

MARKEDSRAPPORT

SKAGEN



EN DYNAMISK
VERDEN

MED BLIKKET MOT VERDISKAPING

NUMMER 3 | SEPTEMBER 2015 | www.skagenfondene.no

Riktig retning i en dynamisk verden

Tittelen på denne Markedsrapporten er «En dynamisk verden». I en slik verden er endring en del av hverdagen og de som ikke følger med blir stående igjen på perrongen når toget går. Vi har skrevet og kommunisert det i ganske lang tid nå: dagens marked er ikke spesielt gunstig for verdiforvaltere som SKAGEN. Derfor har vi bedt kundene våre være tålmodige når de syns at avkastningen i fondene våre ikke har vært tilfredsstillende. Utfordringen har vært at store vekstselskaper har vært så populære på bekostning av verdiselskaper, som vi er mest opptatt av.

I denne situasjonen må vi også endre oss, og følge med i tiden. Derfor har vi tatt noen tydelige grep som vi er sikre på vil gi resultater på sikt.

Vi har startet jobben med å konsentrere porteføljene våre. Selskapene vi har mest tro på utgjør en større andel av porteføljen. I forbindelse med denne ryddejobben har vi også skjerpet salgsprosessen og blitt langt tøffere med selskaper som vi ikke ser like stor oppside i.

Når vi snakker med kunder og andre blir vi ofte spurt om hvor forvalterne får idéene fra. Det kan være mange kilder til det, men vi har forbedret idéprosessen. Dette betyr at alle forvalterteamene kommer opp med flere idéer og idéene blir bedre forvaltet.

Verden er global, uten noe naturlig skille mellom vekstmarkeder og utviklede markeder. Selskapene har hele verden som tumleplass. Og nettopp det blir nøkkelen fremover. I et klima hvor råvare- og energiprisene faller, blir noen land vinnere og andre tapere. Men viktigst, innen enhver sektor blir ett eller noen få selskaper vinnere. Disse prøver vi å finne, uten å betale så mye at det går på bekostning av avkastningen.

Det betyr at vi har råd til å være langsiktige, som er en forutsetning for å skape gode resultater over tid. Vi slipper, heldigvis, å forholde oss til kvartalstyranniet børnoterte selskaper blir utsatt for.

Hvis vi nå, til tross for vår langsiktighet, likevel skal ta en titt i det kortsiktige bildet; Våre aksjefond har siden midtsommer stort sett utviklet seg noe bedre enn sine referanseindekser. Om det vi nå ser er starten på et trendskifte, hvor de dyre(re) vekstaksjene blir mindre populære og våre verdier blir satt høyere pris på, gjenstår å se.

I SKAGEN er eierskapssituasjonen nå avklart, og vi er overbevist om at det er en løsning også andelseierne våre vil sette pris på. Hvordan kan vi være så sikre? Fordi de samme eierne som startet SKAGEN blir med videre. De tre gründerne Tor Dagfinn Veen, Åge Westbø og Kristoffer Stensrud skal fortsatt jobbe for kundenes beste.

I en dynamisk verden er endring en del av det daglige arbeidet, men noen ting kommer ikke til å forandres: SKAGENS investeringsfilosofi er hogget i stein uavhengig av markedsforhold.



Det er fortsatt en stund til, men SKAGENS årlige Nyttårskonferanse nærmer seg. I januar 2016 kommer blant annet disse prominensene til Nyttårskonferansen i Oslo:

Ian Bremmer – utenrikksskribent og redaktør i det amerikanske magasinet Time. Han er også kjent for å ha bragt kunnskapen om politisk risiko til finansmarkedene.

Dr Pippa Malmgren var rådgiver til Det hvite hus i spørsmål om finansmarkedene. Tidligere hadde hun en rekke sjefsstillinger på Wall Street. Nå er hun forfatter, gründer og jevnlig bidragsyter til BBC og CNBC.

David Rosenberg er i dag sjefsøkonom hos Gluskin Sheff i Canada. Tidligere hadde han samme jobb hos Merrill Lynch og er ranket som en av de beste analytikerne.

Følg med på www.skagenfondene.no og våre sosiale medier for mer informasjon om Nyttårskonferansen 2016.



– Leif Ola Rød
Administrerende direktør



30

Rentekommentaren: Hvor bekymret bør vi være for veksten i Kina? Avbildet: en mann står foran en elektronisk tavle som viser aksjekurser i Shanghai i september.



18

Elektrisk i støtet. LG Chem med sitt Yeosu Industrial Complex, sammen med Samsung SDI er begge selskaper i SKAGEN Kon-Tiki's portefølje som trolig vil gjøre det bra etter "dieselgate" med økt salg av elbiler.



26

Elektrisk i støtet II. SKAGEN Focus kjøpte aksjer i den tyske produsenten av halvledere Infineon, et selskap som trolig også vil dra vekslers på spranget fra forbrenningsmotorer til eksempelvis hybrid.

Alle foto: Bloomberg

LEDER

Riktig retning i en dynamisk verden > 2
Leif Ola Rød

OM SKAGEN

Utvikling > 4
Avkastning- og risikomåling > 39

PORTEFØLJE-FORVALTERNES BERETNING

INNLEDNING

Å følge med i tiden > 5
Våre aksjefond investerer i selskaper, så det er viktig å vite at lederteamene i disse selskapene deler våre mål og har fokus på verdiskapning.

AKSJEFOND

SKAGEN Vekst > 10
Svakt kvartal

SKAGEN Global > 14
Fokus på nye selskaper

SKAGEN Kon-Tiki > 18
Fremvoksende markeder?

SKAGEN m² > 22
Kinasyndromet

SKAGEN Focus > 26
Nye posisjoner i svake markeder

KOMBINASJONSFOND

SKAGEN Balanse 60/40 > 36

RENTEFOND

Makrokommentar > 30
Kina angår oss alle

SKAGEN Credit > 32
Høy turbulens

SKAGEN Tellus > 31
Fryktet gresk mislighold

SKAGEN Avkastning > 34
Banket av norsk bank

SKAGEN Høyrente > 36
Uvanlig avkastning

SKAGEN Høyrente Institusjon > 38
Mindre utsatt

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.

Utvikling

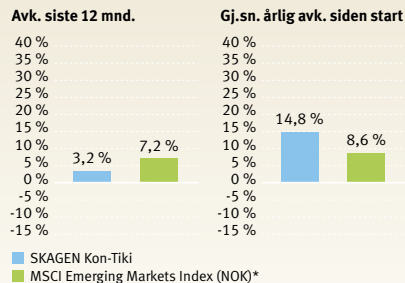
Tabellene viser avkastningen i SKAGENS fond målt mot referanseindeksene. Med mindre annet er oppgitt er alle avkastningstall i denne markedsrapporten knyttet til klasse A, og oppgis etter fradrag for gebyrer. Tall per 30. september 2015.

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

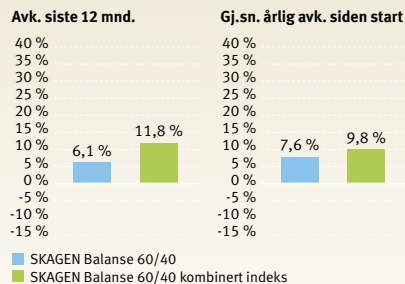
Forvaltere: Kristoffer Stensrud og Knut Harald Nilsson
Start: 5. april 2002



* Før 1.1.2004 var indeks MSCI World (NOK)

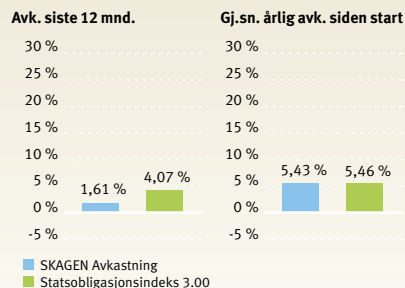
SKAGEN BALANSE 60/40

Forvalter: Beate Bredesen
Start: 29. februar 2012



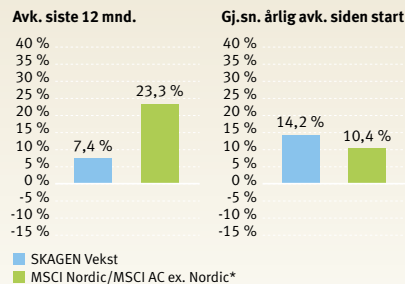
SKAGEN AVKASTNING

Forvalter: Jane Tvedt
Start: 16. september 1994



SKAGEN VEKST

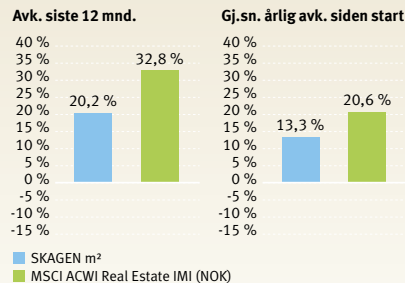
Forvaltere: Ole Søberg og Geir Tjetland
Start: 1. desember 1993



* Investeringsmandatet endret 1.1.2014. Mer informasjon på side 13. Før 1.1.2010 var indeks OSEBX

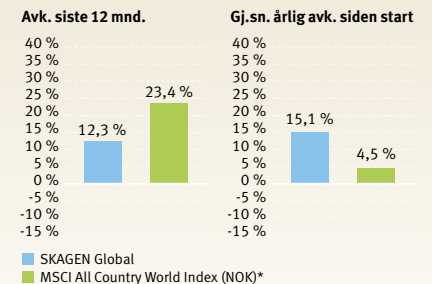
SKAGEN m²

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



SKAGEN GLOBAL

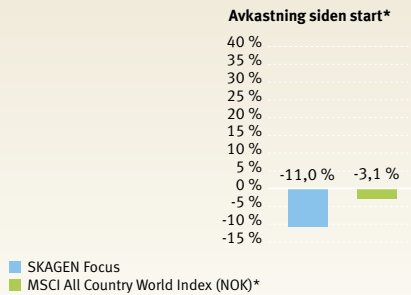
Forvalter: Knut Gezelius
Start: 7. august 1997



* Før 1.1.2010 var indeks MSCI World (NOK)

SKAGEN FOCUS

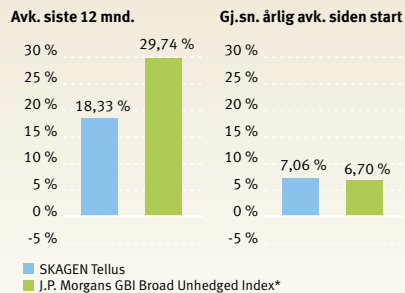
Forvaltere: Filip Weintraub og Jonas Edholm
Start: 26. mai 2015



* Fondet startet 26. mai 2015

SKAGEN TELLUS

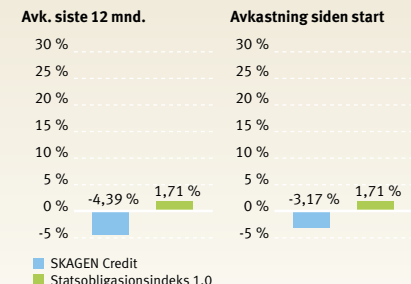
Forvalter: Torgeir Høyen
Start: 29. september 2006



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

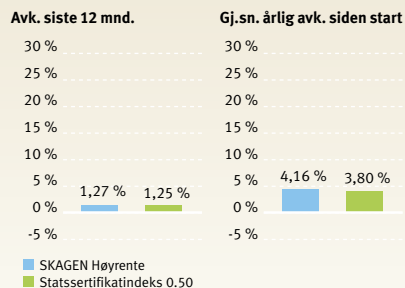
SKAGEN CREDIT NOK

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

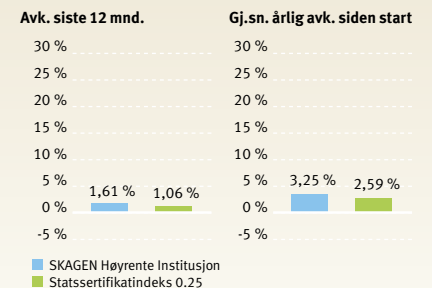




Foto: Bloomberg

Sola stiger over en gruppe som trener i West Kowloon i Hong Kong. Det største nedsalget i et kvartal siden 2011 har slettet verdier for 1,6 billioner i markedsverdi i den tidligere britiske kolonien. Den svekkede kinesiske økonomiske veksten og utsiktene til høyere amerikansk rente har skremt investorene.



Foto: Bloomberg

Vi har høstet fruktene etter at flere selskaper har forvandlet seg til regionale eller globale ledere. Et slikt selskap er Norwegian. På bildet ser man en passasjer som bruker Norwegians elektroniske innsjekk på Gatwick flyplass.

Porteføljeforvalternes beretning

Innledning

- › SKAGENS aksjefond falt med mellom 0,2 prosent og 8,8 prosent i kvartalet. Utviklede markeder ned 2,2 prosent, og fremvoksende markeder ned 10,9 prosent. Nedgangen skyldtes lavere energi- og råvarepriser som ga seg utslag i en nedgang i valuta- og aksjemarkedet i fremvoksende markeder.
- › Tredje kvartal var preget av to sentrale hendelser; 1) atomavtalen mellom Iran og en gruppe stormakter, som beredte grunnen for en 35 prosent nedgang i oljeprisen og 2) økt bekymring rundt Kinas økonomi, lite transparente økonomiske resultater i Kina og en svært markert nedgang i kinesiske aksjekurser etter en spekulativ oppgang siden sommeren 2014.
- › Til tross for all uroen i markedene ser vi lavere energipriser og fortsatt lave renter som stimulerende for den økonomiske aktiviteten i de fleste regioner.
- › Samlet sett forventer vi at den volatiliteten i finansmarkedene vi har sett siden august 2015, fortsetter utover høsten. Svakheten bør utnyttes til å finne gode investeringer, ettersom anslaget for 2016 er 3,0–3,6 prosent vekst i den økonomiske aktiviteten, noe som bør danne et godt grunnlag for en brukbar avkastning neste år.

Å følge med i tiden

Våre aksjefond investerer i selskaper, så det er viktig å vite at lederteamene i disse selskapene deler våre mål og har fokus på verdiskapning.

– Ole Sjøberg
Investeringsdirektør

Endringsfaktorer

Siden starten i 1993 har SKAGEN oppnådd en overlegen avkastning gjennom god aksjeplukking basert på en verdibasert investeringsfilosofi. Fondene har en høy aktiv andel, noe som betyr at porteføljen vår avviker betydelig fra komponentene i aktuelle referanseindekser.

Vi er imidlertid ikke fornøyd med resultatene våre den siste tiden. Den viktigste årsaken til de svake resultatene skyldes lav eksponering mot vekstselskaper som har hatt raskt stigende aksjekurser som følge av ekstremt stimulerende monetære forhold. I en verden med nullrenter vil et selskap med inntjeningsvekst på 5–10 prosent handles til 25–30 ganger inntjening, alene på grunn av matematisk likevekt. Som verdiinvestor går vi ikke etter slike investeringer. En annen faktor som spiller inn er SKAGENS betydelige eksponering mot fremvoksende markeder, der økonomiene vokser raskere og selskape-

ne verdsettes lavere. Her er man inne i et nedgangsmarked som har vart i flere år, blant annet som følge av bekymring knyttet til veksten i Kina, og den økonomiske resesjonen i Brasil og Russland.

Hva kan så gjøre at situasjonen snur? Hvis den globale veksten går fra dagens 3 prosent til over 4 prosent, vil dette utløse økt appetitt blant investorer for flere av selskapene i porteføljene våre. Høyere vekst vil trolig også tvinge sentralbankene til å heve rentene, noe som vil gjøre svært dyre vekstselskaper mindre attraktive.

I SKAGEN ønsker vi imidlertid å generere langsiktig god avkastning ved hjelp av selvstendig tenkning og gjennom å identifisere gode selskaper. Vi kjøper selskaper når de er feilpriset og bruker sunn fornuft når det gjelder timing og sammensetning av aksjeholdninger.

Siden jeg ble investeringsdirektør i begynnelsen av 2015, har jeg jobbet med forvalterteamet for å finjustere alle

våre analyse- og beslutningsprosesser. Investeringene i aksjefondene må være i samsvar med målet om 50 prosent oppside i løpet av en 2–3 års periode samt en nedsiderisiko begrenset til 20 prosent. Investeringene gjøres etter en solid analytisk vurdering av forretningsmessige drivere og iboende risiko – økonomisk, politisk og eierstyringsrelatert.

En viktig lærdom fra de siste årene har kommet gjennom svak avkastning på mindre posisjoner som burde vært solgt raskere. Vi legger nå mer vekt på å se med nye øyne på investeringer som ikke leverer resultatene vi forventer. Dersom 50/20-målet vurderes som urealistisk ved en ny gjennomgang, selger vi.

En rekke faktorer påvirker forvaltningsarbeidet. Noen av disse beskrives nedenfor.



En dynamisk verden

Våre aksjefond investerer i selskaper, så det er viktig å vite at lederteamene i disse selskapene deler våre mål og har fokus på verdiskapning. Det samme gjelder til en viss grad for våre obligasjons- og pengemarkedsfond.

Det overordnede prinsippet bak et godt selskap er veldig enkelt; å utvikle virksomheten på en bærekraftig måte og generere

en avkastning på investert kapital som er høyere enn kapitalkostnaden. Selskaper som følger dette enkle prinsippet, vil gjøre det bra over tid.

Tungroddede selskaper

En kreativ forretningsmann/-kvinne kan identifisere muligheter i nesten enhver virksomhet. I flybransjen har man for eksempel sett at tradisjonelle nasjonale selskaper

mister markedsandeler til smidige, kostnadsfokusede selskaper som Ryan Air og Norwegian. Sistnevnte selskap er en av SKAGENS langsiktige investeringer. Begge disse selskapene har funnet seg en nisje i bransjen og har nå ledende markedsandeler. Enhver leder i et tradisjonelt nasjonalt flyselskap kunne ha motvirket dette ved å kjøpe en billig flybillett, prøve ut tjenesten og bli inspirert til å gjøre tilpasninger i sitt



eget flyselskap. Så hvorfor ble ikke dette gjort?

Den vanligste årsaken til denne typen manglende handling er tungroddheten som finnes i mange selskaper. Dette skyldes gjerne etablerte selskapskulturer og det faktum at den tradisjonelle måten å gjøre ting på har fungert godt over lang tid. For ikke å bli et offer for tregheten i egen kultur bør enhver organisasjon av og til spørre seg selv: Hva er kjernevirksomheten vår? Hvorfor gjør vi ting på denne måten? Hvor er vi på vei? Kan vi gjøre ting mer effektivt? Og kan vi skape mer verdi for eierne gjennom bedre allokering av ressursene våre?

I SKAGEN har vi høstet fordelene av å eie aksjer i flere selskaper som har klart å bli regionale eller globale ledere innen deres område. To slike selskaper er Samsung Electronics, som driver innen halvledere og smarttelefoner, og Norwegian Air Shuttle, som i 2015 vil frakte flere passasjerer enn SAS.

Hvordan finner vi så de store verdiskapene i aksjemarkedet?

Et dynamisk globalt aksjemarked

På verdensbasis finnes det omtrent 5000 større selskaper notert på børs, ifølge

Bloomberg World Index. De 100 største selskapene målt etter markedsverdi utgjør 29 prosent av den totale verdiskapingen og har til sammen tjent like under USD 1000 milliarder etter skatt de siste 12 månedene. De resterende 4900 selskapene står dermed for 71 prosent av den samlede inntjeningen. Flere av disse vil være blant de 100 største om fem eller ti år. Samsung er for øyeblikket nummer 46 på listen, og Norwegian Air Shuttle er ikke engang blant de 5000 største selskapene – ennå.

Basert på erfaring er vi nokså sikre på at ingen av de 100 selskapene vil gi opp posisjonen sin frivillig, så det er nødt til å skje gjennom markedets naturlige dynamikk. Dette kan komme i form av bedre og mer effektive måter å gjøre de samme tingene på, ny teknologi, nye forbrukerpreferanser, produkter og tjenester, eller en endring i eksterne faktorer som påvirker virksomheten.

Fokus på kjernemarkedet

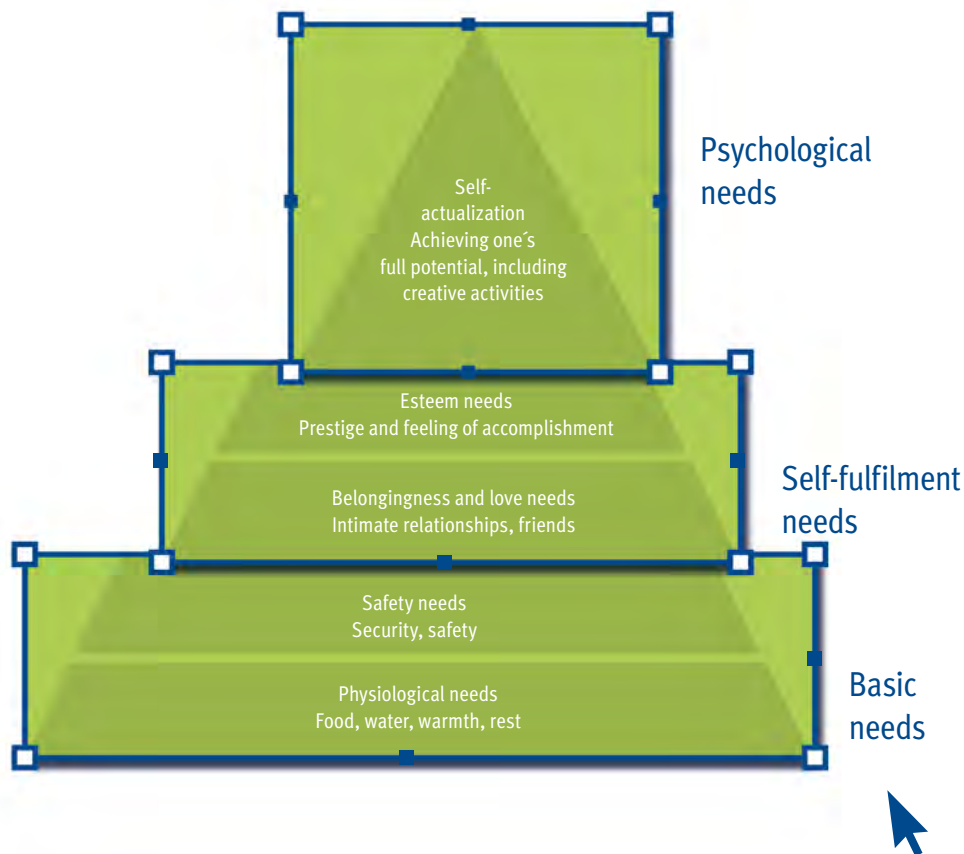
Etter vårt syn utgjør gode selskaper som fokuserer på deres kjernekompetanse, gode investeringer – særlig hvis vi kan kjøpe oss inn til en lav pris.

Dynamikken i selskapene som har gått

opp og ned vinnerlisten de siste årene, har vært preget av et skifte i inntjening fra kapitalintensive næringer til idé- og kreativitetsintensive bransjer som merkevarer, programvare, legemidler, medier og informasjonsteknologi. Ser man på avkastningen i aksjemarkedet siden 1900 har de beste næringene vært alkohol og tobakk, mens skipsbygging og shipping er på bunnen av listen. Det er derfor ikke et helt nytt fenomen at kapitalintensiv og syklisk industri gjør det dårligere enn mindre kapitalintensiv og stabil industri.

Man skal imidlertid ikke avskrive kapitalintensive næringer helt, da disse kan være kreative på sin egen måte. En måte er via konsolidering og utnyttelse av allerede store infrastrukturer for å oppnå tilstrekkelig inntjeningsvekst og høyere kapitalavkastning. Det skjer mye på dette området, og det har vært flere slike typer transaksjoner i løpet av de siste to årene.

En annen dynamisk faktor som støtter opp om nye ledende selskaper er et sterkt hjemmemarked. Dette kan enten være i form av et stort og homogent innenlandsmarked som i USA, eller ved at et selskap



er i en smal nisje med et globalt fokus, slik tilfellet er for enkelte legemiddelselskaper. Roche og NovoNordisk er gode eksempler på slike selskaper.

Myndighetene og økonomisk dynamikk

I 2002 hadde SKAGEN en bestemt – dog kontrær – oppfatning om at Kina ville bli en viktig drivkraft for den globale økonomien. Kinas betydelige innvirkning på de globale energi- og råvaremarkedene samt landets betydning for globale produsenter av forbrukerprodukter er nå godt kjent.

Andre regioner har merket utviklingen i Kina godt, og til tross for all støyen i media om det dysfunksjonelle EU-systemet, skjer det nå ting i EU som kan gjøre Europa til en svært dynamisk økonomisk region, hvis de aktuelle tiltakene besluttes og implementeres. Reformprogrammer for arbeidsmarkedet, pensjoner og velferd samt kapitalmarkeds- og infrastrukturreguleringer har som mål å øke EUs produktivitet og markedsdynamikk. EU er nå vant til at regionens BNP vokser med sneglefart, men en ny økning i produktiviteten kan styrke den økonomiske veksten på noen års sikt.

India, Brasil, Japan og andre store økonomiske regioner har reformprogrammer på trappene, men timingen og de endelige resultatene er fortsatt noe usikre. Likevel er det ting som skjer, og det er lite trolig at planene vil reverseres.

På kortere sikt vil økonomiske svingninger åpenbart påvirke stemningen i

finansmarkedene, men vi har en bestemt oppfatning om veien videre, og denne har vist seg å gi oss god avkastning over tid.

Mennesker og global produksjonsdynamikk

I en verden med økt samhandling over landegrenser ser vi to viktige trender, som begge påvirkes av økende velstand og demografiske endringer.

Babyboom-generasjonen i utviklede markeder har begynt å gå ut av arbeidsmarkedet, og befolkningsveksten avtar og går mot 0 prosent. Denne gruppen er velstående og etterspør gjerne bare vedlikehold av fysiske eiendeler. Opplevelser som underholdning, mat, drikke, helse, velvære og reise etterspørres på bekostning av mer materielle varer. Med andre ord kan man si at de grunnleggende behovene i Maslows behovspyramide er dekket.

Til tross for at fremvoksende markeder er upopulære blant investorer, omfatter disse markedene seks milliarder kunder, og hver dag blir gjennomsnittspersonen i disse landene mer velstående og vil etter hvert få råd til å dekke flere av sine grunnleggende behov.

Den økte velstanden i fremvoksende markeder skyldes blant annet at selskaper i utviklede markeder flytter produksjonen til lavkostregioner. Siden 1980-tallet har produksjonen flyttet fra USA til Mexico og Kina, og er nå på vei til Vietnam. Dynamikken innad i fremvoksende markeder

genererer også økt velstand, som i sin tur genererer etterspørsel etter flere materielle goder som biler, TV-er, kjøleskap osv.

Dynamikken knyttet til mennesker gir derfor to (om ikke flere) veier fremover; for materielle produkter er det god etterspørselsøkning i fremvoksende økonomier, mens den er flat i utviklede økonomier. På den annen side er etterspørselen i utviklede økonomier mer rettet mot opplevelser.

Dynamiske SKAGEN

SKAGEN overvåker og analyserer de mangfoldige dynamiske globale kreftene som påvirker regioner, sektorer, bedrifter og ikke minst finansmarkedene. Vi bruker disse observasjonene sammen med vår preferanse for verdiinvestering, aktiv selskapsutvelgelse, gjenkjenning av historiske mønstre, et kontrært og realistisk langsiktig markedssyn samt en god dose sunn fornuft. Dette har vært suksessoppskriften vår i 23 år og vil fortsette å være det i en dynamisk verden.

Vi fokuserer på å generere en bærekraftig avkastning som er høyere enn vår kapitalkostnad, akkurat slik vi forventer at ledergruppene i virksomhetene vi investerer i, gjør. Vi har en dynamisk tilnærming, og innenfor rammene av investeringsfilosofien vår drar vi nytte av de dynamiske kreftene vi kan se i verden, og som kontinuerlig åpner opp nye og spennende investeringslandskap.



Foto: Bloomberg

Vi vet ikke ennå hva konsekvensene av fallet i oljeprisen vil bli. Hvis historien gir noen pekepinn kan det ta over et år før forbrukerne får merke effektene. Her ser vi motorsyklister i kø ved en bensinstasjon i Indonesia etter at det ble klart at regjeringen opprettholder de kunstig lave bensinprisene i fjor.

ÅRETS TREDJE PITSTOPP

Ved starten av 2015 så vi et vekstpotensial for aksjer på 8–14 prosent, drevet av god vekst, ingen inflasjon av betydning samt rikelig med likviditet. Den økonomiske aktiviteten globalt var ventet å vokse med 3,5 prosent, drevet av 7 prosent vekst i Kina, 3 prosent i USA og 1 prosent i Europa og Japan.

➤ Ni måneder inn i året har vi sett aksjer stige kraftig for så å falle igjen, og mange regioner er nå i rødt, målt i lokale valutaer.

➤ I tredje kvartal i 2015 har globale aksjer falt 0,7 prosent i NOK som følge av en nedgang på 11 prosent i fremvoksende markeder. Etter ni måneder har tempoet i den globale veksten avtatt til 3,0 prosent, da flere av de fremvoksende økonomiene, blant annet Kina, er på ustø kurs. Spesielt Brasil, Nigeria og Russland har lidd som følge av lavere råvarepriser – en helt sentral svingfaktor for disse økonomiene.

➤ Lavere råvare- og energipriser vil ha en positiv innvirkning på det private forbruket på grunn av lavere priser ved bensinstasjonene. I 1986, da oljeprisen falt 60 prosent, tok det fem kvartaler før forbrukerne begynte å merke effekten. Hvis historien er en pekepinn, skal ting altså begynne å ta fart rundt juletider 2015.

➤ Selskapenes inntjeningsrapporter så langt i år har fått analytikerne til å redusere den forventede veksten i utviklede markeder fra 11 prosent til 8 prosent for 2015. For 2016–17 forventes en vekst på 10–11 prosent, basert på 5 prosent omsetningsvekst. Bildet er blandet for aksjer i de utviklede markedene, med Japan opp 1 prosent, Europa opp 5 prosent og USA ned 6 prosent (alle tall i lokal valuta). Europa var opp 20 prosent i første kvartal, men har falt tilbake på grunn av risikofaktorer som Hellas og Kina samt råvarepriser.

➤ I fremvoksende markeder er inntjeningsbildet en annen og mindre optimistisk historie. Inntjeningen for 2015 er nedjustert med 15 prosent, men 1 prosents vekst er fortsatt ventet, og vekstmarkedsaksjer er ned 30 prosent, målt i USD. Markedene i Brasil, Tyrkia og Indonesia har falt som følge av en blanding av fallende valutakurser og en generelt lavere tro på aksjemarkedet.

➤ Utviklede markeder er nå verdsatt til 16x inntjening for 2015 og fremvoksende markeder til rundt 12x inntjening for 2015.



SKAGEN Vekst

Den smale sti til velstand

- › Svak utvikling i flere av våre mindre porteføljeselskap trakk ned
- › Nye selskap er blant annet svenske SKF og brasilianske Localiza
- › Porteføljen handles med rabatt – bør gi meravkastning over tid

1 2 3 4 **RISK** 6 7

Fondets startdato 1. Desember 1993

Avkastning siden oppstart 1728,42 %

Forvaltningskapital 7 644 mill NOK

Antall andelseiere 71 521

AVKASTNING **KV 3/-15*** **12 M.***

SKAGEN Vekst -4,0 % 7,4 %

MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic -0,7 % 23,3 %

* Per 30. september 2015.



PORTEFØLJEFORVALTERE

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

* Junior porteføljeforvalter.

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

Svakt kvartal

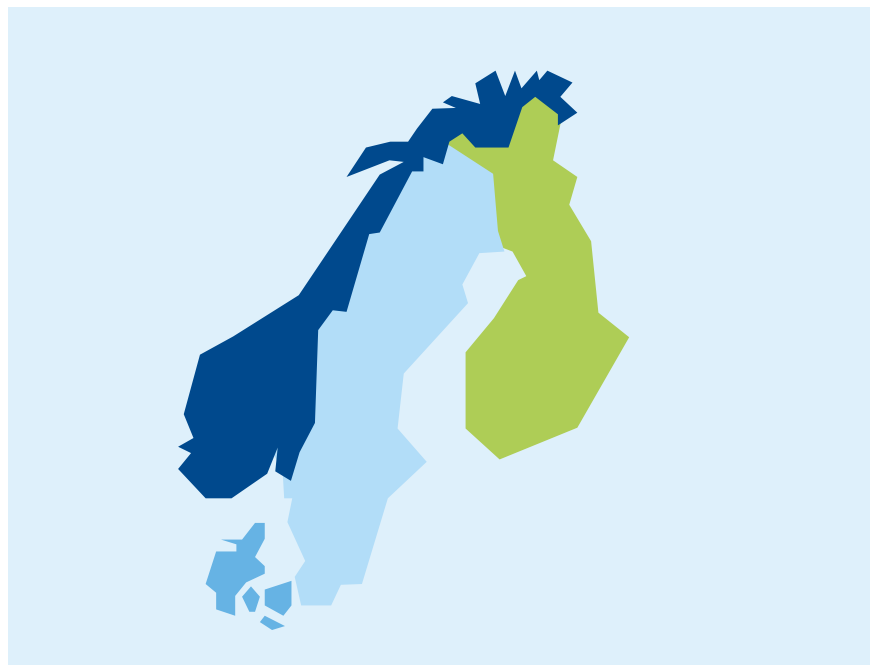
Kvartalet ble preget av turbulente markeder, med store svingninger for både aksjer og valutaer. Etter en svak innledning på kvartalet hentet fondet seg noe inn i forhold til referanseindeksen i september.

SKAGEN Vekst hadde et svakt kvartal. Våre ti største poster hadde en vektet avkastning som var bedre enn porteføljen i sin helhet men noe dårligere enn indeks. Våre porteføljeselskaper Norwegian, Danske Bank og SAP bidro positivt, mens Norsk Hydro, Carlsberg og ABB presterte svakt i kvartalet.

Mindre poster påvirket negativt

Fondets utvikling kan i stor grad tilskrives den svake utviklingen i en rekke aksjer som ikke inngår i topp ti. Blant disse finner vi Volvo, dagligvarekjeden Casino, oljeselskapet Lundin Petroleum, nettbørsselskapet SBI Holding og FLSmidth som driver innen sement og gruveservice. Vi har gransket disse nøye i løpet av kvartalet. Dette har ført til at vi har økt i Volvo, solgt oss ned i FLS og uforandret posisjon i de øvrige postene.

I kvartalet økte vi våre eksisterende posisjoner i Bonheur og Carlsberg. Det svenske industriselskapet SKF og det brasilianske bilutleieselskapet Localiza er nye selskaper i porteføljen. Etter Norwegians gode utvikling solgte vi oss ned, men ikke ut, av selskapet.



MER NORDEN

Den nordiske andelen av fondet utgjorde rundt 55 prosent ved utgangen av kvartalet. Det er noe høyere enn de 50 prosentene som referanseindeksen har. Dette er et bevisst valg siden flere selskaper, som Volvo og Carlsberg, er blitt attraktivt vurderte i løpet av tredje kvartal.

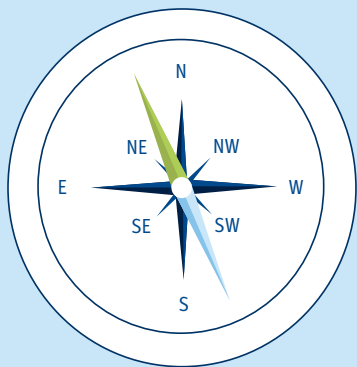


Foto: SKF

HOLDER STØ KURS

SKAGEN Veksts referanseindeks inneholder noen av verdens beste selskaper med gode vekstprofiler, god selskapsstyring og god historikk. Flere av disse selskapene ligger utenfor vår verdibaserte investeringsfilosofi, siden de er høyt priset. Dette er en utfordring for oss. Siden 2012 har vi fokusert porteføljen gjennom løpende finjusteringer, med et tydelig siktemål på 50 prosents oppside over to til tre år, og en maksimal nedside på 20 prosent. Men vi kontrollerer ikke de faktorene i verden som har skapt en stor appetitt på høyt vurderte aksjer og det vises på resultatet i perioden hvor historisk lave renter har vært en realitet. Du kan lese mer om dette i investeringsdirektør Ole Sjøbergs generelle porteføljetekst på side 5.

I forhold til den opprinnelige referanseindeksen (Oslo Børs) har SKAGEN Vekst klart seg på linje med denne.

Selv om vi er misfornøyde med fondets utvikling fortsetter vi med våre anstrengelser for å finne undervurderte selskaper. Det vises ved at porteføljen handles med rabatt mot referanseindeksen, og over tid bør det gi meravkastning.

De 35 største selskapene – tilsvarende 89 prosent av porteføljen – hadde ved utgangen av kvartalet en vektet p/e på 11x 2015. Tilsvarende p/e for referanseindeksen er 15x og det understøtter vårt fokus på verdi. Ser man på veksten i gevinst per aksje så forventes våre 35 største selskaper å vokse med 15 prosent per år. For indeks er dette tallet 10 prosent. Med andre ord er SKAGEN Vekst priset betydelig under indeks for 2015 og porteføljen forventes å ha høyere gevinstvekst enn referanseindeks. Dette burde over tid gi betydelig meravkastning.

Derfor kommer vi også fremover å holde fast ved vår innretning på god absoluttavkastning, hvor investeringsbeslutningene fortsatt vil fattes uavhengig av referanseindeksen. Vår verdibaserte investeringsfilosofi står fast, siden denne historisk har gitt best avkastning over tid.

SKAGEN VEKST 3. KV. 2015 (MILL. NOK)

De 5 største positive bidragsytere

Kia Motors Corporation	52
Danske Bank A/S	44
Norwegian Air Shuttle ASA	29
H Lundbeck A/S	18
Medi-Stim ASA	13

De 5 største negative bidragsytere

Norsk Hydro ASA	-68
Casino Guichard Perrachon SA	-52
Lundin Petroleum AB	-47
Volvo AB	-42
Samsung Electronics Co Ltd Pref	-32

5 største kjøp

SKF AB - B Shares	101
Credit Suisse Group AG	66
Carlsberg AS-B	46
SAP SE	36
Localiza Rent a Car SA	23

5 største salg

Norwegian Air Shuttle ASA	-204
Kia Motors Corporation	-124
Danske Bank A/S	-66
Korean Reinsurance Co	-59
Samsung Electronics Co Ltd Pref	-50

KURSHISTORIKK SKAGEN VEKST

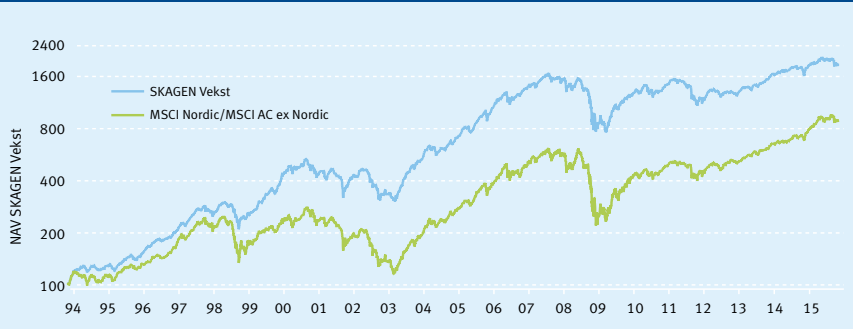


Foto: Carlsberg

Carlsberg

Det danske bryggeriet Carlsbergs rapport for andre kvartal inneholdt lite av de rasjonaliseringsprogrammene som kreves for at selskapet skal tette det nåværende lønnsomhetsgapet til sine konkurrenter. På lengre sikt forventer vi kontinuerlige forbedringer som sammen med sterke varemerker gir betydelig oppside i aksjen. Vi utnyttet den svake utviklingen etter kvartalsrapporten til å legge til flere aksjer til vår eksisterende posisjon.



Foto: Bloomberg

Danieli

Etter å ha besøkt selskapets fabrikk i Italia og truffet selskapsledelsen, økte vi vår posisjon i Danieli. Selskapet er nå en ledende leverandør av utstyr til stål-fabrikker, en syklisk bransje som akkurat nå befinner seg i en nedgangsfase. Selskapet har likevel en fordel i at eksisterende stålverk oppgraderes for å minimere miljøutslipp og bli mer produktive. I kombinasjon med et svært sterkt balanseregnskap hvor netto kontantbeholdning tilsvarer 80 prosent av markedsverdien, gir investeringen en begrenset nedside i en syklisk bransje.



Foto: Bloomberg

ABB

I løpet av kvartalet ble det kjent at aktivistfondet Cevian Capital kontrollerer mer enn fem prosent i ABB, og det har fått fart på spekulasjonene rundt selskapets fremtidige struktur. SKAGEN Veksts investering i ABB bygger mye på de interne effektiviseringer som selskapet kan gjøre, snarere enn at det deles opp i ulike deler. Vi konstaterer likevel at selskapets kompliserte struktur gjør det vanskelig å forstå de underliggende verdiene sett fra utsiden. Eksempelvis overskygges ABB's ledende posisjon innen robotteknikk av uroen over lav oljepris.



Foto: Bloomberg

Kemira

Vår investering i det globale kjemikalieselskapet Kemira utvikles tilfredsstillende og selskapet har allerede nå fått resultater av sin satsing på å stimulere modne oljefelt. Vi gjorde grundige undersøkelser rundt dette potensialet før vi investerte i Kemira og fant at veldig lite gjenspeiles i aksjekursen. Aksjen gir videre en fin direkteavkastning på rundt 5 prosent, noe som begrenser nedside.

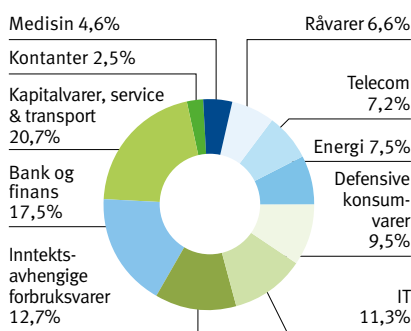


Foto: Danske Bank

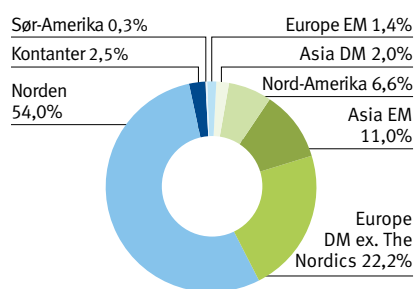
Danske Bank

Danske Bank rapporterte sterke tall som bekrefter bankens opphenting etter finanskrisen i 2008. Aksjen har vært en vellykket investering for SKAGEN Vekst og oppsiden beregnes til rundt 20 prosent fra nåværende nivåer. Basert på dette har vi minket vår beholdning noe, men posisjonen er fortsatt vår sjetteste største.

BRANSJEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE I SKAGEN VEKST (PR. 30.09.2015)

Selskap	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2015e	P/E 2016e	P/B trailing	Kursmål
Samsung Electronics	6,5%	917 000	6,4	5,9	0,7	1 500 000
Continental AG	6,3%	190	12,5	10,4	3,2	298
Citigroup	5,4%	50	8,3	6,8	0,7	77
Norsk Hydro	5,4%	28	11,3	9,5	0,8	45
Carlsberg	5,0%	513	14,7	11,7	1,5	822
Danske Bank A/S	4,9%	202	10,9	11,4	1,3	255
TeliaSonera AB	4,8%	45	11,3	11,3	1,8	60
Norwegian Air Shuttle	4,4%	333	14,5	8,8	4,9	500
ABB	4,1%	148	13,4	9,8	2,7	250
SAP	4,1%	58	18,1	15,5	3,6	91
Vektet gjennomsnitt topp 10	51 %		11,6	9,8	1,4	50 %
Vektet gjennomsnitt topp 35	89 %		10,7	9,2	1,1	63 %
Referanseindeks			15,3	14,0	2,0	

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

Verdipapir	Sektor	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Prosentvis fordeling	Børs
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Information Technology	75 000	448 079	495 125	47 046	6,48%	Seoul
Continental AG	Consumer Discretionary	265 595	147 251	483 475	336 223	6,33%	Frankfurt
Citigroup Inc	Financials	983 800	352 249	416 058	63 809	5,44%	New York
Norsk Hydro ASA	Materials	14 542 679	373 563	412 430	38 867	5,40%	Oslo Børs
Carlsberg AS-B	Consumer Staples	590 000	369 513	384 867	15 354	5,04%	København
Danske Bank A/S	Financials	1 448 125	168 128	373 784	205 655	4,89%	København
Teliasonera AB	Telecommunication Services	8 100 000	371 755	369 785	-1 969	4,84%	Stockholm
Norwegian Air Shuttle ASA	Industrials	1 000 000	79 485	333 000	253 515	4,36%	Oslo Børs
ABB Ltd	Industrials	2 070 000	286 184	312 902	26 718	4,09%	Stockholm
SAP SE	Information Technology	565 000	249 203	312 615	63 412	4,09%	Frankfurt
Koninklijke Philips NV	Industrials	1 429 643	290 366	286 685	-3 681	3,75%	Amsterdam
Kia Motors Corporation	Consumer Discretionary	582 000	178 500	224 580	46 081	2,94%	Seoul
Volvo AB	Consumer Discretionary	2 690 000	227 300	219 548	-7 752	2,87%	Stockholm
Lundin Petroleum AB	Energy	1 800 000	177 336	196 123	18 787	2,57%	Stockholm
Credit Suisse Group AG	Financials	925 000	197 336	189 449	-7 888	2,48%	Zürich
Roche Holding AG-Genussschein	Health Care	81 129	175 789	182 343	6 554	2,39%	Zürich
Kinnevik Investment AB-B	Telecommunication Services	736 009	169 794	178 457	8 663	2,33%	Stockholm
Casino Guichard Perrachon SA	Consumer Staples	352 100	240 762	159 489	-81 273	2,09%	Paris
Tribona AB	Financials	2 851 004	94 342	109 620	15 278	1,43%	Stockholm
SBI Holdings Inc	Financials	1 139 000	96 634	108 574	11 939	1,42%	Tokyo
Wilh. Wilhelmsen Holding ASA	Industrials	744 081	53 139	107 520	54 381	1,41%	Oslo Børs
Oriflame Cosmetics AG	Consumer Staples	1 000 000	128 352	104 392	-23 960	1,37%	Stockholm
SKF AB - B Shares	Industrials	627 383	101 469	98 018	-3 451	1,28%	Stockholm
Bonheur ASA	Energy	1 492 594	107 317	94 780	-12 537	1,24%	Oslo Børs
Kemira OYJ	Materials	850 000	81 883	83 624	1 741	1,09%	Helsinki
Sberbank of Russia Pref	Financials	9 620 000	139 234	72 268	-66 966	0,95%	Moscow
Ganger Rolf ASA	Energy	1 213 817	124 262	71 008	-53 254	0,93%	Oslo Børs
AirAsia Bhd	Industrials	27 960 000	142 496	69 509	-72 987	0,91%	Kuala Lumpur
Danieli & Officine Meccaniche SpA	Industrials	497 407	64 441	64 394	-47	0,84%	Brsaltaliana
Medi-Stim ASA	Health Care	1 265 625	15 814	60 750	44 936	0,79%	Oslo Børs
Solar AS - B Shs	Industrials	104 000	40 099	54 485	14 387	0,71%	København
Frontline 2012 Ltd	Industrials	1 000 000	41 502	52 900	11 398	0,69%	Unotert
Rec Silicon ASA	Energy	35 182 178	52 331	52 492	161	0,69%	Oslo Børs
Hitecvision AS	Financials	793 668	7 193	52 382	45 189	0,69%	Unotert
Solstad Offshore ASA	Energy	2 052 746	102 753	51 729	-51 024	0,68%	Oslo Børs
H Lundbeck A/S	Health Care	220 000	41 215	50 264	9 049	0,66%	København
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	Energy	30 000 000	59 320	49 197	-10 123	0,64%	Hong Kong
FLSmidth & Co A/S	Industrials	164 906	55 394	46 821	-8 572	0,61%	København
Golar LNG Ltd	Industrials	190 000	58 722	46 754	-11 968	0,61%	NASDAQ
Nippon Seiki Co Ltd	Consumer Discretionary	273 000	28 148	44 905	16 758	0,59%	Tokyo
Sodastream International Ltd	Consumer Staples	365 000	82 946	42 760	-40 186	0,56%	NASDAQ
DOF ASA	Energy	5 762 213	110 022	36 878	-73 144	0,48%	Oslo Børs
Strongpoint ASA	Information Technology	3 796 612	43 431	34 929	-8 502	0,46%	Oslo Børs
Elekta AB - B shs	Health Care	600 000	32 238	34 057	1 819	0,45%	Stockholm
Yazicilar Holding AS	Consumer Staples	689 169	23 544	31 440	7 895	0,41%	Istanbul
YIT Oyj	Industrials	568 875	33 128	26 248	-6 880	0,34%	Helsinki
Goodtech ASA	Industrials	2 055 949	46 750	24 055	-22 696	0,31%	Oslo Børs
Localiza Rent a Car SA	Industrials	450 000	23 150	23 490	340	0,31%	Sao Paulo
Photocure ASA	Health Care	626 466	25 235	22 929	-2 306	0,30%	Oslo Børs
Bang & Olufsen A/S	Information Technology	300 000	22 682	17 480	-5 202	0,23%	København
Raiffeisen Bank International AG	Financials	154 039	34 701	17 108	-17 594	0,22%	Wien
TTS Group ASA	Industrials	3 055 946	30 512	13 996	-16 515	0,18%	Oslo Børs
Golden Ocean Group Ltd	Industrials	640 000	18 825	13 696	-5 129	0,18%	Oslo Børs
Nordic Mining ASA	Materials	18 416 432	20 776	11 418	-9 358	0,15%	Oslo Axxess
Eidesvik Offshore ASA	Energy	784 588	29 160	10 200	-18 961	0,13%	Oslo Børs
Fjord Line AS	Consumer Discretionary	3 622 985	33 138	8 333	-24 805	0,11%	Unotert
Sevan Drilling ASA	Energy	662 609	83 460	5 281	-78 179	0,07%	Oslo Børs
I.M. Skaugen SE	Industrials	1 728 652	21 005	3 475	-17 531	0,05%	Oslo Børs
Electromagnetic Geoservices AS	Energy	5 029 207	68 319	3 118	-65 201	0,04%	Oslo Børs
Golden Ocean Group Ltd	Industrials	100 000	3 132	2 142	-990	0,03%	NASDAQ
Genomar AS	Consumer Staples	483 807	11 591	5	-11 586	0,00%	Unotert
Sum verdipapirportefølje*			6 936 401	7 460 137	523 736	97,60%	
Disponibel likviditet				183 213		2,40%	
Sum andelskapital				7 643 350		100,00%	

* Tall i 1000 NOK.

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

- › Google leverte varene
- › Valutakurser, råvarer og minnebrikker trakk ned
- › Seks nye selskaper
- › Listen for å bli i porteføljen er høyere

1	2	3	4	RISK	6	7
Fondets startdato	7. August 1997					
Avkastning siden oppstart	1250,97 %					
Forvaltningskapital	32 442 mill NOK					
Antall andelseiere	87 617					
AVKASTNING	KV 3/-15*	12 M.*				
SKAGEN Global	-4,4 %	12,3 %				
MSCI ACWI	-2,2 %	23,4 %				

* Per 30. september 2015.



PORTEFØLJEFORVALTERE

Knut Gezelius, Søren Milo Christensen, Chris-Tommy Simonsen og Thomas Johansson

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

Fokus på nye selskaper

Utviklingen i valutakurser og råvarer preget SKAGEN Globals utvikling i tredje kvartal, sammen med de store svingningene i det kinesiske aksjemarkedet.

IT-GIGANT SLÅR ALLE FORVENTNINGER

Som beskrevet i forrige Markedsrapport økte vi vår posisjon i Google betydelig i andre kvartal. Det skulle vise seg å gi avkastning langt fortere enn vi hadde håpet på. Selskapet leverte et fantastisk regnskap som viste akselererende vekst i omsetningen, kombinert med både høyere inntjeningsmarginer og lavere investeringer. Dette ble senere i kvartalet fulgt opp med kunngjøringen av en ny selskapsstruktur som vil gi investorene bedre økonomisk innsikt i Googles underliggende forretningsområder – noe som har hindret mange i å investere i aksjen.

VALUTAKURSER, RÅVARER OG MINNEBRIKKER TRAKK NED

Mens kvartalets vinnere generelt finnes blant selskaper med selskapsspesifikke positive nyheter, var svake valutakurser i vekstmarkedene og fallende råvarepriser forklaringen på mange av kvartalets tapere. Lundin Mining og Lundin Petroleum ble dermed trukket ned av henholdsvis svake kobber- og oljepriser. En annen stor negativ bidragsyter var søkoreanske Samsung Electronics. Fallende priser på minnebrikker drevet av svak etterspørsel var hovedårsaken til fallet i aksjekursen. Det avgjørende nå blir hvordan aktørene i den sterkt konsoliderte bransjen reagerer på fallende priser. Inntil videre har både uttalelser og handlinger sterkt støttet opp om vår tese om en mye mer rasjonell konkurransesituasjon. Dette er akkurat det som vil føre til høyere avkastning på den investerte kapitalen over tid, med tilsvarende høyere verdifastsettelse for alle selskapene i industrien.

SKAGEN GLOBAL 3. KV. 2015 (MILL. NOK)

De 5 største positive bidragsytere		5 største kjøp	
Google Inc	232	Merck & Co Inc	978
NN Group NV	85	G4S Plc	707
Microsoft Corp	73	Carlsberg AS-B	269
Tyson Foods Inc	53	Lundin Mining Corp	248
OCI Co Ltd	53	Barclays PLC	217
De 5 største negative bidragsytere		5 største salg	
Lundin Mining Corp	-161	Hyundai Motor Co Pref	-612
Samsung Electronics Co Ltd	-154	LG Corp	-545
Koninklijke DSM NV	-111	Storebrand ASA	-487
Lenovo Group Ltd	-106	Varian Medical Systems Inc	-433
Gap Inc/The	-101	OCI Co Ltd	-345



Foto: Bloomberg

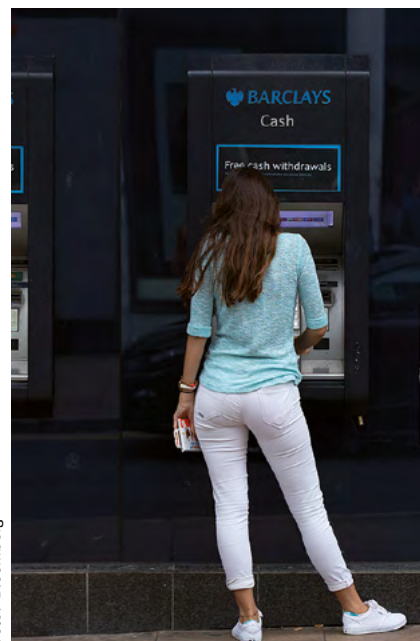


Foto: Bloomberg

SUPERMARKED MED ØKT LØNNSOMHET

SKAGENs historiske avkastning er i høy grad skapt ved å fokusere analysekreftene på de lommene i aksjemarkedet som er upopulære akkurat nå. Selskapene i Storbritannias dagligvarehandel passer svært godt til denne beskrivelsen. De har i en årrekke vært plaget av skuffende resultater. Nettopp investorenes fokus på de nåværende problemene har gjort kjøpet av WM Morrison Supermarkets mulig på svært attraktive nivåer. Selskapet har de nøkkelingrediensene som har inngått

i mange andre av våre fremgangsrike investeringer med omstrukturering som fokus: 1) de nåværende inntjeningsmarginene er historisk lave, 2) det er en ny, kompetent ledelse med en solid plan for å endre dette, 3) dersom omstruktureringen tar lenger tid enn forventet er risikoen for permanente tap redusert gjennom selskapets solide finansielle situasjon.

BANKER MED FOKUS PÅ KOSTNADER OG KONTANTSTRØM

I august investerte SKAGEN Global i de to internasjonale bankene Barclays og Credit Suisse. Vi ser store muligheter for kostnadsreduksjoner i begge selskaper. Vi forventer også en mer disiplinert intern allokering av kapital som vil forbedre inntjeningen ytterligere. Selskapene følger samme oppskrift som har generert solid avkastning for SKAGEN Global i tilsvarende finansinstitusjoner som Citigroup, AIG og Nordea de siste årene. Vår sterke tro på at disse endringene vil gjennomføres med suksess nå skyldes positive endringer i toppledelsen. John McFarlane overtok som styreformann i Barclays i juli. McFarlane har en bred og fremgangsrik historie med restrukturering av komplekse finansinstitusjoner, sist fra forsikrings-selskapet Aviva. Nesten samtidig satte Tidjane Thiam seg i direktørstolen i Credit Suisse, etter en årrekke med imponerende resultater som øverste sjef for det globale forsikrings-selskapet Prudential.

STABILT STIGENDE KONTANTSTRØM TIL EN GOD PRIS

En av SKAGENs tre U'er er underanalysert eller misforstått. Det gjelder i høyeste grad vår siste investering i sikkerhetsselskapet G4S. Etter en rekke kommersielle fadaser er markedet mildt sagt skeptiske til selskapet. Dette til tross for ny ledelse som virker å være på riktig spor på veien mot inntjeningsmarginer på linje med andre aktører i bransjen. I tillegg er det en generell bekymring for at mer utstrakt bruk av teknologi vil ha en negativ innvirkning på bransjens lønnsomhet. Vi kunne ikke være mer uenige. Teknologi vil skape langt større muligheter for differensiering. Det vil også gi store aktører som G4S de stordriftsfordelene man savner i dagens arbeidsintensive sikkerhetsbransje. Vi kjøper et stabilt voksende selskap til en betydelig

rabatt i forhold til tilsvarende aksjer i mer populære industrier.

Et annet stabilt voksende selskap som fant veien gjennom nåløyet i tredje kvartal er verdens syvende største medisinalvirksomhet Merck. Mangelen på storselgende såkalte «blockbuster» legemidler har holdt aksjen på sidelinjen, mens tilsvarende aksjer har steget kraftig. Dette har ført til en situasjon hvor markedet tilskriver selskapets betydelige pipeline av potensielt nye legemidler minimal verdi. Kombinert med en bred portefølje av nåværende produkter med lav risiko for utløp av patenter, finner vi forholdet mellom risiko og avkastning så attraktivt at Merck avsluttet kvartalet som et av fondets ti største posisjoner.

KINESISK URO SKAPTE MULIGHETER

Panikken i det kinesiske aksjemarkedet ble ytterligere forverret av de mange suspenderte aksjene som skapte et enda sterkere salgspres på de resterende papirene. Særlig de store og likvide. Denne likviditetspanikken ga oss muligheten for å kjøpe China Mobile til en attraktiv pris – et selskap med stabil og forutsigbar inntjening med en netto kontantbeholdning på 73 milliarder USD. På samme måte som med Google ble vår langsiktige tankegang belønnet raskere enn vi hadde forventet. Vi var som alltid villige til å vente, men da aksjen steg til en fair verdsettelse allerede over sommeren, solgte vi igjen. Markedets kortsiktige reaksjoner er nettopp det som gir langsiktige investorer mulighet til å skape god avkastning over tid. Etter vår smak kunne panikken i Kina gjerne vart et par dager til, slik at vi kunne kjøpt enda flere aksjer til en langsiktig attraktiv pris.

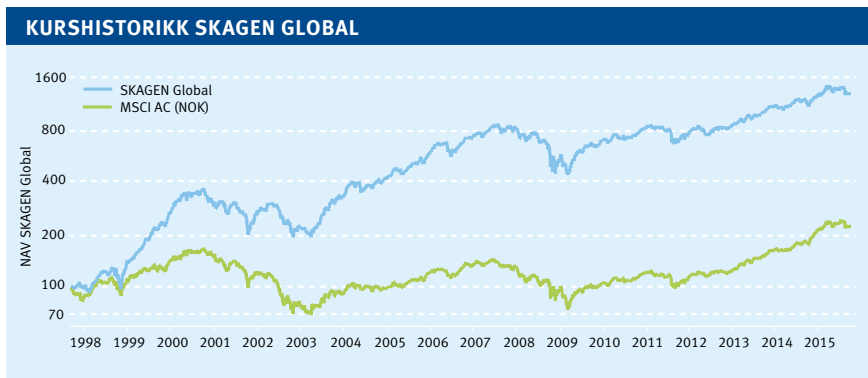


Foto: Bloomberg

LISTEN ER HEVET MED ET KURSPOTENSIAL PÅ 50 PROSENT

For å finansiere kjøpet av våre nye selskaper ble det i årets tredje kvartal sagt farvel til hele åtte aksjer. I tillegg til allerede omtalte China Mobile forlot Hyundai Motor, Storebrand, Varian Medical Systems, OCI, Valmet, China Communications Services, samt Prosegur således porteføljen. Mange av disse posisjonene ble hverken solgt fordi de hadde nådd kursmålet, eller fordi nye fakta hadde gjort oss mer negative til aksjene. De hadde bare ikke like attraktivt forhold mellom risiko og avkastning sammenlignet med de nyinnkjøpte selskapene.

Vår viktigste oppgave er en kontinuerlig forbedring av forholdet mellom risiko og avkastning på den samlede porteføljen av aksjer. De siste 12 månedene har forvalterteamet i SKAGEN Global akselerert denne prosessen gjennom større tilfang av idéer, kombinert med en halvering av posisjoner i fondet. Listen for å komme inn og bli i porteføljen er hevet, og vi ser det som et klart tegn på at denne strategien har lønnet seg. Med en lav vurdering og et gjennomsnittlig kurspotensial i de 35 største postene på nesten 50 prosent ser vi gode muligheter for å levere sterk avkastning de kommende årene.

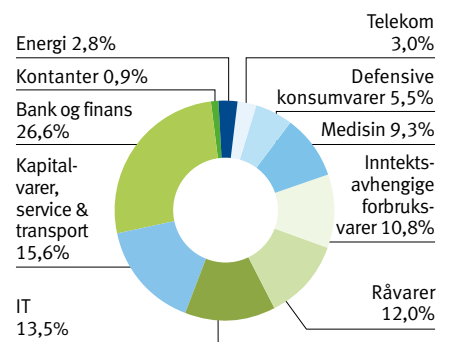


NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE I SKAGEN GLOBAL (PR. 30.09.2015)

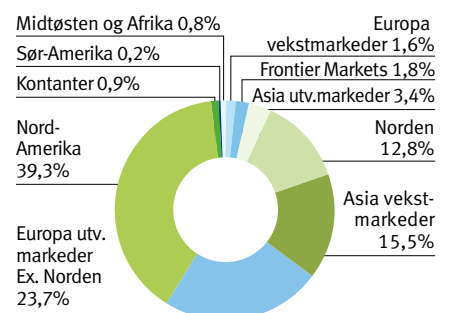
Selskap	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2015e	P/E 2016e	P/B siste	Kursmål
Samsung Electronics	6,4%	917 000	6,5	6,3	0,8	1 500 000
CitiGroup	6,3%	50	8,9	8,4	0,7	75
AIG	5,7%	57	11,4	10,4	0,7	90
General Electric	5,4%	25	19,4	16,4	2,3	34
Nordea	3,6%	93	10,5	10,6	1,3	150
Roche	3,4%	257	18,3	16,7	12,8	380
Google	3,1%	608	21,1	18,0	3,7	715
Microsoft	2,9%	44	16,4	14,4	4,4	58
State Bank of India	2,8%	237	8,9	7,5	1,1	400
Merck	2,7%	49	14,1	13,0	3,0	76
Vektet topp 10	42,2 %		11,1	10,2	1,2	50 %
Vektet topp 35	84,9 %		12,1	10,8	1,2	48 %
MSCI AC World			15,2	13,8	1,9	

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

BRANSJEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



Verdipapir	Sektor	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Prosentvis fordeling	Børs
Citigroup Inc	Financials	4 789 467	1 126 266	2 026 329	900 062	6,25%	New York
American International Group Inc	Financials	3 816 021	1 013 636	1 840 286	826 650	5,67%	New York
General Electric Co	Industrials	8 170 740	1 616 001	1 742 208	126 207	5,37%	New York
Nordea Bank AB	Financials	12 398 133	870 977	1 171 652	300 675	3,61%	Stockholm
Roche Holding AG-Genuschein	Health Care	495 108	597 625	1 107 881	510 255	3,42%	Zürich
Google Inc CLASS C	Information Technology	195 042	731 709	1 009 049	277 340	3,11%	NASDAQ
Samsung Electronics Co Ltd	Information Technology	122 990	1 049 950	1 003 659	-46 291	3,09%	Seoul
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Information Technology	149 771	362 759	988 326	625 567	3,05%	Seoul
Microsoft Corp	Information Technology	2 505 570	437 371	937 665	500 294	2,89%	NASDAQ
Merck & Co Inc	Health Care	2 076 010	978 105	871 322	-106 783	2,69%	New York
CK Hutchison Holdings Ltd	Industrials	7 265 098	583 858	801 560	217 702	2,47%	Hong Kong
State Bank of India	Financials	23 546 330	604 795	726 149	121 354	2,24%	National India
Koninklijke DSM NV	Materials	1 823 624	757 573	717 009	-40 563	2,21%	Amsterdam
Tyson Foods Inc	Consumer Staples	1 936 161	601 833	709 458	107 624	2,19%	New York
Heidelbergcement AG	Materials	1 176 994	389 487	688 412	298 926	2,12%	Frankfurt
NN Group NV	Financials	2 785 956	503 701	678 331	174 630	2,09%	Amsterdam
Kingfisher Plc	Consumer Discretionary	14 242 783	495 820	657 897	162 077	2,03%	London
Goldman Sachs Group Inc	Financials	439 836	391 585	654 913	263 328	2,02%	New York
G4S Plc	Industrials	21 902 833	706 652	651 204	-55 448	2,01%	London
Sanofi	Health Care	759 182	472 970	616 495	143 525	1,90%	Paris
Koninklijke Philips NV	Industrials	2 825 548	526 915	566 026	39 111	1,74%	Amsterdam
Carlsberg AS-B	Consumer Staples	850 127	582 856	555 941	-26 916	1,71%	København
General Motors Co	Consumer Discretionary	2 095 380	299 204	532 963	233 760	1,64%	New York
Comcast Corp	Consumer Discretionary	1 077 693	147 207	521 835	374 628	1,61%	NASDAQ
Tyco International Plc	Industrials	1 751 162	198 083	502 040	303 956	1,55%	New York
Akzo Nobel NV	Materials	892 610	292 845	491 838	198 993	1,52%	Amsterdam
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	Health Care	1 001 182	352 050	469 582	117 531	1,45%	NASDAQ
Lundin Mining Corp	Materials	18 678 909	533 670	452 335	-81 335	1,39%	Toronto
LG Corp	Industrials	987 960	276 716	432 972	156 256	1,33%	Seoul
Volvo AB	Consumer Discretionary	5 250 655	407 180	428 135	20 955	1,32%	Stockholm
China Unicom Hong Kong Ltd	Telecommunication Services	38 908 972	368 823	420 287	51 464	1,30%	Hong Kong
Lundin Petroleum AB	Energy	3 690 855	410 288	403 768	-6 519	1,24%	Stockholm
Norsk Hydro ASA	Materials	14 009 407	392 331	397 307	4 975	1,22%	Oslo Børs
UPM-Kymmene Oyj	Materials	3 099 638	291 644	394 388	102 744	1,22%	Helsinki
Lenovo Group Ltd	Information Technology	50 448 700	375 303	362 735	-12 568	1,12%	Hong Kong
Unilever NV-Cva	Consumer Staples	1 005 476	248 596	344 187	95 591	1,06%	Amsterdam
Tata Motors Ltd-A- DVR	Consumer Discretionary	11 563 913	231 336	325 493	94 157	1,00%	Bombay
Toyota Industries Corp	Consumer Discretionary	785 972	140 281	316 861	176 580	0,98%	Tokyo
Mayr-Melnhof Karton AG	Materials	317 983	153 946	309 118	155 172	0,95%	Wien
Columbia Property Trust Inc	Financials	1 561 194	301 916	307 443	5 528	0,95%	New York
Autoliv Inc	Industrials	258 314	88 438	238 048	149 610	0,73%	New York
Hacı Omer Sabancı Holding AS	Financials	8 556 393	234 593	213 675	-20 918	0,66%	Istanbul
Irsa Sa ADR	Financials	1 754 657	145 868	209 840	63 972	0,65%	New York
Ternium SA ADR	Materials	1 994 417	298 074	203 798	-94 276	0,63%	New York
Lundin Mining Corp SDR	Materials	8 335 629	229 020	202 888	-26 133	0,63%	Stockholm
Barclays PLC	Financials	6 163 000	216 857	194 295	-22 562	0,60%	London
EFG-Hermes Holding SAE	Financials	21 575 283	238 806	187 843	-50 963	0,58%	Cairo
State Bank Of India GDR	Financials	593 476	108 798	184 069	75 270	0,57%	National India
BP Plc	Energy	4 269 875	213 135	183 644	-29 490	0,57%	London
Kazmunaigas Exploration GDR	Energy	3 430 139	404 213	175 604	-228 609	0,54%	London International
Credit Suisse Group AG	Financials	853 650	199 489	174 410	-25 079	0,54%	Zürich
WM Morrison Supermarkets PLC	Consumer Discretionary	7 855 832	169 580	167 644	-1 936	0,52%	London
Yazicilar Holding AS	Consumer Staples	3 573 660	86 554	162 992	76 438	0,50%	Istanbul
BP Plc ADR	Energy	598 207	174 952	154 809	-20 143	0,48%	New York
Gap Inc/The	Consumer Discretionary	612 617	150 296	147 169	-3 126	0,45%	New York
Indosat Tbk PT	Telecommunication Services	65 422 055	226 138	143 029	-83 109	0,44%	Indonesia
Vimpelcom Ltd-Spon ADR	Telecommunication Services	3 937 330	286 510	141 939	-144 571	0,44%	New York
Global Mediacom Tbk PT	Consumer Discretionary	253 572 823	230 547	138 963	-91 584	0,43%	Jakarta
China Unicom Hong Kong Ltd ADR	Telecommunication Services	1 144 875	105 570	124 940	19 369	0,39%	New York
Autoliv Inc SDR	Industrials	130 595	45 327	120 229	74 901	0,37%	Stockholm
First Pacific Co Ltd	Telecommunication Services	15 609 363	98 631	81 297	-17 334	0,25%	Hong Kong
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	Information Technology	24 706	24 968	80 737	55 769	0,25%	London International
Global Telecom Holding	Telecommunication Services	31 689 474	83 027	64 837	-18 190	0,20%	Cairo
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	Financials	4 170 834	97 989	50 613	-47 376	0,16%	Sao Paulo
Sum verdipapirportefølje*			24 981 244	31 882 369	6 901 126	98,28%	
Disponibel likviditet				557 323		1,72%	
Sum andelskapital				32 439 692		100,00%	

* Tall i 1000 NOK.



SKAGEN Kon-Tiki

Viser vei i nytt farvann

- › Vekstmarkedsaksjer hadde den dårligste avkastningen siden tredje kvartal 2008
- › Lav eksponering mot Kina var positivt for vår relative avkastning, men dette ble delvis motvirket av svake resultater i våre brasilianske selskaper
- › Selv i land i resesjon kan det fortsatt finnes gode investeringsmuligheter

1	2	3	4	5	RISK	7
Fondets startdato	5. April 2002					
Avkastning siden oppstart	546,69 %					
Forvaltningskapital	37 715 mill NOK					
Antall andelseiere	69 633					

AVKASTNING	KV 3/-15*	12 M.*
SKAGEN Kon-Tiki	-8,8 %	3,2 %
MSCI Emerging Markets	-10,9 %	7,2 %

* Per 30. september 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.



Fremvoksende markeder?

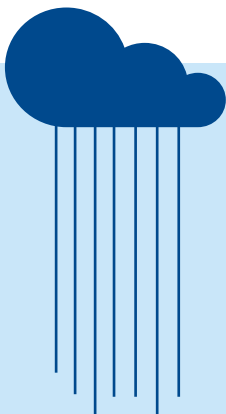
Innstramming fra FED eller ikke, valutablodbad i fremvoksende markeder, resesjon i Brasil og nedgradering til søppelstatus, Kinas kollaps og renminbi-devaluering – alt dette var sentrale overskrifter for utviklingen i fremvoksende markeder (EM) i løpet av tredje kvartal. Flukten fra aksjefond i fremvoksende markeder fortsatte og overgikk forrige topp for året. Aksjer i fremvoksende markeder har nå den dårligste avkastningen siden tredje kvartal 2008.

Vi deltok nylig på en stappfull investorkonferanse i Asia, der alle forsøker å forstå hva som nå skjer med den kinesiske økonomien. For ordens skyld: Kina kommer ikke til å kollapse, men det er likevel tydelig at veksten avtar. Eksport som vekstdriver avtar som følge av svak etterspørsel i utviklede land og en mindre konkurranse-dyktig kostnadsposisjon. Dette skyldes høy lønnsvekst og en sterk renminbi, selv om den nylige devalueringen hjelper noe på situasjonen.

Enkelte fremvoksende økonomier sliter, men det er farlig å generalisere for mye. Blant de fremvoksende markedene finnes en rekke land i ulike sykluser og med ulik økonomisk utvikling. Aksjeindekser er bare et aggregat av selskapene. Selv i land i resesjon vil det svært ofte finnes gode investeringsmuligheter, ettersom aksjekursene for gode selskaper kan lide urettmessig mye som følge av et negativt syn på landet som helhet.

Samtidig var det enkelte lyspunkter i fremvoksende økonomier i dette kvartalet. Ved utgangen av september kuttet den indiske sentralbanken renten med 50 basispunkter til 6,75 % – det fjerde kuttet siden slutten av 2014. Inflasjonen har nå kommet ned fra 10 % til 3,7 %. Rentekuttet kan skape en viss kortsiktig motvind for vår investeringer i State Bank of India på grunn av misforholdet mellom eiendeler og gjeld, men lavere renter er positivt for aktivakvaliteten samt for utlånsveksten.

Tyrkia tok seg også noe opp fra den siste tidens politiske og geopolitiske uroligheter da den kurdiske geriljabevegelsen PKK uttrykte et ønske om en "demokratisk løsning". Vår viktigste posisjon i Tyrkia, Sabanci Holding, hevet nylig sin guiding for utsiktene inntjening og bekreftet med det vårt investeringssyn.



ET VANSKELIG KVARTAL

SKAGEN Kon-Tiki falt 8,8 % i løpet av tredje kvartal, noe bedre enn nedgangen for MSCI EM indeks på 10,9 %. Til sammenligning var globale aksjer ned 0,7 %. Det dårligste markedet var Brasil som endte ned 27 prosent - mye på grunn av valutafall. Kinesiske A-aksjer fulgte tett etter med et fall på 24 prosent, til tross for mislykkede forsøk på kursmanipulasjon fra kinesiske myndigheter. Hong Kong-noterte H-aksjer var ned 21 prosent. Lav eksponering mot Kina var positivt for vår relative avkastning, men dette ble delvis motvirket av svake resultater i våre brasilianske selskaper, med Petrobras

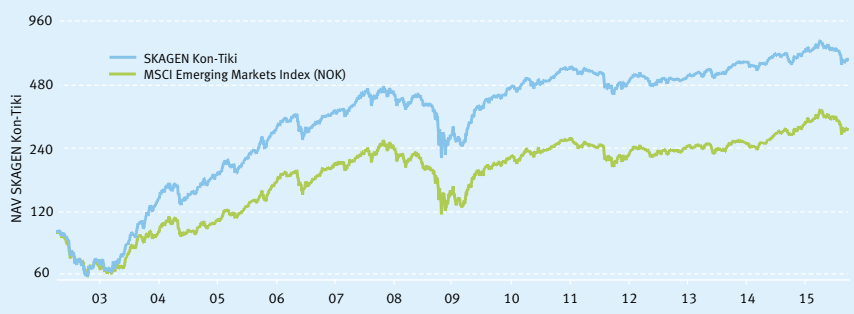
og Cosan Ltd. som de viktigste negative bidragsyterne. Posisjonene våre i Tyrkia bidro også negativt, hovedsakelig på grunn av et svakt marked, men også en svak valuta.

Hyundai Motor var et lyspunkt i perioden, med aksjen opp 9 % inkludert utbytte. Richter Gedeon bidro også positivt som følge av den etterlengtede godkjenningen av legemiddelet Vraylar for behandling av bipolar lidelse og schizofreni. Videre ble Frontlines oppdeling av aksjene i Golden Ocean med det formål å skape et rent tankselskap også godt mottatt i markedet, og aksjekursen var opp 29 %.



Foto: Bloomberg

KURSHISTORIKK SKAGEN KON-TIKI



NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE I SKAGEN KON-TIKI (PR. 30.09.2015)

Selskap	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2015	P/E 2016e	P/B siste	Kursmål
Hyundai Motor	8,7%	110 500	4,3	4,3	0,5	200 000
Samsung Electronics	8,4%	917 000	5,6	5,6	0,8	1 500 000
Mahindra & Mahindra	4,9%	1 264	16,9	13,3	2,9	2 000
State Bank of India	4,6%	237	7,2	6,8	1,1	450
Sabancı Holding	3,8%	9	7,4	6,1	0,9	14
Bharti Airtel	3,4%	338	16,9	11,3	2,1	450
Richter Gedeon	3,2%	4 440	16,1	14,8	1,4	7 500
ABB	2,9%	148	14,8	12,4	2,7	250
Naspers	2,7%	1 726	34,5	23,0	9,0	2 500
Great Wall Motor	2,0%	9	6,8	6,8	1,8	13
SBI Holdings	2,0%	1 341	10,3	9,6	0,7	3 000
X5 Retail Group	2,0%	17	13,4	11,6	3,1	30
Vektet topp 12	48 %		7,7	7,2	1,0	68 %
Vektet topp 35	77 %		8,3	7,7	1,0	66 %
Vektmarkedsindeksen			11,4	10,5	1,3	

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



OPPGANG I ELEKTRONIKK

En av de viktigste sakene på slutten av kvartalet var Volkswagen-skandalen eller "Dieselgate". Hvilken betydning dette har for våre bilprodusenter er usikkert, men alle bortsett fra SUV-produsenten Mahindra har relativt lav eksponering mot dieselmotorer og kan derfor komme godt ut av det. Andre selskaper i vår portefølje som også kan tjene på dette, er våre to koreanske litiumbatterileverandører LG Chem og Samsung SDI. Sistnevnte er en ny posisjon dette kvartalet. Et økt regulatorisk fokus kan føre til at elektriske og hybride kjøretøy som andel av det globale bilsalget kan mangedobles – fra 3 % i fjor – i løpet av noen få år. For å illustrere potensialet utgjør elektriske og hybride kjøretøy 29 % av det totale bilsalget i Norge, mot 3 % globalt.

Når det gjelder Samsung SDI, er selskaps eierandeler i andre Samsung-selskaper verdt nesten det samme som andre investorer nå er villige til å betale for selskapet. Dette betyr at du får en markedsleder innen små og store litiumbatterier, energilagringsteknologi, elektroniske materialer og en nokså stabil kjemisk-plast-virksomhet nesten gratis. Virksomheten innen store batterier til biler er foreløpig tapsbringende som følge av kapasitetsoppbygging, men tidslinjen mot fortjeneste kan ha blitt forkortet i kjølvannet av "Dieselgate".

Vi har også økt posisjonen i Cosan Ltd, som handles til en rabatt på 30 % i forhold til NAV, mens hovedeiendelen, Cosan SA, handles til en rabatt på 50 % i forhold til våre verdianslag. Vi liker godt rabatter på toppen av rabatter!

PORTEFØLJEENDRINGER

I løpet av kvartalet solgte vi oss ut av dagligvareselskapet Casino og brukte en del av salgssummen til å øke vår eierandel i selskapets Brasil-noterte datterselskap, Cia Brasileira de Distribuicao. CBD er en ledende aktør i det fragmenterte brasilianske dagligvaremarkedet. Som ellers i verden forventer vi å se større konsentrasjon i noen få store dagligvarekjeder, og den svake økonomien kan stimulere denne prosessen. De fleste aktørene i markedet selger aksjen, og den er nå verdsatt til 3x kontantstrøm versus 10x for sektoren i fremvoksende markeder og 8x for utviklede markeder. Selskapet har begrenset gjeld, alt i lokal valuta. På toppen av dette ventes stordriftsfordeler gjennom restrukturering på 80 basispunkter på marginen mot forventet 7 % i år.

Vi solgte oss ut av Empresas ICA, ettersom de fundamentale utsiktene for byggebransjen har forverret seg og vi er bekymret

for den høye gjelden i selskapet. Ledelsen gjør etter vår mening ikke nok for å redusere gjeldsnivået. Vi har også solgt oss ut av den Japan-noterte nærbutikkjeden Familymart, da kursen oversteg kursmålet vårt. Vi reduserte posisjonen vår i Hitachi betydelig, ettersom svakere vekst i Kina og potensielle tap i Midtøsten har endret utsiktene for selskapet. Vi solgte også posisjonen vår i kosmetikkleverandøren Shiseido med god avkastning, etter at kursen nådde kursmålet vårt. Videre reduserte vi posisjonen vår i ABB noe med det formål å justere porteføljens sykliske eksponering. Vi solgte oss også ut av lavprisleiervestelskapet AirAsia, siden selskapet nå står overfor utfordringer knyttet til rekapitalisering av dets indonesiske og filippinske datterselskaper, som skylder AirAsia betydelig forsinkede leasingbetalinger. Til slutt solgte vi resten av posisjonen i AP Møller-Maersk med en meget god avkastning siden vi først gjorde investeringen i slutten av 2011.

”IKKE VERRE ENN FORVENTET”

Rapporteringsperioden for perioden fram til juli er nå over. For våre porteføljebeholdninger samlet sett kan perioden beskrives som ”ikke verre enn forventet”. For våre to største selskaper, Hyundai Motor og Samsung Electronics, var resultatene ned på svakere etterspørsel i fremvoksende markeder og negativ påvirkning fra svake valutaer. Verdsettelsen forblir imidlertid svært overbevisende for begge selskapene, og mens Hyundai allerede har forbedret selskapsstyringen gjennom utbyttepolitikken, forventer vi at Samsung Electronics følger etter snart. Nå som kontantposisjonen har steget kraftig til KRW 62 trillioner (USD 52 milliarder) og dermed representerer 35 % av markedsverdien og 45 % av vår preferanseaksjekurs, øker presset fra aksjonærene, noe de siste oppropene mot restruktureringen av konsernet også har bidratt til.

UPOPULARITET SKAPER MULIGHETER

En rekke vekstmarkedsvalutaer satte nye bunnrekorder i løpet av kvartalet. Selskaper med betydelig gjeld i USD som ikke veies opp av tilsvarende kontantstrøm i USD, vil møte utfordringer. For selskaper som også har høy kontantstrøm i USD, ser ting lysere ut. Eksempler på slike selskaper er den brasilianske proteinprodusenten Marfrig og jernmalprodusenten Vale. Vi jobber med å finne andre godt posisjonerte selskaper som selges på grunn av det generelle negative synet på Brasil.

Aksjer, gjeld og valutaer i fremvoksende markeder har blitt svært upopulært etter to år med betydelig lavere avkastning enn tilsvarende instrumenter i utviklede markeder. Dette kan nok fortsette en stund til, men det bringer også tankene til hvor upopulære indiske aksjer var i løpet av høsten 2013; derfra gikk India til å bli et av de beste aksjemarkedene i 2014. Upopularitet skaper åpenbart også muligheter.

SKAGEN KON-TIKI 3. KV. 2015 (MILL. NOK)

De 5 største positive bidragsytere

Hyundai Motor Co GDR	341
Richter Gedeon Nyrt	164
Frontline 2012 Ltd	152
Tech Mahindra Ltd	125
X 5 Retail Group NV GDR	87

De 5 største negative bidragsytere

Petroleo Brasileiro Pref ADR	-347
Cosan Ltd	-338
Great Wall Motor Co Ltd	-300
Haci Omer Sabanci Holding AS	-265
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	-236

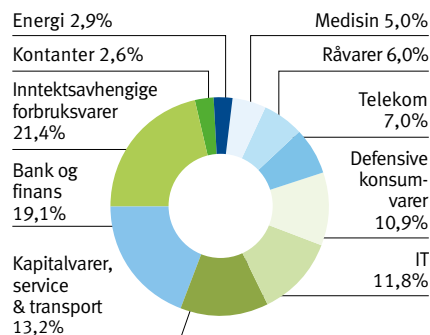
5 største kjøp

Samsung SDI Co Ltd	269
China Shipping Development	210
Cosan Ltd	114
Lenovo Group Ltd	91
Eros International Media Ltd	78

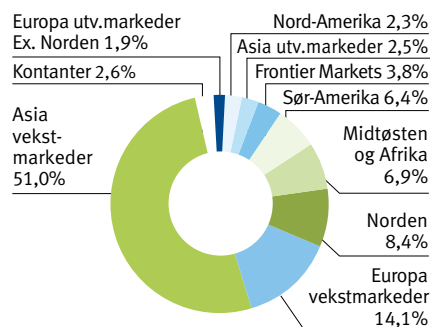
5 største salg

Familymart Co Ltd	-561
Hitachi Ltd	-528
Hyundai Motor Co GDR	-412
AP Moeller - Maersk A/S	-260
Shiseido Co Ltd	-227

BRANSJEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



NØKKELTALL

Antall selskaper i fondet er nå 82, ned fra 95 ved starten av året. Kon-Tiki er et ”indeks-agnostisk” fond med en høy grad av egne analyser. Vår aktive andel (del av porteføljen som ikke kopierer referanseindeksen) er 96 %. De 35 største posisjonene representerer nå 77 % av porteføljen, opp fra 73 % ved utgangen av 2014.

Porteføljen vår er fortsatt verdsatt til en betydelig rabatt i forhold til EM-aksjer generelt, og vi fortsetter å fokusere på absolutt verdi. P/E for porteføljen for dette året er 8,3x, tilsvarende 25 % rabatt i forhold til referanseindeksen (11,2x). P/B for porteføljen er på 1x mot 1,4x for referanseindeksen.

VERDIPAPIRPORTEFØLJE SKAGEN KON-TIKI PER 30. SEPT. 2015

Se hele verdipapirporteføljen:
www.skagenfondene.no/kontiki-portefolje

Verdipapir	Sektor	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Prosentvis fordeling	Børs
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Information Technology	290 000	716 468	1 913 685	1 197 218	5,08%	Seoul
State Bank of India	Financials	55 690 910	1 265 479	1 717 460	451 981	4,56%	National India
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	Consumer Discretionary	2 080 032	351 294	1 706 389	1 355 095	4,53%	Seoul
Hyundai Motor Co Pref (1p)	Consumer Discretionary	1 948 800	313 032	1 549 647	1 236 615	4,11%	Seoul
Haci Omer Sabanci Holding AS	Financials	56 848 322	1 238 642	1 419 648	181 006	3,77%	Istanbul
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	Consumer Discretionary	8 005 385	186 510	1 318 293	1 131 783	3,50%	London International
Bharti Airtel Ltd	Telecommunication Services	29 483 133	1 124 053	1 295 319	171 267	3,44%	National India
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	Information Technology	382 663	376 532	1 250 511	873 979	3,32%	London International
Richter Gedeon Nyrt	Health Care	8 936 510	970 296	1 207 524	237 228	3,20%	Budapest
ABB Ltd	Industrials	7 200 000	639 262	1 084 860	445 597	2,88%	Stockholm
Naspers Ltd	Consumer Discretionary	950 050	278 067	1 012 491	734 424	2,69%	Johannesburg
Great Wall Motor Co Ltd	Consumer Discretionary	79 522 500	48 083	749 533	701 449	1,99%	Hong Kong
SBI Holdings Inc	Financials	7 759 600	603 587	741 161	137 574	1,97%	Tokyo
X 5 Retail Group NV GDR	Consumer Staples	4 990 306	506 266	740 882	234 616	1,97%	London International
Frontline 2012 Ltd	Industrials	12 818 835	332 484	678 116	345 633	1,80%	Unotert
Kinnevik Investment AB-B	Telecommunication Services	2 717 167	481 930	660 248	178 318	1,75%	Stockholm
Tech Mahindra Ltd	Information Technology	8 784 608	354 450	636 692	282 242	1,69%	National India
Moscow Exchange MICEX-RTS OAO	Financials	57 263 060	612 265	598 886	-13 379	1,59%	Moscow
UPL Ltd	Materials	9 971 688	185 099	594 289	409 190	1,58%	National India
Bidvest Group Ltd	Industrials	2 800 000	326 110	565 232	239 123	1,50%	Johannesburg
Mahindra & Mahindra Ltd	Consumer Discretionary	3 103 503	250 706	510 047	259 341	1,35%	National India
CNH Industrial NV	Industrials	9 138 348	555 673	506 040	-49 633	1,34%	New York
LG Electronics Inc Pref	Consumer Discretionary	3 050 000	823 954	500 424	-323 531	1,33%	Seoul
Korean Reinsurance Co	Financials	4 860 366	182 225	498 410	316 186	1,32%	Seoul
Vale Sa Spons pref ADR	Materials	16 436 506	1 427 914	469 815	-958 099	1,25%	New York
JSE Ltd	Financials	5 753 823	222 426	456 242	233 816	1,21%	Johannesburg
Indosat Tbk PT	Telecommunication Services	206 683 750	557 401	451 862	-105 538	1,20%	Indonesia
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA	Consumer Staples	8 706 469	310 738	448 748	138 010	1,19%	Madrid
Marfrig Global Foods SA	Consumer Staples	28 398 300	446 448	428 028	-18 420	1,14%	Sao Paulo
Cosan Ltd	Consumer Staples	16 220 419	906 323	406 894	-499 428	1,08%	New York
China Shipping Development	Industrials	83 220 000	460 891	405 084	-55 806	1,07%	Hong Kong
Yazicilar Holding AS	Consumer Staples	8 837 139	222 040	403 057	181 017	1,07%	Istanbul
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	Energy	224 088 000	368 096	367 648	-449	0,98%	Hong Kong
China Shineway Pharmaceutical	Health Care	36 934 000	280 298	364 386	84 088	0,97%	Hong Kong
OCI Co Ltd	Materials	600 000	455 623	355 780	-99 843	0,94%	Seoul
LG Chem Ltd Pref	Materials	259 179	178 915	354 370	175 455	0,94%	Seoul
Lenovo Group Ltd	Information Technology	47 836 000	308 854	343 950	35 096	0,91%	Hong Kong
Petroleo Brasileiro Pref ADR	Energy	11 064 888	559 365	341 765	-217 600	0,91%	New York
Enka Insaat Ve Sanayi AS	Industrials	23 092 016	217 528	325 066	107 538	0,86%	Istanbul
Golar LNG Ltd	Industrials	1 298 301	471 325	314 716	-156 608	0,84%	NASDAQ
Samsung SDI Co Ltd	Information Technology	400 000	269 341	312 315	42 974	0,83%	Seoul
Apollo Tyres Ltd	Consumer Discretionary	13 028 865	109 290	304 886	195 597	0,81%	National India
Cia Cervecerias Unidas SA ADR	Consumer Staples	1 538 270	280 090	288 623	8 532	0,77%	New York
Kulim Malaysia BHD	Consumer Staples	47 804 500	150 908	283 311	132 403	0,75%	Kuala Lumpur
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	Financials	23 177 100	570 222	281 255	-288 967	0,75%	Sao Paulo
Hindalco Industries Ltd	Materials	30 031 830	504 565	276 500	-228 065	0,73%	National India
Kiatnakin Bank Plc	Financials	37 429 463	334 353	270 014	-64 339	0,72%	Bangkok
Norwegian Air Shuttle ASA	Industrials	800 000	75 029	266 400	191 371	0,71%	Oslo Børs
Massmart Holdings Ltd	Consumer Staples	3 739 366	285 120	249 488	-35 632	0,66%	Johannesburg
DRB-Hicom Bhd	Consumer Discretionary	88 408 800	365 449	228 477	-136 972	0,61%	Kuala Lumpur
Sistema Jsfsc	Telecommunication Services	95 885 212	552 356	227 238	-325 118	0,60%	Moscow
LG Corp Pref	Industrials	808 430	118 266	224 851	106 585	0,60%	Seoul
PZ Cussons Plc	Consumer Staples	5 916 764	99 261	221 592	122 332	0,59%	London
Podravka Prehrambena Ind DD	Consumer Staples	517 852	153 340	210 158	56 818	0,56%	Zagreb
Dragon Capital - Vietnam Enterprise Investments Ltd	Financials	9 000 000	111 229	208 874	97 645	0,55%	Dublin
Tullow Oil Plc	Energy	9 241 978	817 339	201 997	-615 342	0,54%	London
Cia Brasileira de Distribuicao - Pref	Consumer Staples	1 806 200	375 065	192 308	-182 757	0,51%	Sao Paulo
Hitachi Ltd	Industrials	4 316 000	211 068	184 726	-26 342	0,49%	Tokyo
EFG-Hermes Holding SAE	Financials	20 558 388	353 506	178 990	-174 517	0,47%	Cairo
Eros International Media Ltd	Consumer Discretionary	2 613 608	159 400	178 299	18 898	0,47%	National India
Sberbank of Russia Pref	Financials	21 400 000	151 067	161 106	10 039	0,43%	Moscow
Golden Ocean Group Ltd	Industrials	7 102 037	233 379	151 984	-81 396	0,40%	Oslo Børs
Ghana Commercial Bank Ltd	Financials	18 001 604	88 821	151 476	62 655	0,40%	Ghana
Rec Silicon ASA	Energy	93 675 416	149 265	139 764	-9 501	0,37%	Oslo Børs
Eis Eczacibasi Ilac Ve Sanayi	Health Care	19 410 554	133 038	134 981	1 943	0,36%	Istanbul
East African Breweries Ltd	Consumer Staples	5 774 866	88 566	131 151	42 584	0,35%	Nairobi
Nordnet AB	Financials	4 118 184	57 184	128 958	71 774	0,34%	Stockholm
Euronav SA	Industrials	1 090 286	98 518	128 349	29 831	0,34%	Brussel
Pivovarna Lasko	Consumer Staples	507 181	139 800	118 639	-21 161	0,31%	Ljubljana
Asia Cement China Holdings	Materials	48 522 500	178 365	114 336	-64 029	0,30%	Hong Kong
Raiffeisen Bank International AG	Financials	976 944	191 690	109 149	-82 541	0,29%	Wien
Supermax Corp BHD	Health Care	27 075 300	104 098	106 798	2 701	0,28%	Kuala Lumpur
Diamond Bank Plc	Financials	718 971 941	153 449	104 869	-48 580	0,28%	Lagos
Minor items			1 924 019	575 508	-1 348 512	1,52%	
Sum verdipapirportefølje*			29 703 107	36 740 568	7 037 460	97,49%	
Disponibel likviditet				944 333		2,51%	
Sum andelskapital				37 684 900		100,00%	

* Tall i 1000 NOK.



SKAGEN m²

En andel i det globale eiendomsmarkedet

- › Store børsfall i Kina traff hardt
- › Strammere pengepolitikk fremover fordel for våre selskaper over tid
- › Etter nedgangen er porteføljen stadig mer attraktivt priset

1	2	3	4	RISK	6	7
Fondets startdato	5. April 2002					
Avkastning siden oppstart	43,87 %					
Forvaltningskapital	1 041 mill NOK					
Antall andelseiere	8 412					
AVKASTNING	KV 3/-15*	12 M.*				
SKAGEN m ²	-0,2 %	20,2 %				
MSCI ACWI Real Estate IMI	3,6 %	32,8 %				

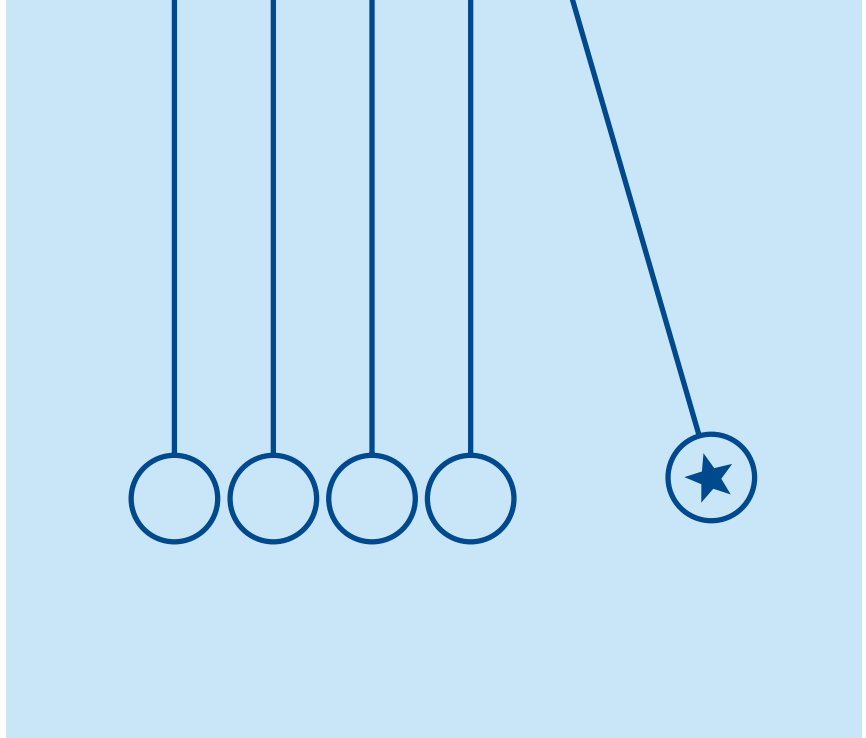
* Per 30. september 2015.



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.



Kinasyndromet

Usikkerheten rundt den økonomiske utviklingen i Kina traff fondet hardt i kvartalet. Uroen smittet over på mange markeder, særlig vekstmarkedene. Nedgangen påvirket både aksjekurser og valuta, med en dobbel negativ effekt til følge.

SKAGEN m² har kun Hongkong-noterte selskaper med virksomhet i fastlands-Kina, etter at vi har redusert eksponeringen vesentlig siden nyttår. Vi har beholdt selskaper med direkte og indirekte eksponering i landet, der hvor vi ser stort langsiktig potensial i forhold til dagens prising. Fortsatt usikkerhet rundt den amerikanske renteutviklingen bidro til ytterligere volatilitet på aksje- og rentemarkedene.

TENDENS

ETTERSPØRSEL ETTER EIENDOM

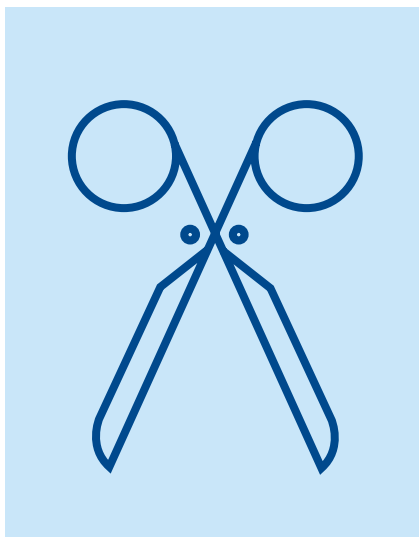
Flere av verdens sentralbanker fortsetter sine aggressive forsøk på inflasjonsdrivende pengepolitikk, blant annet for å inflatere bort gjelden. Dette skaper etterspørsel etter eiendommer i de såkalte sikre havnene, for eksempel London og New York. I noen tilfeller fører dette til at eiendommene øker i pris på en måte som ikke er langsiktig holdbare. En konsekvens som sentralbankene fortsatt virker villige til å ta, eksempelvis i Japan. Økt geopolitisk spenning og fall i råvareprisene sper på volatiliteten og forsterker kapitalflukten. Dette driver også prisene mange steder som betraktes som trygge for utenlandske eiendomsinvesteringer.

TENDENS

HØYERE RENTE I SIKTE

En motpol er den trolig nært forestående renteøkningen i USA (den første siden 2006). Den vil trolig legge en demper på stemningen noe, særlig i markeder som er koblet til den amerikanske dollaren, men også gjennom kapitalutstrømming fra primært vekstmarkeder. En strammere pengepolitikk ville vært sunt og et tegn på en sunn økonomisk utvikling – noe som kommer eiendomsselskapene til gode over tid, da disse får lavere ledighetsgrad, økt utleievekst og dermed bedre kontantstrøm.

Mange selskaper har allerede rukket å refinansiere sine lån på svært lave nivåer, og det er positivt. Naturligvis er en balansert utvikling i eiendomsverdiene bedre enn at det skapes bobler. En del land, som India, er fortsatt i rentesenkningsmodus.



STADIG MER KONSENTRERT PORTEFØLJE

I kvartalet fortsatte vi å konsolidere porteføljen og fokusere på verdiskapende selskaper. Vi solgte British Land på grunn av en altfor sjenerøs prislapp. Singaporebaserte Mapletree Logistic Trust ble solgt for å ta ned eksponeringen mot Kina og Singapore. Samtidig fokuserer vi tydeligere på den Singaporebaserte konkurrenten Global Logistic Properties som er billigere, større og mer diversifisert. Vi solgte også thailandske Ticon Industrial Trust, både for å minske eksponeringen mot Thailand og selskapets manglende evne til å skape aksjonærverdier.

Ingen nye selskaper kom til i porteføljen unntatt Ashford Hospitality Prime, som vi

fikk via en avlegger fra Ashford Hospitality Trust. Den tyske utleieaktøren Adler Real Estate fikk vi som delbetaling fra oppkjøpet av vår post i Westgrund. Vi har økt vår posisjon i japanske Mitsui Fudosan som drar nytte av det blomstrende eiendomsmarkedet i Tokyo spesielt. Selskapet har stabile finanser og en diversifisert forretningsmodell, godt tilpasset for å dra fordel av det nåværende sterke sentimentet. Det sterke utleiemarkedet favoriserer det å eie kommersielle eiendommer. Mitsui drar også fordel av de stadig mer pressede yieldene når de selger sine nybygde kommersielle eiendommer. Dessuten øker etterspørselen etter selskapets nybygde leiligheter, og det gir gode priser.



Foto: Jerry Yin / SOHO China

Eiendomsutvikleren SOHO China har lansert et kontordelingskonsept hvor nystartede nettselskaper kan leie plass i de største byene. Det nye prosjektet kalles SOHO 3Q og tilbyr korttidsleie fra et par dager opp til tre måneder. Dette er en del av SOHO Chinas strategi å utvide virksomheten fra online til offline.

KINA EKSPONERING VEIDE TUNGT

Lite overraskende finner vi kvartalets store tapere i Kina med SOHO China som eier kontoreiendommer i Beijing og Shanghai. Selskapet ble nylig nedvurdert etter beskjed om redusert utdelingspolicy, samt en noe lavere utleietakt på nybygde kontorer enn forventet. Men selskapet arbeider aktivt med ledige flater og sitt nye coworking-konsept. Her kan leietakere leie en plass over en kort periode uten lange kontrakter og med alle nødvendige fasiliteter.

Det nest dårligste selskapet i kvartalet har også sin hovedvirksomhet i Kina: hotell-selskapet Shangri-La. I tillegg til den generelle børsuroen sliter selskapet med belegget. Global Logistic Properties hadde nok et kvartal i motbakke med nedjusterte veksttall for utviklingsvirksomheten i Kina, men også på grunn av den generelle uroen rundt veksten i Kina. Dessuten har Singapores valuta, hvor selskapet er notert, lenge vært en brems. Det var positivt at Global Logistic Properties kjøpte ytterligere en logistikkportefølje i USA. Dermed er de blitt den nest største logistikkoperatøren i USA. Basen er nå mer diversifisert fra det nåværende markedet i Kina, Japan og Brasil. De har også startet et tilbakekjøpsprogram for aksjer.

TYSKE BOLIGER PÅ TOPP

Kvartalets vinner var den tyske utleieoperatøren Deutsche Wohnen. Tyske leiligheter er tross noen gode år fortsatt interessante, blant annet fordi verdivurderingen fortsetter å ligge langt under prisen på nybygg. Private byggeselskaper har vansker med å regne hjem nybyggskalkylen. Det fører til lavere tilbud enn etterspørsel i flere byer. Etterspørselen drives også av migrasjon til storbyene og stadig mindre husholdninger. Tyskland har Europas nest laveste eierandel, i stor grad på grunn av en motvilje mot å ta opp gjeld. De store flyktningstrømmene til Tyskland kommer også til å skape etterspørsel i et land med vikende demografi.

Kun tre prosent av alle utleieleiligheter eies i dag av børsnoterte selskaper. Det gir rom for vekst. Utleiemarkedet i Tyskland er kraftig regulert og i noen byer hvor oppgangen har vært for rask har man innført utleiebegrensninger. Dette vil påvirke utleievæksten – men det fins en rekke unntak som selskapene vil dra nytte av, siden etterspørselen fortsatt er svært sterk.

Deutsche Wohnen planlegger å slå seg sammen med LEG Immobilien. Dersom dette går igjennom vil selskapet bli en gigant med rundt 250.000 leiligheter, først og fremst i Berlin og Nordrhein Westfalen, med en samlet verdi på rundt 17 milliarder euro. Handelen forventes å styrke kontantstrømmen med både store operasjonelle og finansielle synergier.

Det amerikanske eiendomsmarkedet, særlig den skattegunstige REIT-sektoren, var svak første halvår, men hentet seg noe opp. PS Business Park og HCP ga gode bidrag til fondet i kvartalet, støttet av en sterk dollar.



Foto: Hudson Yardsw

Manhattans nye vestsider: omkranset av Hudson River, Chelsea, Hell's Kitchen og Midtown, sies det nye økovenlige Hudson Yards å være det største private eiendomsprosjektet i USAs historie. Området ble nylig hjem for Google og andre rasktvoksende teknologi- og digitale medieselskaper. Mitsui Fudosan, Japans største eiendomsutvikler bygger et kontortårn på Hudson Yard.

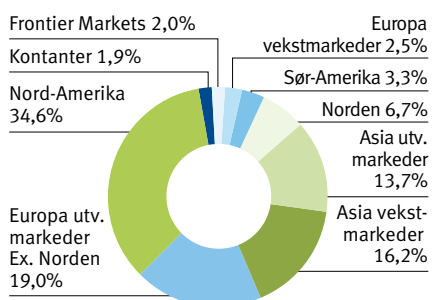
TILBAKEKJØP AV AKSJER SKAPER VERDIER

Flertallet av våre porteføljeselskaper har innført tilbakekjøpsprogram av aksjer. Transaksjoner med direkteide eiendommer gjøres stadig oftere til en høyere pris enn noterte eiendomsaksjer, særlig i byer som New York, London og Tokyo.

Verdiskapingen skjer dersom selskaperne selger eiendommene til premiumpris, samtidig som de bruker salgslikviditeten til å kjøpe tilbake aksjer i eget selskap med substansrabatt. Teoretisk når man en balanse når et større tilbud kommer ut på markedet og prisene stabiliseres eller synker. Samtidig stiger aksjekursene etter at selskapet har kjøpt tilbake aksjer og nøkkeltallene er blitt bedre.

Eiendomsmarkedet er syklisk, problemet er bare å identifisere hvor i sykkelen man befinner seg i respektive land og segment. Porteføljen har etter nedgangen i kvartalet blitt stadig mer attraktivt vurdert, samtidig som vurderingen på de fysiske underliggende eiendommene i mange tilfeller har fortsatt opp. Kontantstrømmene har i de fleste tilfellene blitt bedre, mye på grunn av lavere finansieringskostnader, men mer positivt også på grunn av utleievækst. Samlet sett ser vi et godt potensial i verdens eiendomsmarkeder fremover.

GEOGRAFISK FORDELING



SKAGEN m² 3. KV. 2015 (MILL. NOK)

De 5 største positive bidragsytere		5 største kjøp	
Deutsche Wohnen AG	8	ADLER Real Estate AG	9
PS Business Parks Inc	6	Irsa Sa ADR	6
HCP Inc	6	Global Logistic Properties Ltd	5
General Growth Properties Inc	4	Mitsui Fudosan Co Ltd	5
CA Immobilien Anlagen AG	3	Mercialys SA	5
De 5 største negative bidragsytere		5 største salg	
Soho China Ltd	-13	British Land Co Plc	-34
Shangri-La Asia Ltd	-8	Mapletree Logistics Trust	-16
Global Logistic Properties Ltd	-8	Affine SA	-14
Ashford Hospitality Trust	-5	PS Business Parks Inc	-12
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	-5	Westgrund AG	-10

KURSHISTORIKK SKAGEN m²



NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE I SKAGEN m² (PR. 30.09.2015)

Selskap	Postens størrelse	Kurs	P/NAV siste	Dividend Yield 2015E	EBITDA 2015E/EV
Mitsui Fudosan	5,0%	3 263,00	102 %	0,9%	5,6%
Columbia Property Trust	4,8%	23,08	75 %	5,2%	6,2%
HCP	4,7%	37,49	115 %	6,2%	6,3%
Global Logistic Properties	4,4%	2,04	83 %	2,7%	4,8%
Olav Thon Eiendomselskap	4,3%	137,50	75 %	1,3%	7,0%
SL Green Realty	3,8%	108,88	95 %	2,2%	4,8%
General Growth Properties	3,7%	25,74	90 %	2,8%	5,4%
Apartment Investment & Man	3,3%	36,99	90 %	3,2%	5,6%
Deutsche Wohnen	3,2%	23,93	116 %	2,6%	4,5%
CBL Properties	3,2%	13,88	60 %	7,6%	8,9%
Vektet topp 10	41 %		90 %	3,3%	5,9%
Vektet topp 35	88 %			3,3%	6,6%
Referanseindeks				3,3%	

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

VERDIPAPIRPORTEFØLJE SKAGEN m² PER 30. SEPT. 2015Se hele verdipapirporteføljen:
www.skagenfondene.no/m2-portefolje

Verdipapir	Sektor	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Prosentvis fordeling	Børs
Mitsui Fudosan Co Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	226 000	45 528	52 525	6 997	5,05%	Tokyo
Columbia Property Trust Inc	Real Estate Companies incl. REITs	255 000	44 986	50 217	5 231	4,82%	New York
HCP Inc	Real Estate Companies incl. REITs	152 100	45 251	48 654	3 403	4,67%	New York
Global Logistic Properties Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	3 737 700	50 912	45 703	-5 209	4,39%	Singapore
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	Real Estate Companies incl. REITs	327 668	41 746	45 054	3 308	4,33%	Oslo Børs
SL Green Realty Corp	Real Estate Companies incl. REITs	43 100	32 707	40 040	7 333	3,85%	New York
General Growth Properties Inc	Real Estate Companies incl. REITs	175 000	31 234	38 434	7 200	3,69%	New York
Apartment Investmest & Management Co	Real Estate Companies incl. REITs	109 000	27 391	34 402	7 011	3,31%	New York
Deutsche Wohnen AG	Real Estate Companies incl. REITs	148 000	22 844	33 711	10 867	3,24%	Frankfurt
CBL & Associates Properties Inc	Real Estate Companies incl. REITs	279 000	37 725	33 054	-4 671	3,18%	New York
Ashford Hospitality Trust	Real Estate Companies incl. REITs	623 400	40 613	32 606	-8 007	3,13%	New York
PS Business Parks Inc	Real Estate Companies incl. REITs	48 000	28 298	32 343	4 044	3,11%	New York
Mercialys SA	Real Estate Companies incl. REITs	173 213	25 341	31 888	6 547	3,06%	Paris
Brandywine Realty Trust	Real Estate Companies incl. REITs	293 000	31 530	30 950	-580	2,97%	New York
Dic Asset AG	Real Estate Companies incl. REITs	340 000	23 222	26 183	2 961	2,52%	Xetra
CA Immobilien Anlagen AG	Real Estate Companies incl. REITs	159 000	22 091	24 793	2 702	2,38%	Wien
Melia Hotels International	Real Estate Companies incl. REITs	204 000	17 619	24 112	6 493	2,32%	Madrid
Soho China Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	7 208 500	37 437	23 891	-13 546	2,30%	Hong Kong
Nomura Real Estate Office Fund Inc	Real Estate Companies incl. REITs	605	20 615	22 652	2 036	2,18%	Tokyo
SM Prime Holdings Inc	Real Estate Companies incl. REITs	5 700 000	15 958	21 469	5 511	2,06%	Philippines
Irsa Sa ADR	Real Estate Companies incl. REITs	172 000	17 821	20 570	2 748	1,98%	New York
Phoenix Mills Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	418 945	15 303	17 643	2 341	1,70%	National India
Shangri-La Asia Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	2 300 000	24 121	16 968	-7 153	1,63%	Hong Kong
Gecina SA	Real Estate Companies incl. REITs	16 000	14 445	16 582	2 137	1,59%	Paris
Unibail-Rodamco SE	Real Estate Companies incl. REITs	7 475	13 080	16 486	3 406	1,58%	Amsterdam
First Real Estate Investment Trust	Real Estate Companies incl. REITs	2 112 929	14 831	16 337	1 506	1,57%	Singapore
Atrium Ljungberg AB	Real Estate Companies incl. REITs	120 621	12 052	15 513	3 461	1,49%	Stockholm
BR Properties SA	Real Estate Companies incl. REITs	650 000	22 974	15 399	-7 574	1,48%	Sao Paulo
Axia Real Estate SOCIMI SA	Real Estate Companies incl. REITs	124 947	12 203	14 703	2 499	1,41%	Madrid
Ananda Development PCL-Nvdr	Real Estate Companies incl. REITs	13 820 500	9 098	12 191	3 093	1,17%	Bangkok
Ascendas India Trust	Real Estate Companies incl. REITs	2 324 000	9 588	11 910	2 322	1,14%	Singapore
Oberoi Realty Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	329 090	9 399	11 689	2 291	1,12%	National India
Keck Seng Investments	Real Estate Companies incl. REITs	1 434 000	10 977	11 053	76	1,06%	Hong Kong
Emlak Konut Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Real Estate Companies incl. REITs	1 560 000	13 879	11 024	-2 855	1,06%	Istanbul
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	Real Estate Companies incl. REITs	66 672 700	22 003	10 728	-11 274	1,03%	Indonesia
Bumi Serpong Damai PT	Real Estate Companies incl. REITs	13 045 300	12 469	10 686	-1 783	1,03%	Indonesia
CapitaLand Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	650 000	11 295	10 441	-853	1,00%	Singapore
Ashford Inc	Real Estate Companies incl. REITs	19 000	13 125	10 194	-2 931	0,98%	New York
BR Malls Participacoes SA	Real Estate Companies incl. REITs	430 700	17 507	9 816	-7 691	0,94%	Sao Paulo
Vista Land & Lifescapes Inc	Real Estate Companies incl. REITs	10 686 100	10 098	9 804	-293	0,94%	Philippines
Entra ASA	Real Estate Companies incl. REITs	140 000	10 217	9 625	-592	0,92%	Oslo Børs
Grivalia Properties Reic AE	Real Estate Companies incl. REITs	119 790	7 813	9 074	1 261	0,87%	Athen
ADLER Real Estate AG	Real Estate Companies incl. REITs	75 381	8 829	8 820	-9	0,85%	Xetra
Ashford Hospitality Prime Inc	Real Estate Companies incl. REITs	54 000	5 616	6 455	839	0,62%	New York
Etalon Group Ltd GDR	Real Estate Companies incl. REITs	433 718	9 416	6 088	-3 329	0,58%	London International
Rockwell Land Corp	Real Estate Companies incl. REITs	20 000 000	8 187	5 618	-2 569	0,54%	Philippines
Parque Arauco SA	Real Estate Companies incl. REITs	349 321	3 977	5 124	1 147	0,49%	Santiago
General Shopping Finance	Real Estate Companies incl. REITs	1 000 000	5 429	4 104	-1 326	0,39%	Euroclear
Sum verdipapirportefølje*			988 799	1 017 328	28 529	97,74%	
Disponibel likviditet				23 513		2,26%	
Sum andelskapital				1 040 841		100,00%	

* Tall i 1000 NOK.



SKAGEN Focus

Jakter på eksepsjonelle investeringer

- › Den negative utviklingen i kinesiske aksjer spredde seg til råvarer globalt
- › En generell svakhet i bilindustrien brukt til å ta posisjon i Infineon
- › Omega Protein var en positiv bidragsyter – og har fortsatt en betydelig oppside

1	2	3	4	RISK	6	7
Fondets startdato	26. Mai 2015					
Avkastning siden oppstart	-10,97 %					
Forvaltningskapital	728 mill NOK					
Antall andelseiere	3 539					
AVKASTNING	KV 3/-15*					
SKAGEN Focus	-7,3 %					
MSCI World AC TR Index	-2,2 %					

* Per 30. september 2015.



PORTEFØLJEFORVALTERE

Filip Weintraub og Jonas Edholm

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

Nye posisjoner i svake markeder

I tredje kvartal, det første hele kvartalet høykonsentrerte SKAGEN Focus har vært aktivt, hadde fondet en avkastning på -7,3 prosent mot -2,2 prosent for indeksen. Fordi fondet er i sin spede begynnelse, ønsker vi igjen å understreke at store avvik i forhold til det generelle markedet er å forvente, på grunn av den konsentrerte porteføljestrukturen – med sin kombinasjon av unike selskapsspesifikke faktorer.

I tredje kvartal, det første hele kvartalet høykonsentrerte SKAGEN Focus har vært aktivt, hadde fondet en avkastning på -7,3 prosent mot -2,2 prosent for indeksen. Fordi fondet er i sin spede begynnelse, ønsker vi igjen å understreke at store avvik i forhold til det generelle markedet er å forvente, på grunn av den konsentrerte porteføljestrukturen – med sin kombinasjon av unike selskapsspesifikke faktorer.

Ved utgangen av kvartalet var 29,7 prosent av fondet investert i små selskaper (markedsverdi under USD 2 mrd.), 31,7 prosent i mellomstore selskaper (markedsverdi USD 2–10 mrd.) og 38,7 prosent i store selskaper (markedsverdi over USD 10 mrd.). Fondet har 29 aksjeposisjoner, og de 10 største posisjonene utgjør i overkant av 50 prosent av beholdningen. Vi har økt posisjonene våre i perioder med svakhet gjennom kvartalet, og fondets kontantposisjon er halvert til 4,7 prosent, fordelt på en diversifisert valutakurv. Vi økte posisjonene våre i blant annet Carlsberg, SK Hynix og AerCap (flere detaljer finnes i våre statusrapporter). Vi trimmet posisjonene våre i Jenoptik og Hyundai i perioder med høye kurser.

Fondet tok to nye posisjoner i kvartalet. For det første la en generell svakhet i bilrelaterte aksjer etter utslippsskandalen i Volkswagen til rette for at vi kunne ta en posisjon i den tyske halvlederprodusenten Infineon. For det andre tok vi posisjon i det Sveits-baserte industribakeriet Aryzta, etter at misnøye med flere av ledelsens veivalg har resultert i en attraktiv verdsettelse.

Enkelte områder av markedene var usedvanlig svake i kvartalet, hovedsakelig

knyttet til frykt om lavere kinesisk vekst. Den negative reaksjonen på kinesiske aksjer spredte seg også til råvarer globalt, ettersom veksten i kinesisk forbruk av råmaterialer er klart synkende, og en total kollaps nå synes diskontert i aksjekursene. Energirelaterte aksjer var også svake i kvartalet, med råolje ned over 50 prosent, etter manglende tegn til nedgang på tilbudssiden globalt. Ikke overraskende finnes fondets svakeste aksjer i kvartalet innen disse nevnte områdene av markedet. Dette omfatter Australia-baserte South32, det amerikanske onshore-lete-selskapet Whiting Petroleum, sølvgruve-driftsselskapet Pan America Silver og den USA-baserte gjødselprodusenten Rentech. Vår samlede vurdering er imidlertid at disse investeringscasene fortsatt står seg. Faktisk har prisingen generelt blitt enda mer attraktiv i perioden fra fondet ble lansert, forutsatt normaliserte råvarepriser. Vi har derfor økt enkelte av disse posisjonene noe i perioden.

Den USA-baserte ernæringsprodusenten Omega Protein var blant de positive bidragsyterne. Aksjonærene har tatt til orde for strategiske endringer for selskapet og tatt større posisjoner i løpet av kvartalet, og det samme gjorde vi. Selskapet har god mulighet til å vokse uavhengig av dette, men vi ser også argumentene for et strategisk skifte eller et salg av selskapet. Basert på prisingen ved nylige transaksjoner i bransjen, synes vårt formelle kursmål å være på den konservative siden med minst 100 prosent. Dette var fondets nest største posisjon ved utgangen av kvartalet.

NYE SELSKAPER

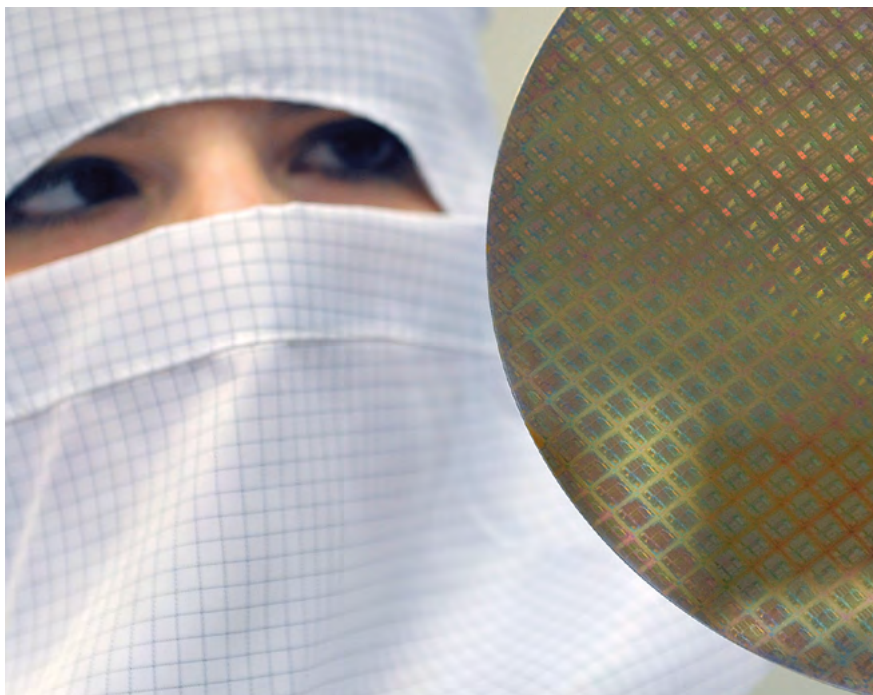


Foto: Bloomberg

Infineon er en tysk produsent av halvledere og systemløsninger. Selskapet får drahjelp fra det strukturelle skiftet i bilsektoren fra forbrenningsmotorer til hybrider, noe som vil resultere i dobbelt så mange halvledere per kjøretøy. Vi tror at Volkswagen-saken vil akselerere selskapets vekst snarere enn omvendt. De har også en sterk strategisk posisjon innen Auto Electrification (ladere, batteristyring) og Autonomous

car/Advanced Driver Assistance Systems (ADAS), særlig innen radar og sikkerhet, der barrierene for nye konkurrenter er høye. Vi mener aksjen har minst 50 prosent oppside basert på vårt grunnleggende casescenario.



Foto: Bloomberg

Aryzta Aryzta er i den internasjonale næringsmiddelbransjen og er en ledende leverandør av bakervarer som brød, muffins og kjeks, med samarbeid med hurtigrestauranter og store butikkjeder som McDonald's i USA og Lidl i Europa. Selskapet har tilstedeværelse i 25 land, der det driver 60 bakerier. Aryzta var tidligere en favoritt blant investorene med en stabil vekst, men etter flere skuffelser på inntjeningsfronten har aksjen mer enn halvert seg i løpet av de siste 15 månedene. I kombinasjon med bedre grunnleggende styring finner vi aksjene attraktive fra et risikojustert avkastningsperspektiv.



Foto: Uniqua

UNIQA UNIQA er et ledende forsikringskonsern i Østerrike og Øst-Europa med virksomhet innen livs-, eiendoms- og skadeforsikring samt reassurans. Konsernet har forbindelser med Raiffeisen på flere nivåer, blant annet gjennom distribusjons-samarbeid i flere sentral-/østeuropeiske land. UNIQA Østerrike står for 40 prosent av de totale premiene, og selskapet er landets nest største operatør, bare slått av Vienna Insurance. UNIQA International står for 30 prosent av premiene. Raiffeisens produktdivisjon (12 prosent) er mindre enn reassuransesegmentet (17 prosent) målt i mottatte premier. Selskapet har levert solide resultater i flere år, men på grunn av frykt for svakhet i Øst-Europa generelt, i kombinasjon med selskapets lave markedsverdi, har selskapet blitt ignorert av investorene til nå.



Foto: Fila

Fila Korea eier den globale merkevaren Fila og andre merker, som Titleist. Selskapet opererer med en global franchise-modell der holdingselskapet mottar en lisensavgift. I Sør-Korea og USA er det imidlertid selskapet selv som designer og kjøper inn produkter. Selskapets produkter omfatter "active-wear", sportsklær, undertøy og sko. I 2011 kjøpte Fila Korea golfmerket Titleist sammen med noen få andre investorer. En børsnotering av Titleist-virksomheten planlegges i 2016. Hvis denne er vellykket sett i lys av verdivurderingen av sammenlignbare konkurrenter, vil verdien tilsvare hele Fila Koreas markedsverdi i dag.



Foto: Bloomberg

Solazyme bruker mikroalger til å konvertere lavpris plantesukker til verdifulle fornybare oljer og bioprodukter til markedene for personlig pleie, ernæring, kjemikalier og drivstoff. Ulike komplekse teknikker vil øke oljeproduksjonen og gjøre det lettere å skreddersy oljer til kundens spesifikasjoner. En oppskalering av produksjonen er i gang i Clinton, Iowa og ved Moema-anlegget i Brasil. I tillegg har selskapet klart å utvikle en svært anerkjent og raskt voksende hudpleieserie kalt Algenist. I Europa selges serien hos Sephora, som er deres viktigste distributør. Solazyme tar etablert teknologi inn i en større industriell prosess som har og vil ha en ujevn utvikling. Aksjene kan derfor være nokså volatile. Hvis selskapet lykkes, er oppsiden imidlertid trolig den største av alle fondets posisjoner. På grunn av grunnleggende usikkerhet holder vi likevel posisjonens størrelse på et begrenset nivå.



Foto: Bloomberg

USA-baserte **AerCap** er det største uavhengige flyleasingselskapet i verden. Det har også virksomhet innen motorleasing, handel og salg/service av reservedeler til fly. I desember kjøpte selskapet IFLC, tidligere det største selskapet i verden innen flyutleie, fra American International Group (AIG). Flåten består for tiden av 1132 fly, med 340 på bestilling. Service er en integrert del av kontrakten med flyselskapene. Den nåværende ambisjonen er å vokse med 5 prosent i årene fremover. AerCap drar nytte av veksten i antall reiser, som dobles hvert 15. år, uten risikoen med å operere et flyselskap. Vi finner aksjene betydelig undervurdert når man ser på inntjeningssevne, vekst og stabilitet.

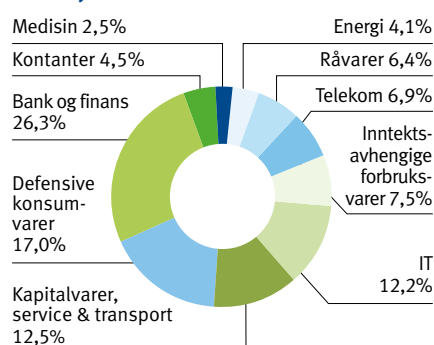
VERDIPAPIRPORTEFØLJE SKAGEN FOCUS PER 30. SEPT. 2015

Se hele verdipapirporteføljen:
www.skagenfondene.no/focus-portefolje

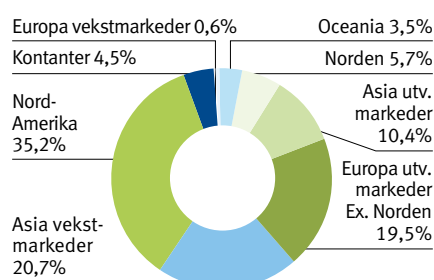
Verdipapir	Sektor	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Prosentvis fordeling	Børs
American International Group Inc	Financials	120 000	55 344	57 870	2 526	7,95%	New York
Omega Protein Corp	Consumer Staples	310 800	32 873	45 626	12 752	6,27%	New York
Carlsberg AS-B	Consumer Staples	63 000	45 265	41 199	-4 066	5,66%	København
Jenoptik AG	Industrials	312 000	30 903	37 664	6 761	5,17%	Xetra
SK Hynix Inc	Information Technology	153 500	50 193	37 060	-13 133	5,09%	Seoul
SBI Holdings Inc	Financials	369 000	41 249	35 245	-6 004	4,84%	Tokyo
Citizens Financial Group Inc	Financials	173 000	36 064	34 851	-1 213	4,79%	New York
China Telecom Corp Ltd	Telecommunication Services	7 280 000	38 487	29 900	-8 588	4,11%	Hong Kong
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	Consumer Discretionary	32 000	23 164	26 252	3 088	3,61%	Seoul
South32 Ltd	Materials	3 110 000	41 462	25 421	-16 041	3,49%	Sydney
Aercap Holdings NV	Financials	75 710	28 080	24 677	-3 403	3,39%	New York
Ubiquiti Networks Inc	Information Technology	84 000	20 109	24 369	4 260	3,35%	NASDAQ
Stock Spirits Group Plc	Consumer Staples	977 000	22 990	23 618	628	3,24%	London
CIT Group Inc	Financials	67 000	23 964	22 844	-1 120	3,14%	New York
Fila Korea Ltd	Consumer Discretionary	31 000	23 155	22 197	-958	3,05%	Seoul
Pan American Silver Corp	Materials	400 000	27 564	21 502	-6 062	2,95%	NASDAQ
Softbank Group Corp	Telecommunication Services	53 000	24 635	20 676	-3 959	2,84%	Tokyo
Komatsu Ltd	Industrials	160 000	26 071	19 972	-6 099	2,74%	Tokyo
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	Energy	11 650 000	24 748	19 113	-5 635	2,63%	Hong Kong
Sandisk Corp	Information Technology	42 000	22 407	19 011	-3 396	2,61%	NASDAQ
Magforce AG	Health Care	365 000	19 097	18 399	-698	2,53%	Xetra
Uniq Insurance Group AG	Financials	215 000	15 526	15 753	227	2,16%	Wien
AirAsia Bhd	Industrials	5 570 100	23 182	13 854	-9 328	1,90%	Kuala Lumpur
Aryzta AG	Consumer Staples	37 707	16 151	13 559	-2 592	1,86%	Zürich
Rentech Inc	Industrials	239 500	20 683	11 587	-9 096	1,59%	New York
Whiting Petroleum Corp	Energy	85 000	21 857	10 879	-10 978	1,49%	New York
Infineon Technologies AG	Information Technology	86 000	7 631	8 242	610	1,13%	Frankfurt
Solazyme Inc	Industrials	382 000	9 219	7 725	-1 494	1,06%	NASDAQ
Fourtis Holdings SA	Consumer Discretionary	177 748	4 456	4 212	-244	0,58%	Athen
Hyundai Motor Co GDR	Consumer Discretionary	5 173	2 102	2 013	-89	0,28%	London
Sum verdipapirportefølje*			778 631	695 287	-83 344	95,50%	
Disponibel likviditet				32 781		4,50%	
Sum andelskapital				728 068		100,00%	

* Tall i 1000 NOK.

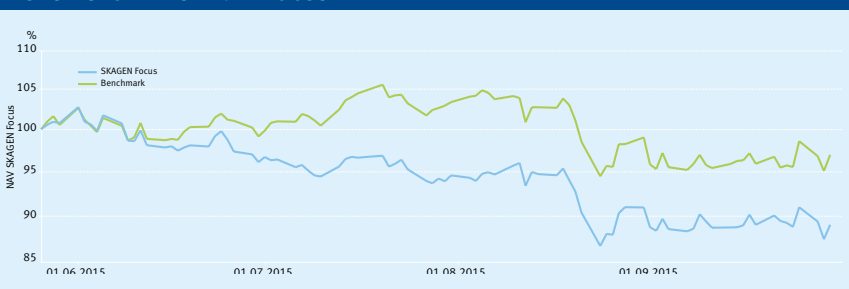
BRANSJEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



KURSHISTORIKK SKAGEN FOCUS



SKAGEN FOCUS 3. KV. 2015 (MILL. NOK)

De 5 største positive bidragsytere		5 største kjøp	
Omega Protein Corp	12	Aryzta AG	16
Jenoptik AG	8	Fila Korea Ltd	11
Ubiquiti Networks Inc	3	Uniq Insurance Group AG	9
Hyundai Motor Co GDR	3	SK Hynix Inc	8
Infineon Technologies AG	1	Infineon Technologies AG	8
De 5 største negative bidragsytere		4 største salg	
Whiting Petroleum Corp	-12	Hyundai Motor Co GDR	-5
South32 Ltd	-8	China Child Care Corp Ltd	-4
SK Hynix Inc	-8	Jenoptik AG	-3
Rentech Inc	-8	Citizens Financial Group Inc	-1
Komatsu Ltd	-5		

Kina angår oss alle

Hvor bekymret er det grunn til å være for den svakere økonomiske veksten i Kina?

Etter en formidabel vekst gjennom flere tiår har Kina blitt svært viktig for global økonomi. For 10 år siden utgjorde landets BNP 4,4 prosent av global produksjon. I fjor hadde andelen økt til 13,3 prosent. Bare USA bidrar mer til verdens produksjon av varer og tjenester. Kina har en svært åpen økonomi, med en stor andel import og eksport.

Størrelsen på kinesisk økonomi, og dens tette bånd til resten av verden, gjør at det som skjer i Kina angår oss alle. Det går ikke bare på hvor høy vekstraten er, men også hvilke tiltak myndighetene iverksetter og hvordan disse påvirker økonomien. Da Kina i august devaluerte renminbien med tre prosent mot dollaren, svekket også de fleste vekstmarkedsvalutaer seg. Årsaken var økt skepsis til utviklingen i kinesisk økonomi, og effekten en kinesisk nedtur vil ha på vekstmarkedsland som produserer råvarer for kineserne. I tillegg ble det stilt spørsmålsteget ved om dette var første av flere devalueringer fra kineserne for å prøve å holde BNP-veksten oppe.

Skeptisk til myndighetene

Ifølge kinesiske myndigheter vokste landets BNP med akkurat syv prosent fra første halvår i fjor til første halvår i år. Svært mange er skeptiske til dette tallet. Myndighetene har satt seg som mål at økonomien i år skal vokse med, ja nettopp syv prosent. Det virker, mildt sagt, litt suspekt at statistikerne serverer politikerne en innertier.

Andre tall, som ikke har samme symbolsk verdi som BNP-veksten, gir inntrykk av at veksten er lavere. Importen falt med seks prosent i 12 måneders-perioden juni i fjor til juni i år, mens eksporten var opp kun 2,7 prosent. Det vitner om lavere vekst i innenlandsk forbruk av varer og tjenester, samt betydelig lavere vekst i global etterspørsel etter kinesisk produserte varer og tjenester. Begge deler er vanskelig å forene med en BNP-vekst på syv prosent.

Også offisielle tall for industriproduksjonen har stor symbolsk betydning. De tilsier at årsveksten så langt i år har holdt seg på rundt seks prosent. Men aktivitets-

indikatorer, produsert både av kinesiske myndigheter og det internasjonale finansielle informasjonsbyrået Markit, tyder på at industriproduksjonen står omtrent på stedet hvil.

Tror veksten ligger på fem prosent

Nåværende statsminister i Kina sa for noen år siden at offisielle BNP- og industriproduksjonstall ikke var til å stole på. Han mente fokuset burde være på kredittformidling, elektrisitetsproduksjon og fraktvolum på jernbanen. Basert på disse ligger veksttakten i Kina på bare tre prosent. En svakhet ved en slik temperaturmåler er imidlertid at den voksende betydningen av tjenesteproduksjon ikke fanges opp. Siste to år har denne utgjort en større andel av BNP enn industriproduksjonen og bygg- og anleggssektoren.

Betydningen av tjenesteproduksjon kan godt være langt høyere enn hva offisiell statistikk tilsier. Ikke bare fordi kommunister har en forkjærlighet for industriarbeidere. Det er vanskelig å fange opp betydningen av nye næringsgrener. PMI-tallene for tjenesteproduksjon tilsier at veksten har ligget på omtrent samme nivå de tre siste årene.

Når alt kommer til alt tror jeg veksten i kinesisk økonomi ligger på rundt fem prosent, som rimer godt overens med investorenes prising av globale aktiva.

At økonomisk vekst avtar etter hvert som et land blir rikere er helt naturlig. Man plukker først den lavest hengende frukten, som ikke krever mye kapital. Etter hvert får man mindre og mindre igjen for ny kapital. Trendveksten kan fremdeles holdes på et rimelig høyt nivå, men det krever ytterligere markedsøkonomiske reformer. Som for eksempel privatisering av de store statseide selskapene. Her har kinesiske myndigheter indikert vilje, men så langt har lite blitt gjort.

Devaluering er beste våpen

Selv om trendveksten holder seg bra oppe på fem-seks prosent, er det fare for at Kina står overfor en konjunkturell nedgang. Mange av siste års investeringer har ikke vært lønnsomme. Det har hopet seg opp

med gjeld, spesielt hos lokale myndigheter, som kan bli vanskelig å betjene. Et kraftig fall i investeringene og svikt i forbrukernes tro på fremtidig inntekt kan trekke den reelle veksten ytterligere ned. Det skaper negative ringvirkninger for global økonomi.

Hva vil så myndighetene gjøre for å få økonomien ut av en nedgangskonjunktur? Erfaringer tyder på at de prøver seg med finanspolitiske tiltak. Men økonomisk historie har vist at finanspolitikk er lite egnet for å få økonomien ut av en bølgedal.

Pengepolitikk er mer virkningsfullt. Rentene er imidlertid allerede ganske lave i Kina, så det er ikke mye å gå på. Å slakke ytterligere på reservekravene til bankene, som har en funksjon i Kina, kan stimulere økt utlån. Men størst blir nok effekten ved å skrive ned verdien av renminbien. Det stimulerer eksporten, og vrir innenlandsk etterspørsel mot egne varer og tjenester. Her er det trolig mye å gå på, uten fare for at inflasjonen – som ligger på kun 1,6 prosent - skal løpe løpsk.

I tråd med at Kina i flere år har vokst mer enn handelspartnerne har renminbien styrket seg. Handelsvektet var den kinesiske valutaen ved utgangen av september åtte prosent sterkere enn for ett år siden.

Om det skulle vise seg at Kina glir inn i en lavkonjunktur, bør vi trolig være forberedt på en langt svakere renminbi. Da gjelder det å nøste riktig hvilke konsekvenser dette medfører for global økonomi og aktivapriser.



– Torgeir Høien

Porteføljeforvalter SKAGEN Tellus



Fryktet gresk mislighold

Tallenes tale er klar: SKAGEN Tellus hadde et dårlig tredje kvartal. Årsaken er at vi ikke taklet turbulensen i de internasjonale finansmarkedene på en god måte.

SKAGEN Tellus

Døråpner til globale renter

- › Tapte på Hellas-krise som uteble
- › Kinaeffekten større enn antatt
- › God gevinst i lange amerikanske statsobligasjoner

1 2 4 **RISK** 5 6 7

Fondets startdato 29. September 2006

Avkastning siden oppstart 84,74 %

Forvaltningskapital 1 368 mill NOK

Antall andelseiere 2 825

AVKASTNING KV 3/-15* 12 M.*

SKAGEN Tellus 5,10 % 18,33 %

JP Morgan GBI Broad Index Unhedged 10,65 % 29,74 %

* Per 30. september 2015.



PORTEFØLJEFORVALTERE

Torgeir Høien og Jane Tvedt

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

Mot slutten av andre kvartal solgte vi oss ut av statsobligasjoner utstedt av Eurosonens såkalte periferi. Årsaken var stor usikkerhet om utfallet av forhandlingene mellom Hellas og landets offisielle kreditorer. Dersom Hellas hadde gått ut av eurosonen, og misligholdt gjelden, ville rentene i perifere euroland trolig skutt i været, og obligasjonskursene falt. Som vi vet la den greske regjeringen seg flat og aksepterte kreditorenes krav.

I etterpåklokskapens lys burde vi ha sittet på obligasjonene, og nytt godt av det umiddelbare rentefallet som kom etter at situasjonen i Hellas ble avklart. Da situasjonen virket som mest fastlåst, vurderte vi risikoen som for høy og valgte å selge oss ut av land som kunne oppleve smitteeffekter av gresk mislighold. Det tapte vi på. I tredje kvartal har vi igjen valgt å investere i Sør-Europa, i spansk, portugisisk og slovensk statsgjeld. Vi har fått positiv avkastning på disse obligasjonene. Vi hadde imidlertid tjent mer ved å beholde posisjonene fra andre kvartal.

Kinas økonomi har bremsert mer opp enn vi så for oss, med større ringvirkninger for andre vekst-markeder, spesielt råvareeksportørene. I begynnelsen av august valgte kinesiske myndigheter å skrive ned verdien av sin valuta mot dollar med ca. tre prosent. Devalueringen,

og signalet denne ga om tilstanden for kinesisk økonomi, fikk negative konsekvenser for globale kapitalmarkeder.

Råvareprodusentenes valutaer svekket seg ytterligere, og de med tilhold i vekstmarkedene opplevde også en markant renteoppgang. Selv i land med sunne statsfinanser. Det resulterte i tap på våre investeringer i disse landene. Tapet kom både i form av lavere valutakurs, målt mot euro, og fall i obligasjonskursene. Vi hadde imidlertid redusert posisjonene i vekstmarkedene, og begrenset med det tapet.

Som følge av usikkerhet rundt utviklingen for kinesisk økonomi, og konsekvensene for global økonomi (se makrokommentaren side 30), har vi for tiden lav eksponering mot land som er utsatt for en forsterket kinesisk nedtur.

For å avslutte med noe positivt: Vi har tjent penger på vår posisjon i lange amerikanske statsobligasjoner. Som vi har forventet vegger den amerikanske sentralbanken (FED) med å heve renten i et klima hvor inflasjonen fortsatt er veldig lav. Positiv avkastning har vi også fått på våre investeringer i Frankrike og Nederland. Den Europeiske Sentralbanken, ECB, står overfor samme problem som FED. De klarer ikke å få opp inflasjonen. Derfor forblir de korte rentene svært lave, og de lengre rentene faller tilbake.

Verdipapir	Forfalls- dato	Kjøping	Pålydende ***	Kostpris ***	Markeds- kurs	Pålept rente	Markeds- verdi ***	Markeds- verdi inkl. pålept rente ***	Urealisert gevinst/ tap ***	Andel av fondet
STATSOBLIGASJONER										
Brazilian Government	10.01.2028	10,25	15 400	44 628	162,49	993	25 023	26 017	-19 605	1,90%
Chilean Government	05.08.2020	5,50	4 410 000	54 659	1,29	453	56 675	57 129	2 016	4,18%
Colombian Government	14.04.2021	7,75	13 400 000	48 232	0,28	1 332	37 330	38 661	-10 903	2,83%
Croatia Government Int Bond	30.05.2022	3,87	8 300	74 798	961,20	1 032	79 779	80 812	4 981	5,91%
Portugese Government	15.10.2025	2,87	5 000	47 985	996,12	952	49 806	50 757	1 821	3,71%
Slovenia Government	30.03.2026	5,12	3 500	41 766	1 245,62	861	43 597	44 458	1 831	3,25%
Spanish Government	30.04.2025	1,60	5 000	45 315	937,88	319	46 894	47 214	1 579	3,45%
French Government	25.05.2020	0,00	15 000	129 408	949,10	0	142 366	142 366	12 958	10,41%
Netherlands Government	15.01.2020	0,25	13 600	119 697	965,44	230	131 299	131 529	11 603	9,62%
European Bank Recon & Dev	19.03.2018	5,75	200 000	25 846	12,70	1 595	25 399	26 995	-447	1,97%
Japan Government	20.06.2016	1,90	900 000	62 398	7,21	340	64 868	65 208	2 470	4,77%
Mexican Government	20.11.2036	10,00	60 000	38 345	68,78	858	41 270	42 129	2 925	3,08%
New Zealand Government	17.04.2023	5,50	8 000	54 358	638,62	1 103	51 089	52 192	-3 269	3,82%
Peruvian Government	12.08.2037	6,90	18 000	41 063	239,95	439	43 190	43 629	2 128	3,19%
Lithuanian Government	01.02.2022	6,62	5 500	42 570	1 034,39	510	56 891	57 401	14 321	4,20%
US Government	31.08.2016	0,50	20 800	137 570	855,12	82	177 865	177 947	40 295	13,01%
US Government	30.06.2017	0,62	8 000	63 152	854,59	107	68 367	68 474	5 215	5,01%
US Government	15.02.2025	2,00	20 900	170 152	849,70	446	177 588	178 034	7 435	13,02%
Sum Verdipapirportefølje				1 241 944		11 653	1 319 298	1 330 950	77 354	97,31%
Disponibel likviditet				36 610			36 817	36 817	207	2,69%
Sum andelskapital				1 278 554		11 653	1 356 115	1 367 768	77 561	100,00%
Nøkkeltall										
Effektiv underliggende avkastning	2,33%	Effektiv avkastning till kunder*		1,53%	Duration**		4,96			
* 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 30.09.2015.

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



Foto: Bloomberg

Brasil ble nedgradert av analysebyrået Standard & Poors i september, og den dårlige kredittratingen smittet over på brasilianske selskaper. Våre brasilianske selskaper, med det statlige oljeselskapet Petrobras, fikk merke dette. På bildet gjør mannskapet på en ferge seg klar til å gå i land i Rio de Janeiro - oljeplattform i bakgrunnen.

SKAGEN Credit

Plukker de beste eplene fra den globale frukthage

- › Usikker økonomisk vekst i Kina
- › Nedgradering av kredittverdigheten til Brasil
- › Fallende råvarepriser

1 2 **RISK** 4 5 6 7

Fondets startdato	30. mai 2014
Avkastning siden oppstart	-4,21 %
Forvaltningskapital	126 mill NOK
Antall andelseiere	428

AVKASTNING	KV 3/-15*	12 M.*
SKAGEN Credit	-5,1 %	-4,39 %
Statsobligasjonsind. 1.00	0,45 %	1,71 %

* Per 30. september 2015.



PORTEFØLJEFORVALTERE

Ola Sjöstrand og Tomas Nordbø Middlethon

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

Høy turbulens

Etter et godt første halvår ble tredje kvartal særs turbulent, og visket vekk årets avkastning, og vel så det. Hva var det så som gikk galt i kvartalet, som endte opp med en negativ avkastning for SKAGEN Credit på 5,2 prosent?

Svaret kan sammenfattes med følgende tre hendelser:

1. Usikker økonomisk vekst i Kina:

Den økonomiske veksten i Kina er avtatt, og prognosene for veksten fremover er usikre. Kina har det siste tiåret vært den store vekstmotoren i verden, med vareeksport og investeringer innen jernbane, veier og boliger som sentrale bidragsytere. Veksten har nå avtatt noe, og behovet for råvarer er derfor fallende. Det har medført at selskaper med eksponering mot kinesisk økonomi opplever tøffere tider.

2. Nedgradering av kredittverdigheten til Brasil:

I begynnelsen av september ble Brasils kredittvurdering nedgradert fra «Investment Grade» til «High Yield» av ratingbyrået Standard & Poor's. Begrunnelsen var den svake økonomiske utviklingen for landet, og lite lystige prognoser for nærmeste fremtid.

Brasiliansk økonomi er veldig råvareavhengig, og i takt med fallende råvarepriser har også landets eksportinntekter skrumpet betydelig inn. Den nasjonale kredittratingen smitter over på brasilianske selskaper, som i stor grad automatisk blir nedgradert når landet blir nedgradert. Fortjent eller ei.

Brasil har derfor blitt svært upopulært blant investorene. Mange vil selge sine investeringer i landet, men få vil kjøpe. Både aksjer, obligasjoner og valutaen har derfor opplevd et til dels betydelig verdifall.

3. Fallende råvarepriser

Som nevnt har råvareprisene i lengre tid vært svake, med ytterligere svekkelser i

høst. Det være seg olje, kull, jernmalm eller kobber. Årsakene, og størrelsen på prisenfall varierer, men generelt sett har tilbudssiden ikke tilpasset seg den lavere etterspørselen.

Verdens store råvareimportør, Kina, har redusert investeringstakten innen bygg, anlegg og infrastruktur. Råvareeksportører som Brasil og Norge (olje) får dårligere betalt for varene sine. Og forventet inntjening for råvarebaserte selskaper har derfor suksessivt blitt jekket ned.

Må se igjennom støyen

Mye av den svake avkastningen for SKAGEN Credit i tredje kvartal kan med andre ord henges på knaggen for dårligere klima i realøkonomien. Ikke som følge av spesifikke negative hendelser for enkelt-selskaper i porteføljen til SKAGEN Credit.

At brasilianske myndigheter håndterer sin økonomi dårlig, rammer alle brasilianske selskaper. Vi som langsiktige investorer må evne og se gjennom slik støy fra dårlig nasjonal styring og midlertidig salgspress fra investorer som vil ut.

Så lenge selskapene produserer varer som blir solgt til en fornuftig pris, og er i stand til å betjene gjelden sin, er det ingen grunn selge obligasjonene til lave priser. Ingen av selskapene til SKAGEN Credit har betalingsproblemer. Det er selvsagt ingen garanti for at dette ikke kan skje i fremtiden. Så lenge markedsstøy setter obligasjonskursene under press, er det ingen grunn til å selge seg ut. Da gjelder det å beholde de lange brillene på og vente til markedet snur, og sunne bedrifter igjen blir høyere verdsatt.

SKAGEN CREDIT NOK	Valuta	Pålydende	Markedsverdi NOK	Andel av fondet %
SKAGEN Credit	NOK	1 074	125 374	98,18
Likviditet			1 035	0,82
Sum andelskapital			126 409	100,00
Effektiv underliggende avkastning	6,97 %			
Effektiv avkastning til kunder	6,17 %			
Rentefølsomhet	0,79			
Andelskurs per 30.09.2015	95,7933			
Valutasikringsgrad	98,82 %			
Eierandel av SKAGEN Credit	64,39 %			

SKAGEN CREDIT MASTER FUND, NOK	Valuta	Forfallsdato	Andeler	Kupong, prosent	Markedsverdi, NOK	Andelar av fondet
Verdipapir						
Gazprom OAO Via Gaz Capital SA	USD	11.04.2018	800	8,15	7 539	3,87
Petrobras Global Finance BV	USD	01.03.2018	700	5,88	4 946	2,54
Seadrill Ltd	USD	15.09.2017	700	6,13	4 760	2,44
Noble Group Ltd	USD	29.01.2020	750	6,75	4 561	2,34
Talisman Energy Inc	GBP	05.12.2017	300	6,63	4 430	2,28
Petrobras Global Finance BV	USD	20.01.2020	100	5,75	640	0,33
Sum Energi					26 875	13,80
SSAB AB	EUR	10.04.2019	800	3,88	7 630	3,92
Braskem Finance Ltd	USD	15.04.2021	775	5,75	5 699	2,93
INEOS	EUR	01.05.2023	400	4,00	3 569	1,83
Glencore Funding LLC	USD	29.04.2019	475	3,13	3 476	1,79
Glencore Canada Financial Corp	GBP	27.05.2020	250	7,38	3 041	1,56
Sum Råvarer					23 415	12,03
Color Group AS	NOK	18.09.2019	7 000	6,43	6 875	3,53
Stena AB	EUR	01.02.2019	620	5,88	6 294	3,23
Norwegian Air Shuttle AS	NOK	03.07.2017	6 000	5,06	5 955	3,06
PostNL NV	GBP	14.08.2018	350	7,50	5 233	2,69
Heathrow Funding Ltd	GBP	10.09.2018	300	6,25	4 300	2,21
Tallink Group AS	NOK	18.10.2018	3 000	6,26	3 130	1,61
Bombardier Inc	USD	16.03.2020	400	7,75	2 906	1,49
Empresas ICA SAB de CV	USD	04.02.2021	450	8,90	1 985	1,02
Solstad Offshore ASA	NOK	24.06.2019	2 000	4,70	1 252	0,64
Sum Kapitalvarer, service og transport					37 929	19,48
Best Buy Co Inc	USD	15.03.2021	500	5,50	4 505	2,31
Fiat Finance & Trade SA	EUR	15.03.2018	400	6,63	4 159	2,14
Samvardhana Motherson Automotive systems Group BV	EUR	15.07.2021	400	4,13	3 475	1,78
Jaguar Land Rover Automotive Plc	USD	14.12.2018	400	4,13	3 407	1,75
Sum Inntektsavhengige konsumvarer					15 546	7,99
Safeway Ltd	GBP	10.01.2017	400	6,00	5 630	2,89
Avon Products Inc	USD	01.03.2019	400	6,50	2 981	1,53
JBS Investments GmbH	USD	28.10.2020	300	7,75	2 692	1,38
Cosan Luxembourg SA	USD	14.03.2023	300	5,00	1 920	0,99
Lennar Corp	USD	17.06.2019	200	4,50	1 756	0,90
Sum Defensive konsumvarer					14 978	7,69
Amlin Plc	GBP	18.12.2026	500	6,50	6 977	3,58
Bank of Baroda – London	USD	23.07.2019	750	4,88	6 892	3,54
Danske Bank AS	GBP	29.09.2021	500	5,38	6 795	3,49
Standard Chartered Bank	GBP	03.04.2018	350	7,75	5 196	2,67
Tyrkiye Halk Bankasi AS	USD	19.07.2017	550	4,88	4 784	2,46
Insurance Australia Group Ltd	GBP	21.12.2026	300	5,63	4 106	2,11
Diamond Bank Plc	USD	21.05.2019	400	8,75	3 228	1,66
Akbank TAS	USD	09.03.2018	300	6,50	2 691	1,38
Akbank TAS	USD	24.10.2017	250	3,88	2 175	1,12
American Tower Corp	USD	15.02.2019	200	3,40	1 763	0,91
Banco Est Rio Grande Sul	USD	02.02.2022	250	7,38	1 647	0,85
Summa Bank og finans					46 254	23,76
Rolta Americas LLC	USD	24.07.2019	400	8,88	1 542	0,79
Sum Informationsteknologi					1 542	0,79
Bharti Airtel International Netherlands BV	EUR	10.12.2018	600	4,00	6 266	3,22
VimpelCom Holdings BV	USD	01.03.2022	550	7,50	4 752	2,44
VimpelCom Holdings BV	USD	01.03.2017	200	6,26	1 767	0,91
Summa Telecom					12 784	6,57
EP Energy AS	EUR	01.11.2019	675	5,88	7 343	3,77
EDP Finance BV	USD	01.10.2019	750	4,90	6 858	3,52
EDP Finance BV	EUR	21.09.2017	175	5,75	1 821	0,94
Sum Nyttetjenester					16 021	8,23
Sum verdipapirportefølje					195 345	100,34
IRS EUR 20180620	EUR	20.06.2018	3 000		-368	-0,19
IRS EUR 20210511	EUR	11.05.2021	600		-65	-0,03
IRS GBP 20180129	GBP	29.01.2018	1 200		-345	-0,18
IRS USD 20180620	USD	20.06.2018	3 500		-552	-0,29
IRS USD 20190820	USD	20.08.2019	2 000		-389	-0,20
IRS USD 20210622	USD	22.06.2021	1 000		-240	-0,13
Sum Derivater					-1 959	-1,01
Likviditet					1 304	0,67
Sum andelskapital					194 690	100,00



Banket av norsk bank

Det var en svært moderat avkastning i 3. kvartal for SKAGEN Avkastning. Fondskursen var opp 0,2 prosent. Hittil i år er avkastning til fondet 0,8 prosent, mens indeksen er opp 1,5 prosent.

De lange rentene i «sikre» land som USA og Tyskland falt i 3. kvartal, i hovedsak drevet av lavere inflasjonsforventninger og uro i internasjonale finansmarkeder. Norske statsrenter har i tillegg falt som følge av det uventede rentekuttet fra Norges Bank i september. Det norske rentefallet løftet indeksen med 1,1 prosent i kvartalet.

Vi solgte oss ut av våre perifere euroobligasjoner i slutten av juni da vi mente usikkerheten rundt Hellas' framtid i euroområdet ble for høy. Da situasjonen ble mer avklart valgte vi å kjøpe oss inn igjen i disse landene. Vi kjøpte obligasjoner i henholdsvis Slovenia, Portugal og Spania i august og september. Vi mener at utsikter til lav styringsrente og mer kvantitative lettelsener i årene framover vil gi rentefall i disse landene. Investeringene har allerede bidratt positivt til avkastningen med rentefall fra kjøpstidspunktet til utgangen av kvartalet.

Bank trakk ned

Den norske delen av SKAGEN Avkastning, som over tid utgjør omkring 80 prosent av fondet, bidrar normalt sett til en moderat og stabil avkastning i fondet. Det har ikke vært tilfelle den siste tiden. Fra midten av august har kredittpåslaget på de norske bankpapirene skutt i været. Årsaken til den svært kraftige oppgangen i kredittpremien på senior bankpapirer er blanding av uroen i internasjonale finansmarkeder, smitte fra økning i spreadene på obligasjoner med fortrinnsrett og kommunepapirer samt lavere likviditet i markedet. På kort sikt har det gitt et fall i fondskursen. På lengre sikt gir dette oss mulighet til å kjøpe norske bankpapirer med høyere effektiv rente som vil gi en høyere forventet avkastning i fondet.

Uro gir muligheter

Uroen internasjonalt kan også gi oss muligheter for bedre avkastning i den utenlandske delen av fondet framover. Vi har allerede sett en betydelig renteoppgang på obligasjoner i flere framvoksende økonomier. Vi tror ikke toppen er nådd ennå, men når tiden er inne kan denne reprisingen gi oss muligheter til å kjøpe obligasjoner til en mer attraktiv rente i land vi tror rentene skal ned. Den utenlandske delen av fondet kan variere mellom 0 og 20 prosent etter hva vi tror om lange renter generelt og i enkelt land spesielt.

Den effektive renten i fondet er 1,9 prosent. Utenlandshandelen er 18,6 prosent. Rentefølsomheten er 1,6 år og gjennomsnittlig løpetid på investeringene er 3,3 år.

SKAGEN Avkastning

Aktiv renteforvaltning

1	RISK	3	4	5	6	7
Fondets startdato	16. september 1994					
Avkastning siden oppstart	204,15 %					
Forvaltningskapital	1 767 mill NOK					
Antall andelseiere	11 246					
AVKASTNING	KV 3/-15*	12 M.*				
SKAGEN Avkastning	0,20 %	1,61 %				
Statsobligasjons- ind. 3.00	1,14 %	4,07 %				

* Per 30. september 2015.



PORTEFØLJEFORVALTERE

Jane Tvedt og Torgeir Høien

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

Verdipapir	Forfalls- dato	Kupong	Pålydende ***	Kostpris ***	Markeds- kurs	Påløpt rente	Markeds- verdi ***	Markeds- verdi inkl. påløpt rente ***	Urealisert gevinst/ tap ***	Andel av fondet
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE										
Finans										
Danske Bank A/S	05.09.2016	1,64	10 000	10 155	101,52	10	10 152	10 163	-3	1,63%
Ikano Bank SE	18.07.2016	1,71	10 000	10 131	101,08	34	10 108	10 143	-23	1,63%
Ikano Bank SE	26.09.2016	0,87	25 000	25 000	100,54	1	25 135	25 136	135	4,03%
Jyske Bank A/S	03.05.2016	0,76	20 000	20 000	100,39	25	20 077	20 102	77	3,22%
Jyske Bank A/S	22.02.2016	0,73	5 000	5 023	100,28	4	5 014	5 018	-9	0,80%
SBAB AB	25.02.2016	1,13	18 000	18 104	100,47	20	18 084	18 104	-20	2,90%
Sparebank 1 SMN	29.10.2018	0,66	20 000	20 095	100,45	23	20 089	20 112	-6	3,23%
Sparebank 1 Nord-Norge	16.11.2015	0,72	25 000	25 168	100,12	22	25 029	25 051	-138	4,02%
Sparebanken Vest	10.09.2018	0,25	9 000	8 948	99,42	-	8 947	8 947	0	1,43%
Industri										
Skanska Financial Services AB	25.04.2016	1,51	19 000	19 085	100,78	52	19 149	19 201	64	3,08%
Volvo Treasury AB	19.09.2016	0,13	15 000	15 000	100,09	-	15 013	15 013	13	2,41%
Volvo Treasury AB	26.02.2016	0,72	33 000	33 111	100,28	23	33 093	33 117	-18	5,31%
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE										
Finans										
Ikano Bank SE	06.11.2015	0,00	10 000	9 911	99,97	-	9 997	9 997	87	1,60%
Ikano Bank SE	10.05.2016	0,00	5 000	4 994	99,75	-	4 987	4 987	-6	0,80%
Industri										
Akelius	26.02.2016	0,00	23 000	22 971	99,89	-	22 974	22 974	3	3,68%
Arla Foods amba	30.11.2015	0,00	22 000	21 992	100,02	-	22 004	22 004	13	3,53%
Castellum AB	10.12.2015	0,00	5 000	4 998	99,99	-	5 000	5 000	2	0,80%
Castellum AB	29.02.2016	0,00	10 000	9 991	99,93	-	9 993	9 993	1	1,60%
Castellum AB	30.11.2015	0,00	8 000	7 992	99,99	-	8 000	8 000	8	1,28%
Fabege AB	22.10.2015	0,00	23 000	22 932	100,00	-	22 999	22 999	68	3,69%
Fabege AB	27.11.2015	0,00	15 000	14 997	99,98	-	14 997	14 997	0	2,40%
Getinge AB	23.10.2015	0,00	15 000	14 996	99,98	-	14 998	14 998	2	2,40%
Getinge AB	30.11.2015	0,00	8 000	7 982	99,96	-	7 996	7 996	14	1,28%
Hexagon AB	09.10.2015	0,00	20 000	19 753	99,99	-	19 999	19 999	245	3,21%
Hexagon AB	16.11.2015	0,00	20 000	19 788	99,97	-	19 993	19 993	206	3,21%
Indutrade	29.03.2016	0,00	22 000	21 961	99,83	-	21 962	21 962	0	3,52%
Intrum Justitia AB	07.12.2015	0,00	18 000	17 994	99,99	-	17 999	17 999	5	2,89%
Intrum Justitia AB	22.02.2016	0,00	5 000	4 999	99,93	-	4 997	4 997	-2	0,80%
Tele2 AB	22.12.2015	0,00	24 000	23 998	100,00	-	24 000	24 000	2	3,85%
Trelleborg Treasury AB	22.10.2015	0,00	25 000	24 973	100,00	-	25 000	25 000	26	4,01%
Vasakronan AB	15.10.2015	0,00	20 000	19 996	100,01	-	20 001	20 001	5	3,21%
Volkswagen Finans Sverige AB	18.11.2015	0,00	22 000	21 990	100,01	-	22 002	22 002	13	3,53%
Sum verdipapirportefølje				529 027		215	529 788	530 003	761	84,99%
Disponibel likviditet				93 620		0	93 620	93 620	0	15,01%
Sum andelskapital				622 647		215	623 408	623 623	761	100,00%

Nøkkeltall

Effektiv underliggende avkastning 2,35 % Effektiv avkastning till kunder* 1,85 % Duration** 1,62

* 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 30.09.2015.

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

Kurs per 30-09-2015

100,2837



SKAGEN Høyrente

Sammen for bedre renter

RISK	2	3	4	5	6	7
Fondets startdato	18. september 1998					
Avkastning siden oppstart	100,34 %					
Forvaltningskapital	3 129 mill NOK					
Antall andelseiere	6 424					
AVKASTNING	KV 3/-15*	12 M.*				
SKAGEN Høyrente	0,00 %	1,27 %				
Statsobligasjonsind. 0.50	0,32 %	1,25 %				

* Per 30. september 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

Uvanlig avkastning

Tredje kvartal har vært et uvanlig kvartal for SKAGEN Høyrente og det norske pengemarkedet.

Annualisert tilsvarer dette en årlig avkastning på 1,1 %. Vi opplevde en kraftig økning i kredittspredene i slutten av kvartalet, noe som førte til negativ månedsavkastning i september. Vi har aldri tidligere i fondets historie opplevd negativ månedsavkastning. Etter noen rolige sommermåneder med stabile kredittspreader, føyk de i været i september. Dette gjaldt for både bank-, - industri- og kraftpapirer. Økte kredittspreader betyr redusert verdi for obligasjonene i fondet. For tredje kvartal totalt sett endte avkastningen i SKAGEN Høyrente på ganske nøyaktig 0 %. Hittil i år er avkastningen heldigvis godt på den positive siden med 0,83 %.

Det er svært uvanlig for et lavrisikofond som SKAGEN Høyrente å oppleve negativ avkastning. Siden rentenivået er så lavt nå, slår en økning i kredittspredene ekstra hardt ut. Dette er fordi det tar ekstra lang tid å hente inn igjen tapet, siden fondet legger så lite på seg fra rentedelen dag for dag.

Fondet har ligget med en gjennomsnittlig løpetid på ca. ett år i kvartalet. Situasjonen kunne vært verre dersom løpetiden var høyere, hvis det er noen trøst. Jo lenger tid til forfall for en obligasjon, jo mer blir prisen påvirket av en endring i kredittspredene. SKAGEN Høyrente har mandat til å ligge med en løpetid på maks 1,5 år.

Vi har hatt en relativt høy andel bankinnskudd på rundt 30 % av fondet den siste tiden. Disse innskuddene kan vi nå bruke til å kjøpe nye papirer på høyere og mer attraktive nivåer. Vi har allerede begynt å gjøre dette, men vil være forsiktige og gjøre det gradvis, da det ikke er sikkert at toppen i kredittspredene er nådd helt ennå. Den effektive renten har økt fra 1,72 % til 1,90 % i løpet av kvartalet. Så selv om en økning i kredittspredene slår negativt ut i første omgang, er dette positivt på litt lengre sikt. Et økt rentepåslag på alle eksisterende investeringer gjør at den løpende avkastningen i fondet øker. Dette, sammen med at vi stadig kjøper nye papirer med en høyere rente, gjør at vi forventer at fondet vil få en høyere avkastning i tiden fremover.

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markeds-kurs	Påløpt rente	Markeds-verdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Prosent fordeling
AKSJEFOND							
SKAGEN Global	79 846	93 110	1 291,84		103 149	10 038	30,01 %
SKAGEN Kon-Tiki	82 672	53 304	646,69		53 463	159	15,55 %
SKAGEN Vekst	28 456	48 285	1 828,42		52 030	3 745	15,14 %
Sum Aksjefond		194 699			208 642	13 943	60,70 %
RENTEFOND							
SKAGEN Høyrente	497 331	50 244	100,23	780	50 628	384	14,73 %
SKAGEN Høyrente Institusjon	501 902	50 082	99,38	685	50 565	483	14,71 %
SKAGEN Avkastning	234 425	32 537	137,54	1 285	33 528	991	9,75 %
Sum Rentefond		132 862		2 750	134 721	1 858	39,19 %
Sum verdipapirportefølje		327 562		2 750	343 363	15 801	99,89 %
Disponibel likviditet					390		0,11 %
Sum andelskapital					343 752		100,00 %
Basiskurs per 30.09.2015		130,0994					

Verdipapir	Forfalls- dato	Kupong	Pålydende ***	Kostpris ***	Markeds- kurs	Pålept rente	Markeds- verdi ***	Markeds- verdi inkl. pålept rente ***	Urealisert gevinst/ tap ***	Andel av fondet
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE										
Finans										
BN Bank ASA	15.03.2017	2,94	80 000	82 389	101,48	91	81 182	81 274	-1 207	2,60 %
Helgeland Sparebank	05.09.2017	1,60	40 000	40 026	99,42	41	39 767	39 808	-259	1,27 %
Helgeland Sparebank	15.03.2017	2,87	42 000	42 875	101,51	50	42 635	42 685	-240	1,36 %
Helgeland Sparebank	16.08.2018	2,12	55 000	55 699	99,97	143	54 985	55 128	-713	1,76 %
Kredittforeningen for Sparebanker	03.10.2016	2,61	24 000	24 463	100,66	155	24 159	24 313	-304	0,78 %
Kredittforeningen for Sparebanker	08.03.2016	2,03	10 000	10 076	100,14	12	10 014	10 026	-62	0,32 %
Kredittforeningen for Sparebanker	10.02.2017	2,08	30 000	30 125	100,18	88	30 053	30 141	-72	0,96 %
Kredittforeningen for Sparebanker	18.04.2017	1,77	30 000	30 036	99,61	106	29 883	29 990	-153	0,96 %
Kredittforeningen for Sparebanker	27.02.2018	2,07	30 000	30 375	99,93	59	29 980	30 038	-395	0,96 %
Kredittforeningen for Sparebanker	29.09.2017	1,69	30 000	29 949	99,02	-1	29 706	29 704	-243	0,95 %
OBOS-banken AS	08.01.2018	1,66	15 000	15 001	98,82	58	14 823	14 881	-178	0,48 %
OBOS-banken AS	25.08.2017	1,54	50 000	50 015	99,08	77	49 540	49 617	-475	1,59 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	18.01.2018	2,31	78 000	79 378	100,33	360	78 254	78 614	-1 124	2,51 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	20.09.2016	2,40	50 000	50 760	100,56	30	50 279	50 309	-481	1,61 %
Sparebanken Øst	03.07.2017	1,69	40 000	40 118	99,41	167	39 762	39 929	-356	1,28 %
Sandnes Sparebank	19.03.2018	2,88	60 000	62 023	101,71	317	61 025	61 342	-998	1,96 %
SpareBank 1 BV	04.12.2017	1,48	110 000	109 229	99,01	118	108 914	109 031	-316	3,48 %
SpareBank 1 BV	11.04.2017	2,06	25 000	25 164	100,19	113	25 046	25 159	-117	0,80 %
Sparebank 1 SMN	15.03.2017	3,09	101 500	104 805	101,81	122	103 334	103 456	-1 471	3,31 %
Sparebank 1 SMN	18.06.2018	1,52	30 000	29 668	98,54	15	29 562	29 577	-106	0,95 %
Sparebanken Sogn og Fjordane	06.06.2017	1,82	60 000	60 456	99,94	70	59 961	60 031	-495	1,92 %
Sparebanken Sogn og Fjordane	21.08.2017	2,82	55 000	56 537	101,67	172	55 921	56 093	-616	1,79 %
Sparebanken Sør	05.03.2018	2,07	30 000	30 379	100,20	40	30 059	30 099	-320	0,96 %
Sparebanken Sør	16.03.2017	3,09	20 000	20 410	101,81	24	20 362	20 386	-48	0,65 %
Sparebanken Sør	30.11.2017	2,37	19 000	19 461	100,92	38	19 175	19 213	-286	0,61 %
Sparebank 1 Nord-Norge	15.01.2018	2,33	67 000	68 386	100,59	334	67 394	67 728	-992	2,16 %
Sparebank 1 Nord-Norge	17.08.2016	2,50	56 000	57 054	100,63	171	56 354	56 525	-700	1,81 %
Sparebank 1 Nordvest	09.08.2016	2,46	18 000	18 323	100,53	63	18 095	18 157	-228	0,58 %
Sparebank 1 Nordvest	30.05.2017	1,57	50 000	50 015	99,39	65	49 693	49 758	-322	1,59 %
Sparebank 1 Telemark	02.03.2017	2,83	25 000	25 878	101,47	55	25 368	25 423	-509	0,81 %
Sparebank 1 Telemark	16.11.2017	2,50	25 000	25 608	101,05	76	25 264	25 340	-344	0,81 %
Totens Sparebank	14.10.2016	3,10	20 000	20 655	101,23	134	20 246	20 380	-409	0,65 %
Totens Sparebank	15.08.2017	1,65	30 000	29 717	99,06	61	29 717	29 778	0	0,95 %
Industri										
Entra Eiendom AS	09.11.2015	2,45	145 000	145 676	100,06	503	145 083	145 586	-593	4,65 %
Entra Eiendom AS	10.04.2017	2,50	20 000	20 143	100,75	114	20 150	20 264	8	0,65 %
Felleskjøpet Agri SA	15.02.2016	2,93	60 000	60 000	100,35	234	60 208	60 443	208	1,93 %
Scania CV AB	17.06.2016	2,04	50 000	50 000	100,33	37	50 167	50 204	167	1,60 %
Schibsted ASA	16.12.2015	3,24	55 500	56 261	100,28	70	55 658	55 728	-603	1,78 %
Kraft										
Agder Energi AS	02.03.2016	2,03	30 000	30 140	100,08	47	30 023	30 070	-117	0,96 %
Agder Energi AS	28.10.2016	1,93	160 000	160 780	99,92	549	159 869	160 418	-911	5,13 %
BKK AS	22.05.2018	1,74	110 000	110 131	99,14	197	109 050	109 246	-1 081	3,49 %
BKK AS	22.08.2017	2,47	85 000	86 803	100,91	216	85 773	85 989	-1 029	2,75 %
BKK AS	26.08.2016	2,13	100 000	101 048	100,19	207	100 194	100 401	-854	3,21 %
Sum Verdipapirportefølje			2 246 033			5 598	2 226 687	2 232 285	-19 346	71,34 %
Disponibel likviditet			894 116			2 752	894 116	896 868	0	28,66 %
TOTAL			3 140 148			8 351	3 120 802	3 129 153	-19 346	100,00 %

Nøkkeltall portefølje

Effektiv underliggende avkastning	2,15 %
Effektiv avkastning til kunder*	1,90 %
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 per 30.09.2015.

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

Andelskurs per 30.09.2015

101,7993



Mindre utsatt

Økningen i kredittspredene hadde en negativ påvirkning på avkastningen til SKAGEN Høyrente Institusjon også.

For tredje kvartal totalt sett hadde fondet en avkastning på 0,2 %. Årsaken til at økningen i kredittspredene ikke slo like kraftig ut som for SKAGEN Høyrente er at vi har en lavere gjennomsnittlig tid til forfall. Denne har ligget på ca. 0,6 år gjennom kvartalet. Som kjent er fondet begrenset til å kunne ha maks 25 % av porteføljen i papirer med løpetid lenger enn ett år, så dette reduserer derfor eksponeringen.

Norges Bank hadde rentemøte i september. Her ble styringsrenten noe overraskende satt ned med 25 punkter til historisk lave 0,75 %. Hovedårsaken til dette var fallet i oljeprisen og frykten for at dette vil føre til en dempet vekst i norsk økonomi fremover.

Selv om rentenivået har blitt lavere gjennom kvartalet, har likevel den effektive renten i fondet steget. Dette henger sammen med de økte kredittspredene, altså påslaget over 3 måneders NIBOR som vi får i rente på obligasjonene vi kjøper.

Gjennom sommeren kunne de største norske sparebankene, såkalte kystbanker, utstede 3 års lån i markedet til en rente tilsvarende ca. 40 punkter over 3 måneders NIBOR. Nå ved utgangen av tredje kvartal må de samme bankene betale mer enn 90 punkter over NIBOR for et tilsvarende lån. En kraftig økning med andre ord. I dagens lavrenteklima kan økte kredittpåslag komme godt med, selv om den første kortsiktige effekten er negativ for avkastningen. På noe lenger sikt øker dette den løpende renten i fondet og dermed forventet avkastning fremover.

SKAGEN Høyrente Institusjon

Sammen for bedre renter

RISK 2 3 4 5 6 7

Fondets startdato 14. mars 2003

Avkastning siden oppstart 49,33 %

Forvaltningskapital 760 mill NOK

Antall andelseiere 52

AVKASTNING	KV 3/-15*	12 M.*
SKAGEN Høyrente Institusjon	0,18 %	1,61 %
Statsobligasjonsind. 0.25	0,25 %	1,06 %

* Per 30. september 2015.



PORTEFØLJEFORVALTERE

Elisabeth Gausel og Ola Sjöstrand

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

Verdipapir	Forfalls- dato	Kupong	Pålydende ***	Kostpris ***	Markeds- kurs	Pålept rente	Markeds- verdi ***	Markeds- verdi inkl. pålept ***	Urealisert gevinst/ tap ***	Andel av fondet
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE										
BN Bank ASA	14.11.2017	2,69	10 000	10 287	101,26	35	10 126	10 161	-161	1,34 %
BN Bank ASA	18.07.2017	1,65	20 000	19 997	99,24	66	19 848	19 914	-149	2,62 %
Helgeland Sparebank	17.01.2018	2,31	30 000	30 573	100,54	144	30 162	30 307	-411	3,99 %
Kredittforeningen for Sparebanker	08.03.2016	2,03	46 000	46 198	100,14	57	46 063	46 120	-135	6,07 %
OBOS-banken AS	25.08.2017	1,54	40 000	40 010	99,08	62	39 632	39 694	-378	5,23 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	06.06.2016	1,33	25 000	25 003	99,71	21	24 927	24 948	-75	3,28 %
Sparebanken Øst	15.01.2016	2,76	15 000	15 143	100,30	89	15 045	15 133	-98	1,99 %
Santander Consumer Bank AS	18.11.2015	2,17	60 000	60 308	100,04	156	60 027	60 182	-281	7,92 %
SpareBank 1 BV	04.12.2017	1,48	30 000	29 997	99,01	32	29 704	29 736	-293	3,91 %
Sparebank 1 SMN	16.03.2016	2,22	40 000	40 284	100,25	35	40 099	40 134	-185	5,28 %
Sparebanken Møre	05.11.2015	1,42	45 000	45 010	99,97	99	44 987	45 087	-22	5,94 %
Sparebanken Møre	18.12.2015	1,47	20 000	20 000	99,96	10	19 993	20 002	-7	2,63 %
Sparebank 1 Nord-Norge	25.01.2016	2,36	21 000	21 126	100,20	89	21 041	21 131	-84	2,78 %
Sparebank 1 Telemark	02.03.2017	2,83	10 000	10 352	101,47	22	10 147	10 169	-205	1,34 %
Totens Sparebank	14.10.2016	3,10	22 000	22 717	101,23	148	22 270	22 418	-447	2,95 %
Sum Verdipapirportefølje				437 004			1 065 434 071	435 136	-2 933	57,28 %
Disponibel likviditet				323 634			848 323 634	324 482		42,72 %
TOTAL				760 638			1 912 757 705	759 617	-2 933	100,00 %

Nøkkeltall portefølje

Effektiv underliggende avkastning	2,04 %
Effektiv avkastning til kunder*	1,89 %
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 markedskurser 30.09.2015.

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

Andelskurs per 30.09.2015

100,7472

Avkastning- og risikomåling

Avkastning*

per 30.09.2015	1 år	Siste år	Siste 2 år	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 7 år	Siste 10 år	Siden start
SKAGEN Vekst A	-1,0%	7,4%	11,0%	13,6%	7,3%	8,4%	6,4%	14,2%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	8,8%	23,3%	20,5%	19,7%	14,2%	13,1%	8,7%	10,4%
SKAGEN Global A	1,8%	12,3%	13,2%	16,5%	11,8%	10,9%	8,8%	15,1%
MSCI World AC	5,6%	23,4%	21,2%	22,0%	15,0%	11,3%	6,9%	4,5%
SKAGEN Kon-Tiki A	-6,7%	3,2%	5,7%	7,9%	4,0%	9,3%	9,0%	14,8%
MSCI Emerging Markets	-3,8%	7,2%	9,1%	8,2%	3,9%	8,1%	7,1%	8,6%
SKAGEN m2 A	-0,3%	20,2%	16,1%					13,3%
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	7,2%	32,8%	22,8%					20,6%
SKAGEN Focus A	-11,0%							-11,0%
MSCI World AC	-3,1%							-3,1%
SKAGEN Balanse 60/40	-0,1%	6,1%	7,4%	9,1%				7,6%
SKAGEN Balanse 60/40 kombinert indeks	2,7%	11,8%	11,2%	11,1%				9,8%
SKAGEN Avkastning	0,8%	1,6%	3,2%	3,3%	3,5%	3,9%	3,6%	5,4%
Statsobligasjonsind. 3.00	1,5%	4,1%	3,7%	2,6%	3,1%	4,1%	3,8%	5,5%
SKAGEN Tellus A	3,2%	18,3%	13,2%	12,1%	7,6%	8,4%		7,1%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR	12,1%	29,7%	17,9%	11,6%	7,7%	7,9%		6,7%
SKAGEN Credit NOK	-2,5%	-4,4%						-3,2%
Statsobligasjonsindeks 1.0	0,9%	1,7%						1,7%
SKAGEN Høyrente	0,8%	1,3%	1,8%	2,1%	2,6%	3,0%	3,3%	4,2%
Statsobligasjonsind. 0.50	0,8%	1,3%	1,4%	1,5%	1,8%	2,2%	2,7%	3,8%
SKAGEN Høyrente Institusjon	1,1%	1,6%	2,0%	2,2%	2,7%	3,0%	3,4%	3,2%
Statsobligasjonsind. 0.25	0,7%	1,1%	1,2%	1,4%	1,6%	1,9%	2,6%	2,6%

Risiko og prestasjonsmåling

per 30.09.2015	SKAGEN KON-TIKI A	SKAGEN GLOBALA	SKAGEN VEKST A	SKAGEN Avkastning	SKAGEN Tellus A	SKAGEN Høyrente
TRADISJONELLE RISIKO- OG PRESTASJONSMÅL SISTE 5 ÅR						
Standard Deviation NAV	12,8%	10,8%	11,4%	1,4%	7,5%	0,3%
Standard Deviation Benchmark	12,4%	9,2%	10,4%	2,1%	10,4%	0,3%
Tracking Error	5,0%	4,8%	5,9%	2,6%	5,7%	0,4%
Alfa	0,3%	-3,5%	-5,4%	3,7%	2,8%	2,2%
Jensen's Alfa	0,2%	-3,4%	-5,5%	2,0%	2,2%	0,9%
R2	84,9%	80,2%	72,8%	-0,9%	70,1%	1,4%
Information Ratio Arithmetic	0,0	-0,6	-1,1	0,2	0,0	2,3
Correlation	0,9%	0,9%	0,9%	-0,1%	0,8%	0,2%
Beta	1,0	1,0	0,9	-0,1	0,6	0,2
GEVINST OG TAPSANALYSE SISTE 5 ÅR						
Sharpe Arithmetic	0,18	0,88	0,47	1,33	0,76	3,18
Sharpe Ratio Benchmark	0,18	1,34	1,12	0,71	0,56	0,44
Relative Gain Loss Ratio	1,00	0,78	0,70	1,51	1,13	
Consistence	48,33%	40,00%	40,00%	53,33%	51,67%	
Consistence Market is Up	41,94%	45,24%	35,00%	25,71%	28,57%	
Consistence Market is Down	55,17%	27,78%	50,00%	92,00%	84,00%	
Relative Gain	103,15%	103,14%	84,03%	87,85%	81,92%	
Relative Loss	103,51%	131,69%	119,45%	58,17%	72,43%	
Positive Index Divergence	6,79%	5,54%	5,49%	3,79%	7,76%	
Negative Index Divergence	6,80%	8,25%	11,69%	3,37%	7,68%	
Percentage Positive Index Divergence	49,98%	40,17%	31,95%	52,94%	50,27%	
Percentage Positive Index Divergence Market Up	41,06%	49,64%	29,31%	19,54%	19,06%	
Percentage Positive Index Divergence Market Down	57,20%	21,27%	38,26%	93,23%	90,50%	
VALUE AT RISK 5 ÅR						
Value at risk ex post NAV 5 years	-6,9%	-4,8%	-5,9%	-0,4%	-3,1%	0,1%
Value at risk ex post Benchmark 5 years	-6,3%	-3,8%	-4,2%	-0,8%	-4,9%	0,1%
Relative value at risk 5 years	-2,5%	-3,3%	-3,2%	-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

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

²⁾ Før 1.1.2010 var indeks MSCI World (NOK)

³⁾ 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

⁴⁾ 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.

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 (STIX). 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.

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



- Hjemmemarked
- Internasjonalt marked
- Markedsføringstillatelse

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

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: *Ved frokosten, Sønderstrand, 1882. Av P.S. Krøyer, en av Skagenmalerne. Tilhører Skagens museum (beskåret).*



SKAGEN
fondene