

MARKEDSRAPPORT

# SKAGEN



KUNSTEN Å  
BRUKE SUNN  
FORNUFT

NYE MULIGHETER I HORISONTEN

NUMMER 2 | JULI 2015 | [www.skagenfondene.no](http://www.skagenfondene.no)

# Tålmodighet og lærdommer

I en mer globalisert verden har fokuset økt på at forvaltere skal reagere på begivenheter og raskt snu rundt på investeringsporteføljene sine. En kan selvsagt jage begivenheter eller gi opp og simpelthen kjøpe indeksfond.

Faktum er at det å jage de beste markedene, slik som Kina, eller å gi opp ikke vil skape en avkastning som de fleste fondssparere vil være fornøyd med over tid. Det er menneskelig natur å ønske meravkastning – oppå noe mer enn gjennomsnittet.

Det er viktig å huske på hva den kjente verdiinvestoren Warren Buffett har sagt, nemlig at aksjemarkedet er en mekanisme for å overføre penger fra de utålmodige til de tålmodige. Dette synes nå mer riktig enn noen gang.

Markedene er inne i en periode hvor verdi- og selskapsfokus har blitt en mangelvare.

Det internasjonale fondsanalyseselskapet Morningstar publiserte i juni, i forbindelse med sin årlige fondskonferanse i Chicago, en rapport om aktiv og passiv forvaltning. En av konklusjonene var at verdiforvaltning har større mulighet for langsiktig suksess enn andre typer aktiv forvaltning. Vi er ikke i tvil om at sunn fornuft, verdifokus og selskapsplukking er de beste forutsetningene for meravkastningen over tid.

I perioder kan det se motsatt ut og medføre litt ettertanke og selvransakelse – også her i SKAGEN. Vår nye Investeringsdirektør Ole Søberg har brukt litt av våren på investeringsprosessene og gjort noen endringer som vil styrke

interne prosesser. Men, i det lange løp er det fortsatt driften i et selskap og hva en betaler for denne som skaper verdier og gir oppgang i en aksjekurs. Det er viktig å huske på nå som vi er i ferd med å gå inn i andre halvår av 2015.

Det kan bli en spennende periode, både hva gjelder en potensiell renteøkning i USA, den økonomiske utviklingen i mange vekstmarkeder, Europa og mye annet.

For våre aksjefond har første halvår bydd på mer av det samme som drev utviklingen i andre halvår 2014. Vekstmarkedene har utviklet seg svakere enn de utviklede markedene helt siden 2010 og dette endret seg ikke i første halvår.

I det korte bildet kan selvsagt avkastningen for alle våre aksjefond bli mer påvirket av kort-siktige svingninger enn hva selskapene faktisk leverer.

Verdsettelsene for mange vekstmarkeds-selskaper er nå attraktive sammenlignet med utviklede markeder, og en bedring i den globale økonomiske veksten bør forbedre utsiktene for inntjeningen i selskaper i mange av disse landene.

Det er mye å glede seg over ved inngangen til andre halvår, blant annet en svært vellykket lansering av vårt nye globale aksjefond – SKAGEN Focus. Dette er et globalt aksjefond med selskapsfokus som vil benytte seg av investeringsfilosofi som våre andre aksjefond. Takk for tillitserklæringen og god sommer.



Det internasjonale analyseselskapet Morningstar publiserte i juni en rapport om aktiv og passiv forvaltning, i forbindelse med sin årlige konferanse i Chicago. En av konklusjonene var at verdiforvaltning har større mulighet å lykkes på lang sikt enn andre typer forvaltning. Vi tviler ikke på at sunn fornuft, verdifokus og selskapsplukking er den beste grobunnen for meravkastning over tid.



– Leif Ola Rød  
Administrerende direktør





**Bonheur/Ganger Rolf** må sees som et selskap innen fornybar energi som også har en opsjon på fremtidig bedring i riggmarkedet.



Porteføljeforvalterne **Filip Weintraub** og **Jonas Edholm** i det nylig lanserte SKAGEN Focus debutterer i Markedsrapporten.



**Selskapsobligasjonsfondet SKAGEN Credit** har kjøpt obligasjoner i INEOS, en av verdens største petrokjemiske selskaper. Avbildet er granulater som produseres ved fabrikken i Köln.

Foto: Bloomberg

## LEDER

**Tålmodighet og lærdommer** > 2  
Leif Ola Rød

## OM SKAGEN

**Utvikling** > 4  
**Avkastning- og risikomåling** > 43

## PORTEFØLJE- FORVALTERNES BERETNING

## INNLEDNING

**Hvordan bruke pengene?** > 5  
Selskapenes pengebinger har økt betraktelig de siste fem årene, men hva bør ledelsen bruke pengene på?

## AKSJEFOND

**SKAGEN Vekst** > 10  
Litt bedre

**SKAGEN Global** > 14  
Motbakke for vekstmarkeder og råvarer

**SKAGEN Kon-Tiki** > 18  
Stø kurs

**SKAGEN m<sup>2</sup>** > 23  
Regntungt kvartal

**SKAGEN Focus** > 27  
På jakt etter eksepsjonelle investeringer

## KOMBINASJONSFOND

**SKAGEN Balanse 60/40** > 37

## RENTEFOND

**Rentekommentar** > 31  
Opp, sidelengs, eller ned?

**SKAGEN Credit** > 33  
Uro skaper muligheter

**SKAGEN Tellus** > 32  
Motvind

**SKAGEN Avkastning** > 35  
Hellas og renteoppgang ødela moroa

**SKAGEN Høyrente** > 37  
Bedre enn banken

**SKAGEN Høyrente Institusjon** > 39  
Historisk lave renter

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](mailto:kundeservice@skagenfondene.no).

# Utvikling

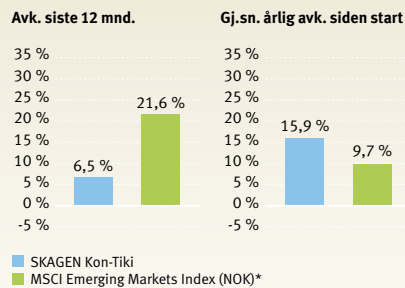
Tabellene viser avkastningen i SKAGENS fond målt mot referanseindeksene. Med mindre annet er oppgitt er alle avkastningstall i denne markedsrapporten knyttet til klasse A, og oppgis etter fradrag for gebyrer. Tall per 30. juni 2015.

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 kurstap.

**Aksjefond**      **Rentefond**

## SKAGEN KON-TIKI

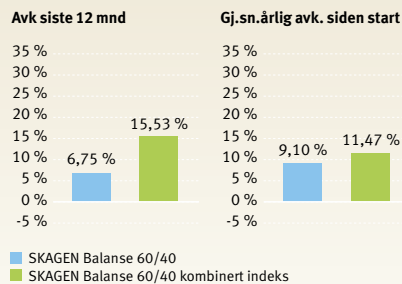
**Forvaltere:** Kristoffer Stensrud og Knut Harald Nilsson  
**Start:** 5. april 2002



\* Før 1.1.2004 var indeks MSCI World (NOK)

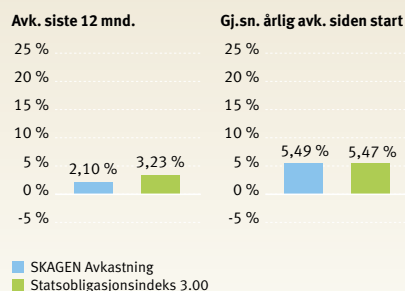
## SKAGEN BALANSE 60/40

**Forvalter:** Beate Bredesen  
**Start:** 29. februar 2012



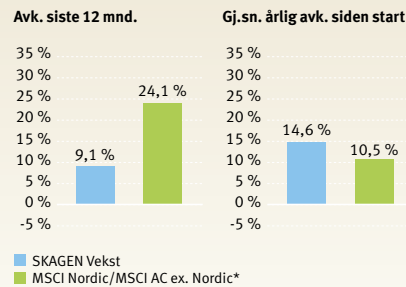
## SKAGEN AVKASTNING

**Forvalter:** Jane Tvedt  
**Start:** 16. september 1994



## SKAGEN VEKST

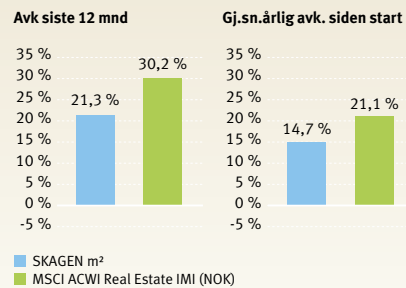
**Forvaltere:** Ole Sjøberg og Geir Tjetland  
**Start:** 1. desember 1993



\* Investeringsmandatet endret 1.1.2014. Mer informasjon på side 9. Før 1.1.2010 var indeks OSEBX

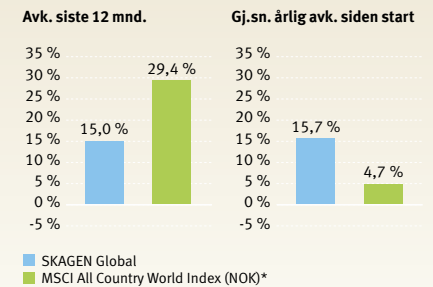
## SKAGEN m<sup>2</sup>

**Forvaltere:** Michael Gobitschek og Harald Haukås  
**Start:** 31. oktober 2012



## SKAGEN GLOBAL

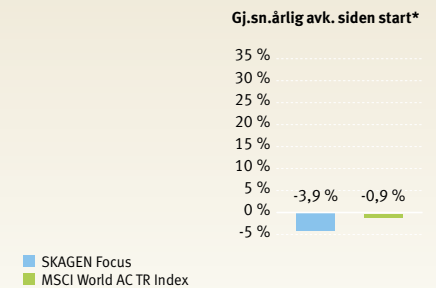
**Forvalter:** Knut Gezelius  
**Start:** 7. august 1997



\* Før 1.1.2010 var indeks MSCI World (NOK)

## SKAGEN Focus

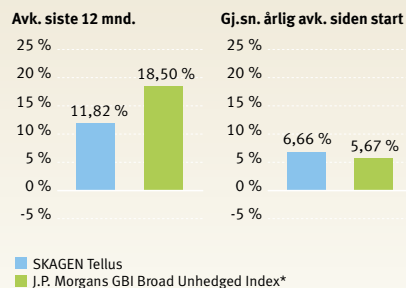
**Forvaltere:** Filip Weintraub og Jonas Edholm  
**Start:** 26. mai 2015



\* Fondet startet 26. mai 2015

## SKAGEN TELLUS

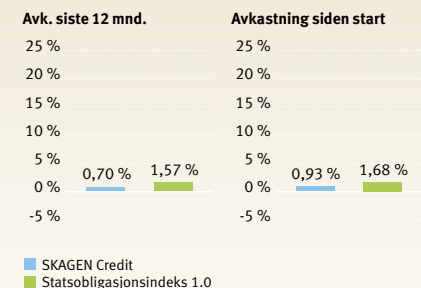
**Forvalter:** Torgeir Høyen  
**Start:** 29. september 2006



\* Før 01.01.2013 var indeks Barclays Capital Global Treasury Index 3-5 years

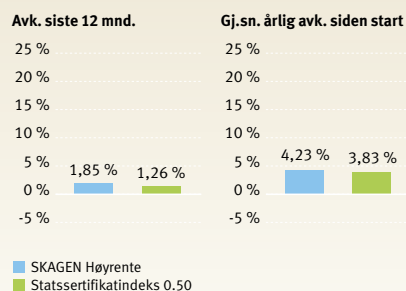
## SKAGEN CREDIT NOK

**Forvalter:** Ola Sjøstrand  
**Start:** 30. mai 2014



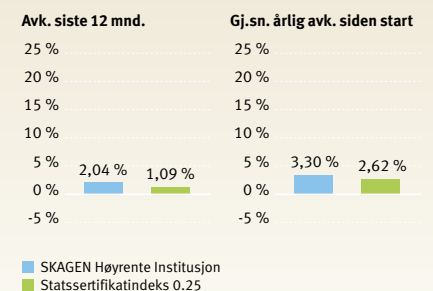
## SKAGEN HØYRENTE

**Forvalter:** Elisabeth Gausel  
**Start:** 18. september 1998



## SKAGEN HØYRENTE INSTITUSJON

**Forvalter:** Elisabeth Gausel  
**Start:** 14. mars 2003





**USA.** Etter 9 sammenhengende positive kvartaler falt S&P 0,2 prosent i andre kvartal. SKAGEN Global fortsetter sin sterke undervekt i amerikanske selskaper.

## Porteføljeforvalternes beretning

# Innledning

- › I første halvår ga SKAGENS aksjefond en avkastning på 2 til 7 %. Obligasjons- og pengemarkedsfondene ga i gjennomsnitt en avkastning på 1 %
- › I 2. kvartal gjorde de effektive rentene på 10-års statsobligasjoner et byks oppover fra unormalt lave nivåer
- › M&A-aktiviteten har vært heftig i 2015 og kan slå den tidligere årsrekorden, som ble satt i 2007
- › Globale aksjer er opp 3 % i USD hittil i år. Til tross for lavere økonomisk vekst steg det kinesiske aksjemarkedet kraftig og nådde en samlet markedsverdi på over USD 10 billioner (10 000 milliarder), før det falt tilbake igjen. Det amerikanske markedet er på USD 25 billioner og til sammen er det globale markedet USD 73 billioner.



**Gresk tragedie.** Hellas har ikke tatt innover seg realitetene og behovet for ryddig økonomisk styring etter finanskrisen.



**Svinger.** Kinesiske lokale aksjer fremstod som positive i andre kvartal, med en økning på 28 prosent. De luftige verdsettelsene ble reversert mot slutten av kvartalet. Avbildet: en skjerm viser Hang Sengindeksen i Hong Kong. 8. juli 2015 opplevde referanseindeksen det kraftigste fallet siden finanskrisen rammet Asia.



# Hvordan bruke pengene?

Selskapenes pengebinger har økt betraktelig de siste fem årene, men hva bør ledelsen bruke pengene på?

- Ole Sjøberg, investeringsdirektør

For sju år siden gjorde finanskrisen at markedsadferden endret seg over natten. Boligboblen brast, M&A-aktiviteten tørket opp og finansaktiva stupte i verdi. Mangel på tilgang til lån tvang plutselig bedrifter til å revurdere sin likviditets- og balansestrategi. Bankene måtte også gjenoppbygge kapital og styrke sine egne balanseregnskaper. Heldigvis gjorde lavere renter på verdensbasis det mulig for mange bedrifter å refinansiere gjelden til bedre vilkår, noe som ofte stabiliserte eller forbedret kontantstrømmene.

Siden den gang har verdensøkonomien tøffet avgårde i et anstendig, om ikke imponerende, tempo og bedriftene har endret hvordan de bruker kontanter. Noen selskaper og regioner, som Hellas, har ikke greid å tilpasse seg den nye virkeligheten, men stort sett er det forstandig økonomisk styring som har stått på dagsordenen.

Siden 2012 har vi opplevd at kontantstrømmer, som tidligere ble brukt til å redusere netto gjeld eller som reserver,

er blitt omdirigert mot tre hovedområder (eller en blanding av dem): utbytte og tilbakekjøp av aksjer, oppkjøp (M&A) og investeringer i forbedret konkurransevne og større markedsandeler.

Hvis vi ser på verden under ett og bruker MSCI AC World Index som eksempel, genererer de 2500 mest fulgte globale selskapene USD 32 milliarder i inntekter i regnskapsåret 2015, noe som tilsvarer omtrent 40 % av global BNP, og 3 milliarder i nettoresultat.

MSCI WORLD AC INDEX		
	2009	2015
Inntekter	\$ 27 bn	\$ 32 bn
Nettoresultat	\$ 1,4 bn	\$ 2,9 bn
Utbytte	\$ 0,8 bn	\$ 1,2 bn
Markedsverdi	\$ 32 bn	\$ 47 bn

## Utbytte og tilbakekjøp av aksjer

Andelen av dette nettoresultatet som ble utbetalt som utbytte til aksjonærer var USD 1,2 milliarder av hele pengebingen, eksklusive effekten av kryssaksjeposter.

Kjøp av egne aksjer utgjorde ytterligere USD 700 milliarder, basert på estimater som bruker 2014-tallet for amerikanske selskaper (USD 550 milliarder), der tilbakekjøp er mest vanlig.

Når aksjene først er kjøpt, foretrekker vi at de slettes for å unngå at de vanner ut langsiktige aksjonærer. Uheldigvis beholder noen selskaper dem for senere salg, eller gir dem til ansatte som selger dem tilbake til markedet.

## Fusjoner og oppkjøp (M&A)

Kontantbeholdninger kan også brukes til å øke omfanget av en virksomhet, typisk ved å investere i nye anlegg, oppgradere fasiliteter eller utvikle et nytt produkt eller en ny tjeneste. Det tar imidlertid tid før gevinsten av slike investeringer materialiserer seg. Derfor kan det være raskere å kjøpe et annet selskap som synes å tilby den typen forvandling som er ønsket. Enhver type M&A og investering bør imidlertid kun foretas hvis den gir merverdi, dvs. genererer en høyere

# M&A

# M&A

avkastning enn investeringens kapital-kostnad pluss den "risikofrie" renten (ofte renten på statsobligasjoner).

Siden 2012 har kontanter i økende grad blitt brukt til å finansiere M&A. Den tidligere rekorden ble satt i 2007, da den samlede verdien av transaksjoner nådde USD 4,2 billioner (se Bloomberg-dataene nedenfor). I første halvår 2015 (til utgangen av juni) var den samlede verdien USD

2,5 billioner, noe som betyr at rekorden sannsynligvis blir slått – gode nyheter for investeringsbanker og advokater.

I tillegg til budgivende selskaper, har vi også sett aktivitet fra en stor gruppe private equity-aktører. Diagrammet nedenfor viser global M&A-aktivitet siden 2003. Det er interessant å se at de mer fremgangsrike periodene på aksjemarkedet sammenfaller med perioder med

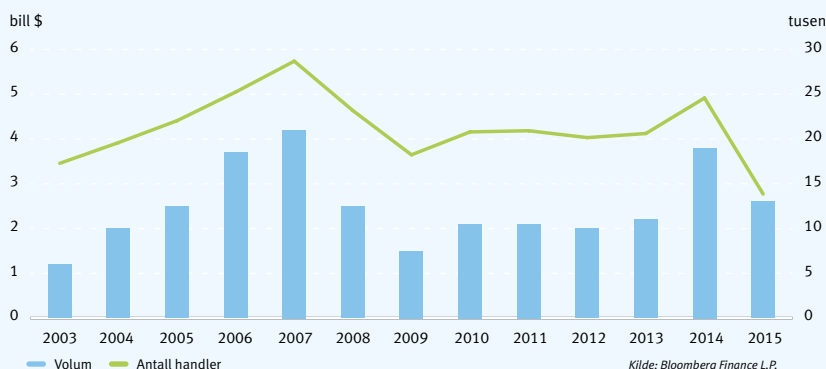
høy M&A-aktivitet.

Det er også verdt å merke seg at etter som private equity-selskaper skaffer seg utgang fra bedrifter via børsnoteringer (kjent som børsintroduksjoner eller IPO-er), resirkulerer de gjerne provenyet tilbake via andre M&A. Dette skaper på sin side mer konkurranse om aktiva og skyver prisene opp. I de siste 10 årene har børsintroduksjoner og sekundær transaksjonsaktivitet hatt et nivå på mellom 0,6 og 0,9 billioner i året. Her virker det også som 2015 er på et spor som vil gi et nytt rekordår.

### Investere i virksomheten

Aksjekursene har økt mye de seneste årene, så det er vanskeligere å kjøpe et selskap som kan gi merverdi. Man burde derfor forvente at investering i selskapene og forskning og utvikling (FoU) ville være alternativet som ble foretrukket for å øke verdien av et selskap. Dette har imidlertid hatt lavere prioritet hos mange bedrifter siden finanskrisen, først på grunn av et

## GLOBAL M&A AKTIVITET SIDEN 2003 OG HITTIL I 2015





behov for å styrke finansene, og senere på grunn av markedenes stadig mer kortsiktige holdning til resultater. Etter vårt syn er det den gode ledelsen som foretar den rette investeringen i organisk vekst, som typisk skaper mest verdi på lengre sikt.

Gitt den nylige økningen i børsintroduksjoner og M&A, har vi følelsen av at listen legges lavere for "caveat emptor"-prinsippet (dvs. å ta behørig hensyn til de medfølgende risikoene) – faktorer som historisk har ført til en økning i det generelle risikonivået. En McKinsey-undersøkelse viser at for bedrifter er M&A mest vellykket når de gjennomføres under tøffe økonomiske forhold, som ofte sammenfaller med ned-

gangsmarkeder og rimelige aktivapriser. Ikke akkurat uventet. Hvorfor lærer ikke de som er involvert i selskapstransaksjoner av tidligere erfaring og går varsomt til verks i år som 2007 og 2015?

#### Dyriske drifter

Såkalte "dyriske drifter" kan være én årsak. Menneskelig adferd drives ofte av fersk erfaring. Etter fem eller seks år med oppgang i markedet, er det mange investorer som mener at de er finansielle genier, og det samme er tilfelle med børsnoterte selskaper som har sett aksjen mangedoble seg.

I denne typen omstendigheter fore-

trekker vi å ta et skritt tilbake fra støyen og ta et langsiktig perspektiv. Tempoet i den globale økonomiske veksten samt inflasjonsnivåene antyder at rentene vil holde seg på et relativt beskjedent nivå, slik at en sammenligning av avkastningen som er tilgjengelig på innskudd og statsobligasjoner og på aksjer, fremdeles vil komme ut i favør av aksjer. Dette har vært uendret de siste fem årene, men aksjefordelen er blitt mindre ettersom aksjekursene har økt.

Ikke desto mindre fortsetter vi å finne lommer med verdi blant virksomheter som har vært oversett. Denne typen selskaper holder seg gjerne til det de kan og lar andre gjennomføre M&A til luftige verdivurderinger. De bruker også gjerne sunn fornuft når de vurderer hva som er den beste måten å investere kontantbeholdningen på. Gitt at finansieringskostnader sannsynligvis vil holde seg lave i lang tid, kan vi snart se mer investering i FoU og infrastruktur. Dette vil videre gjøre den økonomiske oppgangen bredere basert og øke global vekst, og ikke bare øke verdivurderingen av aksjer. Dette vil skape fordelaktige forhold for mange av våre aksjeposter.

#### INVESTERINGER TRUFFET HARDERE AV KRISEN ENN BNP I OECD





SKAGENs porteføljeforvaltere prøver alltid å oppnå best mulig risikojustert avkastning for våre kunder. Siden sommeren 2014, da den amerikanske dollaren begynte å styrke seg og oljeprisen begynte å falle, har SKAGENs aksjefond hengt etter sine referanseindekser. Hovedårsaken til dette har vært deres lavere eksponering mot aktiva pålydende amerikanske dollar og høyere eksponering mot vekstmarkeder som har en tendens til å bli drevet av råvarepriser. Selv om vi er skuffet over denne relative mindreakstningen, mener vi, som langsiktige investorer, at det er uhyre viktig å ikke gå i fellen og forfølge kortsiktige svingninger i finansmarkedene.

Vi foretrekker heller å følge vår utprøvde investeringsfilosofi og bruke sunn fornuft, noe som har gitt betydelig avkastning på lengre sikt, selv om vi også tar grep for å gå gjennom alt vi gjør for å være sikker på at vi kan oppnå forbedringer der det er mulig. Resultatet av dette har vært en finjustering av investeringsprosessen for å optimere hvert trinn. Vi mener at dette skarpere fokuset på metodologi og lærdommen fra tidligere investeringsbeslutninger (positive og negative), vil føre til meravkastning i fremtiden.



## ÅRETS ANDRE PITSTOPP

Globale aksjer, målt i USD, var flate i perioden og hittil i år er verdistigningen på 3 %. Vi startet 2015 med en forventning om 8 %–10 % årlig avkastning på aksjer, så tingenes tilstand er omtrent som planlagt.

Tyskland har stukket seg frem som et negativt element, med et fall på 9 % målt i euro, ettersom en sterkere valuta har ført til en nedgang i konkurransevnen og en markedskorreksjon, etter en oppgang på 20 % i første kvartal.

Lokale kinesiske aksjer har stått frem som et positivt element, med en økning på 14 % i andre kvartal. Verdivurderingene av mange kinesiske selskaper virker nå særdeles luftige og vi har allerede sett noen omslag.

I Vesten fortsetter aksjeverdivurderinger å tilby 6,0 % inntjeningsavkastning, men vi merker oss at rentene på 10-årsobligasjoner har økt. For at obligasjoner skal kunne konkurrere med aksjer med hensyn til avkastning, trenger renten på 10-årsobligasjoner å flytte seg nærmere 3,0 %. Det nåværende nivået er 0,9 % i Tyskland, 2,3 % i USA og 0,4 % i Japan.

Med en inntjeningsavkastning på 8,2 % er vekstmarkedene verdsatt 2 prosentpoeng høyere og har derfor en ganske solid risikopremie i forhold til utviklede markedene.



De lange obligasjonsrentene har økt med 40 til 70 basispunkter, men er likevel på nivåer som bør fortsette å støtte økonomisk aktivitet



Energiprisene har hatt et oppsving på 15 %–20 %, men andre råvarer har falt litt



Global økonomisk vekst er på vei til å nå 3,5 % og retningen er tilsvarende det den var i første kvartal: Amerika og Asia har vært litt svakere og Europa litt sterkere



## SKAGEN Vekst

Den smale sti til velstand

- › Bedre utvikling i USA og Japan enn Europa
- › Fortsetter å konsentrere porteføljen
- › Flere investeringer nådde kursmålet og ble solgt

1 2 3 4 **RISK** 6 7

Fondets startdato 1. Desember 1993

Avkastning siden oppstart 1803,70 %

Forvaltningskapital 8 225 mill NOK

Antall andelseiere 72 165

**AVKASTNING** **KV 2/-15\*** **12 M.\***

SKAGEN Vekst -1,4 % 9,1 %

MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic -2,8 % 24,1 %

\* Per 30. juni 2015.



### PORTEFØLJEFORVALTERE

Geir Tjetland, Ole Sjøberg, Erik Bergöö og Alexander Stensrud\*

\* Junior porteføljeforvalter.

\* Syklister på stranden. 1894 (Utsnitt).  
Av Einar Hein, en av Skagenmalerne.  
Bildet tilhører Skagens Museum.



Foto: Bloomberg

## Litt bedre

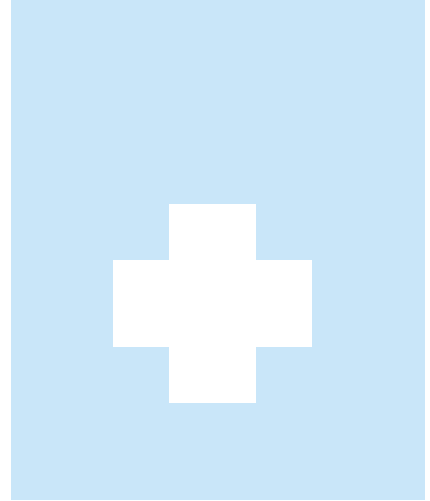
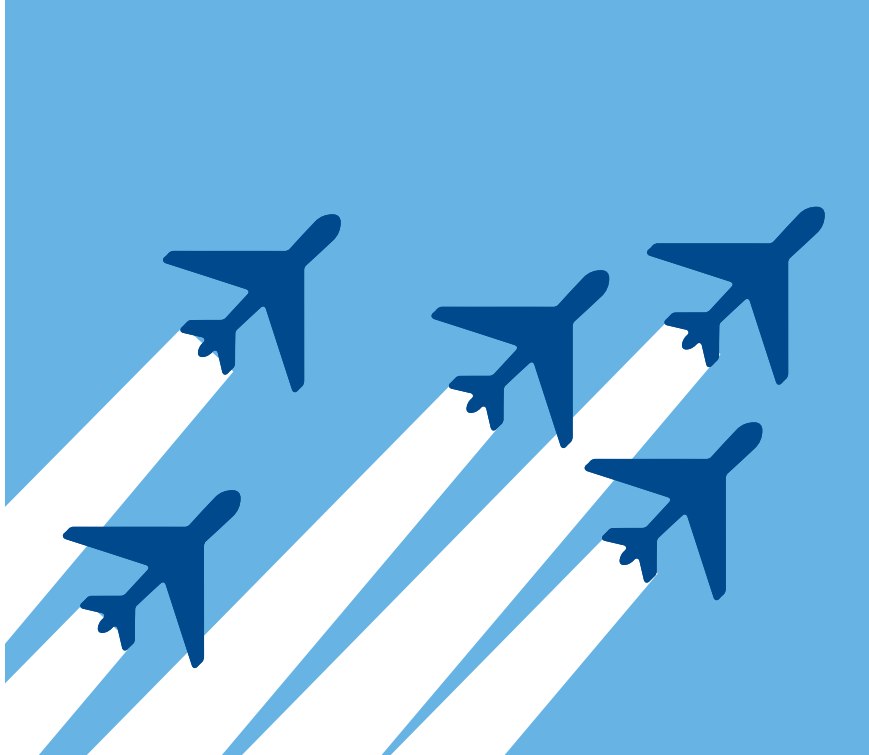
SKAGEN Vekst slo sin referanseindeks i andre kvartal.

SKAGEN Vekst falt 1.4 prosent mens referanseindeksen falt 2.8 prosent. Hittil i år er SKAGEN Vekst opp 3 prosent versus indeks som er opp nesten 9.5 prosent. Generelt kan vi si at de europeiske markedene utviklet seg noe svakere i kvartalet, mens Japan, Hong Kong og til dels USA hadde en noe bedre utvikling. I Norden så vi noe svekkede markeder i Sverige og Finland, mens Danmark og Norge hadde en tilnærmet flat utvikling.

I løpet av kvartalet har fondet solgt seg helt ut av Nokian Tyres, Toto, Novo Nordisk, Stolt Nielsen og Sparebanken Øst. Felles for disse salgene var at målkurs var oppnådd og at vi ser bedre avkastningsmuligheter i andre selskaper fremover. I tillegg solgte vi oss helt ut av japanske Toshiba etter at selskapet meldte om irregularet i regnskape-ne (se egen sak). Siste rest av Bank Norwegian forlot også porteføljen i andre kvartal. Totalt ble avkastningen 7.5 ganger initiell investering gjort i forkant av den globale finanskrisen. Sett i bakspeilet startet vi nedsalget noe tidlig, men totalresultatet lever vi godt med. Vi solgte store deler av vår beholdning i Royal Unibrew da vi foretrekker Carlsberg ut fra prisingen av disse to danske bryggerier.

Det er flere nykommere i porteføljen. Den største investeringen er Credit Suisse (se egen sak). Vi har i tillegg tatt mindre posisjoner i danske Solar og H Lundbeck AS samt i svenske Elekta. Bulkrederiet Golden Ocean Group er også ny, som følge av en spin off fra Frontline 2012. Generelt har vi fortsatt med å konsentrere porteføljen, likviditeten fra salgene har i stor grad gått til ytterligere kjøp i fondets største innehav. De 10 og 35 største postene utgjør nå henholdsvis 52% og 91% av porteføljen.

Ved utgangen av første halvår prises SKAGEN Vekstporteføljen (35 største posisjoner) til 11 ganger årets underliggende inntjening mot referanseindeksens 15 ganger. Måler vi mot bokførte verdier viser porteføljen betydelig rabatt også der i forhold til referanseindeksen. Vi burde av den grunn være godt posisjonert for resten av 2015 selv om geopolitiske skyer skygger kraftig for solen i disse dager.

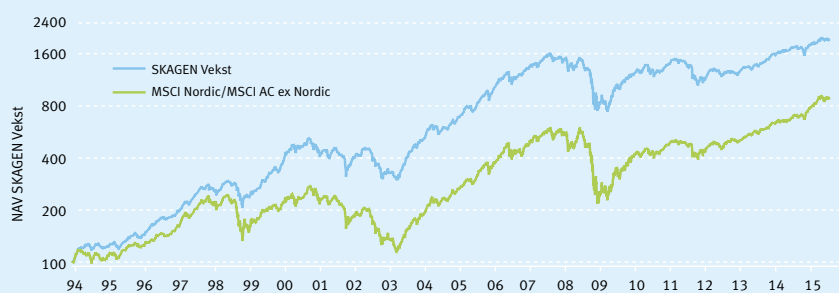


## PÅ DEN ENE SIDEN ...

### Best tross streik

Norwegian ble fondets desidert beste bidragsyter i andre kvartal. Ved inngangen til kvartalet var selskapet preget av mye støy i forbindelse med streiken på senvinteren. Selskapet beviste nok en gang at de evner å komme sterkt ut av konfliktsituasjoner, og passasjerene fant raskt veien tilbake etter turbulensen. Vår tidligere skepsis til langdistansesatsingen er i ferd med å forsvinne. Det ser nå ut til at langdistansedelen av selskapet vil stå for mye av den fremtidige veksten. Norwegian har fått orden på det operasjonelle mens noen politiske hindringer fortsatt bremses utviklingen. Selskapet meldte nylig om oppstart av ruter fra tre byer i USA til Karibia. Norwegian vil dermed ha totalt 31 direkteruter (hvorav syv fra New York) fra USA og er dermed det største utenlandske flyselskapet i New York målt i antall destinasjoner. Vi liker selskapets operasjonelle ambisjonsnivå og i tillegg venter vi på verdiskapningen som vil komme fra leasingselskapets aktiviteter.

### KURSHISTORIK SKAGEN VEKST\*



### SKAGEN VEKST 2. KV. 2015 (MILL. NOK)

#### De 5 største positive bidragsytere

Norwegian Air Shuttle ASA	133
Lundin Petroleum AB	44
Danske Bank A/S	30
Carlsberg AS-B	22
Golar LNG Ltd	20

#### De 5 største negative bidragsytere

Norsk Hydro ASA	-118
Samsung Electronics Co Ltd Pref	-86
Toshiba Corp	-62
AirAsia Bhd	-52
Casino Guichard Perrachon SA	-30

#### 5 største kjøp

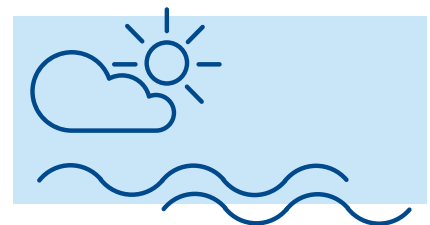
Credit Suisse Group AG	134
Kinnevik Investment AB-B	66
Carlsberg AS-B	50
Kia Motors Corporation	45
Elektro AB - B shs	43

#### 5 største salg

Toshiba Corp	-159
Nokian Renkaat OYJ	-80
Toto Ltd	-72
Novo Nordisk A/S-B	-65
Norwegian Finans Holding ASA	-46

### Økt lønnsomhet

Credit Suisse er en nykommer i porteføljen. Banken, som er den nest største i Sveits, har slitt med dårlig lønnsomhet i lengre tid og er blant de dårligste i Europa målt etter cost/income ratio. Banken har ansatt ny sjef, Tidjane Thiam, som tiltrer i disse dager. Vi tror Thiam vil igangsette kostnadskutt og dermed øke bankens lønnsomhet vesentlig. En reduksjon av cost/income ratio fra nåværende 85% til mer moderate 65% burde være oppnåelig og skulle dermed løfte egenkapitalrentabiliteten fra 7-8% til 15-20%. Når dette inntreffer (trolig i løpet av de neste to årene) burde banken kunne prises til 1.5-2 ganger bokførte verdier og dermed løfte aksjekursen til CHF 45-50 Det er en tilnærmet doubling fra dagens nivå.



### Fortsatt oppside

Lundin Petroleum har så langt vært en meget god investering for fondet, særlig med tanke på oljeprisfallet som har skjedd i eierperioden. Nylig kom beskjeden fra selskapet om at administrerende direktør gjennom en årrekke, Ashley Heppenstall, gir seg i selskapet. Han skal i fortsettelsen sitte i selskapets styre. Ny mann på topp blir Alex Schneider som har vært i Lundin systemet siden 1993. Schneider var av de fleste ansett som favoritt til å overta stafettstaven etter Heppenstall og vi ser ingen dramatik i dette ei heller noen retningsendring for selskapet. Vi er først og fremst investert i Lundin Petroleum på grunn av deres drøye 22 prosents andel i Johan Sverdrup-feltet. I våre estimater, hvor vi kalkulerer med en pris per «Sverdrupfat» på USD 9, ser vi fortsatt betydelig oppside i aksjen.

\* Fra og med 1. januar 2014 ble fondets investeringsmandat endret. Se s.13



## PÅ DEN ANDRE SIDEN ...

## Ny vurdering

Vår investering i Bonheur/Ganger Rolf har vært en heller trist historie de siste par årene. Vi undervurderte kollapsen i riggmarkedet, noe som sterkt påvirket verdiene i Fred Olsen Energy, som i en årrekke har utgjort hoveddelen av verdiene i BON/GRO. En meget stor rabatt på underliggende verdier er hovedårsaken til at vi har beholdt denne investeringen. Sent i juni kom imidlertid meldingen som endrer det meste med tanke på verdivurdering. TRIG (The Renewables Infrastructure Group Limited) kjøpte 49 prosent av Fred Olsen Wind Limited (50/50 eiet av BON/GRO). TRIG kjøper seg altså inn i et selskap som har 433 MW installert vindmøllekapasitet. I denne transaksjon prises FOWL til NOK 9,3 milliarder. Ser vi dette fra Bonheur's side, vil altså selskapet motta NOK 2,2 milliarder i kontanter, tilsvarende dryge 50 kroner per aksje. Dette skal ses opp mot dagens aksjekurs på noe over 60. I tillegg får en betydelige verdier i fornybar energi, offshore, cruise, eiendom og annet. Her har vi kanskje et godt bevis på at aksjemarkedet ikke er effektivt, da all fokus har vært på et begredelig riggmarked og alle andre verdier i selskapet har blitt fullstendig oversett. Bonheur/Ganger Rolf må nå ses mer som et selskap innenfor fornybar energi som i tillegg inneholder en opsjon på en fremtidig bedring i riggmarkedet. Samtidig må vel kanskje aksjemarkedet revurdere sin holdning om at Olsen familien ikke skaper langsiktige verdier?



Foto: Bloomberg

Toshibas leder Hisao Tanaka bukker før pressekonferansen hvor han kunngjorde at selskapet har nedsatt en granskningskomite for å undersøke påstandene om uregelmessigheter i regnskapene.

## Fant uregelmessigheter

I starten av april annonserte Toshiba at de hadde oppdaget uregelmessigheter i regnskapene knyttet til noen av infrastrukturprosjektene tilbake i 2013. I mai meldte selskapet at de ville trekke tilbake årsregnskapet for foregående år og at de vil holde tilbake utbyttebetaling på grunn av uriktige regnskaper fra disse prosjektene. En komité ble satt på saken for videre etterforskning. I tillegg kan det se ut til at disse regnskapsavvikene også gjelder for andre divisjoner utover infrastruktur. Totalt er virksomheter som utgjør over 10 prosent av Toshiba's omsetning berørt. Vi valgte å selge oss helt ut av aksjen på disse meldingene, og realiserte totalt en negativ avkastning på 16 millioner norske kroner. Det gjenstår å se, men ofte finnes det mer enn én kakerlakk på kjøkkenet.

## NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE I SKAGEN VEKST (PR. 30.06.2015)

Selskap	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2015e	P/E 2016e	P/B trailing	Kursmål
Samsung Electronics	7,0	993 000	5,8	5,9	0,9	1 500 000
Norwegian Air Shuttle	6,2	325	10,5	8,6	5,4	340
Continental AG	6,1	213	13,7	11,9	4	275
Norsk Hydro	5,8	33	9,4	8,3	0,9	58
Citigroup	5,2	55	9,2	8,0	0,8	75
TeliaSonera AB	5,0	49	12,4	12,2	1,9	70
Danske Bank A/S	4,8	197	11,7	11,5	1,3	205
Carlsberg	4,5	608	16,0	13,5	1,8	750
ABB	4,2	174	14,4	12,4	3,1	250
Kia Motors	3,6	45 300	6,3	6,1	0,8	75 000
<b>Vektet gjennomsnitt topp 10</b>	<b>52</b>		<b>9,7</b>	<b>8,9</b>	<b>1,39</b>	<b>37 %</b>
<b>Vektet gjennomsnitt topp 35</b>	<b>91</b>		<b>10,8</b>	<b>9,3</b>	<b>1,29</b>	<b>47 %</b>
<b>Referanseindeksen</b>			<b>15,2</b>	<b>13,8</b>	<b>2,28</b>	

P/E kan avvike fra andre kilder når de er basert på SKAGENS estimater.

## Beskyldes for triksing

Aksjekursen i Air Asia fikk stygg medfart etter en meget negativ analyse fra GMT. I denne analysen beskyldes Air Asia for å trikse med regnskapstallene. Bakgrunnen for dette er at Air Asia har store utestående fordringer på sine datterselskaper i Indonesia og Filippinene. Analysen hevder at så lenge disse to datterselskapene ikke evner å betale sine forpliktelser (leasing av fly samt vedlikehold) har dermed Air Asia «blåst opp» sine omsetningstall. Selskapet selv hevder at begge disse datterselskapene vil kunne betjene sine forpliktelser i løpet av året. I tillegg jobber selskapet med å hente inn ny kapital (USD 100 mill) til hver datter og at både det indonesiske og det filippinske selskapet etter planen skal

børsnoteres i 2017. Vi ser egentlig ingen forskjell fra dagens situasjon i forhold til en tilnærmet lik situasjon ved oppstarten av operasjonen i Thailand for noen år tilbake. Den gang var net gearing over 4 mot dagen 2,5. Air Asia sier selv at net gearing skal ned til 2 ved utgangen av året. Skulle det derimot vise seg at de nevnte døtre aldri skulle være i stand til å betjene sine forpliktelser og at dermed hele utestående bortfaller, vil uansett verdiene i form av 128 eide fly overstige nettogjelden betydelig. I tillegg kommer verdien av merkenavnet og andre virksomheter som er tilknyttet selskapet. Vi velger å sitte videre med vår posisjon i selskapet og ser en betydelig oppside når datterselskapene i Indonesia og Filippinene viser lønnsomhet.

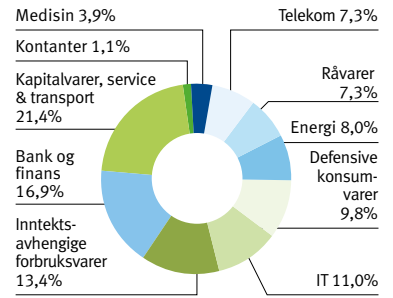
Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Prosentvis fordeling	Børs
Lundin Petroleum AB	1 800 000	177 336	243 572	66 236	2,96%	Stockholm
Ganger Rolf ASA	1 213 817	124 262	78 898	-45 364	0,96%	Oslo Børs
Bonheur ASA	1 192 594	88 117	76 326	-11 791	0,93%	Oslo Børs
Solstad Offshore ASA	2 052 746	102 753	71 230	-31 523	0,87%	Oslo Børs
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	30 000 000	59 320	54 307	-5 013	0,66%	Hong Kong
Rec Silicon ASA	32 000 000	47 398	53 888	6 490	0,65%	Oslo Børs
DOF ASA	5 762 213	110 022	34 573	-75 448	0,42%	Oslo Børs
Minor items		256 220	41 807	-214 413	0,51%	
<b>Sum Energi</b>		<b>965 429</b>	<b>654 602</b>	<b>-310 827</b>	<b>7,96%</b>	
Norsk Hydro ASA	14 542 679	373 563	480 636	107 072	5,84%	Oslo Børs
Kemira OYJ	850 000	81 883	76 473	-5 411	0,93%	Helsinki
OCI Co Ltd	39 000	33 003	24 618	-8 384	0,30%	Seoul
Minor items		20 776	18 601	-2 175	0,23%	
<b>Sum Råvarer</b>		<b>509 225</b>	<b>600 327</b>	<b>91 102</b>	<b>7,30%</b>	
Norwegian Air Shuttle ASA	1 561 410	124 109	507 302	383 193	6,17%	Oslo Børs
ABB Ltd	2 070 000	289 197	343 206	54 010	4,17%	Stockholm
Koninklijke Philips NV	1 379 643	279 529	277 282	-2 248	3,37%	Amsterdam
Wilh. Wilhelmsen Holding ASA	874 858	62 479	149 163	86 685	1,81%	Oslo Børs
FLSmidth & Co A/S	311 000	104 468	117 743	13 275	1,43%	København
AirAsia Bhd	27 960 000	142 496	89 467	-53 030	1,09%	Kuala Lumpur
Golar LNG Ltd	190 000	58 722	70 327	11 605	0,85%	NASDAQ
Solar AS - B Shs	104 000	40 099	44 557	4 458	0,54%	København
Frontline 2012 Ltd	1 000 000	41 502	41 000	-502	0,50%	Unotert
Danieli & Officine Meccaniche SpA	312 962	41 406	37 515	-3 891	0,46%	Italien
YIT Oyj	550 125	32 137	31 114	-1 023	0,38%	Helsingfors
Goodtech ASA	2 055 949	46 750	25 288	-21 462	0,31%	Oslo Børs
Minor items		61 826	28 590	-33 237	0,35%	
<b>Sum Kapitalvarer, service og transport</b>		<b>1 324 721</b>	<b>1 762 554</b>	<b>437 833</b>	<b>21,42%</b>	
Continental AG	269 250	149 278	502 657	353 379	6,11%	Frankfurt
Kia Motors Corporation	932 000	285 845	296 120	10 275	3,60%	Seoul
Volvo AB	2 590 000	219 106	253 325	34 219	3,08%	Stockholm
Nippon Seiki Co Ltd	273 000	28 148	42 617	14 470	0,52%	Tokyo
Minor items		33 138	9 057	-24 080	0,11%	
<b>Sum Inntektsavhengige forbruksvarer</b>		<b>715 513</b>	<b>1 103 776</b>	<b>388 263</b>	<b>13,42%</b>	
Carlsberg AS-B	518 000	323 926	369 576	45 650	4,49%	København
Casino Guichard Perrachon SA	352 100	240 762	211 246	-29 516	2,57%	Paris
Oriflame Cosmetics AG	828 912	107 386	103 902	-3 484	1,26%	Stockholm
Sodastream International Ltd	365 000	82 946	61 472	-21 474	0,75%	NASDAQ
Yaziciilar Holding AS	689 169	23 544	41 583	18 039	0,51%	Istanbul
Minor items		15 631	17 590	1 959	0,21%	
<b>Sum Defensiv konsumvarer</b>		<b>794 196</b>	<b>805 370</b>	<b>11 174</b>	<b>9,79%</b>	
Roche Holding AG-Genusschein	80 198	173 752	177 914	4 162	2,16%	Zürich
Medi-Stim ASA	1 465 625	18 313	56 133	37 820	0,68%	Oslo Børs
Elekta AB - B shs	800 000	42 984	39 731	-3 253	0,48%	Stockholm
Photocure ASA	626 466	25 235	22 803	-2 432	0,28%	Oslo Børs
Minor items		22 672	20 501	-2 170	0,25%	
<b>Sum Medisin</b>		<b>282 956</b>	<b>317 083</b>	<b>34 127</b>	<b>3,85%</b>	
Citigroup Inc	983 800	352 249	425 054	72 805	5,17%	New York
Danske Bank A/S	1 710 000	198 532	395 756	197 224	4,81%	København
Credit Suisse Group AG	638 556	131 314	138 754	7 440	1,69%	Zürich
SBI Holdings Inc	1 139 000	96 634	123 164	26 530	1,50%	Tokyo
Tribona AB	2 851 004	94 342	103 419	9 078	1,26%	Stockholm
Sberbank of Russia Pref	9 620 000	139 234	64 980	-74 254	0,79%	Moskva
Hitecvision AS	793 668	7 193	53 176	45 982	0,65%	Unotert
Korean Reinsurance Co	600 000	20 468	51 762	31 293	0,63%	Seoul
Raiffeisen Bank International AG	305 054	68 721	35 042	-33 679	0,43%	Wien
<b>Sum Bank og finans</b>		<b>1 108 688</b>	<b>1 391 107</b>	<b>282 418</b>	<b>16,91%</b>	
Samsung Electronics Co Ltd Pref	82 850	494 978	577 026	82 047	7,01%	Seoul
SAP SE	497 100	212 798	274 048	61 251	3,33%	Frankfurt
PSI Group ASA	3 796 612	43 431	32 081	-11 349	0,39%	Oslo Børs
Minor items		22 682	20 099	-2 583	0,24%	
<b>Sum Informasjonsteknologi</b>		<b>773 889</b>	<b>903 255</b>	<b>129 366</b>	<b>10,98%</b>	
Teliasonera AB	8 900 000	408 471	413 952	5 481	5,03%	Stockholm
Kinnevik Investment AB-B	736 009	169 794	184 164	14 370	2,24%	Stockholm
<b>Sum Telekom</b>		<b>578 265</b>	<b>598 115</b>	<b>19 851</b>	<b>7,27%</b>	
<b>Sum verdipapirportefølje*</b>		<b>7 052 882</b>	<b>8 136 190</b>	<b>1 083 308</b>	<b>98,89%</b>	
Disponibel likviditet			91 298		1,11%	
<b>Sum andelskapital</b>			<b>8 227 489</b>		<b>100,00%</b>	

Basiskurs per 30.06.2015

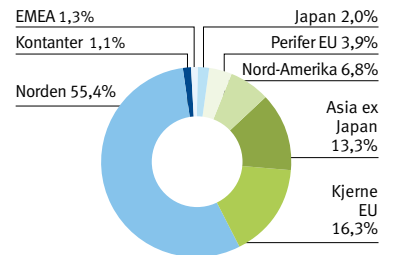
1 948,6041

\* Tall i 1000 NOK.

**BRANSJEFORDELING**



**GEOGRAFISK FORDELING**



SKAGEN Veksts investeringsmandat ble med virkning fra 1.1.2014 endret fra at fondet investerte minst 50 % av sine midler i Norge til at fondet investerer minst 50 % av sine midler i Norden. Dette betyr at avkastning før endringen ble oppnådd under andre forutsetninger enn i dag. Fondets referanseindeks før 1.1.2014 var en likt sammensatt referanseindeks av Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX) og MSCI All Country World. Referanseindeks før 1.1.2010 var Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX).

## SKAGEN Global

En verden av muligheter

- › Svake vekstmarkeder og motvind for Samsung Electronics og råvarer ga negativ utvikling
- › Citigroup og AIG var blant de beste bidragsyterne
- › Porteføljen handles til en attraktiv rabatt sammenlignet med verdensindeksen

1	2	3	4	RISK	6	7
Fondets startdato	7. August 1997					
Avkastning siden oppstart	1250,97 %					
Forvaltningskapital	35 213 mill NOK					
Antall andelseiere	87 385					
<b>AVKASTNING</b>	<b>KV 2/-15*</b>	<b>12 M.*</b>				
SKAGEN Global	-2,5 %	15,0 %				
MSCI ACWI	-2,2 %	29,4 %				

\* Per 30. juni 2015.



### PORTEFØLJEFORVALTERE

Knut Gezelius, Søren Milo Christensen og Chris-Tommy Simonsen

Fra heden nord for Skagen, 1885 (Utsnitt).  
Av P.s. Krøyer, en av Skagenmalerne.  
Bildet tilhører Skagens Museum.

# Motbakke for vekstmarkeder og råvarer

Fondets negative avkastning i andre kvartal skyldes først og fremst svak utvikling for flere av fondets vekstmarkedsselskaper samt motvind for råvaresegmentet. På den andre siden bidro flere av aksjepostene innen finanssektoren positivt. Det er et godt tegn for fremtiden, siden vi ser en oppside i våre porteføljeposisjoner i denne sektoren. Vi har en relativt høy, men veldiversifisert, eksponering mot globale selskaper innen bank-, forsikrings- og eiendomsbransjen.

På makronivå ble børs klimaet i USA dominert av spekulasjoner rundt neste renteøkning fra Federal Reserve, den amerikanske sentralbanken. Etter ni kvartaler på rad med positiv avkastning falt den brede børsindeksen S&P 500 med 0,2 prosent i kvartalet. Svake økonomiske data for første kvartal ble tilskrevet en uvanlig streng vinter. I andre kvartal kom det riktignok sterkere jobbtall fra USA, men styrken i den økonomiske opphenting er fortsatt uklart. Vårt syn er fortsatt at den amerikanske børsen ser relativt fullvurdert ut og fondet har beholdt sin undervekt mot USA. Nå utgjør USA-andelen 19 prosent av fondet.

Etter første kvartals børsjubel ble det røde avkastningstall også for den europeiske SXXP-indeksen, som falt med 4,0 prosent i andre kvartal. En uventet renteøkning fra rekordlave nivåer i Tyskland, samt fornyet uro rundt Hellas' betalings-evne i slutten av juni dempet entusiasmen.

### Kvartalets beste og dårligste

Fondets posisjoner i de amerikanske finansgigantene Citigroup og AIG var blant de tre beste positive bidragsyterne i kvartalet. Markedet begynner endelig å få øynene opp for de operasjonelle forbedringene som har forutsett i lang tid. Dessuten blir det enorme potensialet til kapitalutbetaling via gjenkjøp og utbytter – et annet av våre kursdrivende argumenter – stadig tydeligere for andre aktører.

Samsung Electronics falt med ti prosent og var dermed den klart største negative posten i kvartalet. Det hjalp ikke at overskuddet for både mobiltelefoner og halvledere ble forbedret sammenlignet med forrige kvartal, siden markedets forventninger hadde løpt fra virkeligheten. Utsiktene på lang sikt er, ifølge oss selv, fortsatt gode og nå ser vurderingen særlig attraktiv ut. På minussiden finner vi igjen Norsk Hydro som har falt rundt 30 prosent fra toppen i vinter, på grunn av et vikende aluminiumsmarked. Her tror vi at markedet har overreagert og dessuten er det god mulighet for høyere

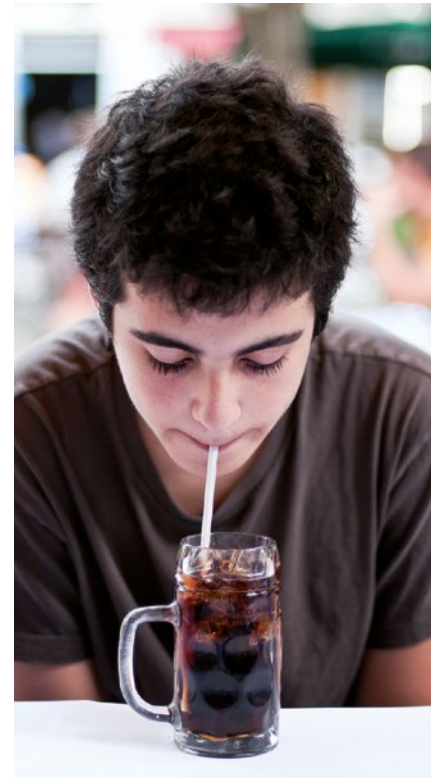
### SKAGEN GLOBAL 2. KV. 2015 (MILL. NOK)

De 5 største positive bidragsytere	5 største kjøp
American International Group Inc 198	Google Inc CLASS C 474
Cheung Kong Property Holdings Ltd 152	Tyson Foods Inc 393
Citigroup Inc 134	Carlsberg AS-B 314
General Electric Co 94	Haci Omer Sabanci Holding AS 203
Lundin Petroleum AB 71	CK Hutchison Holdings Ltd 180

De 5 største negative bidragsytere	5 største salg
Samsung Electronics Co Ltd Pref -317	Citigroup Inc -626
General Motors Co -138	American International Group Inc -280
Norsk Hydro ASA -132	Lenovo Group Ltd -276
Tyco International Plc -97	Technip SA -259
Tata Motors Ltd-A- DVR -94	Volvo AB -239





**Gjennomsnittsammerikaneren** slurper fortsatt i seg over 160 liter brus hvert år, men kyllingkonsumet per capita har faktisk økt med 10 prosent de siste tre årene og beregnes å nå 41 kilo i løpet av 2015. Med denne bakgrunnen er det mulig at markedet også undervurderer inntjeningspotensialet på sikt. Fremtiden vil vise om Tyson Foods blir en fjær i hatten for fondet.

utbytte til aksjonærene, takket være et sterkt balanseregnskap.

Fondet kjøpte tre nye selskaper, og solgte seg ut av fire. Det betyr at porteføljen bestod av 59 selskaper i slutten av kvartalet. De nye selskapene er Tyson Foods, Sabanci Holding og Cheung Kong Property Holding.

#### **Fra proteiner til ferdigpakket**

Amerikanske Tyson Foods, med aner tilbake til 1935 og en børsværdi på 17 milliarder dollar, er en av verdens største produsenter av kylling og storfekjøtt. Under ledelsen til administrerende direktør Donnie Smith kjøpte Tyson Foods matvareprodusenten Hillshire Brands i fjor, for åtte milliarder dollar. Hensikten med kjøpet var å reposisjonere Tyson Foods strategisk, fra en syklisk proteinprodusent til en stabil matvareprodusent, hvor ferdigpakket mat utgjør en større del av salget. Vi anslår at ferdigpakket mat vil utgjøre nærmere 40 prosent av overskuddet allerede i 2017, en markant økning fra 15 prosent i 2014. Kjøttproduksjon er et syklisk marked med forholdsvis små marginer. Det betyr at rendyrkede kjøttprodusenter handles til p/e rundt 10. Ferdigpakket mat har høyere marginer og mindre volatile kontantstrømmer.

Matvareprodusenter som er spesialisert på ferdigpakket mat nyter derfor dobbelt så høye p/e-multipler som proteinprodusenter.

I takt med at Tyson Foods går fra å være proteinprodusent til matvareprodusent tror vi at aksjens p/e vil oppvurderes. Markedet har ennå ikke priset inn en multippeleksjon. Det ville være arrogant av oss å spå det eksakte tidspunktet for en multippeleksjon, men vi anser det som sannsynlig at det vil skje i løpet av et par år. Som langsiktige investorer har vi her en mulighet til å kjøpe til en attraktiv pris og få utbytte mens vi venter på oppvurderingen. Dessuten vil det sannsynlig forestående strukturskiftet i amerikanske matvaner være gunstig for Tyson Foods. Overvektsepидemien i USA har nådd alarmerende nivåer, og det har fått regjeringen til å utgi nye forbrukerdirektiver som eksplisitt tar til orde for mer protein og mindre sukker i maten.

Med denne bakgrunnen er det mulig at markedet også undervurderer inntjeningspotensialet på sikt. Fremtiden vil vise om Tyson Foods blir en fjær i hatten for fondet.

#### **Sabanci Holding**

Det tyrkiske konglomeratet Sabanci Holding er tilbake i SKAGEN Global med støtte i det gamle ordtaket «kjøp billig – selg dyrt». Trofaste lesere vil kanskje huske at SKAGEN Global solgte Sabanci Holding i fjerde kvartal 2014. Deretter har aksjekursen falt med 15 prosent og totalavkastningen har hengt etter indeksen med rundt 25 prosent. Først og fremst på grunn av en viss markedsuro i forbindelse med det tyrkiske valget. Den fallende aksjekursen har gitt oss mulighet til å kjøpe oss inn i selskapet igjen, til en attraktiv vurdering.

Det familiekontrollerte konglomeratet har historisk vært effektive til å allokere kapital, noe som illustreres av 16 prosent gjennomsnittlig avkastning på egen kapital for underliggende eiendeler (med unntak av energisegmentet). Eiendelene innbefatter både bank og forsikring, i tillegg til energi og verksted. Alt i alt dreier det seg om 12 tyrkiske selskaper. Vår kursmål indikerer 40 prosents oppside basert på organisk vekst i de underliggende eiendelene, mulig børsinntroduksjon av energisegmentet og økt utbytte fra dagens relativt lave 1,3 prosents direkteavkastning.

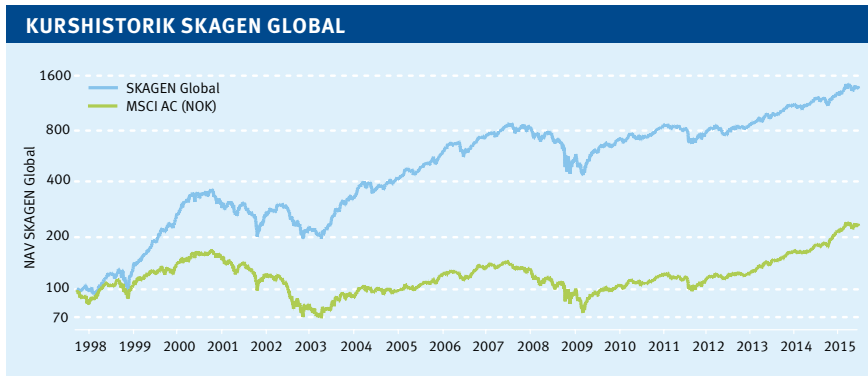


Vi økte vår posisjon i Google i løpet av kvartalet til rundt 2,5 prosent av porteføljen. Med 60 milliarder dollar i kontanter og en sterk kontantstrøm ser vi begrenset nedside og en oppside på 30 prosent fra dagens nivå. Avbildet: En deltaker på Googles årlige utviklerkonferanse viser frem mobilen med et Android Pay-ikon, Googles nye betalingsløsning.

**Google**

I kvartalet økte vi eksponeringen mot den amerikanske søkegiganten Google til rundt 2,5 prosent av porteføljen. I absolutte termer har Googles aksjekurs ligget relativt stille de siste 12 månedene. Vi tror at markedet i tilfellet Google er altfor kortsiktig og aksjen priser ikke tilnæringsvis

inn den inntjeningsveksten som dagens høye kapitalutgifter, ifølge oss, kommer til å generere fra 2017 eller 2018. Med en nettokontantbeholdning på 60 milliarder dollar og sterk vekst i kontantstrømmen, har Google begrenset nedside og minst 30 prosents oppside fra dagens nivå.



**NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE I SKAGEN GLOBAL (PR. 30.06.2015)**

Selskap	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2015e	P/E 2016e	P/B siste	Kursmål
CitiGroup	6,5%	55	10,0	9,3	0,8	75
Samsung Electronics	6,1%	993 000,0	6,5	6,0	0,9	1500000
AIG	5,3%	62	12,6	11,0	0,8	90
General Electric	4,9%	26,6	19,7	16,7	2,5	34
Nordea	3,5%	103,4	12,1	11,9	1,6	150
Roche	3,1%	262,0	18,4	16,9	11,4	380
LG Corp	2,8%	61 800	10,7	9,5	0,9	72 000
State Bank of india	2,6%	263	9,8	8,0	1,2	400
DSM	2,5%	52,0	20,1	17,4	1,5	65
Microsoft	2,5%	44,2	17,2	16,0	4,0	58
<b>Vektet topp 10</b>	<b>40 %</b>		<b>11,3</b>	<b>10,2</b>	<b>1,2</b>	<b>39 %</b>
<b>Vektet topp 35</b>	<b>81 %</b>		<b>11,9</b>	<b>10,6</b>	<b>1,2</b>	<b>34 %</b>
<b>MSCI AC World</b>			<b>16,4</b>	<b>14,6</b>	<b>2,1</b>	

P/E kan avvike fra andre kilder når de er basert på SKAGENs estimater.



**Ikke lenger undervurdert**

I mai skilte porteføljeselskapet Cheung Kong Hutchison Holding ut eiendomsdivisjonen til aksjeeierne under navnet Cheung Kong Property Holding. Markedets vurdering av Cheung Kong Property Holding viste seg å være høy og etter vår mening var aksjen ikke undervurdert. Vi solgte oss ut av posisjonen.

I andre kvartal solgte vi oss ut av posisjonene i Technip, Talanx og Raiffeisen Bank. I etterdønningene av det kraftige oljeprisfallet har det franske oljeserviceselskapet Technip overrasket markedet positivt hittil i år. Vi solgte våre siste aksjer da prisen hadde steget med rundt 30 prosent og dermed innfridd vårt kursmål.

Det tyske forsikringselskapet Talanx har generert en årlig avkastning på 25 prosent siden SKAGEN deltok i børsintroduksjonen i november 2012. Etter at aksjekursen har økt med 60 prosent mener vi at selskapet ikke lenger er undervurdert i forhold til den nåværende strategien. Vi solgte også vår posisjon i Raiffeisen Bank til fordel for mer attraktive investeringsmuligheter andre steder i porteføljen.

**Vel posisjonert**

Porteføljen speiler SKAGENs verdibaserte investeringsfilosofi og handles til en attraktiv rabatt sammenlignet med verdensindeksen. Våre 35 største selskaper har en gjennomsnittlig 2016 p/e på 10,6 sammenlignet med indeks på 14,6. Med andre ord en rabatt på 27 prosent. Sammenfatningsvis har SKAGEN Global i årets seks første måneder generert 6,5 prosent avkastning og fondet er godt posisjonert for å nå sitt mål om minst 15 prosent avkastning årlig i absolutte termer.

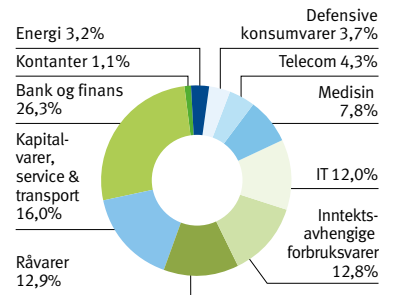
Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Prosentvis fordeling	Børs
Lundin Petroleum AB	3 293 160	367 913	445 497	77 585	1,26%	Stockholm
Kazmunaigas Exploration GDR	3 529 139	415 879	274 890	-140 990	0,78%	London Int
BP Plc	4 269 875	213 135	223 364	10 229	0,63%	London
BP Plc ADR	598 207	174 952	188 193	13 241	0,53%	New York
<b>Sum Energi</b>		<b>1 171 879</b>	<b>1 131 944</b>	<b>-39 935</b>	<b>3,21%</b>	
Koninklijke DSM NV	1 955 246	810 782	895 526	84 744	2,54%	Amsterdam
Heidelbergcement AG	1 176 994	389 487	739 813	350 326	2,10%	Frankfurt
Norsk Hydro ASA	16 945 242	474 549	560 040	85 491	1,59%	Oslo Børs
Akzo Nobel NV	892 610	292 845	515 296	222 451	1,46%	Amsterdam
UPM-Kymmene Oyj	3 099 638	291 644	433 019	141 375	1,23%	Helsingfors
Lundin Mining Corp	12 338 063	366 915	396 892	29 978	1,13%	Toronto
OCI Co Ltd	434 153	385 027	275 138	-109 889	0,78%	Seoul
Mayr-Melnhof Karton AG	303 520	140 593	274 254	133 661	0,78%	Wien
Terium SA ADR	1 994 417	298 074	272 565	-25 509	0,77%	New York
Lundin Mining Corp SDR	5 327 379	147 971	171 207	23 236	0,49%	Stockholm
<b>Sum Råvarer</b>		<b>3 597 887</b>	<b>4 533 750</b>	<b>935 863</b>	<b>12,87%</b>	
General Electric Co	8 170 740	1 616 001	1 719 970	103 969	4,88%	New York
LG Corp	2 304 821	645 552	1 002 977	357 424	2,85%	Seoul
CK Hutchison Holdings Ltd	6 515 098	539 504	753 052	213 549	2,14%	Hong Kong
Koninklijke Philips NV	2 825 548	526 915	568 444	41 528	1,61%	Amsterdam
Tyco International Plc	1 751 162	198 083	531 204	333 121	1,51%	New York
Valmet Corp	3 106 627	212 961	273 629	60 668	0,78%	Helsingfors
Prosegur Cia de Seguridad Sa	6 238 240	202 461	270 082	67 621	0,77%	Madrid
Autoliv Inc	258 314	88 438	237 990	149 553	0,68%	New York
China Communications Services Corp Ltd	41 861 881	150 954	166 527	15 573	0,47%	Hong Kong
Autoliv Inc SDR	130 595	45 327	120 338	75 010	0,34%	Stockholm
<b>Sum Kapitalvarer, service og transport</b>		<b>4 226 197</b>	<b>5 644 213</b>	<b>1 418 016</b>	<b>16,02%</b>	
General Motors Co	3 315 380	473 410	867 059	393 650	2,46%	New York
Gap Inc/The	1 775 497	435 590	533 906	98 317	1,52%	New York
Kingfisher Plc	12 302 903	410 292	531 032	120 739	1,51%	London
Volvo AB	5 250 655	407 180	512 695	105 515	1,46%	Stockholm
Comcast Corp	1 077 693	147 207	506 456	359 249	1,44%	NASDAQ
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	670 632	257 703	495 837	238 134	1,41%	Seoul
Tata Motors Ltd-A- DVR	11 563 913	231 336	372 642	141 306	1,06%	Bombay
Toyota Industries Corp	785 972	140 281	352 552	212 271	1,00%	Tokyo
Minor items	191 412	347 489	323 684	-23 804	0,90%	
<b>Sum Inntektsavhengige forbruksvarer</b>		<b>2 850 487</b>	<b>4 495 864</b>	<b>1 645 377</b>	<b>12,76%</b>	
Tyson Foods Inc	1 314 961	393 017	448 546	55 529	1,27%	New York
Carlsberg AS-B	460 833	314 302	328 892	14 590	0,93%	København
Unilever NV-Cva	911 620	191 767	300 127	108 359	0,85%	Amsterdam
Yazicilar Holding AS	3 577 860	86 656	218 002	131 346	0,62%	Istanbul
<b>Sum Defensive konsumvarer</b>		<b>985 742</b>	<b>1 295 567</b>	<b>309 824</b>	<b>3,68%</b>	
Roche Holding AG-Genusschein	495 108	597 625	1 101 354	503 728	3,13%	Zürich
Sanofi	964 732	601 027	754 694	153 667	2,14%	Paris
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	1 074 283	331 351	499 446	168 095	1,42%	NASDAQ
Varian Medical Systems Inc	613 370	313 599	406 533	92 933	1,15%	New York
<b>Sum Medisin</b>		<b>1 843 603</b>	<b>2 762 026</b>	<b>918 423</b>	<b>7,84%</b>	
Citigroup Inc	5 233 467	1 198 400	2 272 502	1 074 102	6,45%	New York
American International Group Inc	3 816 021	1 013 636	1 855 769	842 133	5,27%	New York
Nordea Bank AB	12 398 133	870 977	1 222 357	351 380	3,47%	Stockholm
State Bank of India	22 526 330	573 039	731 609	158 570	2,08%	India
Goldman Sachs Group Inc	439 836	391 585	724 709	333 123	2,06%	New York
NN Group NV	3 052 161	549 926	677 162	127 237	1,92%	Amsterdam
Storebrand ASA	13 625 168	468 375	440 638	-27 737	1,25%	Oslo Børs
EFG-Hermes Holding SAE	18 826 600	238 806	268 365	29 559	0,76%	Cairo
Columbia Property Trust Inc	1 297 237	254 227	251 180	-3 046	0,71%	New York
Irsa Sa ADR	1 763 696	146 619	248 250	101 630	0,70%	New York
Minor items	7 416 393	489 179	585 226	96 048	1,66%	
<b>Sum Bank og finans</b>		<b>6 194 769</b>	<b>9 277 768</b>	<b>3 082 999</b>	<b>26,33%</b>	
Samsung Electronics Co Ltd Pref	251 657	609 537	1 759 638	1 150 101	4,99%	Seoul
Microsoft Corp	2 505 570	437 371	870 543	433 172	2,47%	NASDAQ
Google Inc CLASS C	162 112	563 208	668 231	105 023	1,90%	NASDAQ
Lenovo Group Ltd	29 495 300	221 697	321 468	99 771	0,91%	Hong Kong
Samsung Electronics Co Ltd	35 003	316 100	312 529	-3 572	0,89%	Seoul
Google Inc CLASS A	45 315	79 242	193 197	113 955	0,55%	NASDAQ
Minor items		24 968	86 209	61 241	0,24%	
<b>Sum Informasjonsteknologi</b>		<b>2 252 123</b>	<b>4 211 813</b>	<b>1 959 690</b>	<b>11,95%</b>	
China Unicom Hong Kong Ltd	39 506 972	374 491	489 118	114 627	1,39%	Hong Kong
Vimpelcom Ltd-Spon ADR	7 361 234	539 474	285 820	-253 654	0,81%	New York
First Pacific Co Ltd	42 834 923	270 660	284 286	13 626	0,81%	Hong Kong
Indosat Tbk PT	65 422 055	226 138	154 134	-72 003	0,44%	Indonesia
China Unicom Hong Kong Ltd ADR	1 144 875	105 570	141 601	36 030	0,40%	New York
Minor items		149 379	147 306	-2 073	0,41%	
<b>Sum Telekom</b>		<b>1 665 712</b>	<b>1 502 266</b>	<b>-163 446</b>	<b>4,26%</b>	
<b>Sum verdipapirportefølje*</b>		<b>24 788 398</b>	<b>34 855 211</b>	<b>10 066 812</b>	<b>98,93%</b>	
Disponibel likviditet			376 173		1,07%	
<b>Sum andelskapital</b>			<b>35 231 383</b>		<b>100,00%</b>	

Basiskurs per 30.06.2015

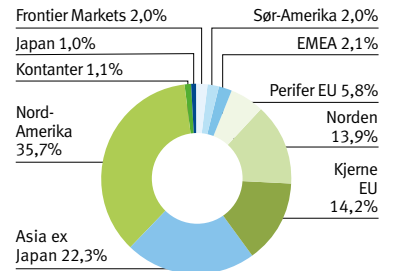
1 374,8063

\* Tall i 1000 NOK.

BRANSJEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING







## SKAGEN Kon-Tiki

Viser vei i nytt farvann

- › Vår kontrære satsing i Petrobras lønte seg.
- › Tre av våre største investeringer dro ned avkastningen.
- › Jobber med å forbedre salgsdisiplinen i fondet.

1 2 3 4 5 **RISK** 7

Fondets startdato 5. April 2002

Avkastning siden oppstart 609,02 %

Forvaltningskapital 43 686 mill NOK

Antall andelseiere 70 785

**AVKASTNING** KV 2/-15\* 12 M.\*

SKAGEN Kon-Tiki -3,7 % 6,5 %

MSCI Emerging Markets -1,9 % 21,6 %

\* Per 30. juni 2015.



### PORTEFØLJEFORVALTERE

Kristoffer Stensrud, Knut Harald Nilsson, Cathrine Gether, Erik Landgraff og Hilde Jenssen

Skagen Rev Fyrskib, 1892 (Utsnitt).  
Av Carl Loger, en av Skagenmalerne.  
Bildet tilhører Skagens Museum.



Den nye posisjonen i fondet, Sberbank, er best i klassen blant russiske banker. Avbildet: en kunde venter i resepsjonen til Sberbank-filialen i Almaty, Kasakhstan.

Foto: Bloomberg

## Stø kurs

I løpet av andre kvartal falt SKAGEN Kon-Tiki i verdi med 3,7 prosent, sammenlignet med en nedgang på 1,9 prosent for vekstmarkedsindeksen (EM). Hittil i år er fondet opp 2,3 prosent, noe som er 5,7 prosentpoeng dårligere enn indeksen.

Tre av våre største poster, Great Wall Motor, Hyundai Motor og Samsung Electronics – som til sammen utgjorde 21 % av porteføljen ved inngangen til kvartalet – var en brems på avkastningen i andre kvartal. På den positive siden bør det nevnes at vår kontrære satsing på det store, brasilianske oljeselskapet Petrobras betalte seg i godt monn. Det Hong Kong-baserte kapitalforvaltningsselskapet Value Partners og den brasilianske kjøttprodusenten Marfrig gjorde det også bra.

Vi er absolutt ikke fornøyd med utviklingen i det siste, men vi mener fortsatt at vår gjennomprøvde tilnærming med å

identifisere upopulære, underanalyserte og undervurderte aksjer vil føre til tilfredsstillende avkastning på lang sikt. Porteføljen består av gode selskaper som omsettes med solid rabatt til markedet, og i forhold til vårt estimat av substansverdien. Selv om vi ikke kan forutsi de kortsiktige preferansene til de investerende skarer, er vi sikker på at i det lange løp så vil bedriftenes fundamentalverdier være viktigere enn flyktig popularitet.

Når det er sagt, så er vi hele tiden på utkikk etter måter vi kan forbedre vår investeringsprosess på.

### NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE I SKAGEN KON-TIKI (PR. 30.06.2015)

Selskap	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2014	P/E 2015e	P/B siste	Kursmål
Samsung Electronics	8,0%	993 000	6,4	6,0	0,9	1 500 000
Hyundai Motor	7,7%	102 000	3,6	3,9	0,4	200000
State Bank of India	4,1%	262,8	11,5	8,0	1,2	450
Mahindra & Mahindra	4,1%	1 282	24,1	12,8	2,9	2000
Sabanci Holding	3,8%	10	9,9	8,4	1,1	14
Bharti Airtel	3,5%	420	32,4	21,0	2,7	450
ABB	3,2%	175,1	21,1	14,6	2,9	250
Naspers	2,7%	1 895	68,1	37,9	10,0	2250
Great Wall Motor	2,6%	38	11,5	7,8	3,0	60
Richter Gedeon	2,4%	4 200,0	31,7	15,3	1,4	7500
SBI Holdings	1,9%	1 686	8,0	13,0	1,0	3 000
Hitachi	1,9%	806,8	16,1	9,5	1,3	1200
<b>Vektet topp 12</b>	<b>46 %</b>		<b>8,7</b>	<b>7,8</b>	<b>1,0</b>	<b>57 %</b>
<b>Vektet topp 35</b>	<b>75 %</b>		<b>11,6</b>	<b>8,4</b>	<b>1,1</b>	<b>57 %</b>
<b>Vekstmarkedsindeksen</b>			<b>13,8</b>	<b>12,3</b>	<b>1,6</b>	

P/E kan avvike fra andre kilder når de er basert på SKAGENS estimater.



## VÅRRENGJØRING

Ett forbedringsområde vi tar tak i er salgsdisiplin. Når en aksje bør selges er alltid et vanskelig spørsmål, som setter fastholdelse av et kursmål opp mot farene ved å selge vinnerne og beholde taperne. For SKAGEN Kon-Tiki er det tre hovedgrunner til å selge en aksje.

Den første gjelder de tilfellene der forventningene kolliderer med virkeligheten på uventede måter. Erfaringen har lært oss at når vår investeringstese viser seg å ikke være riktig, bør aksjen selges selv om den har en lavere verdivurdering enn da vi først kjøpte den.

Et godt eksempel på dette er Aveng, et sørafrikansk bygg- og anleggsselskap. Til tross for at vi forstod at vår investeringstese ikke endte opp som forventet, har vi nølt med å selge på grunn av lav verdivurdering og håp om et omslag i selskapets omstendigheter. Dette er ikke en oppskrift på vellykket investering.

Den andre grunnen er at hvis vi finner bedre investeringsmuligheter andre steder, så bør kapitalen omplasseres til selskaper med en høyere risikojustert oppside.

Den tredje grunnen – og dette er den vanskeligste – er at vi bør selge når aksjen nærmer seg kursmålet. Det høres lett ut, men vanskelighetene oppstår når du selger flotte selskaper på grunn av en plutselig økning i kursen. Når man tar hensyn til transaksjonskostnadene, er ikke salg til en kurs bare noen punkter fra kursmålet alltid det rette svaret.

På den annen side er markedet der for å

tjene oss, og hvis vi er konsekvente med å oppdatere våre kursmål, så bør de følges. Utfordringer som dette er en del av det som gjør investering til en så fascinerende disiplin, og hvorfor det etter manges mening er mer kunst enn vitenskap.

For å komplisere bildet ytterligere kan beslutningstaking bli påvirket av kapitalstrømmer. Vi har funnet ut at det å opprettholde salgsdisiplin i perioder med store innstrømninger er livsviktig for å unngå forsinkelser med å avvike ideer som vi ikke lenger er like overbevist om.

For å omsette ord i handling, har vi fokusert på å gå ut av mindre posisjoner der overbevisning – og ikke markedsverdi eller likviditetsbegrensinger – forklarer den begrensede størelsen. Vi solgte oss ut av Siem Offshore, Exxaro, Yingli og MRV på grunn av negativ utvikling i forhold til vårt investeringscase.

På den mer positive siden nådde Value Partners, Skyworth, Harbin Electric og Kiwoom sine kursmål, og vi tok nærmeste utgang. Følgelig har vi redusert antall posisjoner i porteføljen fra 93 til 88 i løpet av kvartalet.

## NYE SELSKAPER:

Selv om vi sa farvel til et stort antall posisjoner i løpet av kvartalet, er vi alltid på utkikk etter den neste store investeringsmuligheten. Vi inntok tre nye posisjoner, nemlig Sberbank, China Shipping Development og Eros International Media.

Sberbank er den beste russiske banken i sin klasse og bør tjene på at inflasjonen går ned og at den russiske økonomien stabiliserer seg. Vi kjøpte preferanseaksjene da indeksfond ble nødt til å selge som følge av at aksjen ble tatt ut av MSCI-indeksen og fordi preferanseaksjene ble omsatt til en historisk stor rabatt i forhold til de ordinære aksjene.

China Shipping Development er et Shanghai-basert shippingselskap som fokuserer på tørrbolk og tank. Aksjene er notert som både A- og H-aksjer, der sistnevnte selges med en stor rabatt (P/B 0,75x mot 1,8x). Vi mener at den nåværende verdivurderingen kun tar hensyn til forbedring innen tank, til tross for tegn på at tørrlast er nær bunnen. Ettersom det ikke blir noen flåtevekst i år eller neste år, og siden lagrene av kinesisk kull og jernmalm befinner seg på rekordlave nivåer, kan inntjeningen overraske på oppsiden. På mellomlang til lang sikt tror vi at reform av statsdominerteselskaper - og dermed bedre eierstyring, vil være viktige pådrivere for høyere avkastning.

Eros International Media er en ledende samprodusent, kjøper og distributør av indiskspråklige filmer. Selskapet har en sterk stilling i en voksende bransje, og har en erfaren ledelse. Ettersom aksjen ble omsatt til 14x neste års inntjening på anskaffelsestidspunktet, betalte vi ikke mye for våre positive forventninger.

### KURSHISTORIK SKAGEN KON-TIKI





Foto: Bloomberg

**Vår kontrære satsing** i brasilianske Petrobras har betalt seg godt i kvartalet. Oljeplattform i Guanabara-bukta i Brasil på bildet.

## DET SOM VIRKET ...

Vår beste bidragsyter i kvartalet var det brasilianske oljeselskapet Petrobras. Selskapet, som er en sterk kandidat i enhver upopulærhetskonkurranse, har måttet stri med en lang liste med problemer, blant annet høye kostnadsnivåer, korrupsjonsanklager og høye gjeldsnivåer. Og listen er lenger enn som så.

Likevel kunne vi fremdeles identifisere en rekke positive trekk. For det første påføres Petrobras et betydelig tap ved å importere bensin som de må selge til en lavere pris (som fastsettes av myndighetene) på hjemmemarkedet. Fallet i oljeprisen har redusert disse tapene vesentlig. For det andre var det tegn på at det ble tatt tak i den dårlige eierstyringen.

Siden kjøpet har vi sett forbedring av resultatene, viktige personalendringer og en ny strategisk plan. Selv om selskapet fremdeles ikke er noen skjønnhetsdronning, illustrerer den nylige kursutviklingen hvordan en liten forbedring i forventningene har stor effekt når startpunktet nesten er null.

Det Hong Kong-baserte kapitalforvalt-

ningsselskapet Value Partners var kvartalets nest beste bidragsyter. Value Partners er et meget godt selskap i en bransje med betydelig potensial på lang sikt, og vi forventer at det vil tjene på økende utbredelse av kapitalforvaltningstjenester i Kina og den omkringliggende regionen. Likevel forblir verdivurdering en kritisk faktor for enhver SKAGEN-investering, og etter at aksjen mer enn doblet seg på noen få uker, bestemte vi oss for å avvikle posisjonen til høye kurser.

## ...OG DET SOM IKKE VIRKET

*“Mange av de nå falne skal få oppreisning, og mange skal falle som nå æres.”*

Slik begynner *Security Analysis*, Benjamin Grahams betydelige verk om verdiinvestering. SKAGEN Kon-Tikis utvikling i andre kvartal demonstrerer den tidløse allmenngyldigheten av Horats gamle ordtak. Etter å ha vært våre to beste bidragsytere i første kvartal falt Great Wall Motor og Samsung Electronics rett ned til bunnen av listen i det andre. Selv om vi ikke bryr oss så

mye om kortsiktig utvikling, tjener slike store svingninger som en god påminnelse om hvordan aksjekursene kan svinge betydelig mer enn det som er tilfelle med selskapenes substansverdi.

Hovedbekymringene angående Great Wall dreier seg om marginenes bærekraft. Med driftsmarginer på 16 % har selskapet hatt en betydelig høyere lønnsomhet enn det typiske nivået på 5–10 % som er vanlig blant globale bilprodusenter. Med overkapasitet i anmarsj på det kinesiske bilmarkedet, lave forskning og utviklingsinvesteringer og nylig kunngjorte kampanjepriser, er marginrisikoen så visst til stede. Sammen med en ganske høy verdivurdering har dette ført til at vi har redusert beholdningen av aksjer i Great Wall med en tredjedel til høye kurser.

## Få vinner med koreanske won

Våre store koreanske poster, Hyundai Motor og Samsung Electronics, hadde et svakt kvartal. Skuffende salgstill førte til en trøblete start på året for Hyundai, noe som har gitt en negativ avkastning på 20 % på våre preferanseaksjer hittil i år. Den relative styrken til koreanske won har ført til motvind i konkurransen med japanerne, men vi hadde likevel forventet at lanseringen av nye modeller ville ha en større effekt på salget i de siste par kvartalene.

Med en P/E på 4x og P/B på 0,5x har Hyundai en verdivurdering man sjelden ser blant globale selskaper. Spørsmålet er derfor om det er blitt en verdifelle. Vi mener at det fortsatt er igjen flere katalysatorer, blant annet bedre salg gjennom modellforbedringer og en forbedring av eierstyringen. Vi er klar over at bedre drift sannsynligvis vil være den viktigste pådriveren for avkastning og holder som alltid et godt øye med selskapets utvikling.

### SKAGEN KON-TIKI 2. KV. 2015 (MILL. NOK)

De 5 største positive bidragsytere		5 største kjøp	
Petroleo Brasileiro Pref ADR	156	China Shipping Development	251
Value Partners Group Ltd	146	Haci Omer Sabanci Holding AS	205
Marfrig Global Foods SA	145	Sberbank of Russia Pref	151
Golar LNG Ltd	136	Golden Ocean Group Ltd	129
UPL Ltd	95	Eros International Media Ltd	82
De 5 største negative bidragsytere		5 største salg	
Great Wall Motor Co Ltd	-558	AP Moeller - Maersk A/S	-905
Samsung Electronics Co Ltd Pref	-512	Great Wall Motor Co Ltd	-781
Hyundai Motor Co Pref	-415	Lenovo Group Ltd	-777
AirAsia Bhd	-206	Shiseido Co Ltd	-519
Tech Mahindra Ltd	-195	Harbin Electric Company Ltd	-389



## DET LANGE LØP

I en verden som ofte domineres av makroøkonomiske og politiske hendelser, og der en overflod av investorer jakter på kortsiktig glede, tilbyr SKAGEN Kon-Tiki en tydelig tilnærming. Med vårt fokus på verdi over momentum, langsiktighet (målt i år) over kortsiktighet og bedriftenes fundamentalverdier over nyhetsoverskrifter, er ikke våre metoder alltid på moten. Og det er grunnen til at de virker. På lang sikt.

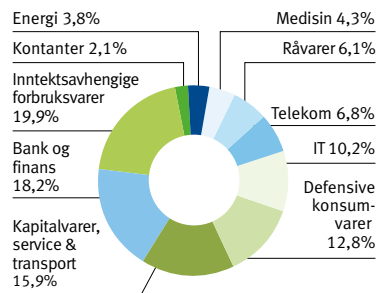
Foto: Bloomberg

## VERDIPAPIRPORTEFØLJE SKAGEN KON-TIKI PER 30. JUNI 2015

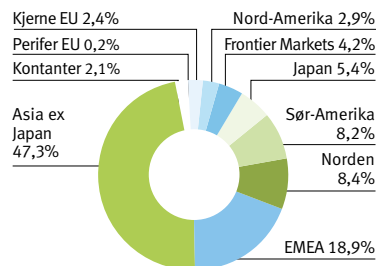
Se hele verdipapirporteføljen:  
[www.skagenfondene.no/kantiki-portefolje](http://www.skagenfondene.no/kantiki-portefolje)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Prosentvis fordeling	Børs
Petroleo Brasileiro Pref ADR	9 864 888	506 969	636 444	129 476	1,46%	New York
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	224 088 000	368 096	407 054	38 958	0,93%	Hong Kong
Tullow Oil Plc	8 461 624	793 317	358 112	-435 205	0,82%	London
Rec Silicon ASA	83 201 594	133 426	140 111	6 685	0,32%	Oslo Børs
Minor items		541 097	111 577	-429 519	0,26%	
<b>Sum Energi</b>		<b>2 342 905</b>	<b>1 653 299</b>	<b>-689 606</b>	<b>3,78%</b>	
UPL Ltd	10 294 488	191 091	681 540	490 449	1,56%	India
Vale Sa Spons pref ADR	14 322 805	1 356 658	573 025	-783 633	1,31%	New York
Hindalco Industries Ltd	30 031 830	504 565	415 392	-89 173	0,95%	India
OCI Co Ltd	600 000	455 623	380 241	-75 382	0,87%	Seoul
LG Chem Ltd Pref	259 179	178 915	343 102	164 187	0,79%	Seoul
Asia Cement China Holdings	48 522 500	178 365	188 592	10 227	0,43%	Hong Kong
Minor items		417 257	103 173	-314 084	0,24%	
<b>Sum Råvarer</b>		<b>3 282 474</b>	<b>2 685 065</b>	<b>-597 409</b>	<b>6,14%</b>	
ABB Ltd	8 530 512	769 826	1 416 021	646 195	3,24%	Stockholm
Hitachi Ltd	16 195 000	791 993	839 668	47 676	1,92%	Tokyo
CNH Industrial NV	9 138 348	555 673	659 313	103 640	1,51%	New York
Bidvest Group Ltd	2 800 000	326 110	556 404	230 294	1,27%	Johannesburg
Frontline 2012 Ltd	12 706 335	327 355	520 960	193 604	1,19%	Unotert
Golar LNG Ltd	1 298 301	471 325	479 278	7 954	1,10%	NASDAQ
AirAsia Bhd	108 497 800	414 918	348 392	-66 526	0,80%	Kuala Lumpur
Enka Insaat Ve Sanayi AS	23 092 016	217 528	345 821	128 293	0,79%	Istanbul
Norwegian Air Shuttle ASA	900 000	84 407	292 410	208 003	0,67%	Oslo Børs
China Shipping Development	43 210 000	251 340	257 397	6 056	0,59%	Hong Kong
AP Moeller - Maersk A/S	18 000	144 957	256 294	111 338	0,59%	København
LG Corp Pref	808 430	118 266	213 186	94 920	0,49%	Seoul
Empresas ICA S.A.B	32 729 853	448 729	200 008	-248 720	0,46%	Mexico
Golden Ocean Group Ltd	4 665 202	182 757	140 947	-41 809	0,32%	NASDAQ
Euronav SA	1 090 286	98 518	126 274	27 757	0,29%	Brussel
Golden Ocean Group Ltd	4 065 322	119 743	123 992	4 249	0,28%	Oslo Børs
Minor items		680 291	157 967	-522 324	0,36%	
<b>Sum Kapitalvarer, service og transport</b>		<b>6 003 735</b>	<b>6 934 333</b>	<b>930 598</b>	<b>15,87%</b>	

### BRANSJEFORDELING



### GEOGRAFISK FORDELING



Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Prosentvis fordeling	Børs
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	2 384 671	402 745	1 763 124	1 360 380	4,03%	Seoul
Hyundai Motor Co Pref (1p)	2 234 715	358 958	1 605 046	1 246 088	3,67%	Seoul
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	8 005 385	186 510	1 278 594	1 092 084	2,93%	London Int
Naspers Ltd	950 050	278 067	1 166 623	888 556	2,67%	Johannesburg
Great Wall Motor Co Ltd	29 399 500	53 329	1 133 715	1 080 386	2,59%	Hong Kong
LG Electronics Inc Pref	3 050 000	823 954	492 887	-331 067	1,13%	Seoul
Mahindra & Mahindra Ltd	3 103 503	250 706	491 932	241 226	1,13%	India
DRB-Hicom Bhd	88 408 800	365 449	293 102	-72 347	0,67%	Kuala Lumpur
Apollo Tyres Ltd	13 028 865	109 290	274 183	164 893	0,63%	India
Minor items		175 311	180 403	5 092	0,41%	
<b>Sum Inntektsavhengige forbruksvarer</b>		<b>3 004 319</b>	<b>8 679 611</b>	<b>5 675 291</b>	<b>19,86%</b>	
X 5 Retail Group NV GDR	4 990 306	506 266	653 726	147 461	1,50%	London Int
Cosan Ltd	13 091 033	791 870	630 347	-161 523	1,44%	New York
Yazicilar Holding AS	8 837 139	222 040	538 454	316 415	1,23%	Istanbul
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA	8 706 469	324 648	525 661	201 013	1,20%	Madrid
Familymart Co Ltd	1 407 900	389 252	509 379	120 128	1,17%	Tokyo
Marfrig Global Foods SA	33 457 200	525 979	482 868	-43 111	1,10%	Sao Paulo
Massmart Holdings Ltd	3 739 366	285 120	362 982	77 862	0,83%	Johannesburg
PZ Cussons Plc	7 625 746	127 931	342 736	214 805	0,78%	London
Kulim Malaysia BHD	50 827 600	160 451	264 952	104 501	0,61%	Kuala Lumpur
Cia Cervecerias Unidas SA ADR	1 538 270	280 090	256 822	-23 268	0,59%	New York
Cia Brasileira de Distribuicao - Pref	1 326 200	324 877	253 054	-71 823	0,58%	Sao Paulo
Casino Guichard Perrachon SA	316 924	250 764	190 151	-60 612	0,44%	Paris
Shiseido Co Ltd	951 600	102 371	169 882	67 511	0,39%	Tokyo
Podravka Prehranbeni Ind DD	406 584	111 935	145 510	33 575	0,33%	Zagreb
East African Breweries Ltd	5 774 866	88 566	139 674	51 107	0,32%	Nairobi
Minor items		139 800	115 763	-24 037	0,26%	
<b>Sum Defensiv konsumer</b>		<b>4 631 958</b>	<b>5 581 961</b>	<b>950 003</b>	<b>12,77%</b>	
Richter Gedeon Nyrt	8 936 510	970 296	1 043 540	73 243	2,39%	Budapest
China Shineway Pharmaceutical	36 934 000	280 298	434 026	153 728	0,99%	Hong Kong
Eis Eczacibasi Ilac Ve Sanayi	19 410 554	133 038	161 303	28 265	0,37%	Istanbul
Supermax Corp BHD	30 573 600	117 548	131 960	14 413	0,30%	Kuala Lumpur
Minor items		39 931	98 053	58 122	0,22%	
<b>Sum Medisin</b>		<b>1 541 111</b>	<b>1 868 882</b>	<b>327 771</b>	<b>4,28%</b>	
State Bank of India	55 690 910	1 265 479	1 808 728	543 248	4,14%	India
Haci Omer Sabanci Holding AS	56 050 322	1 216 783	1 662 335	445 552	3,80%	Istanbul
SBI Holdings Inc	7 759 600	603 587	840 733	237 145	1,92%	Tokyo
Moscow Exchange MICEX-RTS OAO	57 263 060	612 265	558 719	-53 545	1,28%	Moskva
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	22 815 700	565 560	522 235	-43 325	1,19%	Sao Paulo
JSE Ltd	5 864 519	226 705	484 527	257 821	1,11%	Johannesburg
Korean Reinsurance Co	4 860 366	182 225	420 958	238 734	0,96%	Seoul
Kiatnakin Bank Plc	37 429 463	334 353	307 022	-27 331	0,70%	Bangkok
EFG-Hermes Holding SAE	17 939 257	353 507	255 717	-97 790	0,59%	Cairo
Dragon Capital - Vietnam Enterprise Investments Ltd	9 000 000	111 229	203 934	92 705	0,47%	Dublin
Ghana Commercial Bank Ltd	18 001 604	88 821	158 427	69 606	0,36%	Ghana
Raiffeisen Bank International AG	1 376 967	270 180	158 391	-111 789	0,36%	Wien
Sberbank of Russia Pref	21 400 000	151 067	145 663	-5 404	0,33%	Moskva
Nordnet AB	4 118 184	57 184	129 224	72 040	0,30%	Stockholm
Diamond Bank Plc	718 971 941	153 449	124 673	-28 775	0,29%	Lagos
Minor items		183 931	176 571	-7 359	0,40%	
<b>Sum Bank og finans</b>		<b>6 376 324</b>	<b>7 957 856</b>	<b>1 581 532</b>	<b>18,21%</b>	
Samsung Electronics Co Ltd Pref	310 282	766 576	2 169 557	1 402 981	4,96%	Seoul
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	382 663	376 532	1 335 256	958 724	3,06%	London Int
Tech Mahindra Ltd	8 784 608	354 450	518 818	164 368	1,19%	India
Lenovo Group Ltd	37 938 000	217 652	413 484	195 832	0,95%	Hong Kong
<b>Sum Informasjonsteknologi</b>		<b>1 715 211</b>	<b>4 437 115</b>	<b>2 721 904</b>	<b>10,15%</b>	
Bharti Airtel Ltd	29 648 206	1 130 346	1 539 379	409 033	3,52%	India
Kinnevik Investment AB-B	2 717 167	481 930	677 455	195 525	1,55%	Stockholm
Indosat Tbk PT	206 683 750	557 401	486 947	-70 454	1,11%	Indonesia
Sistema Jsc	71 610 460	487 565	201 580	-285 986	0,46%	Moskva
Minor items		79 436	69 284	-10 151	0,16%	
<b>Sum Telekom</b>		<b>2 736 677</b>	<b>2 974 644</b>	<b>237 967</b>	<b>6,81%</b>	
<b>Sum verdipapirportefølje*</b>		<b>31 634 714</b>	<b>42 772 766</b>	<b>11 138 052</b>	<b>97,87%</b>	
Disponibel likviditet			932 193		2,13%	
<b>Sum andelskapital</b>			<b>43 704 960</b>		<b>100,00%</b>	
Basiskurs per 30.06.2015		719,7447				

\* Tall i 1000 NOK.



## SKAGEN m<sup>2</sup>

En andel i det globale eiendomsmarkedet

- › Svakt marked for eiendomsaksjer med usikkerhet rundt renteutviklingen i USA og utviklingen i Hellas
- › Benyttet nedgangen til å tilpasse porteføljen. Økt fokus på å luke ut selskaper som ikke evner å skape langsiktige verdier
- › Lettere for å finne selskaper med lavere verdsettelse

1	2	3	4	RISK	6	7
Fondets startdato	5. April 2002					
Avkastning siden oppstart	44,08 %					
Forvaltningskapital	1 156 mill NOK					
Antall andelseiere	8 577					
<b>AVKASTNING</b>	<b>KV 2/-15*</b>	<b>12 M.*</b>				
SKAGEN m <sup>2</sup>	-10,7 %	21,3 %				
MSCI ACWI Real Estate IMI	-7,9 %	30,2 %				

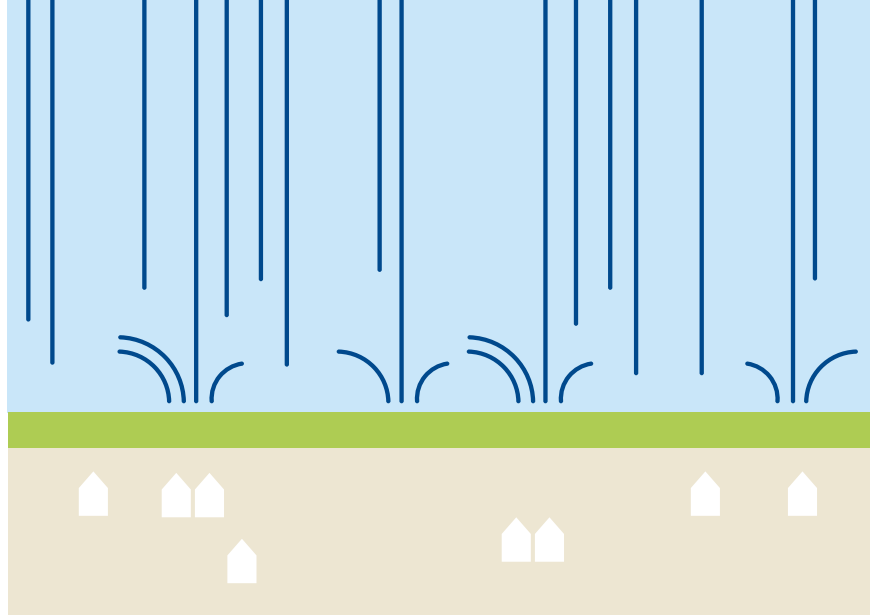
\* Per 30. juni 2015.



### PORTEFØLJEFORVALTERE

Michael Gobitschek og Harald Haukås

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



## Regntungt kvartal

SKAGEN m<sup>2</sup> hadde et svakt andre kvartal, og hadde ved utgangen av juni tapt hele oppgangen fra årets første kvartal i løpet av perioden.

Det svakere markedet for eiendomsaksjer har hatt ulike grunner, slik som usikkerhet rundt renteutviklingen i USA, pågående forhandlinger med Hellas og fokus på skyhøy verdsettelse i Kina. I tillegg kommer generell bekymring rundt verdsettelse av aksjer i en verden full av sentralbankpenger som etter hvert begynner å forsvinne. Når alle disse faktorene blandes sammen med mange børsnoteringer hvor målet er å realisere gevinster etter gode år, samt manglende fall i det generelle markedet siden 2012, skapes et klima for nedgang for eiendomsaksjer.

Fordelen med utviklingen er at det er som regn etter lange dager med sol og tørt vær. Det gjør godt og en får frisket opp. Vi som forvaltere har da mye lettere for å finne selskaper med lavere verdsettelse og slipper å springe etter markedet.

### USA tynget

Blant de svakeste markedene for eiendomsaksjer i perioden var USA, som hadde en dårligere utviklingen enn den generelle globale eiendomsaksjeindeksen. I SKAGEN M2 var alle de seks største negative bidragsyterne amerikanere med vekt mellom tre og fire prosent. Dette til tross for akseptable resultater og ingen spesifikke nyheter.

Amerikanske eiendomsaksjer hadde sterk oppgang i 2014 etter at forventnin-

ger om renteoppgang ble erstattet av en faktisk rentenedgang. Dette fortsatte fram til andre kvartal da den amerikanske 10 årsrenten begynte å bevege seg oppover igjen.

Volatiliteten i renteutviklingen har vært mer utfordrende enn selve renteoppgangen. En faktisk signifikant renteoppgang i USA vil sannsynligvis være bedre for eiendomsaksjemarkedet enn fortsatt usikkerhet. En utløst negativ nyhet gir ofte oppgang når den er forberedt i forkant. Det må dog bemerkes at aksjemarkedet alltid vil bevege seg mot et balansepunkt der kjøpere og selgere er usikre!

Det har også vært en dreining fra USA til Europa som ligger etter i pengepolitiske lettelse. Dette medførte rekordlave europeiske renter som ga ekstremt billig finansiering for våre eiendomselskaper. British Land og Unibail utstedte konvertible obligasjoner med 0+ rente og konverteringskurs 30 prosent over gjeldende børskurs.

China South City ble den største positive bidragsyteren i kvartalet. Hovedsakelig var dette fordi selskapet ble solgt ut av porteføljen før nedgangen for kinesiske aksjer fikk skikkelig fotfeste i kvartalet. De to neste positive bidragsyterne på listen var de spanske selskapene Melia Hotels og Axia, hvor vi deltok i en kapitalutvidelse.



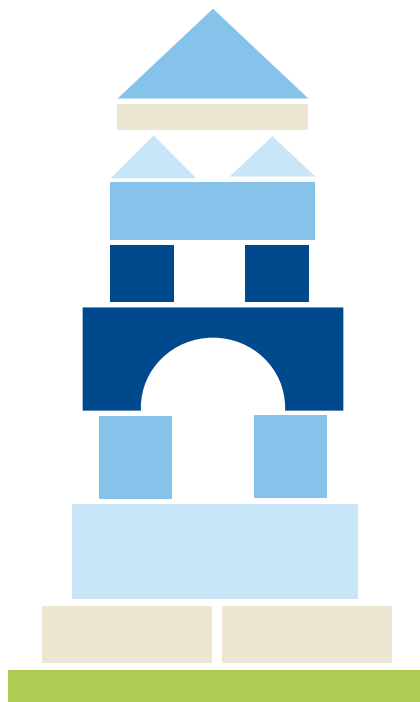


Foto: Bloomberg



Foto: Bloomberg

**Likheten mellom Olav Thon og IRSA** er at begge selskaper har store majoritetseiere som skaper verdi og som har jobbet med sitt spesialfelt hele livet. Til høyre Olav Thon og IRSAs majoritetseier Eduardo Elstain.

### Fokus på verdiskaping

Verdier i eiendomsaksjemarkedet skapes både gjennom drift og hvordan en opererer i kapitalmarkedet. En kan skape og ødelegge verdier på begge arenaer.

I resten av 2015 vil enda sterkere fokus bli satt på å luke ut selskaper som ikke evner å skape langsiktige verdier. I den nedgangen vi nå har vært gjennom har vi benyttet anledningen til å selge oss ut av en del selskaper og tilpasse porteføljen enda bedre opp mot verdiskapende selskaper.

Et eksempel på dette er at vi solgte oss helt ut Citycon og brukte pengene til å kjøpe oss opp i Olav Thon. Begge selskapene eier og driver kjøpesentre i Norden. Citycon ble priset til over verdien av aktiva, mens Olav Thon ble priset med en rabatt. Valget syntes enkelt, men var ikke eneste grunnen for vårt valg. Vel så viktig var den langsiktige oppførselen i kapitalmarkedet.

Olav Thon har siden sin børsintroduksjon aldri hentet egenkapital i aksjemarkedet, men bygget opp selskapet med løpende inntjening og betalt ut et mindre utbytte. Denne bygg sten på sten mentaliteten har vært svært lukrativ for langsiktige (og kortsiktige de siste årene) aksjeeiere. Det motsatte gjelder Citycon, som har distribuert ut all kontantstrøm i utbytter og vekst blir finansiert gjennom å utstede dyr egenkapital. Dette betyr at selskapet blir meglermat og dyre kostnader påløper.

### Uavhengig av verdensdel

Andre eksempler er General Shopping og IRSA. Vi solgte nylig ut General Shopping, og har passivt (ikke solgt ved innløsning og kursoppgang) økt eksponeringen mot IRSA. General Shopping tok opp lån i amerikanske dollar for å investere i Brasil. Selskapet omtaler stadig sitt valutatap som «non cash loss», noe som betyr at de så lenge lånet ikke er innfridd er ikke tapet realisert. Dette er en holdning som skremmer og som likner andre som lever på en illusjon når en har store urealiserte tap. Det er vanskelig å se at selskapet vil bli presset opp i et hjørne i møte med sine kreditorer. Dette betyr at de må selge eiendom for å håndtere lån, både renter og avdrag.

IRSA eier på den annen side noen av de beste eiendommene i Argentina og har klart å manøvrere i et politisk urolig land. Selskapet hadde store investeringer på Manhattan, men deler av disse er nå solgt for å refinansiere det tungt forgjeldede sel-

skapet IBD i Israel. Selv om investeringer i Israel innebærer flere risiki enn de rent finansielle har landet en forholdsvis stabil økonomi. IRSAs hovedeier har over tid vist en imponerende evne til opportunistiske og svært verdiskapende investeringer.

En likhet mellom Olav Thon og IRSA er at begge selskaper har store majoritetseiere som skaper verdier og som har arbeidet med sin spesialkompetanse hele livet. Et annet tilsvarende selskap er det spanske hotellselskapet Melia, der den dominerende eierfamilien eier 60 prosent. Selv om selskapet kun har gitt investorene en årlig avkastning på 5 % de siste 19 årene, er dette faktisk et av de få selskapene med eiendomseksponering i Spania som har gitt avkastning overhode.

### SKAGEN m<sup>2</sup> 2. KV. 2015 (MILL. NOK)

De 5 største positive bidragsytere	
China South City Holdings Ltd	3,3
Melia Hotels International	1,3
Axia Real Estate SOCIMI SA	0,8
Phoenix Mills Ltd	0,4
CSI Properties Ltd	0,3
De 5 største negative bidragsytere	
HCP Inc	-10,2
Brandywine Realty Trust	-9,8
General Growth Properties Inc	-8,3
Ashford Hospitality Trust	-8,2
CBL & Associates Properties Inc	-7,8

5 største kjøp	
Axia Real Estate SOCIMI SA	11
Keck Seng Investments	9
Grivalia Properties Reic AE	8
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	6
Emlak Konut Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	4
5 største salg	
Melia Hotels International	-15
Shimao Property Holdings Ltd	-15
China South City Holdings Ltd	-13
Ticon Industrial Connection Pcl-Nvdr	-12
Citycon Oyj	-11



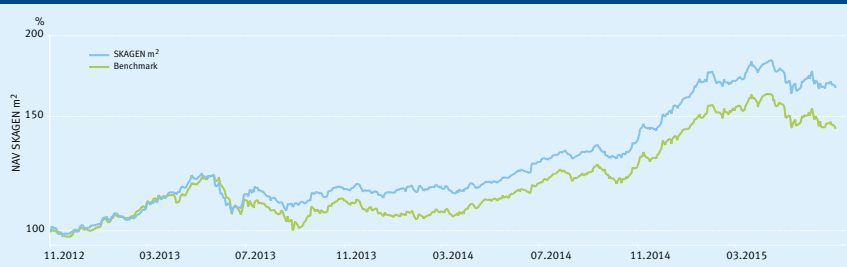
Foto: Meliá Alicante, Meliá Hotels International

I Hong Kong solgte vi oss ut av CSI Properties og kjøpte Keck Seng. CSI ble solgt etter at selskapet kjøpte først tilbake egne aksjer til stor rabatt, noe som forårsaket en økning i kursen, for så å gjennomføre en emisjon til stor rabatt. Vi investerte i stedet i Keck Seng, som eier flere hoteller i blant annet Vietnam og USA. Hvert av de to hotellene i USA har en verdi som tilsvarer markedsverdien av hele selskapet. Selv om aksjen ikke handles i store volumer, slik som også Olav Thon var, skjer det en kontinuerlig verdiskapning som kommer aksjonærene til gode på lengre sikt.

Etter den utviklingen vi har vært igjennom i år har vi benyttet denne rapporten til å dele litt tanker med våre andelseiere. Selskapene som er omtalt i teksten er brukt som eksempler på forsterket fokus som forhåpentligvis vil forbedre våre resultater.

Det nest beste bidraget til avkastningen kom fra spanske Meliá Hotels. På lik linje som våre andre selskaper Olav Thon og IRSA, har selskapet en dominerende eier. Foto: Meliá Alicante, Meliá Hotels International

#### KURSHISTORIK SKAGEN m<sup>2</sup>

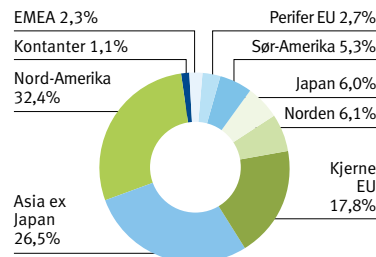


#### NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE I SKAGEN m<sup>2</sup> (PR. 30.06.2015)

Selskap	Postens størrelse	Kurs	P/NAV siste	Dividend Yield 2015E	EBITDA 2015E/EV
Global Logistic Properties Ltd	4,3%	2,53	102 %	2,0%	5,6%
Columbia Property Trust Inc	4,1%	24,61	80 %	4,9%	6,0%
HCP Inc	4,0%	36,63	112 %	6,6%	6,3%
Olav Thon Eiendomsselskap	4,0%	142,50	80 %	1,2%	6,2%
Mitsui Fudosan Co Ltd	3,9%	3 427,00	107 %	0,8%	5,3%
General Growth Properties Inc	3,9%	25,76	90 %	2,6%	5,4%
Ashford Hospitality Trust	3,5%	8,22	80 %	5,8%	9,6%
Brandywine Realty Trust	3,4%	13,39	85 %	4,5%	7,6%
PS Business Parks Inc	3,3%	72,35	95 %	2,8%	6,0%
SL Green Realty Corp	3,2%	110,15	90 %	2,1%	4,6%
<b>Vektet topp 10</b>	<b>38 %</b>		<b>92 %</b>	<b>3,3%</b>	<b>6,2%</b>
<b>Vektet topp 35</b>	<b>85 %</b>			<b>3,4%</b>	<b>6,5%</b>
<b>Referanseindeks</b>				<b>3,3%</b>	

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Prosentvis fordeling	Børs
<b>EIENDOMSSKAPER INKL REITS</b>						
Global Logistic Properties Ltd	3 347 000	45 748	49 466	3 718	4,27%	Singapore
Columbia Property Trust Inc	245 000	43 101	47 439	4 338	4,10%	New York
HCP Inc	162 100	47 508	46 717	-791	4,03%	New York
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	324 000	40 727	46 170	5 443	3,99%	Oslo Børs
Mitsui Fudosan Co Ltd	204 000	40 500	44 927	4 427	3,88%	Tokyo
General Growth Properties Inc	220 000	37 207	44 589	7 382	3,85%	New York
Ashford Hospitality Trust	629 000	40 850	40 655	-195	3,51%	New York
Brandywine Realty Trust	375 000	38 970	39 521	551	3,41%	New York
PS Business Parks Inc	66 500	36 232	37 854	1 623	3,27%	New York
SL Green Realty Corp	43 100	32 707	37 354	4 647	3,23%	New York
Apartment Investmet & Management Co	127 000	30 637	37 101	6 463	3,20%	New York
Soho China Ltd	7 208 500	37 437	36 942	-496	3,19%	Hong Kong
CBL & Associates Properties Inc	257 000	34 796	32 454	-2 343	2,80%	New York
Deutsche Wohnen AG	171 067	23 368	31 079	7 711	2,68%	Frankfurt
British Land Co Plc	310 000	23 094	30 604	7 510	2,64%	London
Mercialys SA	148 471	20 839	26 109	5 270	2,25%	Paris
CA Immobilien Anlagen AG	188 000	24 997	25 794	797	2,23%	Wien
SM Prime Holdings Inc	7 100 000	19 620	24 740	5 120	2,14%	Filippines
Nomura Real Estate Office Fund Inc	685	22 800	24 431	1 631	2,11%	Tokyo
Shangri-La Asia Ltd	2 156 000	22 601	23 673	1 073	2,04%	Hong Kong
Melia Hotels International	220 000	18 379	23 079	4 700	1,99%	Madrid
Dic Asset AG	319 000	21 669	22 422	752	1,94%	Xetra
Phoenix Mills Ltd	478 945	16 935	22 396	5 461	1,93%	India
Emlak Konut Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	2 560 000	21 120	20 748	-373	1,79%	Istanbul
BR Properties SA	700 000	26 335	18 646	-7 689	1,61%	Sao Paulo
First Real Estate Investment Trust	2 229 406	15 326	18 102	2 776	1,56%	Singapore
Westgrund AG	442 106	14 548	17 715	3 167	1,53%	Xetra
Irsa Sa ADR	125 519	11 463	17 667	6 205	1,53%	New York
Gecina SA	16 000	14 445	15 628	1 183	1,35%	Paris
Mapletree Logistics Trust	2 345 242	15 559	15 481	-78	1,34%	Singapore
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	63 806 900	21 426	15 033	-6 393	1,30%	Indonesia
Affine SA	94 000	11 844	13 667	1 823	1,18%	Paris
Ananda Development PCL-Nvdr	15 915 800	9 760	13 629	3 869	1,18%	Bangkok
BR Malls Participacoes SA	355 700	15 938	12 996	-2 942	1,12%	Sao Paulo
Atrium Ljungberg AB	120 621	12 052	12 441	389	1,07%	Stockholm
Ascendas India Trust	2 324 000	9 588	12 150	2 562	1,05%	Singapore
Unibail-Rodamco SE	5 975	9 910	11 979	2 069	1,03%	Amsterdam
Axia Real Estate SOCIMI SA	114 000	11 105	11 919	814	1,03%	Madrid
Vista Land & Lifescapes Inc	10 686 100	10 098	11 834	1 737	1,02%	Filippinerna
Oberoi Realty Ltd	348 152	9 752	11 710	1 958	1,01%	Indien
Ashford Inc	16 800	11 732	11 650	-82	1,01%	New York
Entra ASA	149 523	10 835	10 915	80	0,94%	Oslo Børs
CapitaLand Ltd	500 000	8 515	10 223	1 708	0,88%	Singapore
Bumi Serpong Damai PT	9 186 500	8 925	9 036	111	0,78%	Indonesia
Keck Seng Investments	1 200 000	9 240	8 999	-241	0,78%	Hong Kong
Ticon Industrial Connection Pcl-Nvdr	2 701 720	11 150	8 802	-2 349	0,76%	Bangkok
Summarecon Agung Tbk PT	9 019 400	6 494	8 686	2 192	0,75%	Indonesia
Etalon Group Ltd GDR	433 718	9 416	6 313	-3 103	0,55%	London Int
Grivalia Properties Reic AE	119 790	7 813	6 280	-1 533	0,54%	Athen
Rockwell Land Corp	20 000 000	8 187	5 930	-2 257	0,51%	Filippines
Parque Arauco SA	349 321	3 977	5 249	1 272	0,45%	Santiago
<b>Sum Eiendomsskaper inkl REITS</b>		<b>1 057 278</b>	<b>1 138 944</b>	<b>81 665</b>	<b>98,37%</b>	
<b>RENTEINSTRUMENTER</b>						
General Shopping Finance	1 000 000	5 429	6 298	868	0,54%	Euroclear
<b>Sum Renteinstrumenter</b>		<b>5 429</b>	<b>6 298</b>	<b>868</b>	<b>0,54%</b>	
<b>Sum verdipapirportefølje</b>		<b>1 062 708</b>	<b>1 145 241</b>	<b>82 533</b>	<b>98,91%</b>	
Disponibel likviditet			12 670		1,09%	
<b>Sum andelskapital</b>			<b>1 157 911</b>		<b>100,00%</b>	
Basiskurs per 30.06.2015		146,5403				

\* Tall i 1000 NOK.

**GEOGRAFISK FORDELING**






## SKAGEN Focus

Jakter på eksepsjonelle investeringer

1 2 3 4 **RISK** 6 7

Fondets startdato	26. Mai 2015
Avkastning siden oppstart	-3,92 %
Forvaltningskapital	770 mill NOK
Antall andelseiere	2 317

AVKASTNING	KV 2/-15*	12 M.*
SKAGEN Focus	n/a	n/a
MSCI World AC TR Index	n/a	n/a

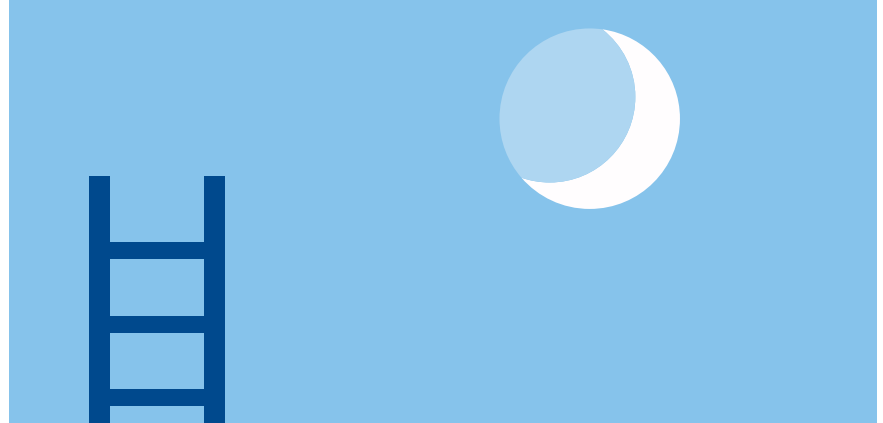
\* Per 30. juni 2015.



### PORTEFØLJEFORVALTERE

Filip Weintraub og Jonas Edholm

*Krøyers hund, Rap, 1898. Av P. S. Krøyer, en av Skagenmalerne. Tilhører Skagens Museum (detalj).*



# På jakt etter eksepsjonelle investeringer

En kort introduksjon er på sin plass siden dette er den første markedsrapporten fra SKAGEN Focus. Fondet er et høykonsentrert aksjefond med globalt mandat. Det overgripende målet er å velge noen få investeringer med eksepsjonell risk/reward-profil fra et absoluttavkastningsperspektiv. Vi kommer ikke til å investere penger i vår 345. beste ide.

De motstrøms-mulighetene vi søker er for eksempel selskaper som av ulike grunner ignoreres av sin lokale investorbase. Som globale generalister kan vi analysere et selskaps muligheter mer objektivt. Iblant kan sektoren ha havnet i unåde, andre ganger geografien. Noen ganger, og bare noen ganger, har det aktuelle selskapet fundamentalt kortsiktige problemer.

I løpet av vårt roadshow for fondet nylig møtte vi mange av dere, våre andelseiere. Noen av spørsmålene som ofte dukket opp var: «hvorfor liker du mangelfulle selskaper?» eller «hvorfor ikke kjøpe stabilt voksende selskaper som har gitt jevn avkastning år etter år de siste fem årene?». Vårt svar: vi liker ikke kontroverser, kriser eller selskaper med mangler, vi liker aksjeprisen de gir grunnlag for. Vi krever minst 50 percents oppside for selskapets aksjekurs for å bli interessert. Hvorfor? Enkelt forklart så vil vi ha en sikkerhetsmargin. Et fantastisk selskap er ikke det samme som en fantastisk investering.

Vi er ansvarlige for en kapital som tilsvarer 810 millioner kroner per 30. juni – penger som kundene har tiltrodd oss. Rundt 40 prosent av denne kapitalen kommer fra personer nær oss, blant annet Focus' egne forvaltere. Så i sann SKAGEN-ånd har vi felles interesser med kundene våre.

Fondet har nå fordelt kapitalen på 28 investeringer innen et bredt spekter av bransjer og geografiske områder. Disse investeringene tilbyr en kombinasjon av unike selskapsspesifikke faktorer, som over tid bør føre til vesentlige avvik i avkastning og

sammensetning sammenlignet med det underliggende markedet.

I slutten av juni hadde fondet gitt en avkastning på - 4,6 prosent, sammenlignet med indeks på - 1,4 prosent. Med sin svært konsentrerte porteføljestruktur er store avvik fra det underliggende markedet å vente. Selv om vi alle ønsket oss det motsatte absolutte resultatet, har det vært en bra underliggende utvikling, siden vi har hatt anledning til å kjøpe identifiserte posisjoner til fallende priser. Ved slutten av måneden var 27 prosent av midlene plassert i småselskaper (under 2 milliarder dollar i børsverdi), 25 prosent i mellomstore (2 til 10 milliarder dollar i børsverdi) og 40 prosent i store selskaper (børsverdi over 10 milliarder dollar). Ved slutten av måneden hadde fondet 8 prosent likviditet i en diversifisert valutakurv, som vi langsomt investerer fremover.

### Hvor pengene fins

Fondet har en 7,6 prosent stor posisjon i det USA-baserte forsikringsselskapet American International Group (AIG). Denne vår største posisjon fører tankene til et sitat fra 1951 som tilskrives forbryteren W. Sutton om hvorfor han raner banker: «Det er der pengene er». I motsetning til mange sektorer i dag skiller forsikringssektoren seg ut i kategorien Upopulære selskaper. Som en følge av dagens lave renter kjøper vi bokstavelig talt en dollar i kontanter for 80 cent med en respektabel virksomhet og anstendige resultater. Alle renteendringer opp øker verdiskapingen for vårt selskap, og trolig også vurderingsmultiplipelen.



Foto: Bloomberg

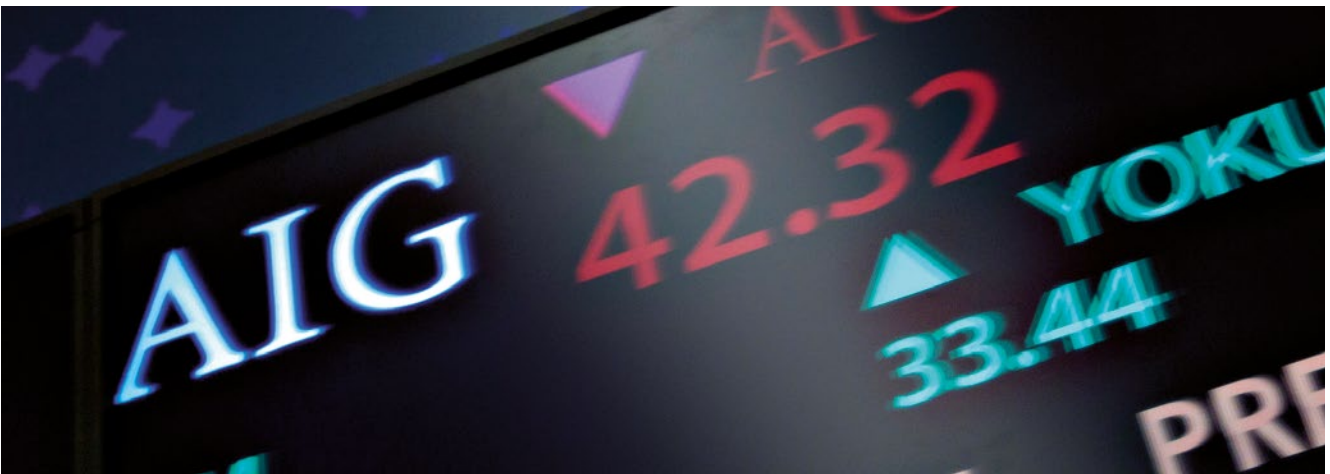


Foto: Bloomberg

**US Historien vi alltid ser etter: Fra bunn og oppover.** Det amerikanske forsikringsselskapet AIG er fondets største posisjon. Mange år, søksmål og vitnemål er gått siden AIG var i sentrum for finanskrisen. I dag ser vi triggere som viser en viktig oppside de neste to årene. Som en indikator ble det tidlig i juli kunngjort en fusjon mellom ACE og Chubb til betydelig høyere multipler enn AIG handles til.

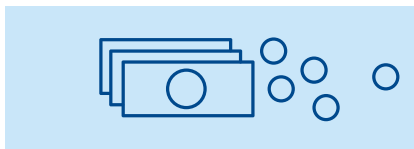
AIG er midt i en omstrukturingsfase etter å ha blitt reddet av den amerikanske staten. Salget av eiendeler utenfor kjernevirksomheten og bruken av utsatte skattefordringer vil frigjøre en stor kapital på mellomlang sikt. Det kan brukes til å tilbakeføre kapital til aksjonærene. Markedet synes å regne med at den nåværende lave lønnsomheten skal fortsette, og gir lite anerkjennelse til forbedringene fremover. Aksjens vurdering er lav sammenlignet med selskapets materielle bokførte verdi. Vi ser en betydelig oppside i aksjen de kommende to årene.

En av eiendelene utenfor AIG's kjernevirksomhet er en stor andel i AerCap Holdings – verdens største flyleasingsselskap med en flåte

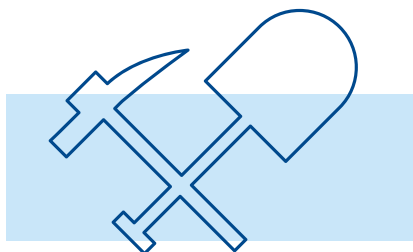
på 1200 fly og ordre på ytterligere 340. I slutten av juni hadde vi 3,2 prosents vekt i AerCap. Vi tror selskapet genererer en holdbar avkastning på 11-12 prosent med store muligheter for vekst de neste årene. Dersom det stemmer, vil det innebære at den nåværende vurderingen er et kupp. En av de utløsende katalysatorene for investeringen er om AIG vil selge ned sin andel og skape økt likviditet i AerCap. Det kan innebære inkludering i indeks for selskapet. I begynnelsen av juni kunngjorde AIG en transaksjon som delvis skulle kjøpes av AerCap gjennom et tilbakekjøp av aksjer verdt 750 millioner dollar (7 prosent av børsverdien). Også ved denne transaksjonen økte fondet sin posisjon i selskapet.

Fondet anvender et egenutviklet risikoeksponeringssystem, basert på fundamentale risikofaktorer koblet til hvert investeringscase. I praksis er dette et overvåkingssystem som har til hensikt å evaluere «hvordan våre investeringstaser kan gå galt». På slutten av måneden var den største balanseregnskapsrisikoen Oppkjøpsrisiko. Dette belyser den generelt konservative karakteren i balanseregnskapene til fondets innehav, siden oppkjøpsrisiko delvis er skyldes overskuddslikviditet i balanseregnskapet.

Den største resultatregnskapsrisikoen var Priskonkurranse, som kan tyde på at fondet har plasseringsrisiko for enkelte selskap som oppfattes som råvareselskaper (eksempelvis halvledere i Hynix). I Eco System /catalyst er den største risikoen Selskapsstyring – en risiko vi tror vi får betalt for å ta. En ganske stor risikofaktor er Yieldkurven som viser følsomheten for rentebevegelser for enkelte posisjoner innen finans – som AIG som er beskrevet tidligere. Fondet har en relativt lav geopolitisk risiko, ifølge eksponeringssystemet ved månedsslutt.



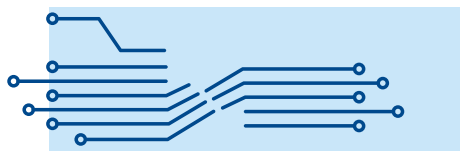
**Citizen Financial** er USAs 13. største regionale bank. Dårlig ledelse over lang tid og for lite investering fra den tidligere eieren RBS har ført til at Citizens lønnsomhet i dag er betydelig dårligere enn konkurrentenes, men har en kapitaldekningsgrad som langt overstiger konkurrentenes. Den nåværende middelmådige lønnsomheten kan dobles på mellomlang sikt. Aksjen handles til lave nivåer i forhold til bokført verdi og har potensial til å generere betydelig avkastning over tid.



Australiabaserte **South32** er et gruveselskap som vokste ut av BHP Billiton i mai i år. Som en frittstående enhet ser vi et stort potensial for å minske kostnadene i selskapet og øke effektiviteten i hele virksomheten. South 32 har et sterkt balansenregnskap og kommer til å generere en stor, fri kontantstrøm på mellomlang sikt. Det er et av de billigste gruveselskapene i sin størrelse, trolig på grunn av at det er nytt for investorene.



**Jenoptik** er et tysk selskap innen optoelektronikk. Selskapet har endret på strategien for å øke sin internasjonale tilstedeværelse og samtidig minske avhengigheten av det optiske forsvarssegmentet med lave overskuddsmarginer. Jenoptik har god avkastning på sin frie kontantstrøm og kan på mellomlang sikt fokusere på verdikjende oppkjøp og en eventuell avhending av forsvarsvirksomheten. Selskapet handles til en betydelig rabatt som vi anser som umotivert. .



**SK Hynix** er en Koreabasert halvlederprodusent, godt posisjonert for å høste fruktene av en eventuell strukturell opphenting for DRAM-markedet. Markedet vurderer aksjene med en rabatt på grunn av markedets sykliske karakter og overdrevne frykt for tilbudet på markedet. En konsolidering av bransjen har ført til bedre investeringsdisiplin. Dessuten har kapasitetsdynamikken blitt mer forutsigbar. SK Hynix handles til ensifrede multipler, tross den nåværende overlegne avkastningen på investert kapital.



**China Telecom** er verdens største fastlednings – og bredbåndsløseleverandør. De pågående 4G-investeringene vil bli lønnsomme når de når massemarkedet. Et salg av Tower Co vil kunne påvirke resultatet positivt på mellomlang sikt. Aksjen handles til en ordentlig rabatt, sammenlignet med andre teleoperatører i verden. Men tross risikoen knyttet med enkelte kinesiske selskaper er det en interessant investering med slike lave multipler.



**Omega Protein** er den største amerikanske produsenten av Omega 3 fiskeolje og fiskemelprodukter. Aksjen er kraftig undervurdert med tanke på nåværende gevinst, trolig på grunn av en misoppfatning om produktvolumets syklikalitet. Arbeidet med å øke matvarevirksomheten og selskapets anstrengelser for å klatre høyere opp i verdikjeden gjennom markedsføring av egne varemerker, og et ønske om å øke tilbudet av proteiner, kan stabilisere selskapets resultat fremover. Om virksomheten lykkes med å gjennomføre sin strategi handles aksjene til 70 prosents rabatt sammenliknet med liknende selskaper.

### Avsluttende kommentarer

Tross relativt høye vurderinger i enkelte markedssegmenter, for eksempel i såkalte høyavkastere, har vi klart å identifisere situasjoner med attraktiv risk vs reward i en rekke ulike sektorer, markeder og bedriftsstørrelser. Vi vil igjen understreke at disse er sterkt aksjespesifikke situasjoner med et diversifisert sett med verdidrivere som med tiden vil føre til store avvik fra det underliggende markedet.

Som avslutning er det kanskje verdt å minne om Keynes' kommentarer fra 1930-tallet om hvordan man kan investere langsiktig: «For det er essensen av hans (den langsiktige investorens)

handling at han skal ses som eksentrisk, ukonvensjonell og impulsiv av den almenne opinionen. Om han lykkes vil det bare bekrefte oppfattelsen om at han er impulsiv; og om han på kort sikt mislykkes, noe som er svært trolig, vil han ikke møte mye forståelse.» Keynes fortsetter: «Verdslig visdom lærer oss at det er bedre for vår anseelse å mislykkes på en konvensjonell måte, enn å lykkes på en ukonvensjonell». Vi er helt enige i den første delen av sitatet, og har ingen respekt for den siste.



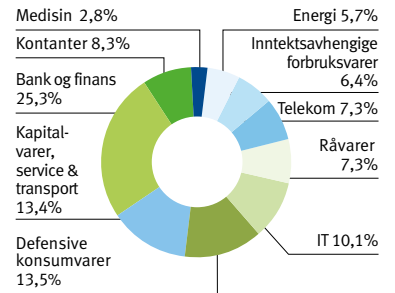
Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Prosentvis fordeling	Børs
Whiting Petroleum Corp	85 000	21 857	22 491	634	2,93%	New York
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	11 650 000	24 748	21 162	-3 586	2,75%	Hong Kong
<b>Sum Energi</b>		<b>46 605</b>	<b>43 653</b>	<b>-2 952</b>	<b>5,68%</b>	
South32 Ltd	3 110 000	41 462	33 650	-7 812	4,38%	Sydney
Pan American Silver Corp	335 000	24 053	22 562	-1 491	2,94%	NASDAQ
<b>Sum Råvarer</b>		<b>65 515</b>	<b>56 212</b>	<b>-9 303</b>	<b>7,31%</b>	
Jenoptik AG	337 000	33 363	32 119	-1 244	4,18%	Xetra
Komatsu Ltd	160 000	26 071	25 263	-808	3,29%	Tokyo
Rentech Inc	2 395 000	20 683	19 409	-1 274	2,53%	New York
AirAsia Bhd	5 570 100	23 182	17 886	-5 296	2,33%	Kuala Lumpur
Solazyme Inc	332 000	8 298	8 385	87	1,09%	NASDAQ
<b>Sum Kapitalvarer, service og transport</b>		<b>111 597</b>	<b>103 062</b>	<b>-8 535</b>	<b>13,41%</b>	
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	37 000	26 796	27 356	560	3,56%	Seoul
Fila Korea Ltd	20 000	15 153	15 632	479	2,03%	Seoul
Hyundai Motor Co GDR	10 173	4 178	3 662	-516	0,48%	London
Fourlis Holdings SA	131 533	3 366	2 812	-555	0,37%	Aten
<b>Sum Inntektsavhengige forbruksvarer</b>		<b>49 494</b>	<b>49 462</b>	<b>-32</b>	<b>6,43%</b>	
Carlsberg AS-B	57 000	41 411	40 680	-731	5,29%	København
Omega Protein Corp	295 800	30 762	31 884	1 122	4,15%	New York
Stock Spirits Group Plc	977 000	22 990	23 176	186	3,02%	London
China Child Care Corp Ltd	5 405 000	8 974	7 350	-1 624	0,96%	Hong Kong
<b>Sum Defensiv konsumvarer</b>		<b>104 136</b>	<b>103 090</b>	<b>-1 046</b>	<b>13,41%</b>	
Magforce AG	365 000	19 097	21 433	2 335	2,79%	Xetra
<b>Sum Medisin</b>		<b>19 097</b>	<b>21 433</b>	<b>2 335</b>	<b>2,79%</b>	
American International Group Inc	120 000	55 344	58 357	3 013	7,59%	New York
Citizens Financial Group Inc	183 000	38 168	39 033	865	5,08%	New York
SBI Holdings Inc	359 000	40 229	38 897	-1 332	5,06%	Tokyo
Aercap Holdings NV	68 500	25 407	24 832	-575	3,23%	New York
CIT Group Inc	64 000	22 901	23 445	544	3,05%	New York
Uniq Insurance Group AG	140 000	10 052	9 913	-139	1,29%	Wien
<b>Sum Bank og finans</b>		<b>192 102</b>	<b>194 477</b>	<b>2 375</b>	<b>25,30%</b>	
SK Hynix Inc	125 000	42 385	37 232	-5 153	4,84%	Seoul
Ubiquiti Networks Inc	84 000	20 109	20 884	775	2,72%	NASDAQ
Sandisk Corp	42 000	22 407	19 454	-2 953	2,53%	NASDAQ
<b>Sum Informasjonsteknologi</b>		<b>84 901</b>	<b>77 571</b>	<b>-7 330</b>	<b>10,09%</b>	
China Telecom Corp Ltd	6 780 000	36 268	31 306	-4 962	4,07%	Hong Kong
Softbank Group Corp	53 000	24 635	24 553	-81	3,19%	Tokyo
<b>Sum Telekom</b>		<b>60 903</b>	<b>55 859</b>	<b>-5 044</b>	<b>7,27%</b>	
<b>Sum verdipapirportefølje</b>		<b>734 349</b>	<b>704 817</b>	<b>-29 532</b>	<b>91,70%</b>	
Disponibel likviditet			63 831		8,30%	
<b>Sum andelskapital</b>			<b>768 648</b>		<b>100,00%</b>	

Basiskurs per 30.06.2015

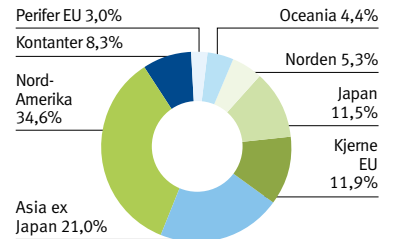
96,0048

\* Tall i 1000 NOK.

**BRANSJEFORDELING**



**GEOGRAFISK FORDELING**



## Lange renter:

# Opp, sidelengs, eller ned?

Uventet for oss steg de lange statsrentene i andre kvartal, og løftet var markant. Renteøkningen på de mest kredittsikre statsobligasjonene dro opp lange renter generelt.

Amerikansk 10-årsrente gikk opp fra 1,9 % til 2,4 %. Og tysk 10-års rente steg fra 0,2 % til 0,8 %. Renten i disse landene var dermed tilbake på nivået fra oktober og november i fjor. I både SKAGEN Tellus og SKAGEN Avkastning hadde vi posisjonert oss for at de lange renter ville ligge stabilt eller falle.

Så hvordan tenker vi nå om utviklingen fremover? Skal rentene videre opp, vil de holde seg omtrent på dagens nivå, eller vil de falle tilbake igjen?

Aktiv renteforvaltning, dvs. å prøve å genere meravkastning til andelseierne over tid ved å ha et syn på om rentene skal opp eller ned, både generelt og i de ulike markedene, krever at man gjør seg opp en oppfatning om hva som mest sannsynlig vil skje fremover. Ofte innebærer det at man har et syn som divergerer fra hva som er gjengs oppfatning. Dette synes å være tilfelle nå, hvor analytikere flest er av den oppfatning at statsrentene skal videre opp. Vi tror fortsatt at de skal ned.

### Renter og inflasjon vil avta

Grunnen til at vi mener at rentene fortsatt skal nedover skyldes en kombinasjon av vårt syn på vekstutsiktene og vårt syn på inflasjonsutviklingen. Lange renter kan dekomponeres i en realrente og kompensasjon for forventet inflasjon. Oppgangen i de lange rentene forrige kvartal skyldes både en økning av realrentene og at forventet inflasjon tok seg opp. Dette gjaldt både i USA og i Tyskland. 10-års amerikansk statsrente økte med ca. 50 basispunkter, dvs. 0,5 prosentpoeng. Av dette bidro realrenten med 30 basispunkter og høyere forventet inflasjon med 20 basispunkter. Utviklingen var omtrent den samme i Tyskland, men fra et lavere nivå.

Oppgangen i realrentene reflekterte trolig bedre vekstutsikter i de avanserte økonomiene. Markedet så i gjennom svake

tall i første kvartal og priset inn forventninger om tiltakende vekst både i USA og i Eurosonen. Dette kan være korrekt. Så langt tyder gir løpende indikatorer generelt et inntrykk av bedre vekst i avanserte økonomier utover 2015 enn man fikk i første kvartal. En viktig faktor her er trolig lavere energipriser på grunn av økt tilbud av olje.

De økte inflasjonsforventningene, derimot, tror vi er forbigående. Her er det mest sannsynlig at de korrigerer ned igjen. Inflasjonen kommer til å avta, og at dette etter hvert smitter over på forventet inflasjon. Vi er nemlig av den oppfatningen at såkalt ekspansiv pengepolitikk i det lange løp virker mot sin hensikt. Uten å gå inn på teorien viser vi her til erfaringene. I Japan har årevis med nullrentepolitikk har ikke gitt noen vedvarende økning i inflasjonen.

Japan har i årevis blitt avfeid som noe for seg selv, men de samme økonomiske mekanismer gjelder der som i andre utviklede økonomier. Og nå begynner vi også å se den samme utviklingen i andre avanserte økonomier. I Eurosonen har kjerneinflasjonen så langt i år hatt en annualisert rate på 0,4 %. Det kan skyldes at den økonomiske veksten har vært tam, vil noen hevde. Vi deler ikke den oppfatningen. Sveits er et annet eksempel. Der er inflasjonen negativ. Her kan det innvendes at selv om økonomien har vokst ganske bra, så er inflasjonen p.t. påvirket av at valutaen gjorde et byks tidlig i år. Heller ikke dette synet skriver vi under på.

### Bygger på observasjoner

En grunn til å dra i tvil de typiske forklaringene på inflasjonsutviklingen i Eurosonen og Sveits er erfaringen fra andre økonomier som har praktisert nullrentepolitikk. Se på utviklingen i Storbritannia og Sverige. Her har inflasjonen dalt samtidig som pengepolitikken har vært svært «ekspansiv» og den økonomiske veksten har vært frisk.

Om noe land stikker seg ut, så må det være USA. Her også er inflasjonen riktig nok lav – så langt i år har kjerneinflasjonen vokst med en annualisert rate på 1,3 % – men den har vært lav en god stund uten enda å vise tegn til å stabilisere seg rundt null. Jamfør hva som har skjedd i Japan og de andre nevnte økonomier, tror vi det kun er et det tidsspørsmål før inflasjonen faller videre ned mot null også i USA. En renteheving fra Fed sin side på tampen av året kan være utløsende årsak.

Den kortsiktige effekten av litt strammere pengepolitikk i USA er litt lavere inflasjon. Om Fed så stopper med en økning på 25 basispunkter, eller gjør en retrett, er man tilbake til nullrentepolitikk. Og da tilsier både den langsiktige effekten av den politikken Fed har ført siden 2009 og den kortsiktige effekten av litt strammere pengepolitikk, lavere inflasjon.

Konklusjonen hva gjelder lange nominelle renter er derfor at vedvarende lav inflasjon etter hvert vil smitte over på inflasjonsforventningene. Dette vil sørge for at de lange rentene faller – for vi tror ikke det er mer som skal prises inn av økt vekst i de lange realrentene.



– Torgeir Høyen  
Porteføljeforvalter SKAGEN Tellus



# SKAGEN Tellus

Døråpner til globale renter

- › Rentene steg i kvartalet som førte til lavere obligasjonskurser
- › Fondet var ikke optimalt posisjonert for renteøkningen
- › Vi har solgt obligasjonene i den perifere Eurosonen i påvente av avklaring i Hellas

1	2	4	RISK	5	6	7
Fondets startdato		29. September 2006				
Avkastning siden oppstart		75,78 %				
Forvaltningskapital		1 338 mill NOK				
Antall andelseiere		2 894				

AVKASTNING	KV 2/-15*	12 M.*
SKAGEN Tellus	-7,13 %	11,82 %
JP Morgan GBI Broad Index Unhedged	-4,25 %	18,50 %

\* Per 30. juni 2015.



## PORTEFØLJEFORVALTERE

Torgeir Høien og Jane Tvedt

Interiør. Brøndums anneks, ca. 1920. (Utsnitt).  
Av Anna Ancher, en av Skagenmalerne.  
Bildet tilhører Skagens Museum.

# Motvind

SKAGEN Tellus hadde et dårlig andre kvartal. Fondet var ikke posisjonert bra for den rentestigning vi fikk i kvartalet. Dette ga et tap, både absolutt og relativt til fondets referanseindeks.

Kursen på obligasjoner varierer motsatt av rentene. Når rentene går opp, faller kursen, og vice versa. Denne effekten er kraftigere jo lengre tid det er til obligasjonen forfaller. Ved inngangen til andre kvartal hadde SKAGEN Tellus generelt lang durasjon på obligasjonene i porteføljen. Når vi fikk en oppgang i rentene, slo derfor dette ut i lavere obligasjonskurser, noe som dro ned verdien på hver fondsandel. I det globaliserte rentemarkedet gjelder at «ved høyvann løftes alle båter». Når renten på de mest kredittsikre statsobligasjoner, som tyske og amerikanske, stiger, løftes det generelle rentenivået. Det var dette vi så i andre kvartal.

SKAGEN Tellus hadde ikke og har ikke tyske obligasjoner i porteføljen. Men vi hadde en plassering i en tiårig amerikansk statsobligasjon, og den amerikanske tiårsrenten steg fra 1,93% ved inngangen til andre kvartal til 2.39% når dette skrives. Denne renteoppgangen medførte et urealisert tap for SKAGEN Tellus. Det at vi ikke solgte vår amerikanske obligasjon, skyldes at det at vi har tro på at rentene skal ned igjen. Vi

fikk også tap på fondets investeringer i obligasjoner med lang durasjon utstedt an andre lands myndigheter. Utenom i Eurosonen, se nedenfor, har vi heller ikke her solgt oss ned. Se generell rentekommentar om hvordan vi vurderer utsiktene for de lange rentene.

De lange rentene steg ekstra på obligasjoner utstedt i Eurosonens såkalte periferi. Her hadde fondet plasseringer i Portugal, Italia, Spania og Slovenia. Rentene økte både på grunn av den generelle renteoppgangen og vedvarende uro omkring situasjonen i Hellas. Vi trodde at uklarheten om Hellas i liten grad ville smitte over på de andre landene i Eurosonen. Dette viste seg ikke å være tilfelle.

Ved utgangen av andre kvartal var det klart at Hellas hadde misligholdt et lån til IMF og man stod overfor en folkeavstemning om hvorvidt Hellas skal akseptere kreditorenes krav for en ny redningspakke. Utfallet av valget var i skrivende stund uklart, og konsekvensene for Hellas resten av Eurosonen likeledes diffuse. Vi valgte derfor i de siste ukene av kvartalet å selge oss ut av obligasjoner utstedt i Eurosonens periferi. Vi er beredt til å gå inn igjen, men da må vi ha mer klarhet for utviklingen. Vi kan ikke gamble på hva regjeringen i Hellas måtte mene fra dag til dag.

Verdipapir	Forfalls- dato	Kupong	Pålydende NOK	Kostpris NOK	Markeds- kurs	Pålept rente	Markeds- verdi NOK	Markeds- verdi inkl. pålept rente NOK	Urealisert gevinst/ tap NOK	Andel av fondet
<b>STATSOBLIGASJONER</b>										
Brazilian Government	10.01.2028	10,25	20 400	58 683	267,13	2 500	54 494	56 994	-4 190	4,25 %
Chilean Government	05.08.2020	5,50	4 410 000	54 659	1,31	1 199	57 635	58 834	2 976	4,39 %
Colombian Government	14.04.2021	7,75	13 400 000	48 232	0,33	664	44 788	45 451	-3 444	3,39 %
Croatia Government Int. Bond	30.05.2022	3,87	8 300	74 798	878,74	239	72 936	73 175	-1 862	5,46 %
European Bank Recon & Dev	19.03.2018	5,75	800 000	103 386	12,09	1 594	96 714	98 308	-6 672	7,33 %
French Government	25.05.2020	0,00	15 000	129 408	863,17	0	129 476	129 476	68	9,66 %
German Government	11.10.2019	0,25	7 000	61 789	887,38	125	62 117	62 242	328	4,64 %
Lithuanian Government	01.02.2022	6,62	5 500	42 570	934,68	1 182	51 407	52 589	8 837	3,92 %
Mexican Government	20.11.2036	10,00	60 000	38 345	68,73	83	41 240	41 324	2 895	3,08 %
Netherlands Government	15.01.2020	0,25	13 600	119 697	881,07	0	119 825	119 825	129	8,94 %
New Zealand Government	17.04.2023	5,50	8 000	54 358	612,57	485	49 006	49 491	-5 352	3,69 %
Peruvian Government	12.08.2037	6,90	18 000	41 063	238,34	1 168	42 902	44 070	1 839	3,29 %
Turkish Government	08.03.2023	7,10	26 250	71 311	260,14	1 542	68 286	69 829	-3 025	5,21 %
US Government	31.08.2016	0,50	20 800	137 570	784,74	277	163 226	163 503	25 656	12,20 %
US Government	30.06.2017	0,62	8 000	63 152	783,48	0	62 679	62 679	-473	4,68 %
US Government	15.02.2025	2,00	20 900	170 152	760,98	1 222	159 046	160 267	-11 106	11,95 %
US Government	01.06.2015	0,25	21 800	140 994	809,31	147	176 431	176 577	35 437	12,20 %
US Government	31.08.2016	0,50	22 650	146 169	810,04	81	183 474	183 555	37 306	12,68 %
<b>Sum Verdipapirportefølje</b>				<b>1 269 173</b>		<b>12 282</b>	<b>1 275 776</b>	<b>1 288 058</b>	<b>6 603</b>	<b>96,08 %</b>
Disponibel likviditet				49 051		3 371	49 265	52 636	215	3,92 %
<b>TOTAL</b>				<b>1 318 224</b>		<b>15 653</b>	<b>1 325 041</b>	<b>1 340 694</b>	<b>6 817</b>	<b>100,00 %</b>

Effektiv underliggende avkastning	3,12 %
Effektiv avkastning til kunder*	2,32 %
Rentefølsomhet**	4,84

\* 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 30.06.2015.

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





## SKAGEN Credit

Plukker de beste eplene fra den globale frukthage

1 2 **RISK** 4 5 6 7

Fondets startdato 30. mai 2014

Avkastning siden oppstart 1,01 %

Forvaltningskapital 131 mill NOK

Antall andelseiere 393

AVKASTNING	KV 2/-15*	12 M.*
SKAGEN Credit	1,23 %	0,70 %
Statsobligasjons-ind. 1.00	0,20 %	1,57 %

\* Per 30. juni 2015.



### PORTEFØLJEFORVALTERE

Ola Sjöstrand og Tomas Nordbø Middlethon

Epletrær, 1907. Av Michael Ancher.  
Bildet tilhører Skagens Museum (beskåret).



Foto: Bloomberg

To ikoniske bilmerker ligger til grunn for indisk-britiske Jaguar Land Rover, eiet av Tata Motors. Utvikling og produksjon skjer fortsatt i Storbritannia, men planene om global vekst er store. De finansielle nøkkeltallene er betydelig bedre enn kreditt ratingen, og selskapet har kommet inn i varmen i SKAGEN Credits portefølje igjen.

## Uro skaper muligheter

I andre kvartal har vi funnet en rekke interessante selskaper å investere i og uroen i markedet den siste tiden har gjort prisene mer attraktive.

SKAGEN Credit hadde en bra start på kvartalet da kredittpåslagene generelt minket og alt var fryd og gammen. Den siste måneden økte uroen rundt Hellas og kredittpåslagene på flere av fondets investeringer økte. Uroen gjør først og fremst at obligasjoner utstedt av selskaper i vekstmarkeder blir mindre attraktive. Det har også vært en tendens til at jo mer risikofylte obligasjonene har vært, desto mer har de minket i verdi – helt uavhengig av om all ståhei rundt Hellas påvirker dem eller ikke. Fondet har ingen direkte eksponering mot Hellas og har generelt en liten andel investert i selskaper fra andre såkalte perifere euroland.

Det sveitsbaserte selskapet INEOS er verdens største petrokjemiske foretak med virksomhet og salg rundt hele verden. Selskapet har en sterk markedsposisjon med et integrert produksjonsapparat og kundebasen er spredt slik at de ikke er eksponert mot at en sektor går dårlig. 60 prosent av salget skjer i Europa og 20 prosent i Nord-Amerika. I løpet av våren har INEOS emittert nye obligasjoner og forlenget sine lån slik at de ikke trenger å refinansiere på lenge. SKAGEN Credit har investert i en av selskapets BB ratede euroobligasjoner som forfaller i 2023. Den gir en attraktiv rente sammenlignet med sine konkurrenter og også sammenlignet med andre europeiske selskap med lignende kreditt rating.

En annen ny investering er den verdensledende kjøttprodusenten JBS, med virksomhet først og fremst i Brasil og USA. JBS eksporterer varene sine over hele verden og størsteparten av inntjeningen kommer fra Nord-Amerika og Australia. Det som gjør JBS spesielt interessant er at selskapets obligasjoner handles med høyere kredittpåslag, siden selskapet er brasiliansk. Sammenlignet med for eksempel USA-baserte konkurrenter som har lignende kredittkvalitet, gir JBS' obligasjoner en betydelig høyere avkastning. JBS er et godt eksempel på at hovedkontorets hjemadresse har betydning og at det går an å finne undervurderte obligasjoner i tråd med SKAGENS investeringsfilosofi. Vår obligasjon har en BB rating, er utlyst i dollar og forfaller i 2020.

Indisk-britiske Jaguar Land Rover er nn gammel tro tjener i SKAGEN Credit som er kommet inn i varmen igjen. Selskapet har finansielle nøkkeltall som er betydelig bedre enn det kreditt ratingen (BB-) skulle indikere. Det skyldes i korthet at de eies av indiske Tata Motors som har en BB- rating. Det fine er at Tata Motors har størstedelen av sin inntjening fra nettopp Jaguar Land Rover. SKAGEN Credit har investert i en USD-obligasjon med forfall 2018.

SKAGEN CREDIT NOK		Antall andeler	NOK	%
SKAGEN Credit	NOK	1 125 821	129 672 410	98,84
Likviditet			1 516 482	1,16
<b>Sum andelskapital</b>			<b>131 188 892</b>	<b>100,00</b>

Effektiv underliggende avkastning	3,37 %
Effektiv avkastning til kunder	2,57 %
Rentefølsomhet	1,06
Andelskurs per 30.06.2015	9,9923
Valutasikringsgrad	94,86 %
Eierandel av SKAGEN Credit	21,93 %

SKAGEN CREDIT NOK Verdipapir	Valuta	Forfallsdato	Pålydende	Kupong	Markedsverdi NOK	Andel av fondet
Talisman Energy Inc	GBP	05.12.2017	500 000	6,63	7 048 689	3,46
Gazprom OAO Via Gaz Capital SA	USD	11.04.2018	800 000	8,15	6 827 623	3,35
Noble Group Ltd	USD	29.01.2020	750 000	6,75	6 229 452	3,06
Petrobras Global Finance BV	USD	01.03.2018	700 000	5,88	5 712 105	2,80
Seadrill Ltd	USD	15.09.2017	700 000	6,13	5 001 761	2,45
Petrobras Global Finance BV	USD	20.01.2020	100 000	5,75	795 612	0,39
<b>Sum Energi</b>					<b>31 615 243</b>	<b>15,52</b>
SSAB AB	EUR	10.04.2019	800 000	3,88	7 163 590	3,52
Braskem Finance Ltd	USD	15.04.2021	775 000	5,75	5 846 690	2,87
Glencore Funding LLC	USD	29.04.2019	475 000	3,13	3 779 377	1,85
Glencore Canada Financial Corp	GBP	27.05.2020	250 000	7,38	3 680 669	1,81
INEOS	EUR	01.05.2023	400 000	4,00	3 368 867	1,65
Lafarge SA	EUR	13.04.2018	200 000	6,25	1 972 461	0,97
<b>Sum Råvarer</b>					<b>25 811 655</b>	<b>12,67</b>
Color Group AS	NOK	18.09.2019	6 000 000	6,61	6 118 220	3,00
Stena AB	EUR	01.02.2019	620 000	5,88	5 968 107	2,93
Norwegian Air Shuttle AS	NOK	03.07.2017	6 000 000	5,22	5 953 080	2,92
PostNL NV	GBP	14.08.2018	350 000	7,50	5 307 216	2,60
Heathrow Funding Ltd	GBP	10.09.2018	300 000	6,25	4 329 830	2,13
Tallink Group AS	NOK	18.10.2018	3 000 000	6,51	3 133 197	1,54
Bombardier Inc	USD	16.03.2020	300 000	7,75	2 450 359	1,20
Empresas ICA SAB de CV	USD	04.02.2021	350 000	8,90	2 408 539	1,18
<b>Sum Kapitalvarer, service og transport</b>					<b>35 668 547</b>	<b>17,51</b>
Fiat Finance & Trade SA	EUR	15.03.2018	500 000	6,63	4 893 484	2,40
Samvardhana Motherson Automotive systems Group BV	EUR	15.07.2021	400 000	4,13	3 591 927	1,76
Jaguar Land Rover Automotive Plc	USD	14.12.2018	400 000	4,13	3 212 488	1,58
Best Buy Co Inc	USD	15.03.2021	300 000	5,50	2 490 545	1,22
<b>Sum Inntektsavhengige forbruksvarer</b>					<b>14 188 444</b>	<b>6,96</b>
Safeway Ltd	GBP	10.01.2017	500 000	6,00	6 701 938	3,29
Avon Products Inc	USD	01.03.2019	400 000	6,50	3 130 239	1,54
JBS Investments GmbH	USD	28.10.2020	300 000	7,75	2 591 690	1,27
Cosan Luxembourg SA	USD	14.03.2023	300 000	5,00	2 213 034	1,09
<b>Sum Defensivt konsumvarer</b>					<b>14 636 901</b>	<b>7,18</b>
Danske Bank AS	GBP	29.09.2021	500 000	5,38	6 795 472	3,34
Amlin Plc	GBP	18.12.2026	500 000	6,50	6 555 006	3,22
Bank of Baroda - London	USD	23.07.2019	750 000	4,88	6 385 259	3,13
Standard Chartered Bank	GBP	03.04.2018	350 000	7,75	5 002 681	2,46
Tyrkiye Halk Bankasi AS	USD	19.07.2017	550 000	4,88	4 533 996	2,23
Akbank TAS	USD	24.10.2017	550 000	3,88	4 401 440	2,16
Insurance Australia Group Ltd	GBP	21.12.2026	300 000	5,63	3 915 131	1,92
Diamond Bank Plc	USD	21.05.2019	400 000	8,75	3 037 646	1,49
Akbank TAS	USD	09.03.2018	300 000	6,50	2 569 976	1,26
Banco Est Rio Grande Sul	USD	02.02.2022	250 000	7,38	1 994 219	0,98
American Tower Corp	USD	15.02.2019	200 000	3,40	1 626 826	0,80
<b>Sum Bank og finans</b>					<b>46 817 654</b>	<b>22,98</b>
Rolta Americas LLC	USD	24.07.2019	400 000	8,88	2 765 935	1,36
<b>Sum Informasjonsteknologi</b>					<b>2 765 935</b>	<b>1,36</b>
Bharti Airtel International Netherlands BV	EUR	10.12.2018	600 000	4,00	5 756 601	2,83
VimpelCom Holdings BV	USD	01.03.2022	550 000	7,50	4 338 237	2,13
VimpelCom Holdings BV	USD	01.03.2017	200 000	6,26	1 644 177	0,81
<b>Sum Telekom</b>					<b>11 739 015</b>	<b>5,76</b>
EP Energy AS	EUR	01.11.2019	675 000	5,88	6 735 260	3,31
EDP Finance BV	USD	01.10.2019	750 000	4,90	6 198 338	3,04
EDP Finance BV	EUR	21.09.2017	175 000	5,75	1 750 339	0,86
<b>Sum Nyttetjenester</b>					<b>14 683 937</b>	<b>7,21</b>
<b>SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE</b>					<b>197 927 331</b>	<b>97,15</b>
<b>Derivater</b>						
IRS EUR 20210511	EUR	11.05.21	600 000		7 813	-
IRS USD 20210622	USD	22.06.21	1 000 000		7 768	0,01
IRS USD 20190820	USD	20.08.19	2 000 000		-207 624	-0,10
IRS USD 20180620	USD	20.06.18	3 500 000		-208 739	-0,11
IRS EUR 20180620	EUR	20.06.18	3 000 000		-246 369	-0,12
IRS GBP 20180129	GBP	29.01.18	1 200 000		-313 732	-0,16
<b>Sum Derivater</b>					<b>-960 884</b>	<b>-0,47</b>
Likviditet					6 776 326	0,03
<b>TOTAL PORTEFØLJE</b>					<b>203 742 773</b>	<b>100,00</b>



# SKAGEN AVKASTNING

Aktiv renteforvaltning

1 RISK 3 4 5 6 7

Fondets startdato	16. september 1994
Avkastning siden oppstart	203,54 %
Forvaltningskapital	1 889 mill NOK
Antall andelseiere	11 369

AVKASTNING	KV 2/-15*	12 M.*
SKAGEN Avkastning	-1,13 %	2,10 %
Statsobligasjonsind. 3.00	0,32 %	3,23 %

\* Per 30. juni 2015.



## PORTEFØLJEFORVALTERE

Jane Tvedt og Torgeir Høien

Båden sættes i søen. Skagen. 1884. (Utsnitt).  
Av Oscar Björck, en av Skagenmalerne.  
Bildet tilhører Skagens Museum.

## Hellas og renteoppgang ødela moroa

Etter et svært godt første kvartal hadde SKAGEN Avkastning et svakt 2. kvartal. Fondskursen falt med 1,13% mens indeksen var opp 0,32%. Første halvår 2015 er avkastningen 0,6%, mens indeksen er opp 0,4%.

Det er aldri kjekt med et fall i fondskursen, og det gjelder kanskje spesielt når en har plassert pengene i et rentefond. SKAGEN Avkastning er et rentefond med litt høyere risiko enn et pengemarkedsfond eller bankinnskudd. Historikken viser at andelseierne har fått godt betalt for å ta denne ekstra risikoen. Men det gjaldt altså ikke dette kvartalet.

Det er to hovedforklaringer på hvorfor vi fikk et kursfall i løpet av kvartalet; en generell renteoppgang drevet av lange renter i kredittsikre land som Tyskland og USA, samt krisen i Hellas.

Fra midten av april fikk vi et overraskende og kraftig løft i lange renter. Dette bidro til å løfte rentene i de fleste andre land, deriblant våre investeringer.

Fra mai økte usikkerheten om Hellas. Det ble klart at landet var nær ved å gå tom for penger og at de var nødt til å få i havn en avtale med kreditorene for å kunne betale låneavdrag til IMF ved utgangen av juni. Usikkerheten har vært stor om partene til slutt ville bli enige. Denne usikkerheten smittet over på våre investeringer i Sør-Europa og løftet rentene og ga kursfall i mai og juni.

På tampen av kvartalet besluttet den greske regjeringen å holde folkeavstem-

ming om avtalen med kreditorene. Dette førte til brudd i forhandlingene og usikkerheten om utfallet av denne greske tragedien økte betraktelig. På grunn av den uoversiktlige og usikre situasjonen valgte vi å selge oss ut av Portugal og Slovenia. Vi har i stedet plassert pengene i trygge land som Nederland og Frankrike. Vi mener de andre perifere eurolandene er i en helt annen situasjon enn Hellas, men når usikkerheten rundt Hellas sin økonomiske framtid og forholdet til eurosone er så stor, kan det føre til frykt for fremtiden og gi en kraftig renteøkning også i de andre søreuropeiske landene.

Den nærmeste tiden vil det meste dreie seg om hva som skjer i Hellas. Når ting er mer avklart tror vi det igjen vil være muligheter i perifere land i euroområdet. Til tross for svært lave renter i de kredittsikre landene finnes det fortsatt land med høyere renter, blant annet i Latin-Amerika og Øst-Europa. Det er våre investeringer i Mexico og Kroatia eksempler på.

Den effektive renten i fondet er 1,6 prosent. Utenlandsandelen er rundt 20%. Rentefølsomheten er 1,3 år og gjennomsnittlig løpetid på investeringene er 2,8 år.



Verdipapir	Forfalls- dato	Kupong	Pålydende ***	Kostpris ***	Markeds- kurs	Påløpt rente	Markeds- verdi***	Markeds- verdi inkl. påløpt rente***	Urealisert gevinst/ tap***	Andel av fondet
<b>RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE</b>										
Aurskog Sparebank	03.09.2018	2,42	7 000	7 130	101,48	13	7 103	7 116	-27	0,38 %
BN Bank ASA	07.03.2016	2,19	40 000	40 016	100,38	54	40 153	40 206	137	2,13 %
BN Bank ASA	15.03.2017	3,15	35 000	36 021	102,39	40	35 835	35 875	-185	1,90 %
Bolig- og Næringskreditt AS	03.11.2016	2,34	5 000	5 039	100,73	19	5 037	5 055	-3	0,27 %
Bank 1 Oslo Akershus AS	15.02.2016	2,17	50 000	50 150	100,33	139	50 164	50 303	15	2,67 %
Bank 1 Oslo Akershus AS	16.09.2016	2,88	20 000	20 465	101,54	22	20 307	20 330	-158	1,08 %
Eiendoms-kreditt AS	04.12.2017	2,04	20 000	20 080	100,24	29	20 049	20 078	-31	1,06 %
Fana Sparebank	09.05.2017	1,89	30 000	30 093	100,02	79	30 005	30 084	-88	1,59 %
Helgeland Sparebank	15.03.2017	3,06	36 000	37 206	102,41	46	36 866	36 912	-340	1,96 %
Helgeland Sparebank	25.08.2016	2,91	40 000	40 901	101,35	113	40 539	40 652	-362	2,16 %
Jæren Sparebank	08.05.2018	2,41	10 000	10 169	101,41	35	10 141	10 176	-28	0,54 %
Kredittforeningen for Sparebanker	08.03.2016	2,29	40 000	40 201	100,45	56	40 181	40 237	-19	2,13 %
Kredittforeningen for Sparebanker	01.10.2015	2,60	11 000	11 104	100,23	-1	11 026	11 025	-78	0,58 %
Kredittforeningen for Sparebanker	12.02.2019	2,32	30 000	30 293	100,83	95	30 249	30 344	-43	1,61 %
Kredittforeningen for Sparebanker	27.02.2018	2,40	30 000	30 363	101,15	68	30 346	30 414	-17	1,61 %
Kredittforeningen for Sparebanker	29.09.2017	1,86	50 000	49 910	99,86	-3	49 928	49 925	17	2,65 %
OBOS-banken AS	08.01.2018	1,86	40 000	40 015	99,81	172	39 925	40 096	-90	2,13 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	20.09.2016	2,52	10 000	10 152	101,11	6	10 111	10 116	-41	0,54 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	15.05.2017	2,34	20 000	20 086	100,91	60	20 182	20 242	96	1,07 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	27.06.2016	1,94	30 000	29 997	100,36	2	30 109	30 110	112	1,60 %
Pareto Bank ASA	09.01.2017	3,30	10 000	10 129	102,09	75	10 209	10 284	80	0,55 %
Sparebanken Sør	09.05.2016	2,54	5 000	5 069	100,72	18	5 036	5 054	-33	0,27 %
Sandnes Sparebank	06.11.2018	2,36	55 000	55 891	101,15	198	55 631	55 829	-260	2,96 %
Sandnes Sparebank	19.03.2018	3,13	20 000	20 702	103,08	123	20 617	20 740	-85	1,10 %
Santander Consumer Bank AS	18.11.2015	2,45	30 000	30 149	100,26	88	30 077	30 164	-72	1,60 %
Santander Consumer Bank AS	18.11.2016	2,75	18 000	18 225	101,14	59	18 204	18 264	-21	0,97 %
Santander Consumer Bank AS	19.02.2018	2,29	17 000	17 000	100,32	45	17 055	17 100	55	0,91 %
Sparebank 1 Sørre Sunnmøre	15.09.2015	2,46	24 500	24 759	100,20	25	24 548	24 573	-211	1,30 %
Sparebank 1 Sørre Sunnmøre	21.08.2017	3,25	12 500	12 941	102,85	45	12 857	12 902	-84	0,68 %
SpareBank 1 BV	11.03.2016	2,05	30 000	30 057	100,35	32	30 106	30 138	49	1,60 %
SpareBank 1 BV	25.09.2015	2,56	17 000	17 197	100,26	6	17 044	17 050	-153	0,90 %
Sparebank 1 SMN	15.03.2017	3,30	20 000	20 787	102,76	24	20 551	20 575	-236	1,09 %
Sparebank 1 SMN	16.03.2016	2,43	20 000	20 221	100,61	18	20 121	20 139	-100	1,07 %
Sparebanken Sør	05.09.2016	2,81	15 000	15 355	101,39	29	15 208	15 237	-147	0,81 %
Sparebanken Sør	20.02.2019	1,96	70 000	70 006	99,79	156	69 852	70 008	-154	3,71 %
Sparebanken Møre	02.03.2018	1,77	30 000	29 958	99,83	41	29 949	29 991	-9	1,59 %
Sparebanken Møre	05.12.2016	2,51	12 000	12 022	101,21	21	12 145	12 166	122	0,64 %
Sparebank 1 Nord-Norge	12.10.2015	2,42	2 000	1 986	100,24	10	2 005	2 015	18	0,11 %
Sparebank 1 Nord-Norge	17.08.2016	2,78	35 000	35 623	101,20	116	35 420	35 537	-203	1,88 %
Sparebank 1 Nord-Norge	25.01.2016	2,56	16 000	16 213	100,53	73	16 085	16 158	-128	0,86 %
Sparebank 1 Nordvest	29.06.2016	2,53	6 500	6 590	100,96	0	6 562	6 563	-28	0,35 %
Sparebank 1 Nordvest	30.05.2017	1,91	20 000	20 006	100,09	34	20 017	20 051	11	1,06 %
Sparebank 1 Telemark	08.05.2018	2,30	25 000	25 400	101,34	85	25 334	25 419	-66	1,35 %
Sparebank 1 Telemark	12.09.2018	2,22	27 000	27 398	101,30	30	27 351	27 381	-47	1,45 %
Totens Sparebank	27.09.2018	2,23	20 000	20 328	101,24	1	20 247	20 249	-81	1,07 %
<b>STATSOBLIGASJONER</b>										
Croatia Government International Bond	30.05.2022	3,87	6 000	54 067	878,39	173	52 703	52 876	-1 363	2,80 %
Lithuanian Government	22.01.2024	3,37	4 330	38 045	1 013,23	558	43 873	44 431	5 828	2,36 %
French Government	25.05.2020	-	12 400	106 901	862,83	0	106 991	106 991	89	5,67 %
Netherlands Government	15.01.2020	0,25	11 000	96 789	880,74	0	96 881	96 881	92	5,14 %
Mexican Government	20.11.2036	10,00	100 000	60 297	68,67	139	68 666	68 805	8 369	3,65 %
<b>Sum Verdipapirportefølje</b>			<b>1 479 502</b>			<b>3 267</b>	<b>1 489 600</b>	<b>1 492 867</b>	<b>10 098</b>	<b>79,15 %</b>
Disponibel likviditet			397 919			3 493	389 862	393 356	-8 057	20,85 %
<b>TOTAL</b>			<b>1 877 421</b>			<b>6 760</b>	<b>1 879 462</b>	<b>1 886 222</b>	<b>2 042</b>	<b>100,00 %</b>

**Nøkkeltall portefølje**

Effektiv underliggende avkastning	2,12 %
Effektiv avkastning til kunder*	1,62 %
Rentefølsomhet**	1,32

\* 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 markedskurs 30.06.2015.

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

Andelskurs per 31.03.2015

142,7358



## SKAGEN Høyrente

Sammen for bedre renter

RISK 2 3 4 5 6 7

Fondets startdato 18. september 1998

Avkastning siden oppstart 100,34 %

Forvaltningskapital 2 888 mill NOK

Antall andelseiere 6 405

AVKASTNING	KV 2/-15*	12 M.*
SKAGEN Høyrente	0,41 %	1,85 %
Statsobligasjonsind. 0.50	0,21 %	1,26 %

\* Per 30. juni 2015.



### PORTEFØLJEFORVALTERE

Elisabeth Gausel og Ola Sjøstrand

Fiskere trækker nod på Skagen Nordstrand. Sildig eftermiddag, 1883. (Utsnitt). Av P. S. Krøyer, en av Skagenmalerne. Bildet tilhører Skagens Museum.

## SKAGEN Balanse 60/40



### PORTEFØLJEFORVALTER

Beate Bredesen

# Bedre enn banken

Avkastningen for SKAGEN Høyrente var 0,41 % i andre kvartal mot indeksens 0,21%. Hittil i år har fondet lagt på seg 0,83 %, mens indeksen har økt med 0,49 %. Annualisert tilsvarer fondets avkastning hittil i år en avkastning på 1,76 %. Sammenlignet med dagens renter på innskudd i banken, er vi veldig godt fornøyd med dette.

Det norske rentenivået er historisk lavt nå. Dersom man ikke vil ha noen risiko av betydning på investeringen sin, er det en avkastning på nivå med SKAGEN Høyrente sin man kan forvente. Skal man søke etter en høyere avkastning enn dette, må man være klar over at det dermed vil innebære en høyere risiko. Man får ikke økt avkastning gratis. Fondet har en lav rente- og kredittrisiko slik at endringer i renten eller endringer i kredittspreadene slår minimalt ut for avkastningen.

Andre kvartal fortsatte i samme tralten som begynnelsen av året. Både rentene

og kredittspreadene holdt seg stabile på et lavt nivå. På mange måter kan man si at det var et kjedelig kvartal uten de store hendelsene. Men kanskje skal man være glad for nettopp dette i dagens rentemarked. I mange markeder har rentene steget den siste tiden, noe som betyr fall i obligasjonsprisene. Våre obligasjoner, og dermed også avkastningen i fondet, har tikkert jevnt og trutt oppover. Akkurat som renten på en bankkonto.

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markeds-kurs	Påløpt rente	Markeds-verdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Prosent fordeling
<b>AKSJEFOND</b>							
SKAGEN Global	87 941	99 869	1 350,97		118 806	18 937	29,96 %
SKAGEN Kon-Tiki	84 290	53 575	709,02		59 763	6 188	15,07 %
SKAGEN Vekst	31 046	51 473	1 903,70		59 103	7 630	14,91 %
<b>Sum Aksjefond</b>		<b>204 916</b>			<b>237 671</b>	<b>32 755</b>	<b>59,94 %</b>
<b>RENTEFOND</b>							
SKAGEN Avkastning	273 497	37 869	137,71	1 373 691	39 038	-205	9,84 %
SKAGEN Høyrente Institusjon	591 182	59 004	99,60	574 334	59 453	-125	14,99 %
SKAGEN Høyrente	577 701	58 395	100,72	626 748	58 810	-212	14,83 %
<b>Sum Rentefond</b>		<b>155 269</b>			<b>157 302</b>	<b>(542)</b>	<b>39,66 %</b>
<b>Sum verdipapirportefølje</b>		<b>360 185</b>		<b>2 574 773</b>	<b>394 973</b>	<b>32 213</b>	<b>99,60 %</b>
Disponibel likviditet					1 551		0,40 %
<b>Sum andelskapital</b>					<b>396 524</b>		<b>100,00 %</b>
Basiskurs per 30.06.2015		134,2268					

Verdipapir	Forfalls- dato	Kupong	Pålydende ***	Kostpris ***	Markeds- kurs	Påløpt rente	Markeds- verdi**	Markeds- verdi inkl. påløpt rente ***	Urealisert gevinst/ tap ***	Andel av fondet
<b>RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE</b>										
<b>Finans</b>										
BN Bank ASA	15.03.2017	3,15	80 000	82 389	102,39	91	81 909	82 000	-479	2,84 %
Helgeland Sparebank	15.03.2017	3,06	12 000	12 427	102,41	15	12 289	12 304	-138	0,43 %
Kredittforeningen for Sparebanker	03.10.2016	2,77	24 000	24 463	101,27	155	24 304	24 459	-159	0,85 %
Kredittforeningen for Sparebanker	08.03.2016	2,29	10 000	10 076	100,45	14	10 045	10 059	-30	0,35 %
Kredittforeningen for Sparebanker	01.10.2015	2,60	44 000	44 463	100,23	-3	44 103	44 100	-360	1,53 %
Kredittforeningen for Sparebanker	10.02.2017	2,36	30 000	30 125	100,83	98	30 248	30 347	123	1,05 %
Kredittforeningen for Sparebanker	18.04.2017	2,02	30 000	30 036	100,26	120	30 077	30 196	41	1,05 %
Kredittforeningen for Sparebanker	27.02.2018	2,40	30 000	30 375	101,15	68	30 346	30 414	-29	1,05 %
Kredittforeningen for Sparebanker	29.09.2017	1,86	30 000	29 949	99,86	-2	29 957	29 955	8	1,04 %
OBOS-banken AS	08.01.2018	1,86	15 000	15 001	99,81	64	14 972	15 036	-29	0,52 %
OBOS-banken AS	25.08.2017	1,88	50 000	50 015	99,89	91	49 943	50 035	-72	1,73 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	18.01.2018	2,56	43 000	43 869	101,50	217	43 647	43 864	-222	1,52 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	20.09.2016	2,52	50 000	50 760	101,11	28	50 553	50 581	-207	1,75 %
Sparebanken Øst	03.07.2017	1,85	40 000	40 118	100,11	173	40 046	40 219	-73	1,39 %
Sandnes Sparebank	19.03.2018	3,13	55 000	56 966	103,08	340	56 696	57 036	-270	1,98 %
SpareBank 1 BV	04.12.2017	1,76	50 000	49 995	99,95	64	49 975	50 038	-20	1,73 %
Sparebank 1 SMN	15.03.2017	3,30	71 500	74 171	102,76	85	73 471	73 556	-700	2,55 %
Sparebanken Sogn og Fjordane	06.06.2017	2,08	60 000	60 456	100,69	76	60 416	60 493	-40	2,10 %
Sparebanken Sogn og Fjordane	21.08.2017	3,14	25 000	25 843	102,78	87	25 696	25 783	-147	0,89 %
Sparebanken Sør	30.11.2017	2,71	19 000	19 461	102,08	46	19 395	19 441	-66	0,67 %
Sparebank 1 Nord-Norge	15.01.2018	2,52	67 000	68 386	101,76	356	68 176	68 533	-210	2,37 %
Sparebank 1 Nord-Norge	17.08.2016	2,78	51 000	51 993	101,20	169	51 613	51 782	-380	1,79 %
Sparebank 1 Nordvest	09.08.2016	2,74	18 000	18 323	101,07	69	18 193	18 261	-130	0,63 %
Sparebank 1 Nordvest	30.05.2017	1,91	50 000	50 015	100,09	85	50 043	50 128	28	1,74 %
Sparebank 1 Telemark	02.03.2017	3,15	25 000	25 878	102,37	61	25 594	25 655	-284	0,89 %
Sparebank 1 Telemark	16.11.2017	2,78	25 000	25 608	102,20	83	25 549	25 632	-59	0,89 %
Totens Sparebank	14.10.2016	3,26	20 000	20 655	101,98	139	20 396	20 535	-259	0,71 %
<b>Industri</b>										
Entra Eiendom AS	09.11.2015	2,73	145 000	145 676	100,36	550	145 526	146 076	-150	5,06 %
Felleskjøpet Agri SA	15.02.2016	3,18	60 000	60 000	100,77	254	60 465	60 719	465	2,10 %
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	15.09.2015	2,46	94 000	94 650	100,19	96	94 175	94 271	-475	3,27 %
Scania CV AB	17.06.2016	2,25	50 000	50 000	100,45	41	50 226	50 266	226	1,74 %
Schibsted ASA	16.12.2015	3,43	55 500	56 261	100,80	74	55 941	56 015	-320	1,94 %
<b>Kraft</b>										
Agder Energi AS	02.03.2016	2,35	25 000	25 118	100,45	46	25 113	25 159	-4	0,87 %
Agder Energi AS	28.10.2016	2,16	160 000	160 780	100,50	605	160 795	161 400	15	5,59 %
BKK AS	22.08.2017	2,79	55 000	56 269	102,00	166	56 103	56 269	-167	1,95 %
BKK AS	26.08.2016	2,48	150 000	151 068	100,79	362	151 183	151 545	116	5,25 %
<b>RENTEPAPIRER MED FAST RENTE</b>										
<b>Industri</b>										
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	17.09.2015	2,03	50 000	50 000	100,08	795	50 039	50 835	39	1,76 %
<b>Sum Verdipapirportefølje</b>										
			<b>1 891 636</b>		<b>5 779</b>	<b>1 887 217</b>	<b>1 892 997</b>	<b>-4 418</b>	<b>65,57 %</b>	
Disponibel likviditet			992 883		1 063	992 883	993 947		34,43 %	
<b>TOTAL</b>			<b>2 884 519</b>		<b>6 843</b>	<b>2 880 101</b>	<b>2 886 943</b>	<b>-4 418</b>	<b>100,00 %</b>	
<b>Nøkkeltall portefølje</b>										
Effektiv underliggende avkastning	1,97 %									
Effektiv avkastning til kunder*	1,72 %									
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 markedskurs 30.06.2015.

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

Andelskurs per 30.06.2015

101,8008





# Historisk lave renter

I andre kvartal hadde SKAGEN Høyrente Institusjon en avkastning på 0,44 %, mens indeksens avkastning i samme periode var 0,22 %. Gjennomsnittlig effektiv rente i fondet har vært 1,84 % i perioden. Dette er relativt høyt gitt dagens lave renter i det norske rentemarkedet.

## SKAGEN Høyrente Institusjon

Sammen for bedre renter

RISK	2	3	4	5	6	7
Fondets startdato	14. mars 2003					
Avkastning siden oppstart	49,06 %					
Forvaltningskapital	862 mill NOK					
Antall andelseiere	51					

AVKASTNING	KV 2/-15*	12 M.*
SKAGEN Høyrente Institusjon	0,44 %	2,04 %
Statsobligasjonsind. 0.25	0,22 %	1,09 %

\* Per 30. juni 2015.



### PORTEFØLJEFORVALTERE

Elisabeth Gausel og Ola Sjöstrand

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

De norske pengemarkedsrentene har hatt en god del svingninger gjennom kvartalet. Kvartalet sett under ett har 3 måneders NIBOR falt 14 punkter fra 1,47 % til 1,33 %. I gjennomsnitt har denne viktige pengemarkedsrenten vært 1,35 % de tre siste månedene. Dette er historisk lave nivåer.

Norges Bank har hatt to rentemøter i løpet av andre kvartal. På møtet i mai ble renten holdt uendret, mens på møtet i juni satte de styringsrenten ned med 25 punkter

til rekordlave 1,0 %. Dette var forventet av markedet. Sentralbanken signaliserte også at renten kan bli satt ytterligere ned i løpet av høsten. Begrunnelsen bak reduksjonen i renten var at utviklingen i norsk økonomi har vært svakere enn ventet, samt at utsiktene fremover også er noe svekket, mye på grunn av nedgangen i oljesektoren. I tillegg er det signaler som tyder på at norsk økonomi vi få et svakere inflasjonspress fremover.

Verdipapir	Forfalls- dato	Kupong	Pålydende ***	Kostpris ***	Markeds- kurs	Påløpt rente	Markeds- verdi ***	Markeds- verdi inkl. påløpt rente ***	Realisert gevinst/ tap ***	Andel av fondet
<b>RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE</b>										
BN Bank ASA	14.11.2017	2,95	10 000	10 287	102,45	38	10 245	10 282	-42	1,19 %
BN Bank ASA	18.07.2017	1,90	20 000	19 997	99,98	75	19 996	20 071	0	2,33 %
Helgeland Sparebank	17.01.2018	2,55	30 000	30 573	101,71	157	30 513	30 670	-60	3,56 %
Kredittforeningen for Sparebanker	03.10.2016	2,77	10 000	10 205	101,27	65	10 127	10 191	-78	1,18 %
Kredittforeningen for Sparebanker	08.03.2016	2,29	46 000	46 198	100,45	64	46 208	46 273	11	5,37 %
OBOS-banken AS	25.08.2017	1,88	20 000	20 006	99,89	37	19 977	20 014	-29	2,32 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	06.06.2016	1,59	25 000	25 003	99,93	28	24 983	25 010	-20	2,90 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	20.09.2016	2,52	20 000	20 304	101,11	11	20 221	20 233	-83	2,35 %
Sparebanken Øst	01.11.2017	1,92	30 000	30 096	100,14	91	30 041	30 132	-55	3,50 %
Sparebanken Øst	15.01.2016	2,95	15 000	15 143	100,72	93	15 109	15 202	-34	1,76 %
Santander Consumer Bank AS	18.11.2015	2,45	60 000	60 308	100,26	176	60 153	60 329	-155	7,00 %
SpareBank 1 BV	04.12.2017	1,76	30 000	29 997	99,95	38	29 985	30 023	-12	3,48 %
Sparebank 1 SMN	16.03.2016	2,43	30 000	30 225	100,61	26	30 182	30 208	-43	3,50 %
Sparebanken Møre	05.11.2015	1,65	45 000	45 010	100,01	116	45 002	45 118	-7	5,23 %
Sparebanken Møre	18.12.2015	1,65	20 000	20 000	100,06	11	20 011	20 022	11	2,32 %
Sparebank 1 Nord-Norge	25.01.2016	2,56	33 000	33 222	100,53	150	33 175	33 325	-46	3,87 %
Sparebank 1 Telemark	02.03.2017	3,15	10 000	10 352	102,37	25	10 237	10 262	-115	1,19 %
Totens Sparebank	14.10.2016	3,26	22 000	22 717	101,98	153	22 435	22 588	-282	2,62 %
<b>Sum Verdipapirportefølje</b>				<b>479 641</b>	<b>1 354</b>	<b>478 601</b>	<b>479 955</b>	<b>-1 040</b>	<b>55,68 %</b>	
Disponibel likviditet				381 338	682	381 338	382 020	0	44,32 %	
<b>TOTAL</b>				<b>860 979</b>	<b>2 036</b>	<b>859 939</b>	<b>861 974</b>	<b>-1 040</b>	<b>100,00 %</b>	

#### Nøkkeltall portefølje

Effektiv underliggende avkastning	1,99 %
Effektiv avkastning til kunder*	1,84 %
Rentefølsomhet**	0,07

\* 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 markedsкурser 30.06.2015.

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

Andelskurs per 30.06.2015

100,5670

## REGNSKAP PER 30.06.2015

<b>Resultatregnskap</b> (angitt i hele tusen kroner)	<b>SKAGEN Vekst</b> 1. halvår 2015	<b>SKAGEN Global</b> 1. halvår 2015	<b>SKAGEN Kon-Tiki</b> 1. halvår 2015	<b>SKAGEN m<sup>2</sup></b> 1. halvår 2015	<b>SKAGEN</b> Balanse 60/40 1. halvår 2015	<b>SKAGEN Tellus</b> 1. halvår 2015	<b>SKAGEN Avkastning</b> 1. halvår 2015
<b>PORTEFØLJEINNTEKTER OG -KOSTNADER</b>							
Renteinntekter/-kostnader	-811	-5 502	-17 567	488	2 325	24 083	25 981
Aksjeutbytte	151 288	486 107	746 382	18 547	-	-	-
Gevinst/tap ved realisasjon	573 939	3 581 060	4 124 890	37 676	2 655	97 178	34 834
Endring urealiserte kursgevinster/tap	-430 635	-1 348 194	-3 053 013	-68 558	4 117	-149 093	-56 559
Garantiprovisjon	-	-	-	-	-	-	-
Kurtasje	-3 804	-24 687	-24 246	-1 109	-	-18	-16
Valutagevinst/tap	17 290	-26 845	-38 375	1 119	-	-3 901	9 003
<b>PORTEFØLJERESULTAT</b>	<b>307 266</b>	<b>2 661 938</b>	<b>1 738 071</b>	<b>-11 836</b>	<b>9 098</b>	<b>-31 752</b>	<b>13 243</b>
<b>FORVALTNINGSINNTEKTER OG -KOSTNADER<sup>1</sup></b>							
Forvaltningshonorar fast	-41 756	-187 408	-434 641	-9 556	-	-4 957	-4 709
Beregnet variabelt forvaltningshonorar *	-1 517	-	277 763	4 457	-	-	-
<b>FORVALTNINGSRESULTAT</b>	<b>-43 273</b>	<b>-187 408</b>	<b>-156 878</b>	<b>-5 099</b>	<b>-</b>	<b>-4 957</b>	<b>-4 709</b>
<b>RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD</b>	<b>263 993</b>	<b>2 474 530</b>	<b>1 581 193</b>	<b>-16 935</b>	<b>9 098</b>	<b>-36 709</b>	<b>8 534</b>
Skattekostnad	-4 265	-55 456	-64 178	-4 335	-279	-	-
<b>PERIODE RESULTAT</b>	<b>259 728</b>	<b>2 419 074</b>	<b>1 517 015</b>	<b>-21 270</b>	<b>8 819</b>	<b>-36 709</b>	<b>8 534</b>
<b>Balanse</b>							
	<b>30.06.2015</b>	<b>30.06.2015</b>	<b>30.06.2015</b>	<b>30.06.2015</b>	<b>30.06.2015</b>	<b>30.06.2015</b>	<b>30.06.2015</b>
<b>EIENDELER</b>							
Norske verdipapirer til kostpris	1 597 530	638 570	1 263 869	51 563	333 685	-	1 123 402
Utenlandske verdipapirer til kostpris	5 455 352	24 149 829	30 370 846	1 011 145	26 500	1 269 173	356 100
Urealiserte kursgevinster/tap	1 083 308	10 066 812	11 138 052	82 422	32 213	6 603	10 098
Opptjente renter verdipapirer	-	-	-	111	2 575	12 393	3 661
<b>SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE</b>	<b>8 136 190</b>	<b>34 855 211</b>	<b>42 772 766</b>	<b>1 145 241</b>	<b>394 973</b>	<b>1 288 169</b>	<b>1 493 261</b>
Tilgodehavende aksjeutbytte	2 641	47 381	13 239	2 260	-	-	-
Opptjente renter bank	-	-	-	-	-	-	-
<b>SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER</b>	<b>2 641</b>	<b>47 381</b>	<b>13 239</b>	<b>2 260</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Utsatt skattefordel	-	-	-	-	146	-	-
Til gode fra meglere	-	209 388	88 361	9 214	-	326 822	203 959
Til gode fra forvaltningsselskapet	3	11	24	4	-	4	3
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte	6 630	46 476	26 705	729	-	-	-
Andre fordringer	-	-	-	604	-	-	2 282
<b>SUM ANDRE FORDRINGER</b>	<b>6 633</b>	<b>255 875</b>	<b>115 089</b>	<b>10 552</b>	<b>146</b>	<b>326 826</b>	<b>206 244</b>
Bankinnskudd	105 419	329 685	876 791	14 057	2 254	40 711	395 972
<b>SUM EIENDELER</b>	<b>8 250 884</b>	<b>35 488 152</b>	<b>43 777 886</b>	<b>1 172 110</b>	<b>397 374</b>	<b>1 655 706</b>	<b>2 095 477</b>
<b>EGENKAPITAL<sup>1</sup></b>							
Andelskapital til pålydende	432 037	2 606 575	6 156 564	802 264	295 307	1 037 771	1 323 577
Overkurs	-3 512 231	75 915	8 801 585	211 933	47 952	186 908	490 994
<b>INNSKUTT EGENKAPITAL</b>	<b>-3 080 194</b>	<b>2 682 490</b>	<b>14 958 149</b>	<b>1 014 197</b>	<b>343 259</b>	<b>1 224 679</b>	<b>1 814 571</b>
Opptjent egenkapital	11 303 961	32 532 244	28 717 433	145 976	53 094	114 103	74 603
<b>SUM EGENKAPITAL</b>	<b>8 223 767</b>	<b>35 214 734</b>	<b>43 675 582</b>	<b>1 160 173</b>	<b>396 353</b>	<b>1 338 782</b>	<b>1 889 174</b>
<b>GJELD</b>							
Banktrekk	-	-	-	-	-	-	-
Utsatt skatt	-	-	-	1 655	-	-	-
Skyldig til meglere	-	145 253	37 315	2 254	-	312 061	203 852
Skyldig til forvaltningsselskapet	22 532	93 165	38 342	2 784	-	2 526	2 451
Annen gjeld	4 585	35 000	26 648	5 244	1 021	2 336	-
<b>SUM ANNEN GJELD</b>	<b>27 117</b>	<b>273 418</b>	<b>102 304</b>	<b>11 937</b>	<b>1 021</b>	<b>316 923</b>	<b>206 303</b>
<b>SUM GJELD OG EGENKAPITAL</b>	<b>8 250 884</b>	<b>35 488 152</b>	<b>43 777 886</b>	<b>1 172 110</b>	<b>397 374</b>	<b>1 655 706</b>	<b>2 095 477</b>

Note: Avvik på kursen i forhold til porteføljene skyldes periodiseringsavvik per 30.06.2015.

\* Beregnet variabelt forvaltningshonorar per 30.06.15: I henhold til vedtektene skal endelig avregning skje per 31.12.2015 basert på verdiutvikling resten av året. I Global C og Global D foretas imidlertid avregningen på kvartalsvis basis. I SKAGEN Vekst belastes variabelt forvaltningshonorar kun dersom andelsverdien 31.12. er høyere enn andelsverdien ved forrige belastning/avregning (høyvannmerke).

## REGNSKAP PER 30.06.2015

<b>Resultatregnskap</b> (angitt i hele tusen kroner)	<b>SKAGEN Høyrente</b> 1. halvår 2015	<b>SKAGEN Høyrente Inst.</b> 1. halvår 2015	<b>SKAGEN Krona**</b> 1. halvår 2015	<b>SKAGEN Credit</b> 1. halvår 2015	<b>SKAGEN Credit NOK</b> 1. halvår 2015	<b>SKAGEN Credit SEK**</b> 1. halvår 2015	<b>SKAGEN Credit EUR***</b> 1. halvår 2015
<b>PORTEFØLJEINNTEKTER OG -KOSTNADER</b>							
Renteinntekter/-kostnader	36 232	8 762	1 994	4 638	4 632	928	148,68
Aksjeutbytte	-	-	-	-	-	-	-
Gevinst/tap ved realisasjon	44	-441	-	1 127	6 165	752	42,62
Endring urealiserte kursgevinster/tap	-7 098	-768	-170	2 883	-4 284	-316	75,00
Garantiprovisjon	-	-	-	-	-	-	-
Kurtasje	-2	-3	-9	-20	-15	-13	-1,03
Valutagevinst/tap	-	-	-	998	-3 565	-771	-166,73
<b>PORTEFØLJERESULTAT</b>	<b>29 175</b>	<b>7 549</b>	<b>1 815</b>	<b>9 627</b>	<b>2 932</b>	<b>581</b>	<b>98,54</b>
<b>FORVALTNINGSINNTEKTER OG -KOSTNADER<sup>1</sup></b>							
Forvaltningshonorar fast	-3 792	-579	-558	-	-422	-106	-14,57
Beregnet variabelt forvaltningshonorar *	-	-	-	-	-	-	-
<b>FORVALTNINGSRESULTAT</b>	<b>-3 792</b>	<b>-579</b>	<b>-558</b>	<b>-</b>	<b>-422</b>	<b>-106</b>	<b>-14,57</b>
<b>RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD</b>	<b>25 384</b>	<b>6 971</b>	<b>1 257</b>	<b>9 627</b>	<b>2 510</b>	<b>474</b>	<b>83,97</b>
Skattekostnad	-	-	-	-	-	-	-
<b>PERIODE RESULTAT</b>	<b>25 384</b>	<b>6 971</b>	<b>1 257</b>	<b>9 627</b>	<b>2 510</b>	<b>474</b>	<b>83,97</b>
<b>Balanse</b>							
	<b>30.06.2015</b>	<b>30.06.2015</b>	<b>30.06.2015</b>	<b>30.06.2015</b>	<b>30.06.2015</b>	<b>30.06.2015</b>	<b>30.06.2015</b>
<b>EIENDELER</b>							
Norske verdipapirer til kostpris	1 891 636	479 641	-	14 980	129 163	22 997	4 884,42
Utenlandske verdipapirer til kostpris	-	-	515 492	161 409	-	-	-
Urealiserte kursgevinster/tap	-4 418	-1 040	-441	16 635	1 781	99	39,57
Opptjente renter verdipapirer	6 210	1 354	805	3 965	5 200	918	195,55
<b>SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE</b>	<b>1 893 427</b>	<b>479 955</b>	<b>515 856</b>	<b>196 989</b>	<b>136 144</b>	<b>24 015</b>	<b>5 119,53</b>
Tilgodehavende aksjeutbytte	-	-	-	-	-	-	-
Opptjente renter bank	-	-	-	-	-	-	-
<b>SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Utsatt skattefordel	-	-	-	-	-	-	-
Til gode fra meglere	-	-	-	-	-	555	-
Til gode fra forvaltningsselskapet	-	-	-	-	-	9	0,03
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte	-	-	-	-	-	-	-
Andre fordringer	-	-	-	5 935	-	-	-
<b>SUM ANDRE FORDRINGER</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>5 935</b>	<b>-</b>	<b>563</b>	<b>0,03</b>
Bankinnskudd	997 869	382 296	60 555	2 652	2 012	473	75,88
<b>SUM EIENDELER</b>	<b>2 891 296</b>	<b>862 251</b>	<b>576 411</b>	<b>205 576</b>	<b>138 156</b>	<b>25 051</b>	<b>5 195,44</b>
<b>EGENKAPITAL<sup>1</sup></b>							
Andelskapital til pålydende	2 837 454	857 166	531 929	176 951	129 872	24 588	5 162,15
Overkurs	23 475	-1 645	4 405	3 275	809	123	-10,15
<b>INNSKUTT EGENKAPITAL</b>	<b>2 860 929</b>	<b>855 520</b>	<b>536 334</b>	<b>180 225</b>	<b>130 682</b>	<b>24 712</b>	<b>5 152,00</b>
Opptjent egenkapital	27 476	6 441	-3 082	23 598	508	-275	10,95
<b>SUM EGENKAPITAL</b>	<b>2 888 404</b>	<b>861 962</b>	<b>533 252</b>	<b>203 823</b>	<b>131 189</b>	<b>24 436</b>	<b>5 162,95</b>
<b>GJELD</b>							
Banktrekk	-	-	-	-	-	-	-
Utsatt skatt	-	-	-	-	-	-	-
Skyldig til meglere	-	-	41 990	1 753	6 729	-	24,10
Skyldig til forvaltningsselskapet	1 838	289	266	-	230	55	8,39
Annen gjeld	1 054	-	902	-	8	560	-
<b>SUM ANNEN GJELD</b>	<b>2 892</b>	<b>289</b>	<b>43 158</b>	<b>1 753</b>	<b>6 967</b>	<b>615</b>	<b>32,49</b>
<b>SUM GJELD OG EGENKAPITAL</b>	<b>2 891 296</b>	<b>862 251</b>	<b>576 411</b>	<b>205 576</b>	<b>138 156</b>	<b>25 051</b>	<b>5 195,44</b>

Note: Avvik på kursen i forhold til porteføljene skyldes periodiseringsavvik per 30.06.2015.

\* Beregnet variabelt forvaltningshonorar per 30.06.15: I henhold til vedtektene skal endelig avregning skje per 31.12.2015 basert på verdiutvikling resten av året. I Global C og Global D foretas imidlertid avregningen på kvartalsvis basis. I SKAGEN Vekst belastes variabelt forvaltningshonorar kun dersom andelsverdien 31.12. er høyere enn andelsverdien ved forrige belastning/avregning (høyvannmerke).

\*\* Angitt i hele tusen svenske kroner

\*\*\* Angitt i tusen euro



## REGNSKAP PER 30.06.2015

<sup>1)</sup> Hvorav fordeling på de respektive andelsklasser	Klasse	SKAGEN Vekst 1. halvår 2015	SKAGEN Global 1. halvår 2015	SKAGEN Kon-Tiki 1. halvår 2015	SKAGEN m <sup>2</sup> 1. halvår 2015	SKAGEN Tellus 1. halvår 2015	SKAGEN Credit EUR*** 1. halvår 2015
Forvaltningshonorar fast	A	40 494	178 314	303 051	9 541	4 502	12,89
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	A	1 513	-	-196 243	-4 449	-	-
<b>Sum forvaltningshonorar</b>	<b>A</b>	<b>42 007</b>	<b>178 314</b>	<b>106 809</b>	<b>5 092</b>	<b>4 502</b>	<b>12,89</b>
Forvaltningshonorar fast	B	41	8 431	48 725	10	141	1,69
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	B	4	-	-41 698	-5	-	-
<b>Sum forvaltningshonorar</b>	<b>B</b>	<b>45</b>	<b>8 431</b>	<b>7 027</b>	<b>4</b>	<b>141</b>	<b>1,69</b>
Forvaltningshonorar fast	C	1 221	661	6 592	5	314	-
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	C	-	-	-4 150	-3	-	-
<b>Sum forvaltningshonorar</b>	<b>C</b>	<b>1 221</b>	<b>661</b>	<b>2 442</b>	<b>3</b>	<b>314</b>	<b>-</b>
Forvaltningshonorar fast	D	-	3	16 197	-	-	-
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	D	-	-	-11 050	-	-	-
<b>Sum forvaltningshonorar</b>	<b>D</b>	<b>-</b>	<b>3</b>	<b>5 147</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Forvaltningshonorar fast	E	-	-	60 075	-	-	-
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	E	-	-	-24 622	-	-	-
<b>Sum forvaltningshonorar</b>	<b>E</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>35 453</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Sum fast og beregnet variabelt forvaltningshonorar</b>	<b>Alle</b>	<b>43 273</b>	<b>187 408</b>	<b>156 878</b>	<b>5 099</b>	<b>4 957</b>	<b>14,57</b>

<sup>1)</sup> Hvorav fordeling på de respektive andelsklasser	Klasse	SKAGEN Vekst 30.06.2015	SKAGEN Global 30.06.2015	SKAGEN Kon-Tiki 30.06.2015	SKAGEN m <sup>2</sup> 30.06.2015	SKAGEN Tellus 30.06.2015	SKAGEN Credit EUR*** 30.06.2015
Forvaltningshonorar fast	A	410 584	2 427 192	3 812 270	800 517	776 056	3 916,75
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	A	-3 887 255	-1 746 015	-4 271 439	211 444	105 830	-17,88
<b>Sum forvaltningshonorar</b>	<b>A</b>	<b>-3 476 671</b>	<b>681 177</b>	<b>-459 169</b>	<b>1 011 960</b>	<b>881 886</b>	<b>3 898,87</b>
Forvaltningshonorar fast	B	582	162 780	682 366	1 063	60 022	1 245,40
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	B	9 519	1 628 014	3 253 708	173	17 666	7,73
<b>Sum forvaltningshonorar</b>	<b>B</b>	<b>10 101</b>	<b>1 790 794</b>	<b>3 936 073</b>	<b>1 237</b>	<b>77 688</b>	<b>1 253,13</b>
Forvaltningshonorar fast	C	20 870	16 525	109 505	684	201 693	-
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	C	365 506	192 995	645 925	316	63 412	-
<b>Sum forvaltningshonorar</b>	<b>C</b>	<b>386 376</b>	<b>209 519</b>	<b>755 431</b>	<b>1 000</b>	<b>265 105</b>	<b>-</b>
Forvaltningshonorar fast	D	-	79	246 190	-	-	-
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	D	-	921	1 398 131	-	-	-
<b>Sum forvaltningshonorar</b>	<b>D</b>	<b>-</b>	<b>1 000</b>	<b>1 644 320</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Forvaltningshonorar fast	E	-	-	1 306 234	-	-	-
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	E	-	-	7 775 260	-	-	-
<b>Sum forvaltningshonorar</b>	<b>E</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>9 081 494</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Sum fast og beregnet variabelt forvaltningshonorar</b>	<b>Alle</b>	<b>-3 080 194</b>	<b>2 682 490</b>	<b>14 958 149</b>	<b>1 014 197</b>	<b>1 224 679</b>	<b>5 152,00</b>

<sup>1)</sup> Hvorav fordeling på de respektive andelsklasser	Klasse	SKAGEN Vekst 30.06.2015	SKAGEN Global 30.06.2015	SKAGEN Kon-Tiki 30.06.2015	SKAGEN m <sup>2</sup> 30.06.2015	SKAGEN Balanse 60/40 30.06.2015	SKAGEN Tellus 30.06.2015	SKAGEN Avkastning 30.06.2015
Antall utstedte andeler	A	4 105 839	24 271 917	38 122 695	8 005 166	2 953 070	7 760 559	13 235 767
Basiskurs per andel 30.06.2015 i kr****	A	1 903,7022	1 350,9664	709,0170	144,0833	134,2268	128,7959	142,7358
Antall utstedte andeler	B	5 822	1 627 801	6 823 656	10 634	-	600 224	-
Basiskurs per andel 30.06.2015 i kr****	B	1 907,0721	1 350,3793	712,3182	144,1104	-	131,0777	-
Antall utstedte andeler	C	208 705	165 245	1 095 055	6 837	-	2 016 927	-
Basiskurs per andel 30.06.2015 i kr	C	1 905,9232	1 354,3851	709,8862	144,1984	-	129,0531	-
Antall utstedte andeler	D	-	787	2 461 896	-	-	-	-
Basiskurs per andel 30.06.2015 i kr	D	-	1 355,0459	710,1284	-	-	-	-
Antall utstedte andeler	E	-	-	13 062 337	-	-	-	-
Basiskurs per andel 30.06.2015 i kr	E	-	-	709,6699	-	-	-	-

<sup>1)</sup> Hvorav fordeling på de respektive andelsklasser	Klasse	SKAGEN Høyrente 30.06.2015	SKAGEN Høyrente InsI. 30.06.2015	SKAGEN Krona** 30.06.2015	SKAGEN Credit 30.06.2015	SKAGEN Credit NOK 30.06.2015	SKAGEN Credit SEK** 30.06.2015	SKAGEN Credit EUR*** 30.06.2015
Antall utstedte andeler	A	28 374 539	8 571 659	5 319 289	1 769 507	1 298 723	245 881	391 675
Basiskurs per andel 30.06.2015 i kr****	A	101,8008	100,5670	100,2491	115,1893	101,0116	99,3913	9,9923
Antall utstedte andeler	B	-	-	-	-	-	-	124 540
Basiskurs per andel 30.06.2015 i kr****	B	-	-	-	-	-	-	10,0302
Antall utstedte andeler	C	-	-	-	-	-	-	-
Basiskurs per andel 30.06.2015 i kr	C	-	-	-	-	-	-	-
Antall utstedte andeler	D	-	-	-	-	-	-	-
Basiskurs per andel 30.06.2015 i kr	D	-	-	-	-	-	-	-
Antall utstedte andeler	E	-	-	-	-	-	-	-
Basiskurs per andel 30.06.2015 i kr	E	-	-	-	-	-	-	-

Note: Avvik på kursen i forhold til porteføljene skyldes periodiseringsavvik per 30.06.2015.

\* Beregnet variabelt forvaltningshonorar per 30.06.15: I henhold til vedtektene skal endelig avregning skje per 31.12.2015 basert på verdiutvikling resten av året. I Global C og Global D foretas imidlertid avregningen på kvartalsvis basis. I SKAGEN Vekst belastes variabelt forvaltningshonorar kun dersom andelsverdien 31.12. er høyere enn andelsverdien ved forrige belastning/avregning (høyvannmerke).

\*\* Angitt i hele tusen svenske kroner

\*\*\* Angitt i tusen euro

\*\*\*\* Angitt i henholdsvis svenske kroner og euro for SKAGEN Krona, SKAGEN Credit SEK og SKAGEN Credit EUR

# Avkastning- og risikomåling

## Avkastning\*

per 31.06.2015	1 år	Siste år	Siste 2 år	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 7 år	Siste 10 år	Siden start
SKAGEN Vekst A	3,0%	9,1%	17,6%	15,5%	9,6%	4,6%	8,6%	14,6%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	9,5%	24,1%	25,0%	22,4%	16,6%	7,3%	10,4%	10,5%
SKAGEN Global A	6,5%	15,0%	19,3%	20,8%	14,0%	9,6%	10,7%	15,7%
MSCI World AC	8,0%	29,4%	26,3%	24,2%	16,4%	11,4%	7,9%	4,7%
SKAGEN Kon-Tiki A	2,3%	6,5%	14,3%	12,6%	7,7%	8,2%	12,4%	15,9%
MSCI Emerging Markets	8,0%	21,6%	18,5%	13,8%	7,7%	7,3%	10,1%	9,7%
SKAGEN m2 A	-0,1%	21,3%	13,4%					14,7%
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	3,5%	30,2%	20,7%					21,1%
SKAGEN Focus A	-3,9%							-3,9%
MSCI World AC	-0,9%							-0,9%
SKAGEN Balanse 60/40	3,0%	7,7%	11,3%	11,3%				9,2%
SKAGEN Balanse 60/40 kombinert indeks	5,1%	15,6%	14,5%	12,9%				11,3%
SKAGEN Avkastning	0,6%	2,1%	3,4%	4,0%	3,8%	4,2%	3,8%	5,5%
Statsobligasjonsind. 3.00	0,4%	3,2%	3,0%	2,3%	3,0%	4,5%	3,6%	5,5%
SKAGEN Tellus A	-1,8%	11,8%	10,7%	10,8%	6,4%	8,8%		6,7%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR	1,3%	18,5%	13,0%	7,5%	4,8%	8,3%		5,7%
SKAGEN Credit NOK	2,8%	0,7%						0,9%
Statsobligasjonsindeks 1.0	0,5%	1,6%						1,7%
SKAGEN Høyrente	0,8%	1,9%	2,1%	2,5%	2,8%	3,2%	3,4%	4,2%
Statsobligasjonsind. 0.50	0,5%	1,3%	1,4%	1,5%	1,8%	2,4%	2,7%	3,8%
SKAGEN Høyrente Institusjon	0,9%	2,0%	2,2%	2,5%	2,8%	3,2%	3,4%	3,3%
Statsobligasjonsind. 0.25	0,5%	1,1%	1,3%	1,4%	1,7%	2,2%	2,6%	2,6%

## Risiko og prestasjonsmåling

per 31.06.2015	SKAGEN KON-TIKI A	SKAGEN GLOBALA	SKAGEN VEKST A	SKAGEN Avkastning	SKAGEN Tellus A	SKAGEN Høyrente
<b>TRADISJONELLE RISIKO- OG PRESTASJONSMÅL SISTE 5 ÅR</b>						
Standard Deviation NAV	12,3%	10,3%	11,4%	1,5%	8,0%	0,2%
Standard Deviation Benchmark	11,9%	8,7%	10,3%	2,1%	10,7%	0,3%
Tracking Error	4,8%	4,8%	5,8%	2,6%	5,6%	0,3%
Alfa	0,28%	-2,92%	-5,38%		3,77%	3,18%
Jensen's Alfa	0,20%	-2,82%	-5,47%		2,05%	2,58%
R2	84,82%	78,21%	73,51%		-1,66%	72,97%
Information Ratio Arithmetic	-0,01	-0,43	-1,07	0,30	0,27	2,95
Correlation	0,92	0,89	0,86	-0,02	0,86	0,13
Beta	0,96	1,06	0,94	-0,02	0,64	0,11

### GEVINST OG TAPSANALYSE SISTE 5 ÅR

Sharpe Arithmetic	0,46	1,10	0,66	1,38	0,56	4,81
Sharpe Ratio Benchmark	0,49	1,55	1,32	0,60	0,28	0,39
Relative Gain Loss Ratio	0,98	0,79	0,69	1,73	1,23	17,03
Consistence	48,33%	43,33%	38,33%		58,33%	56,67%
Consistence Market is Up	44,12%	48,84%	34,15%		30,30%	33,33%
Consistence Market is Down	53,85%	29,41%	47,37%		92,59%	85,19%
Relative Gain	103,62%	105,36%	85,78%		94,27%	86,32%
Relative Loss	105,94%	133,99%	123,55%		54,42%	70,46%
Positive Index Divergence	6,48%	5,81%	5,43%		4,02%	8,21%
Negative Index Divergence	6,65%	7,87%	11,62%		3,22%	6,77%
Percentage Positive Index Divergence	49,37%	42,47%	31,86%		55,50%	54,79%
Percentage Positive Index Divergence Market Up	43,29%	52,01%	30,54%		21,66%	21,88%
Percentage Positive Index Divergence Market Down	55,04%	23,55%	35,00%		93,68%	91,01%

### VALUE AT RISK 5 ÅR

Value at risk ex post NAV 5 years	-6,7%	-3,4%	-5,9%	-0,4%	-3,3%	0,1%
Value at risk ex post Benchmark 5 years	-5,5%	-3,3%	-4,2%	-0,8%	-4,9%	0,1%
Relative value at risk 5 years	-2,5%	-3,3%	-3,0%	-1,2%	-3,4%	-0,1%

\* Alle avkastningstall utover 12 måneder er annualisert

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

<sup>1)</sup> Investeringsmandatet endret 1.1.2014. Mer informasjon på side 13. Før 1.1.2010 var indeks OSEBX

<sup>2)</sup> Før 1.1.2010 var indeks MSCI World (NOK)

<sup>3)</sup> 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](http://www.skagenfondene.no)

<sup>4)</sup> Før 01.01.2013 var indeks Barclays Capital Global Treasury Index 3-5 years

## ANGRETT

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](http://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. Information ratio brukes også som et mål på risikojustert meravkastning der risiko tolkes som faren for ujevn meravkastning. Information 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.

**Indekssavvik-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. Indekssavvik-ratio tolker risiko som faren for negative indekssavvik i motsetning til information ratio som tolker risikoen som ujevn meravkastning (og ikke nødvendigvis negativ meravkastning).

Returadresse:  
Skagen AS  
Postboks 160  
4001 Stavanger

**B** ØKONOMI  
ÉCONOMIQUE



NORGE P.P. PORTO BETALT



Hovedkontor  
i Stavanger

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:**

Du kan chatte, sende epost eller ringe oss på telefon 04001 mellom klokken 8.00 og 21.00 mandag til fredag. Eller stikk innom et av våre kontorer.

*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](mailto:kundeservice@skagenfondene.no)*

**Redaksjon:**

Ole-Christian Tronstad, redaktør

Trygve Meyer

Michael Metzler

Parisa Kate Lemaire

Anna S Marcus

Vevika Søberg

Opplag: 5000

Design: Werksemd og  
Kaland Marketing

Forsidefoto: *Kunstnere på Skagen Sønderstrand, 1882. Av Peder Severin Krøyer, en av Skagenmalerne. Tillhører Skagens museum (beskåret).*

- Hjemmemarked
- Internasjonalt marked
- Markedsføringstillatelse



**SKAGEN**  
fondene