR	745 795	285 992	1,83 %	Paris
General Motors Co	3 427 780	482 803	33,04	USD	690 887	208 085	1,70 %	New York
Toyota Industries Corp	1 941 396	324 386	4 060	JPY	484 089	159 703	1,19 %	Tokyo
Comcast Corp	1 949 278	200 454	39,41	USD	468 623	268 169	1,15 %	NASDAQ
Dixons Retail Plc	79 986 991	112 303	0,41	GBP	305 451	193 148	0,75 %	London
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	562 937	157 824	100 000	KRW	299 573	141 748	0,74 %	Seoul
CTC Media Inc	3 651 567	180 312	11,19	USD	249 229	68 917	0,61 %	NASDAQ
Tesco Plc	7 066 466	253 120	3,33	GBP	217 798	-35 322	0,54 %	London
Yamaha Motor Co Ltd	2 012 911	163 054	1 285,00	JPY	158 859	-4 195	0,39 %	Tokyo
LG Electronics Inc Pref	1 068 448	274 799	27 150,00	KRW	154 371	-120 429	0,38 %	Seoul
Småposter		149 863			264 126	114 263	0,65 %	
Sum Inntektsavhengige forbruksvarer		2 758 723			4 038 802	1 280 079	9,93 %	

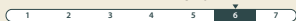


SKAGEN KON-TIKI

Viser vei i nytt farvann*

Aksjefondet SKAGEN Kon-Tiki skal investere minst 50 prosent av midlene i såkalte vekstmarkeder. Dette er markeder som ikke er inkludert i Morgan Stanleys verdensindeks. Likevel kan inntil 50 prosent av fondets midler være investert i markeder som inngår i Morgan Stanleys verdensindeks som følge av vårt krav om en fornuftig bransjebalanse. SKAGEN Kon-Tiki passer for en investor som ønsker å ta del i verdiskapingen som skjer i verdens vekstmarkeder. Fondet gir mulighet til ekstraordinær avkastning, men til noe høyere risiko enn et globalt/norsk aksjefond.

Risiko



Dine Penger (DP terning)	
Morningstar kvantitativ:	★★★★★
Wassum	
Lipper Europe 2013, beste fond over ti år Equity Emerging Markets	
Citywire (5 års periode)	nr. 14 av 130
Fondets startdato	5. april 2002
Avkastning siden oppstart	443 %
Gjennomsnittlig avkastning per år	16,25 %
Forvaltningskapital	44 652 mill NOK
Antall andelseiere	75 885
Tegningsprovisjon	0%
Innløsningsprovisjon	0%
Forvaltningshonorar	2 % per år pluss/minus variabelt forvaltningshonorar
Minste tegningsbeløp	Engangstegning 1 000 NOK, spareavtale 250 NOK
Godkjent for markedsføring i	Norge, Sverige, Danmark, Finland, Nederland, Luxemburg, Island, Storbritannia og Sveits
Referanseindeks	MSCI vekstmarkedsindeks (NOK)
UCITS-fond	Ja
Porteføljeforvalter	J. Kristoffer Stensrud

HISTORISK KURSUTVIKLING SKAGEN KON-TIKI



Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markeds kurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Prosent fordeling	Børs
ENERGI								
Gazprom Oao ADR	19 487 299	1 306 059	6,58	USD	782 107	-523 952	1,75 %	London Int
Tullow Oil Plc	8 111 624	765 458	10,07	GBP	756 382	-9 075	1,69 %	London
Baker Hughes Inc	1 946 358	544 658	46,55	USD	552 626	7 968	1,24 %	New York
Afren Plc	28 782 928	356 400	1,30	GBP	346 750	-9 650	0,78 %	London
Pacific Drilling SA	4 465 777	267 970	9,62	USD	262 036	-5 934	0,59 %	New York
Renewable Energy Corp ASA	80 201 594	124 339	2,23	NOK	179 170	54 831	0,40 %	Oslo Børs
Deep Sea Supply Plc	12 229 431	125 766	9,20	NOK	112 511	-13 255	0,25 %	Oslo Børs
Småposter		499 884			181 877	-318 007	0,41 %	
Sum Energi		3 990 532			3 173 458	-817 074	7,11 %	

RÅVARER								
Vale Sa Spons pref ADR	10 772 805	1 144 569	12,13	USD	797 036	-347 533	1,79 %	New York
Exxaro Resources Ltd	5 669 011	724 160	145,58	ZAR	506 277	-217 883	1,13 %	Johannesburg
Eurasian Natural Resources Corp Plc	8 434 612	432 226	2,03	GBP	158 315	-273 911	0,35 %	London
LG Chem Ltd Pref	211 049	128 889	115 000	KRW	129 159	270	0,29 %	Seoul
Asia Cement China Holdings	48 874 500	179 659	3,18	HKD	122 239	-57 420	0,27 %	Hong Kong
Drdgold Ltd ADR	3 724 701	206 450	5,36	USD	121 771	-84 679	0,27 %	NASDAQ
Småposter		402 986			173 634	-229 351	0,39 %	
Sum Råvarer		3 218 938			2 008 432	-1 210 506	4,50 %	

KAPITALVARER, SERVICE OG TRANSPORT								
ABB Ltd	10 321 737	1 026 620	146,20	SEK	1 363 567	336 947	3,05 %	Stockholm
AP Moeller - Maersk A/S	21 558	868 049	41 040	DKK	940 390	72 341	2,11 %	København
CNH Global N.V.	1 909 756	449 860	41,77	USD	486 554	36 694	1,09 %	New York
Bidvest Group Ltd	2 878 881	335 297	244,95	ZAR	432 594	97 297	0,97 %	Johannesburg
Aveng Ltd	21 017 094	617 358	29,90	ZAR	385 499	-231 859	0,86 %	Johannesburg
AirAsia Bhd	61 505 000	209 134	3,19	MYR	376 225	167 092	0,84 %	Kuala Lumpur
Empresas ICA S.A.B	30 974 990	452 288	24,00	MXN	347 944	-104 344	0,78 %	Mexico
OCI NV	1 914 582	389 727	27,00	USD	315 302	-74 425	0,71 %	Amsterdam
Frontline 2012 Ltd	8 500 000	175 741	37,00	NOK	314 500	138 759	0,70 %	Unotert
Enka Insaat Ve Sanayi AS	19 223 614	226 359	4,85	TRY	294 692	68 332	0,66 %	Istanbul
Norwegian Air Shuttle ASA	1 095 007	80 598	265,40	NOK	290 615	210 016	0,65 %	Oslo Børs
Harbin Electric Company Ltd	68 000 000	614 366	5,13	HKD	274 363	-340 004	0,61 %	Hong Kong
Tekfen Holding AS	8 933 907	139 944	6,60	TRY	186 370	46 426	0,42 %	Istanbul
LG Corp Pref	808 430	118 266	34 550	KRW	148 639	30 373	0,33 %	Seoul
Golden Ocean Group Ltd	21 821 808	93 558	6,53	NOK	142 496	48 939	0,32 %	Oslo Børs
Yingli Green Energy Holding Co Ltd ADR	6 475 333	122 319	3,25	USD	128 361	6 042	0,29 %	New York
Dryships Inc	11 069 419	198 505	1,77	USD	119 505	-79 000	0,27 %	NASDAQ
Orascom Construction Industries	552 118	135 933	240,00	EGP	115 156	-20 777	0,26 %	Cairo
Småposter		120 708			81 653	-39 055	0,18 %	
Sum Kapitalvarer, service og transport		6 374 630			6 744 425	369 795	15,11 %	

INNETEKSAVHENGIGE FORBRUKSVARER								
Great Wall Motor Co Ltd	77 058 000	139 779	33,45	HKD	2 027 275	1 887 495	4,54 %	Hong Kong
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	3 574 100	570 644	100 000	KRW	1 901 993	1 331 349	4,26 %	Seoul
Hyundai Motor Co Pref (1p)	3 271 147	525 438	97 000	KRW	1 688 550	1 163 113	3,78 %	Seoul
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	8 248 190	191 775	16,38	USD	824 064	632 289	1,85 %	London Int
Naspers Ltd	1 831 364	536 017	730,00	ZAR	820 119	284 102	1,84 %	Johannesburg
Royal Caribbean Cruises Ltd	3 496 839	628 974	33,71	USD	718 990	90 017	1,61 %	New York
LG Electronics Inc Pref	3 050 000	823 954	27 150	KRW	440 668	-383 286	0,99 %	Seoul
DRB-Hicom Bhd	81 180 500	331 549	2,69	MYR	418 746	87 197	0,94 %	Kuala Lumpur
Mahindra & Mahindra Ltd	2 929 984	241 362	970,60	INR	290 683	49 321	0,65 %	National India
Hengdeli Holdings Ltd	162 572 800	256 632	1,77	HKD	226 318	-30 314	0,51 %	Hong Kong
Småposter		221 835			163 432	-58 404	0,37 %	
Sum Inntektsavhengige forbruksvarer		4 467 959			9 520 839	5 052 880	21,33 %	



SKAGEN m²

En andel i det globale eiendomsmarkedet*

Aksjefondet SKAGEN m²



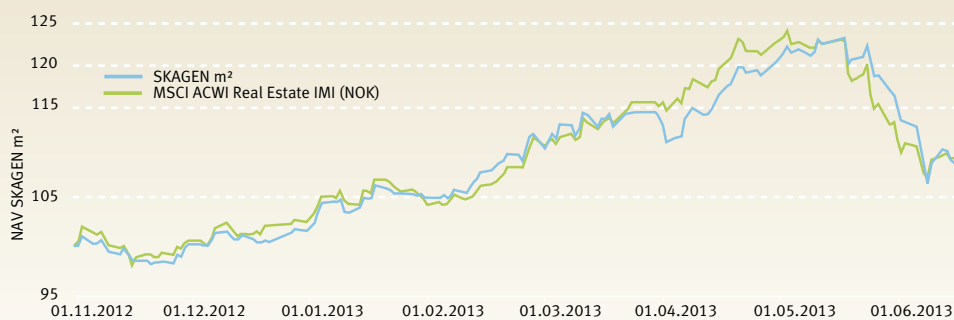
Fondets startdato	31. oktober 2012
Avkastning siden oppstart	12 %
Gjennomsnittlig avkastning per år	12,01 %
Forvaltningskapital	703 mill NOK
Antall andelseiere	5 587
Tegningsprovisjon	0%
Innløsningsprovisjon	0%
Forvaltningshonorar	1,5 % per år pluss/ minus variabelt forvaltningshonorar
Minste tegningsbeløp	Engangstegning 1 000 NOK, spareavtale 250 NOK
Godkjent for markedsføring i	Norge, Sverige, Danmark, Finland, Nederland, Luxemburg, Island, Storbritannia og Sveits
Referanseindeks	MSCI ACWI Real Estate IMI (NOK)
UCITS-fond	Ja
Porteføljeforvalter	Peter Almström

DE 10 STØRSTE POSTENE I SKAGEN m² (%)

Lippo Malls Indonesia Retail T	4,29
Mercialys SA	4,09
British Land Co PLC	4,08
Global Logistic Properties Ltd	3,21
Apartment Investment & Managem	3,17
Ashford Hospitality Trust Inc	3,10
Segro PLC	3,01
Lippo Karawaci Tbk PT	2,97
Lexington Realty Trust	2,85
Mapletree Logistics Trust	2,75
SUM 10 STØRSTE UTSTEDERE (%)	33,51

*Arkitekten Ulrik Plesners første tilbygning til Brøndums hotel. 1892. Utsnitt. Av Johan Peter von Wildenradt, en av Skagenmalerne. Bildet tilhører Skagens Museum.

HISTORISK KURSUTVIKLING SKAGEN m²



Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markeds kurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert Gevinst/tap	Prosent fordeling	Børs
EIENDOMSSLESKAPER INK REITS								
Lippo Malls Indonesia Retail Trust	12 789 000	30 213	0,49	SGD	30 121	-92	4,29 %	Singapore
Mercialys SA	246 741	30 228	14,68	EUR	28 718	-1 511	4,09 %	Paris
British Land Co Plc	545 000	27 059	5,68	GBP	28 712	1 653	4,09 %	London
Global Logistic Properties Ltd	1 705 000	21 250	2,75	SGD	22 537	1 287	3,21 %	Singapore
Apartment Investment & Management Co	121 000	19 969	30,21	USD	22 289	2 320	3,17 %	New York
Ashford Hospitality Trust	321 600	20 263	11,11	USD	21 786	1 523	3,10 %	New York
Segro Plc	810 000	19 766	2,82	GBP	21 168	1 401	3,01 %	London
Lippo Karawaci Tbk PT	22 432 000	14 674	1 520,00	IDR	20 850	6 176	2,97 %	Indonesia
Lexington Realty Trust	281 000	18 030	11,70	USD	20 056	2 025	2,86 %	New York
Mapletree Logistics Trust	3 657 557	20 070	1,10	SGD	19 339	-732	2,75 %	Singapore
Soho China Ltd	3 915 000	17 784	6,17	HKD	18 996	1 212	2,70 %	Hong Kong
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	18 900	17 037	964,00	NOK	18 220	1 182	2,59 %	Oslo Børs
Gecina SA	27 000	17 467	85,10	EUR	18 217	750	2,59 %	Paris
Capitamalls Asia Ltd	2 010 000	18 363	1,82	SGD	17 632	-731	2,51 %	Singapore
Ascendas India Trust	4 888 000	18 213	0,71	SGD	16 799	-1 414	2,39 %	Singapore
GSW Immobilien AG	71 000	16 273	29,75	EUR	16 747	473	2,38 %	Frankfurt
Franshion Properties China Ltd	8 004 000	15 516	2,59	HKD	16 302	786	2,32 %	Hong Kong
BR Properties SA	305 000	20 847	18,77	BRL	15 866	-4 981	2,26 %	Sao Paulo
Yuexiu Property Co Ltd	9 627 000	17 155	1,97	HKD	14 914	-2 241	2,12 %	Hong Kong
Brandywine Realty Trust	175 200	15 483	13,61	USD	14 539	-943	2,07 %	New York
PS Business Parks Inc	33 000	14 056	72,17	USD	14 522	466	2,07 %	New York
SL Green Realty Corp	26 500	12 272	88,59	USD	14 315	2 043	2,04 %	New York
SM Prime Holdings Inc	6 200 000	14 490	16,30	PHP	14 310	-180	2,04 %	Philippines
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	29 549 500	14 055	790,00	IDR	14 275	220	2,03 %	Indonesia
Bumi Serpong Damai PT	12 106 000	9 797	1 800	IDR	13 325	3 528	1,90 %	Indonesia
Surya Semesta Internusa PT	16 623 500	13 653	1 300	IDR	13 215	-438	1,88 %	Indonesia
Summarecon Agung Tbk PT	16 660 000	9 844	1 290	IDR	13 142	3 298	1,87 %	Indonesia
DLF Ltd	615 000	13 670	181,25	INR	11 398	-2 272	1,62 %	National India
Ananda Development PCL-Nvdr	19 948 300	15 531	2,88	THB	11 252	-4 279	1,60 %	Bangkok
First Real Estate Investment Trust	1 909 000	10 102	1,21	SGD	11 149	1 047	1,59 %	Singapore
Citycon Oyj	575 958	10 008	2,39	EUR	10 914	906	1,55 %	Helsinki
Affine SA	108 000	10 760	12,65	EUR	10 832	72	1,54 %	Paris
Indiabulls Real Estate Ltd	1 600 000	10 917	63,10	INR	10 323	-594	1,47 %	National India
Vista Land & Lifescapes Inc	12 810 000	9 461	5,62	PHP	10 194	733	1,45 %	Philippines
Shimao Property Holdings Ltd	801 000	10 108	15,40	HKD	9 701	-408	1,38 %	Hong Kong
BR Malls Participacoes SA	170 000	11 546	19,85	BRL	9 352	-2 194	1,33 %	Sao Paulo
Ticon Property Fund	3 798 697	8 363	12,10	THB	9 002	639	1,28 %	Bangkok
Ticon Industrial Connection Pcl-Nvdr	2 257 300	7 645	18,10	THB	8 002	357	1,14 %	Bangkok
Phoenix Mills Ltd	275 000	7 552	257,70	INR	7 246	-306	1,03 %	National India
IJM Land Bhd	1 300 000	5 927	2,86	MYR	7 133	1 206	1,02 %	Kuala Lumpur
Corio NV	29 000	7 604	30,73	EUR	7 066	-539	1,01 %	Amsterdam
Hovnanian Enterprises Inc	201 000	6 618	5,74	USD	7 035	417	1,00 %	New York
General Shopping Brasil SA	282 000	8 536	8,82	BRL	6 893	-1 642	0,98 %	Sao Paulo
Parkway Life Real Estate Investment Trust	582 000	7 002	2,36	SGD	6 602	-400	0,94 %	Singapore
Rockwell Land Corp	20 000 000	8 187	2,25	PHP	6 372	-1 815	0,91 %	Philippines
Torunlar Gayrimenkul Yatirim	500 000	6 299	3,49	TRY	5 517	-782	0,79 %	Istanbul
Hemaraj Land and Development Pcl-Nvdr	7 759 700	4 931	3,46	THB	5 258	327	0,75 %	Bangkok
Mack-Cali Realty Corp	34 000	5 187	24,88	USD	5 158	-29	0,73 %	New York
Keppel Land Ltd	250 000	4 445	3,35	SGD	4 026	-420	0,57 %	Singapore
Immofinanz AG	170 000	4 032	2,88	EUR	3 876	-156	0,55 %	Wien
CapitaLand Ltd	250 000	4 077	3,08	SGD	3 701	-376	0,53 %	Singapore
UEM Sunrise Bhd	600 000	3 597	3,12	MYR	3 591	-6	0,51 %	Kuala Lumpur
Småposter		1 208			715	-493	0,10 %	
Sum Eiendomsselskaper ink REITS		687 143			693 219	6 076	95,80 %	
Sum verdipapirportefølje		687 143			693 219	6 076	98,68 %	
Disponibel likviditet					9 242		1,32 %	
Sum andelskapital					702 462		100,00 %	
Basiskurs per 28.06.2013					112,0146			

Verdipapirportefølje SKAGEN Avkastning per 28.06.2013

Verdipapir	Forfalls- dato	Kupong	Pålydende ***	Kostpris ***	Markeds- kurs	Påløpt rente ***	Markeds- kurs ***	Markeds- verdi inkl. påløpt rente ***	Urealisert avkastning/ fa ***	Andel av fondet
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE										
Aurskog Sparebank	15.04.2014	2,70	20 000	20 005	100,51	111	20 101	20 212	96	1,55 %
Aurskog Sparebank	23.02.2015	3,06	30 000	29 992	101,29	94	30 388	30 483	396	2,33 %
BN Bank ASA	07.03.2016	2,54	40 000	40 016	100,08	44	40 032	40 076	16	3,07 %
BN Bank ASA	17.06.2015	2,85	15 000	14 880	101,04	11	15 155	15 166	275	1,16 %
Bank 1 Oslo Akershus AS	15.02.2016	2,48	35 000	35 043	100,12	106	35 040	35 147	-3	2,69 %
Fana Sparebank	20.05.2015	3,13	20 000	20 108	101,51	66	20 303	20 369	195	1,56 %
Helgeland Sparebank	05.10.2015	2,98	28 000	28 013	101,25	-16	28 349	28 333	336	2,17 %
Helgeland Sparebank	10.02.2015	2,49	1 500	1 508	100,60	5	1 509	1 514	1	0,12 %
Helgeland Sparebank	21.11.2014	2,98	20 000	20 214	101,26	63	20 252	20 315	38	1,55 %
Helgeland Sparebank	25.08.2016	3,13	15 000	15 331	101,99	42	15 298	15 340	-32	1,17 %
Sparebank 1 Telemark	09.10.2014	2,78	30 500	30 725	100,73	-26	30 724	30 698	-1	2,35 %
Kredittforeningen for Sparebanker	08.03.2016	2,63	20 000	20 013	100,34	26	20 068	20 094	56	1,54 %
Kredittforeningen for Sparebanker	01.10.2015	2,98	41 000	41 354	100,98	-8	41 401	41 393	47	3,17 %
Sparebanken Narvik	09.02.2015	2,59	5 500	5 519	100,55	19	5 530	5 549	11	0,42 %
Pareto Bank ASA	04.04.2014	3,25	30 000	29 986	100,70	-16	30 210	30 193	224	2,31 %
Pareto Bank ASA	15.06.2015	3,92	17 000	17 138	101,99	20	17 339	17 359	200	1,33 %
Sparebanken Pluss	18.02.2015	3,02	10 000	10 039	101,40	32	10 140	10 172	101	0,78 %
Sparebanken Pluss	25.08.2014	2,59	40 000	40 002	100,72	92	40 288	40 380	287	3,09 %
Sparebank 1 Ringerike Hadeland	30.09.2014	2,67	30 000	30 279	100,85	0	30 255	30 255	-24	2,32 %
Sparebank 1 Sørø Sunnmøre	15.09.2015	2,87	19 500	19 706	101,01	14	19 698	19 712	-9	1,51 %
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	11.03.2016	2,46	30 000	30 057	100,11	35	30 033	30 068	-24	2,30 %
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	25.09.2015	2,93	40 000	40 416	101,51	10	40 606	40 615	190	3,11 %
Sparebank 1 SMN	05.08.2014	2,74	46 000	46 200	100,83	186	46 380	46 565	180	3,56 %
Sparebank 1 SMN	23.03.2015	2,61	39 000	39 231	100,83	11	39 322	39 333	91	3,01 %
Sparebanken Sogn og Fjordane	27.01.2015	3,21	25 000	25 205	101,67	134	25 418	25 552	213	1,96 %
Sparebanken Sør	16.09.2015	2,75	59 000	58 376	100,98	41	59 579	59 620	1 203	4,56 %
Sparebanken Møre	05.12.2016	2,87	12 000	12 022	101,10	18	12 132	12 150	110	0,93 %
Sparebank 1 Nord-Norge	12.10.2015	2,84	2 000	1 986	100,96	-2	2 019	2 017	33	0,15 %
Sparebank 1 Nord-Norge	19.02.2015	2,48	10 000	9 856	100,52	26	10 052	10 078	196	0,77 %
Sparebank 1 Nord-Norge	25.01.2016	2,87	46 000	46 612	101,17	235	46 538	46 772	-74	3,58 %
Sparebank 1 Nordvest	13.04.2015	3,08	15 000	15 203	101,27	95	15 190	15 285	-12	1,17 %
Sparebank 1 Nordvest	29.06.2016	2,90	5 000	5 069	101,22	0	5 061	5 061	-8	0,39 %
Sparebank 1 Telemark	09.09.2016	3,20	35 000	35 844	101,91	56	35 669	35 725	-174	2,73 %
Totens Sparebank	08.06.2015	3,00	35 000	35 419	100,72	53	35 254	35 306	-165	2,70 %
Totens Sparebank	23.11.2015	2,99	25 000	24 900	101,33	75	25 332	25 407	432	1,94 %
Sum Verdipapirportefølje			896 265			1 652	900 666	902 318	4 400	69,05 %
Disponibel likviditet			402 400			1 903	402 500	404 404	100	30,95 %
TOTAL			1 298 666			3 555	1 303 166	1 306 721	4 500	100,00 %

Nøkkeltall portefølje

Effektiv underliggende avkastning	2,69 %
Effektiv avkastning til kunder*	2,19 %
Rentefølsomhet**	0,10

* Effektiv underliggende avkastning justert for forvaltningshonorar.

** Rentefølsomhet er et forenklet uttrykk for hvor mye kursen på rentepapiret vil endre seg dersom renten endrer seg 1 prosentpoeng.

*** Tall i 1000 NOK.

Effektiv rente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på et rentepapir fram til det forfaller

Verdipapirer er vurdert til markedsкурer 28.06.2013

Obligasjoner og sertifikater der det ikke eksisterer "market-maker" kurser prises til en hver tid mot gjeldende yield-کurve.

Andelskurs per 28.06.2013 138,7371



SKAGEN AVKASTNING

Aktiv renteforvaltning*

SKAGEN Avkastning er et obligasjonsfond som kun investerer i lån med lav utstederrisiko. Det vil si statslån, statsgaranterte lån, lån i finansinstitusjoner og bankinnskudd. Fondet har et internasjonalt investeringsmandat, men investeringene foretas primært i Norge. Fondet skal søke å oppnå best mulig avkastning i rentemarkedet på seks måneders sikt. SKAGEN Avkastning passer for investorer som ikke ønsker å selv overvåke rentemarkedene til enhver tid for aktiv allokering av sine rentemidler.



Morningstar **★★★★**

Fondets startdato 16. september 1994

Avkastning siden oppstart 184 %

Gjennomsnittlig avkastning per år 5,71 %

Forvaltningskapital 1307 mill NOK

Antall andelseiere 10 890

Tegningsprovisjon 0 %

Innløsningsprovisjon 0 %

Forvaltningshonorar 0,5 % per år

Minste tegningsbeløp Engangstegning 1 000 NOK, spareavtale 1 000 NOK

Godkjent for markedsføring i Norge, Sverige, Danmark og Luxemburg

Refarendeindeks ST4X obligasjonsindeks

UCITS-fond Ja

Porteføljeforvalter Jane Tvedt

* Båden settes i søen, Skagen, 1884. Utsnitt. Oscar Björck, en av Skagenmalerne. Bildet tilhører Skagens Museum.

Verdipapirportefølje SKAGEN Tellus per 28.06.2013



SKAGEN TELLUS

Døråpner til globale renter*

SKAGEN Tellus er et aktivt forvaltet globalt obligasjonsfond som investerer i obligasjoner utstedt av stater, regionale myndigheter og finansinstitusjoner over hele verden. SKAGEN Tellus er et godt alternativ for investorer som ønsker å investere i globale obligasjoner og som har minst 12 måneders investeringshorisont. Investorer bør ha toleranse for valuta-svingninger. Fondets basisvaluta er EURO.

Risiko						
1	2	3	4	5	6	7
Morningstar ★★★★★						
Fondets startdato	29. september 2006					
Avkastning siden oppstart	43 % (NOK)					
Gjennomsnittlig avkastning per år	5,48 % (NOK)					
Forvaltningskapital	523 mill NOK					
Antall andelseiere	1 941					
Tegningsprovisjon	0 %					
Innløsningsprovisjon	0 %					
Forvaltningshonorar	0,8 % per år					
Minste tegningsbeløp	Engangstegning 1 000 NOK, spareavtale 1 000 NOK					
Godkjent for markedsføring i	Norge, Sverige, Danmark, Finland, Nederland, Luxemburg, Island, Storbritannia og Sveits					
Referanseindeks	J.P. Morgans GBI Broad Unhedged Index					
UCITS-fond	Ja					
Porteføljeforvalter	Torgeir Høyen					

* Interiør. Brøndums annek. Ca. 1920. Utsnitt. Anna Ancher, en av Skagenmalerne. Bildet tilhører Skagens Museum.

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Pålydende ***	Kostpris %	Markeds-kurs	Pålagt rente %	Markeds-verdi ***	Markeds-verdi inkl. pålagt rente ***	Urealisert gevinst/ tap ***	Andel av fondet
STATSOBLIGASJONER										
German Government	25.09.2013	0,00	8 200	62 209	791,45	0	64 899	64 899	2 690	12,40 %
French Government	25.10.2013	4,00	7 500	58 878	801,15	1 600	60 086	61 687	1 208	11,79 %
US Government	15.09.2013	0,75	8 600	50 340	608,56	112	52 336	52 448	1 997	10,02 %
US Government	15.10.2013	0,50	8 050	46 246	608,43	49	48 979	49 028	2 733	9,37 %
US Government	31.08.2013	0,12	7 000	40 672	607,76	18	42 543	42 560	1 871	8,13 %
UK Government	27.09.2013	8,00	2 200	20 080	941,27	411	20 708	21 119	628	4,04 %
Canadian Government	01.08.2013	2,00	3 300	18 938	579,31	155	19 117	19 272	179	3,68 %
Chilean Government	05.08.2020	5,50	1 540 000	19 631	1,22	403	18 834	19 237	-798	3,68 %
European Bank Recon & Dev	06.06.2014	5,25	175 000	19 815	10,04	56	17 569	17 626	-2 246	3,37 %
Mexican Government	19.12.2013	8,00	30 000	14 490	47,40	25	14 221	14 245	-269	2,72 %
New Zealand Government	15.04.2015	6,00	2 000	10 596	496,13	114	9 923	10 037	-674	1,92 %
Sum Verdipapirportefølje				361 895		2 943	369 214	372 158	7 319	71,12 %
Disponibel likviditet				144 774		31	151 080	151 111	6 306	28,88 %
TOTAL				506 669		2 975	520 294	523 269	13 625	100,00 %

Nøkkeltall portefølje

Effektiv underliggende avkastning	1,01 %
Effektiv avkastning til kunde*	0,21 %
Rentefølsomhet**	0,43

* Effektiv underliggende avkastning justert for forvaltningshonorar.

** Rentefølsomhet er et forenklet uttrykk for hvor mye kursen på rentepapiret vil endre seg dersom renten endrer seg 1 prosentpoeng. Effektiv rente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på et rentepapir fram til det forfaller.

***Tall i 1000 NOK.

Verdipapirer er vurdert til markedsкурer 28.06.2013

Obligasjoner og sertifikater der det ikke eksisterer "market-maker" kurser prises til en hver tid mot gjeldende yield-kurve.

Andelskurs per 28.06.2013

120,5319

Verdipapirportefølje SKAGEN Høyrente Institusjon per 28.06.2013



SKAGEN HØYRENTE INSTITUSJON

Sammen for bedre renter*

SKAGEN Høyrente Institusjon er et pengemarkedsfond som kun investerer i pengemarkeds-instrumenter innen finans, kommune, fylkeskommune og stat. Inntil 25 prosent kan investeres i obligasjoner med flytende rente som har forfall utover et år. Fondet kan variere rentefølsomheten men ikke overstige 0,5 år. Minimumstegning er 5 millioner NOK og fondet egner seg best for institusjoner som vil ha en sikker avkastning i pengemarkedet som ligger over pengemarkedsrenten og avkastningen på høyrentekonto i bank.



Fondets startdato 14. mars 2003

Avkastning siden oppstart 43 %

Gjennomsnittlig avkastning per år 3,51 %

Forvaltningskapital 1 158 mill NOK

Antall andelseiere 71

Tegningsprovisjon 0 %

Innløsningsprovisjon 0 %

Forvaltningshonorar 0,15 % per år

Minste tegningsbeløp Engangstegning 5 000 000 NOK,

Godkjent for markedsføring i Norge

Refarensindeks ST1X statscertifikat-indeks

UCITS-fond Ja

Porteføljeforvalter Ola Sjøstrand

* Skagen Sønderstrand, Septemberdag, 1893. Utsnitt. Av Michael Ancher, en av Skagenmalerne. Bildet tilhører Skagens Museum.

Verdipapir	Forfalls- dato	Kupong	Pålydende ***	Kostpris ***	Markeds- kurs	Pålypt rente ***	Markeds- verdi ***	Markeds- rentel. påløpt rente ***	Urealisert tap/anslag ***	Andel av fondet
------------	-------------------	--------	------------------	-----------------	------------------	------------------------	--------------------------	---	---------------------------------	--------------------

RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE

Finans

Bank 1 Oslo Akershus AS	22.10.2014	2,44	16 500	16 352	100,49	75	16 580	16 655	228	1,44 %
Bank 1 Oslo Akershus AS	30.04.2015	2,94	25 000	24 984	101,28	120	25 319	25 439	335	2,20 %
Eiendomskreditt AS	08.05.2015	2,60	40 000	40 000	100,05	147	40 019	40 166	19	3,47 %
Kredittforeningen for Sparebanker	08.03.2016	2,63	50 000	50 021	100,34	66	50 170	50 236	150	4,34 %
Kredittforeningen for Sparebanker	10.02.2014	2,64	35 000	35 199	100,48	126	35 167	35 293	-32	3,05 %
Sparebanken Narvik	16.09.2013	2,92	5 000	5 040	100,23	4	5 012	5 016	-29	0,43 %
Sparebanken Narvik	29.09.2014	3,07	10 000	10 008	101,29	0	10 129	10 129	121	0,87 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	10.02.2015	2,86	10 000	9 983	101,08	39	10 108	10 147	125	0,88 %
Pareto Bank ASA	04.04.2014	3,25	20 000	19 991	100,70	-11	20 140	20 129	149	1,74 %
Pareto Bank ASA	18.10.2013	2,43	50 000	50 000	100,12	240	50 062	50 302	62	4,34 %
Sparebanken Pluss	17.10.2014	3,05	5 000	4 998	101,22	31	5 061	5 091	63	0,44 %
Sparebanken Pluss	18.02.2015	3,02	5 000	5 020	101,40	16	5 070	5 086	51	0,44 %
Sparebanken Pluss	30.10.2013	3,87	22 000	22 400	100,69	140	22 152	22 292	-248	1,93 %
Sparebank 1 Ringerike Hadeland	26.08.2013	2,37	15 000	15 055	100,09	32	15 014	15 045	-41	1,30 %
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	30.09.2013	3,82	15 000	15 262	100,52	0	15 079	15 079	-183	1,30 %
Skandinaviska Enskilda Banken AB	20.02.2015	3,03	21 000	21 000	101,42	67	21 298	21 365	298	1,85 %
Sparebank 1 SMN	16.03.2016	2,78	36 000	36 421	100,98	25	36 352	36 377	-69	3,14 %
Sparebanken Sør	04.02.2015	2,34	20 000	19 621	100,28	69	20 057	20 126	436	1,74 %
Sparebanken Sør	16.09.2015	2,75	14 000	14 148	100,98	10	14 137	14 147	-11	1,22 %
Sparebanken Sør	20.05.2014	2,58	15 000	15 085	100,60	41	15 089	15 130	4	1,31 %
Sparebanken Møre	02.08.2013	2,12	30 000	30 042	100,03	98	30 010	30 107	-32	2,60 %
Sparebank 1 SMN	18.09.2013	2,65	4 000	4 026	100,19	3	4 008	4 010	-18	0,35 %
Sparebank 1 Telemark	28.03.2014	2,42	20 000	19 970	100,43	0	20 086	20 086	116	1,73 %
Totens Sparebank	08.06.2015	3,00	10 000	9 983	100,72	15	10 072	10 087	89	0,87 %
Totens Sparebank	15.08.2014	2,62	20 000	19 752	100,65	64	20 130	20 194	378	1,74 %
Sparebanken Møre	12.06.2014	1,98	60 000	60 005	100,05	53	60 028	60 081	23	5,19 %

RENTEPAPIRER MED FAST RENTE

Sparebank 1 Telemark	08.08.2013	4,25	8 000	8 132	100,26	302	8 021	8 323	-111	0,72 %
BN Bank ASA	22.11.2013	2,38	30 000	29 997	100,19	424	30 056	30 481	59	2,63 %
Sparebank 1 Boligkreditt AS	04.10.2013	2,48	50 000	50 011	100,17	907	50 083	50 990	71	4,40 %

Sum Verdipapirportefølje

Sum Verdipapirportefølje			662 505			3 101	664 510	667 611	2 006	57,66 %
Disponibel likviditet				486 981		3 247	486 981	490 228		42,34 %
TOTAL				1 149 486			6 348 1 151 492	1 157 840	2 006	100,00 %

Nøkkeltall portefølje

Effektiv underliggende avkastning	2,51 %
Effektiv avkastning til kunder*	2,36 %
Rentefølsomhet**	0,09

* Effektiv underliggende avkastning justert for forvaltningshonorar.

** Rentefølsomhet er et forenklet uttrykk for hvor mye kursen på rentepapiret vil endre seg dersom renten endrer seg 1 prosentpoeng.

***Tall i 1000 NOK.

Effektiv rente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på et rentepapir fram til det forfaller
Verdipapirer er vurdert til markedskurser 28.06.2013

Obligasjoner og sertifikater der det ikke eksisterer "market-maker" kurser prises til en hver tid mot gjeldende yield-kurve.

Andelskurs per 28.06.2013 101,2991

Regnskap

PER 30.06.2013

Resultatregnskap (angitt i hele tusen kroner)	SKAGEN Vekst 1. halvår 2013	SKAGEN Global 1. halvår 2013	SKAGEN Kon-Tiki 1. halvår 2013	SKAGEN m ² 1. halvår 2013	SKAGEN Tellus 1. halvår 2013	SKAGEN Avkastning 1. halvår 2013	SKAGEN Høyrente 1. halvår 2013	SKAGEN Høyrente Institusjon 1. halvår 2013	SKAGEN Krona** 1. halvår 2013	SKAGEN Balanse 60/40 1. halvår 2013
PORTEFØLJEINNTEKTER OG -KOSTNADER										
Renteinntekter/-kostnader	98	6 623	8 553	91	8 872	19 120	52 389	16 545	10 775	515
Aksjeutbytte	141 206	679 286	632 869	13 234	-	-	-	-	-	-
Gevinst/tap ved realisasjon	-501 464	927 262	-210 510	3 206	29 993	17 115	-2 420	851	-	743
Endring urealiserte kursgevinster/tap	917 829	3 277 528	2 424 966	2 491	-7 398	-8 768	4 953	-1 474	-66	3 752
Kurtasje	-2 623	-16 087	-31 087	-1 618	-13	-5	-3	-2	-19	-
Valutagevinst/tap	14 805	168 357	27 653	1 052	9 045	-8 796	-	-	-	-
PORTEFØLJERESULTAT	569 852	5 042 969	2 852 444	18 455	40 499	18 666	54 919	15 919	10 690	5 010
FORVALTNINGSINNTEKTER OG -KOSTNADER										
Forvaltningshonorar fast	-36 258	-191 050	-477 931	-3 686	-1 923	-2 940	-4 474	-882	-808	-
Beregnet variabelt forvaltningshonorar *	-31 801	-	-304 391	574	-	-	-	-	-	-
FORVALTNINGSRESULTAT	-68 059	-191 050	-782 321	-3 112	-1 923	-2 940	-4 474	-882	-808	-
RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD	501 793	4 851 919	2 070 123	15 343	38 576	15 727	50 445	15 037	9 882	5 010
Skattekostnad	-6 390	-76 827	-52 214	-1 879	-	-	-	-	-	-124
PERIODE RESULTAT	495 403	4 775 092	2 017 909	13 464	38 576	15 727	50 445	15 037	9 882	4 886

Balanse	SKAGEN Vekst 30.06.2013	SKAGEN Global 30.06.2013	SKAGEN Kon-Tiki 30.06.2013	SKAGEN m ² 30.06.2013	SKAGEN Tellus 30.06.2013	SKAGEN Avkastning 30.06.2013	SKAGEN Høyrente 30.06.2013	SKAGEN Høyrente Institusjon 30.06.2013	SKAGEN Krona** 30.06.2013	SKAGEN Balanse 60/40 30.06.2013
EIENDELER										
Norske verdipapirer til kostpris	2 469 210	884 862	1 099 885	17 037	-	896 265	2 624 254	662 505	-	73 961
Utenlandske verdipapirer til kostpris	3 146 102	31 679 508	35 996 650	670 106	361 895	0	-	-	911 200	26 500
Urealiserte kursgevinster	1 316 827	5 680 810	7 081 970	6 076	7 319	4 400	15 604	2 006	1 492	4 682
Opptjente renter verdipapirer	255	-	-	-	2 991	2 653	7 451	3 362	2 726	624
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE	6 932 395	38 245 179	44 178 505	693 219	372 205	903 319	2 647 310	667 873	915 419	105 767
Tilgodehavende aksjeutbytte	7 404	204 798	177 883	1 649	-	-	-	-	-	-
Opptjente renter bank	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER	7 404	204 798	177 883	1 649	-	-	-	-	-	-
Utsatt skattefordel	-	-	-	445	-	-	-	-	-	8
Til gode fra meglere	85 108	144 196	271 609	1 407	-	-	25 153	-	-	-
Til gode fra forvaltningsselskapet	4	9	12	1	3	2	-	-	-	-
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte	6 355	44 578	1 966	746	901	-	-	-	-	-
Andre fordringer	-	-	-	229	-	-	8 170	-	-	-
SUM ANDRE FORDRINGER	91 466	188 783	273 586	2 828	904	2	33 323	-	-	8
Bankinnskudd	158 265	2 266 734	723 969	8 632	151 776	430 955	804 086	489 539	62 981	1 358
SUM EIENDELER	7 189 530	40 905 494	45 353 944	706 329	524 885	1 334 275	3 484 719	1 157 412	978 399	107 133
EGENKAPITAL										
Andelskapital til pålydende	515 180	4 281 926	8 224 849	630 121	434 021	939 568	3 393 346	1 142 004	907 282	98 674
Overkurs	-2 133 524	18 676 435	20 868 099	56 898	47 067	335 541	28 634	-3 424	8 320	1 989
INNSKUTT EGENKAPITAL	-1 618 345	22 958 361	29 092 947	687 018	481 088	1 275 109	3 421 980	1 138 579	915 602	100 663
Opptjent egenkapital	8 706 757	17 657 557	15 536 548	16 580	41 837	28 546	60 532	18 399	11 530	6 169
SUM EGENKAPITAL	7 088 412	40 615 919	44 629 496	703 598	522 925	1 303 655	3 482 512	1 156 978	927 132	106 832
GJELD										
Skyldig til meglere	48 716	82 458	132 473	559	-	25 171	-	-	47 796	-
Skyldig til forvaltningsselskapet	49 681	99 770	541 406	1 866	1 004	1 570	2 206	434	413	-
Annen gjeld	2 721	107 347	50 570	306	956	3 879	-	-	3 059	301
SUM ANNEN GJELD	101 118	289 575	724 449	2 730	1 960	30 620	2 206	434	51 267	301
SUM GJELD OG EGENKAPITAL	7 189 530	40 905 494	45 353 944	706 329	524 885	1 334 275	3 484 719	1 157 412	978 399	107 133
Antall utstedte andeler	5 151 795,06	42 819 261,95	82 248 485,36	6 301 205,67	4 340 205,26	9 395 681,01	33 933 464,04	11 420 035,02	9 072 819,67	986 743,29
Basiskurs per andel 28.06.2013	1 376,0204	948,5401	542,6915	112,0146	120,5319	138,7371	102,6144	101,2991	102,1795	108,2677

Note: Avvik på kursen i forhold til porteføljene skyldes periodiseringsavvik per 30.06.2013.

* Beregnet variabelt forvaltningshonorar per 30.06.2013: I henhold til vedtektene skal endelig avregning skje per 31.12.2013 basert på verdiutvikling resten av året.

** Angitt i hele tusen svenske kroner.

Vann blomstene – om salg av aksjer

Salg av aksjer får ofte mindre oppmerksomhet enn temaet fortjener.

I stedet for å følge utbredte—men ofte lite brukbare—strategier, velger vi i SKAGEN å fokusere på selskapers fundamentale forhold og verdsettelse når vi vurderer et potensielt salg.

Ulogisk

En salgsstrategi som har fått mye oppmerksomhet er «stop-loss». Her er tanken at investoren kan begrense tapet på investeringen til en forhåndsdefinert grense, det vil si at en aksje automatisk selges når prisen når et gitt nivå.

Denne strategien er ikke bare ulønnsom, men også ulogisk. Dersom et selskap verdsettes lavere på børsen enn det vi anser som reell verdi, og kursen så faller ytterligere, vil vi kjøpe mer—ikke selge—så sant fundamentale forhold knyttet til selskapet ikke har forandret seg nevneverdig. Det gjelder altså å utnytte markedets volatilitet til egen fordel. Som investor er det essensielt å huske at aksjer representerer eierandeler i et selskap. Å selge en aksje kun fordi den faller i pris er å ignorere fundamentale forhold, altså å spekulere. Investorer, derimot, må være i stand til å kjøpe mer når kursen faller så lenge det skyldes markedets humørsvingninger og ikke endringer i selskapets utsikter.

Vann blomstene, ikke ugresset

En annen mye brukt strategi er å «ta gevinst», altså å selge aksjer som har steget i verdi. For verdiinvestorer som oss kan dette være spesielt fristende.

Billige og attraktive aksjer er gjerne undervurderte fordi noe er galt. Etter kjøp av en slik aksje må vi ofte vente lenge på bedringer, og denne venteperioden kan være krevende. Dermed kan det være fristende å selge så snart man har en liten gevinst. Problemet er igjen at salgsbeslutningen tas på bakgrunn av kursutvikling, ikke fundamentale forhold. Selger man enhver aksje som har steget—si 30 prosent—vil man aldri klare å gjøre fem- eller ti-gangeren på en investering. Derfor er det fristende å kalle «ta gevinst» strategien for en speilvendt «stop-loss», eller en «stop-gain».

En hovedutfordring med «ta gevinst»-tankegangen er at man risikerer å selge de gode selskapene (hvis kursutvikling ofte reflekterer

selskapets prestasjoner) i en portefølje, og følgelig sitte igjen med de mindre gode. Som Peter Lynch—den legendariske forvalteren av Fidelity Magellan—sa det, blir det som å kvitte seg med blomstene og vanne ugresset som står igjen.

For oss i SKAGEN er sammenligning av et selskaps konservativt beregnede verdi med børsverdien utgangspunktet for både kjøps- og salgsbeslutninger.

Ved kjøp av aksjer sier vi hva vi tror om selskapets fremtidige utvikling, samt hva vi tror det er verdt. Dermed har vi gode referansepunkter for å vurdere senere utvikling i selskapene, samt når det er hensiktsmessig å selge.

Vår tilnærming til salg

Det viktigste vi gjør etter kjøp av en aksje er å vurdere selskapets utvikling i lys av det vi så for oss. Dersom selskapet ikke leverer, kan det være grunn til å selge. I tillegg følger vi med på verdsettelsen relativt til kursmålet vårt. Når børsverdien er i nærheten av det vi mener et selskap er verdt, må salg vurderes.

Det ligger imidlertid ingen automatikk i beslutningen om å selge ettersom god kursutvikling ofte reflekterer selskapets positive utvikling. Da kan det være riktig å oppjustere kursmålet og bli sittende i (vinner)aksjen. Selskaper er dynamiske, og har vi truffet blink vil de som andre gode planter vokse og gi stigende høst.

En god huskeregel kan være å snu spørsmålet på hodet og spørre seg: «Ville jeg kjøpt aksjen i dag?».

Til tross for ulike salgsstrategiers utbredelse finnes det altså ingen gyldne regel for når en skal selge. Avgjørende er selskapets fundamentale utvikling og resultater, samt forholdet mellom børsverdi og reell verdi. Her i SKAGEN dyrker vi gjerne frem vinnere, og er meget fornøyde med å sitte som langsiktige eiere i gode selskaper, uavhengig av markedets humørsvingninger.

Erik Landgraff

PORTEFØLJEFORVALTER



SKAGEN AS ble opprettet i Stavanger i 1993, og er en av landets ledende fondsforvaltere.

Hovedkontor:

SKAGEN AS
Postboks 160, 4001 Stavanger
Skagen 3, Torgterrassen
Telefon: 04001
Telefaks: 51 86 37 00
Organisasjonsnummer: 867 462 732
kundeservice@skagenfondene.no
www.skagenfondene.no

Kontakt Kundeservice:

Kundeservice er betjent mandag til fredag klokken 9-17. Kom innom et av våre kontorer, ring eller send epost, så skal vi gjøre alt vi kan for å hjelpe deg!

SKAGEN anbefaler alle som ønsker å investere i våre fond å ta kontakt med en kvalifisert kundefrådgiver på telefon 04001. Du kan også sende epost til kundeservice@skagenfondene.no

Redaksjon:

Ole-Christian Tronstad, redaktør
Tore Bang, fagredaktør
Margrethe Vika, skribent

Opplag: 84.000

Design: Kaland Marketing

Trykk: Kai Hansen Trykkeri AS

Forsidefoto: Getty Images

