

MARKEDSRAPPORT

SKAGEN



ET KVARTAL MED STORE UDSVING
– DET ER I HØJ SØ EVNERNE BLIVER TESTET

Kære læser,

Året begyndte med lidt af et brandudsalg i både de udviklede og de nye markeder. De første seks uger faldt de globale markeder således med mere end 10 procent. Heldigvis er turbulensen efterhånden kommet lidt på afstand, da markederne rettede sig i starten af februar måned. Dette gjaldt specielt for emerging markets, som nu handles i positivt territorium i de fleste store valutaer. Efter 18 uger med netto outflow fra emerging markets var der faktisk fire uger med netto inflow i marts måned.

Spørgsmålet, vi gang på gang modtager i disse uger, er, om den sidste tids udvikling på aktiemarkederne betyder, at investorerne har gode tider i vente? Ligesom vores historiske hældning mod de nye markeder giver kunder og journalister anledning til at spørge os, om vi forudser et comeback for emerging markets. I SKAGEN Fondene undgår vi at spå om den slags ting. Vi følger naturligvis med i, hvordan de makroøkonomiske forhold påvirker vores investeringer i porteføljerne. Men som bottom-up-investor bygger vi ikke vores beslutninger på de makroøkonomiske forhold i et land eller en region alene. Vi vil langt hellere tage udgangspunkt i værdifastsættelsen og potentialet i konkrete selskaber samt en lang række variabler, der afgør, hvorvidt en investering vil blive vellykket eller ej.

Som aktive forvaltere er det vores job at finde de bedst mulige investeringer under alle typer markedsforhold. Vi vil ikke lokkes til ukritisk at købe os ind i hele markeder med positioner i alle børsnoterede selskaber for at kunne levere afkast på linje med gennemsnittet i markedet. I stedet fortsætter vi med at tage aktive og velbegrundede beslutninger om, hvilke investeringer vi går ind i, og som kan levere afkast over gennemsnittet.

Et af formålene med at udgive denne markedsrapport er netop at give vores investorer et indblik i vores selskabsudvælgelser. Bl.a. kommer SKAGEN Global-teamet med tre gode eksempler på nøje udvalgte investeringer – SONY, Capgemini og Baidu – som de har taget ind i porteføljen i det seneste kvartal. Det samme gælder for de andre porteføljeteams, der alle kommer med eksempler på selskabsudvælgelser og perspektiverne herfor. Det er nemlig et område, som vi langt hellere vil spå om, end de store makrotendenser i økonomien.

Et andet fast element i vores markedsrapporter er den generelle kommentar fra investeringsdirektøren. I dette nummer er det således Ole Søeberg, der er afsender, som det har været de seneste mange gange. Oles hjerte banker dog først og fremmest for investeringssiden, hvorfor han har besluttet sig for fuldt ud at fokusere på rollen som forvalter i SKAGEN Vekst fremover. Som ny fungerende investeringsdirektør indtræder Leif Ola Rød. Han vil fortsætte den dynamiske proces, som Ole har startet, indtil der er fundet en ny og permanent investeringsdirektør.

God læsning!



– Jens Elkjær
Adm. direktør i Danmark



31

Tell us. SKAGEN Tellus forventer en styrket dollar som følge af en sund amerikansk økonomi. Foto: Plader af et-hundred dollarsedler, som venter på at blive skåret ud.

Foto: Bloomberg



18

SKAGEN Global teamet så en mulighed for at investere i Baidu, den førende kinesiske internet søgemaskine. Foto: Baidus selvkørende bil på selskabets hovedkvarter i Beijing.

Foto: Bloomberg



22

Via investeringen i SoftBank har SKAGEN Focus en eksponering mod kinesisk e-commerce, da SoftBank ejer 32 procent af aktierne i Alibaba Group, Kinas dominerende internethandelsplatform. Foto: Jack Ma, Formand for Alibaba, på APEC-mødet i november 2015.

Foto: Bloomberg

LEDER

Comeback til de nye markeder > 2
Jens Elkjær

PORTEFØLJEFORVAL- TERNES BERETNING

INDLEDNING

Et kvartal med store udsving > 6
Ole Søberg

AKTIEFONDE

SKAGEN Kon-Tiki > 10
Cyklusser skabte afkast
i vækstmarkederne

SKAGEN Global > 14
Cyklusser, som gentager sig selv

SKAGEN Vekst > 18
På rette kurs trods dårligt vejr

SKAGEN Focus > 22
Råvarer på toppen

SKAGEN m² > 26
Konsolidering giver modstandskraft

OBLIGATIONSFONDE

Makrokommentar > 30
Helikopterne letter nok ikke

SKAGEN Tellus > 31
Udfordret af valutaen

SKAGEN Credit EUR > 33
Store udsving i markedet

AFKAST OG RISIKO

Udvikling > 4

Afkast og risikomåling > 35

SKAGEN søger efter bedste evne at sikre, at al information givet i denne rapport er korrekt, men tager forbehold for eventuelle fejl og udeladelser. Udtalelserne reflekterer porteføljeforvalternes syn på et givent tidspunkt, og dette syn kan ændres uden varsel.

Rapporten skal ikke forstås som et tilbud eller anbefaling om at købe eller sælge af finansielle instrumenter. SKAGEN påtager sig intet ansvar for direkte eller indirekte tab eller udgifter, som skyldes brug eller forståelse af rapporten. SKAGEN anbefaler alle, som ønsker at investere i vores fonde, at tage kontakt til en kvalificeret rådgiver på telefon 70 10 40 01 eller sende en e-mail til kundeservice@skagenfondene.dk.

Udvikling

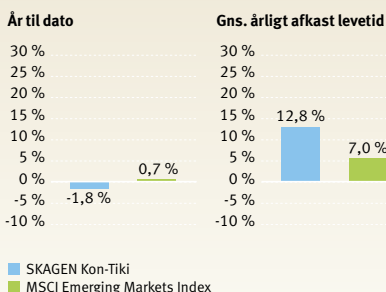
Tallene på denne side er henholdsvis opgjort den 31. marts 2016 og siden fondenes start. Alle afkasttal er vedrørende andelsklasse A og opgjort i DKK.

Aktiefond

Obligationsfond

SKAGEN KON-TIKI

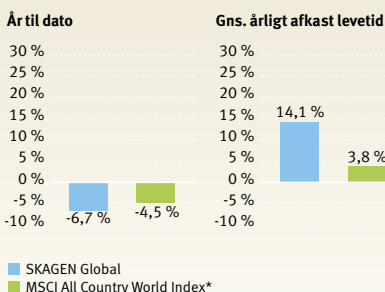
Forvalter: Kristoffer Stensrud og Knut Harald Nilsson
Start: 5. april 2002



* Før 1.1.2004 var indeks MSCI World Index (Daily Traded Net Total Return)

SKAGEN GLOBAL

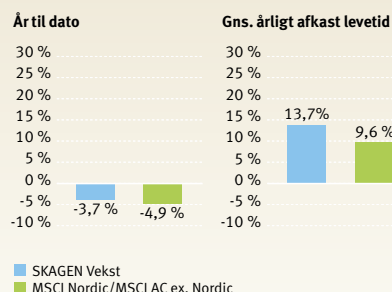
Forvalter: Knut Gezelius
Start: 7. august 1997



* Før 1.1.2010 var indeks MSCI World (NOK)

SKAGEN VEKST

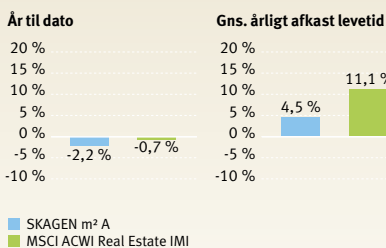
Forvalter: Ole Søbereg og Geir Tjetland
Start: 1. december 1993



* Før 1.1.2010 var indeks OSEBX. Før 1.1.2014 OSEBX / MSCI AC (50/50) Investeringsmandatet blev ændret 1.1.2014 (se mere side 23)

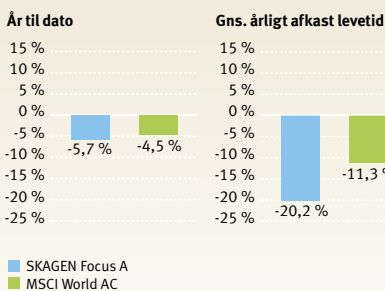
SKAGEN m²

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



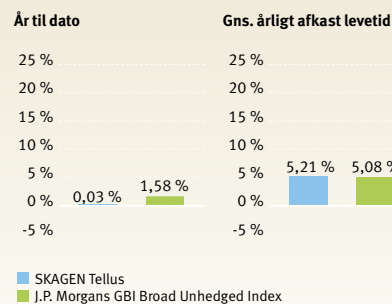
SKAGEN Focus

Forvalter: Filip Weintraub
Start: 26. maj 2015



SKAGEN TELLUS

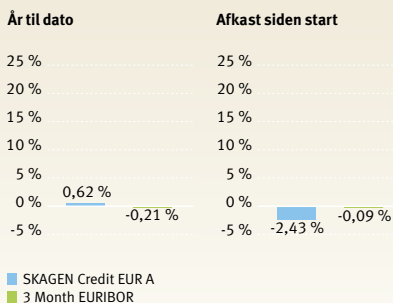
Forvalter: Torgeir Høyen
Start: 29. september 2006



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

SKAGEN CREDIT EUR

Forvalter: Ola Sjöstrand
Start: 30. maj 2014



SKAGEN Fondene har altid anvendt udbyttejusterede sammenligningsindeks, og fondenes afkast er opgjort efter omkostninger. På side 35 finder du en oversigt over SKAGEN Fondenes nøgletal og begrebsforklaringer.

Ovenfor er vist udvalgte fonde, som SKAGEN har tilladelse til at markedsføre i Danmark. Al information om fondene i årsrapporten er opgjort i danske kroner, hvor ikke andet er angivet.

Historisk afkast er ingen garanti for fremtidig afkast. Fremtidig afkast vil blandt andet afhænge af markedsudviklingen, porteføljevalterens dygtighed, fondens risiko, samt omkostninger. Afkast kan blive negativt som følge af kurstab.

Investeringsdirektørens beretning

Introduktion

- › I første kvartal leverede SKAGENS aktiefonde negative afkast på mellem -1,8 procent og -6,7 procent. Som helhed faldt de udviklede markeder med 4,5 procent og blev overgået af vækstmarkederne, som steg med 0,7 procent..
- › Obligationsfondene leverede alle positive afkast på mellem 0,03 og 2,73 procent. Det er tilfredsstillende i et klima, hvor renterne er tæt på nul.
- › De vigtigste aktiver havde et udfordrende kvartal. F.eks. startede prisen på 37 dollar for Brent Oil og faldt derefter til 28 USD på blot et par uger, for så at komme tilbage på 40 USD i slutningen af kvartalet. Globale aktier fulgte samme mønster, men sluttede ikke kvartalet i samme positive terræn. Valueinvesteringsstilen præsterede en smule bedre end growth-investering. Hvorvidt dette er tegn på en længere periode, hvor value outperforms growth, står dog endnu ikke klart.
- › Det indledende fald i aktier og råvarer kom som en overraskelse og var drevet af frygt for lavere vækst i Kina og USA. Samtidig blev finanssektoren ramt af frygt for tab på lån til energisektoren. Centralbankernes noget forsinkede, men ønskede reaktion beroligede markederne i løbet af kvartalet.
- › Vi forventer en fortsat nervøs stemning, men ser samtidig et stærkt grundlag for fortsat værdiskabelse, i takt med at selskaberne bliver ved at akkumulere kapital. Med mindre en global recession sætter ind, bør svage perioder anvendes til at samle finansielle aktiver, især aktier.



Foto: Bloomberg

Ned og op. Råvarerrelaterede aktier var blandt vinderne i kvartalet. Olieprisen faldt omkring 37 procent i starten af kvartalet for at slutte endnu højere ved udgangen. Foto: En oliepumpe i Rusland – et af de bedste markeder i kvartalet.

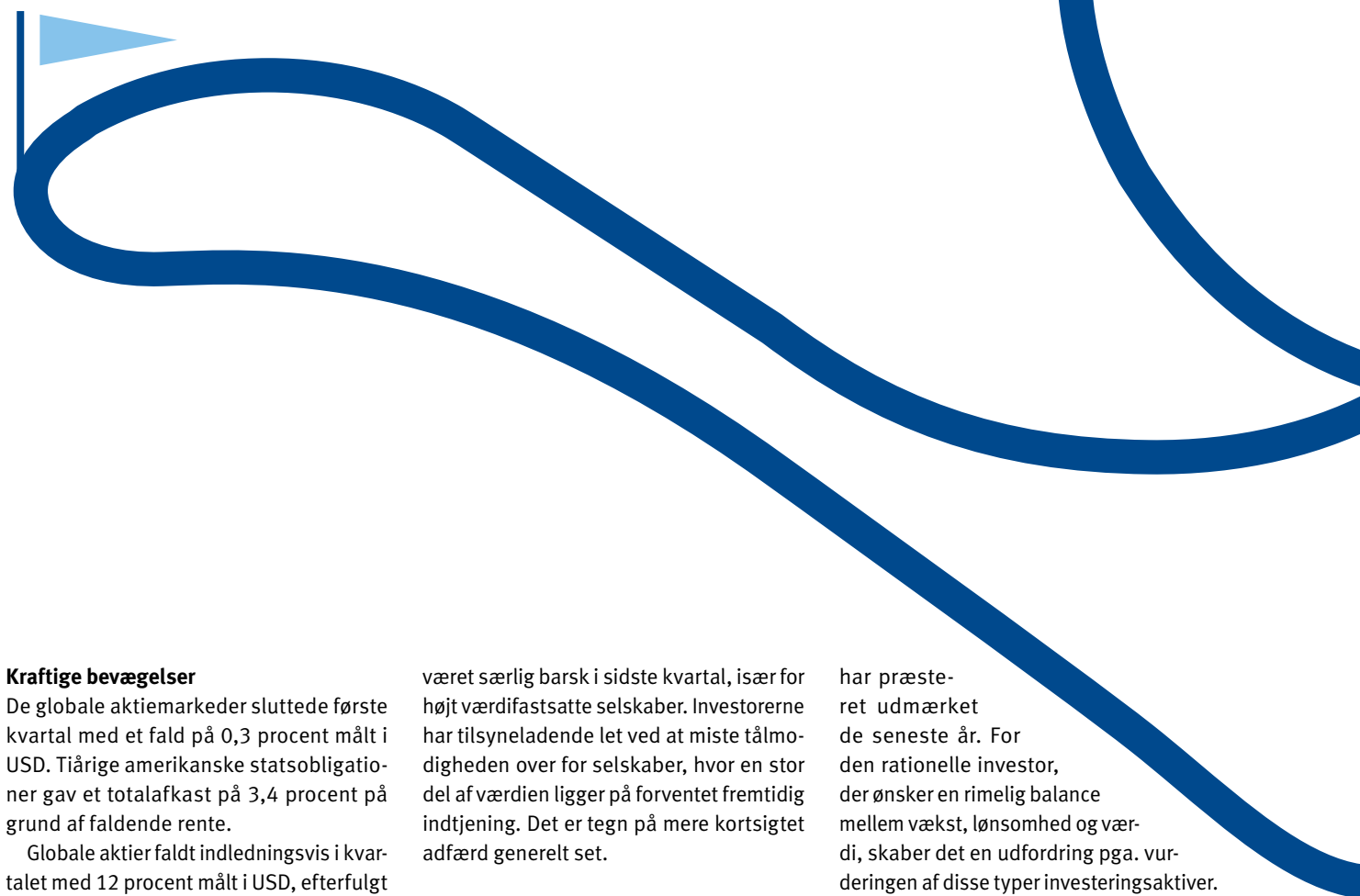


Foto: Bloomberg

Fald. Finans var blandt taberne i kvartalet med Citigroup som den største negative bidrager i både SKAGEN Vækst og SKAGEN Global. Foto: En fodgænger går forbi en Citibank filial i Chicago.

Et kvartal med store udsving

– Ole Søbereg
investeringsdirektør



Kraftige bevægelser

De globale aktiemarkeder sluttede første kvartal med et fald på 0,3 procent målt i USD. Tiårige amerikanske statsobligationer gav et totalafkast på 3,4 procent på grund af faldende rente.

Globale aktier faldt indledningsvis i kvartalet med 12 procent målt i USD, efterfulgt af en stigning på 13 procent i starten af februar. Latinamerika og Østeuropa havde den mest positive udvikling i kvartalet, mens Asien og Vesteuropa faldt mest. På sektorniveau outperformede forsyning, telekom, råvarer og energi, mens medicinal, cyklisk forbrug og finans sakkede agterud.

Vindersektorerne fra 2014 og 2015 halter bagefter i år, og lige omvendt er det for de dårligste sektorer i foregående år. Dette kan være tegn på en normalisering af de underliggende værdier, eller at investorerne satser på højere økonomisk vækst fremover, end den økonomiske nyhedsstrøm i øjeblikket tilsiger.

Markedet straffer selskaber, som ikke lever op til deres vækst og indtjeningsmål. Dette er ikke usædvanligt, men straffen har

været særlig barsk i sidste kvartal, især for højt værdifastsatte selskaber. Investorerne har tilsyneladende let ved at miste tålmodigheden over for selskaber, hvor en stor del af værdien ligger på forventet fremtidig indtjening. Det er tegn på mere kortsigtet adfærd generelt set.


Leder efter værdi

Når vi leder efter værdi i aktiemarkedet, skiller nogle få sektorer sig ud, nemlig finans, energi og råvarer. Disse brancher handles til en usædvanlig lav værdifastsættelse sammenlignet med den tiårige P/B og kan i dette perspektiv være interessante. Der er dog masser af grunde til at tro, at brancherne stadig vil døje med lav lønsomhed på grund af finansiel regulering og overforsyning af råvarer efter kraftig kinesisk efterspørgselsstigning i 2003-2012. De 3-5-årige udsigter i sektorerne er langt fra sikre, og fornuftige valueinvestorer bør gå forsigtigt frem i deres søgning efter værdi i denne sfære.

Vækst-, lav volatilitets- og momentum-orienterede investeringsstrategier

har præstet udmærket de seneste år. For den rationelle investor, der ønsker en rimelig balance mellem vækst, lønsomhed og værdi, skaber det en udfordring pga. vurderingen af disse typer investeringsaktiver.

Kapitalbevægelserne i første kvartal tyder på en vis normalisering, idet de går i retning af meget billige og gennempryglede energi- og råvareaktier, samt en bevægelse mod Brasilien. Som erfarne investorer vil vide, er de kortsigtede markedsbevægelser baseret på popularitet, mens det langsigtede afkast er baseret på underliggende trends i det enkelte selskabs indtjening. Vi observerer derfor bevægelserne, men ser dem ikke som konklusion på langvarig og positiv vending af de fundamentale forhold i de nævnte områder. Det kan altså se ud til, at aktive investorer er prissættere, mens passive investorer er pristagere. Bevægelserne i første kvartal siger kun meget lidt om de langsigtede tendenser for vores high conviction-investeringer. De fortæller os, at



kortsigtede investorer jagter og frembringer usædvanligt volatile bevægelser. SKAGEN er valueinvestor og udvælger aktier med fokus på selskaber, som skaber værdi på lang sigt.

SKAGENS aktie-teams har finjusteret porteføljerne i første kvartal og er klar til at engagere sig i gode, langsigtede investeringer, som markedets kortsigtede afstemningsmekanisme ellers har overset. Yderligere oplysninger kan findes i artiklerne om de individuelle fonde.

Performance i SKAGENS fonde

SKAGENS aktiefonde leverede negative afkast i første kvartal på mellem -1,8 procent og -6,7. De udviklede markeder faldt som helhed med 4,5 procent og blev overgået af vækstmarkederne, som steg med 0,7 procent.

Obligationsfondene leverede alle positive afkast på mellem 0,03 og 2,73 procent. Det er tilfredsstillende i et klima, hvor renterne er tæt på nul.

Generelt gælder det, at fondenes perfor-

mance har korreleret lidt mindre i perioden end tidligere. SKAGEN er kendt for at dele investeringsidéer på tværs af teamene. Antallet af porteføljevaltere er dog steget siden 2010. Individuel beslutningsstil og præferencer angående investeringsprofil er således også mere differentieret. Det er dog vigtigt at bemærke, at alle porteføljevaltere holder sig på SKAGENS smalle sti – til vores investeringsfilosofi og kontrære valueinvestering.

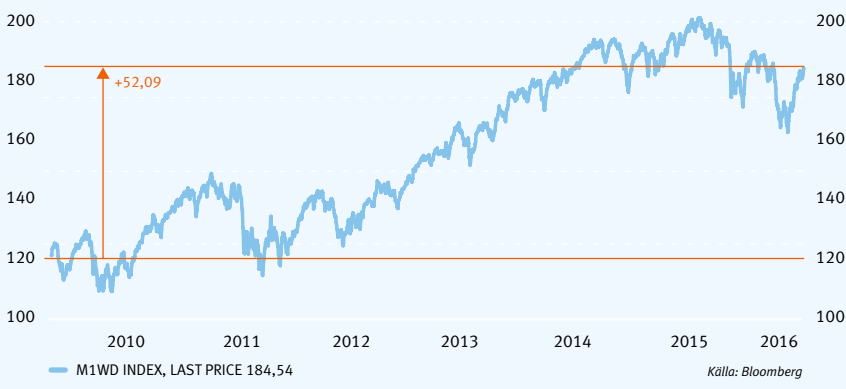
Vi holder os til fakta – også midt i de nervøse finansmarkeder

Indtjening og aktiekurser er nu steget støt i syv år, og renterne er blevet stadig lavere. Investorerne spørger sig selv, hvor længe de gode tider kan blive ved. Også sidste år var dette temaet i vores markedsrapporter. Den almindelige indstilling hos investorerne er, at en recession kan være nært forestående, hvilket afspejles i de svækkede energi- og råvarepriser. Vi er uenige, og vores holdning er baseret på den udvikling, der faktisk finder sted i selskaber, som vi

kender godt. Vi har bemærket, at defensive sektors performance sakter agterud – paradoksalt nok i et volatilt klima. Og dybt cykliske brancher outperformer på trods af mediernes overskrifter om overforsyning af alt fra olie og gas til jernmalm og polysilicium.

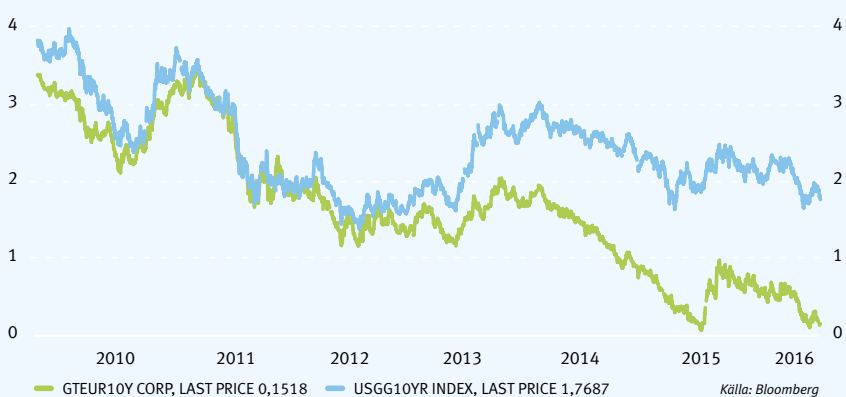
Den global økonomi kan meget vel være på vej ind i periode med svagere vækst. Men lave rentesatser, lave energipriser og en længere periode med lav investering i produktionseffektivitet/-kapacitet kan meget vel munde ud i en øget økonomisk takt om et års tid. De politiske og monetære autoriteter har også demonstreret deres forståelse for, at reformer må fremskyndes for at sætte blus under innovation og produktionsvækst, for at sikre en mere effektiv kapitaldistribution og øge den økonomiske vækst i de udviklede markeder. Visse uberegnelige vækstmarkeds politikere skaber sensationsoverskrifter og en følelse af højere risiko. Men investorer bør ikke forveksle retorik med handlinger, som for alvor får båden til at gynte. Så forudsat at en global recession ikke indfinder sig, bør

MSCI WORLD ACWI SIDEN SLUTNINGEN AF 2009



MSCI World ACWI siden slutningen af 2009 – en årlig kursstigning på 4,5 procent plus 3,0 procent i udbytte.

AMERIKANSKE OG EUROPÆISKE TIÅRIGE STATSobligationer SIDEN 2009



svage perioder anvendes til at akkumulere finansielle aktiver.

Aktiemarkedene toppede i maj 2015 og blev derefter reduceret med 20 procent i USD indtil februar 2016, hvor de som nævnt indhentede 13 procent. I mellemtiden er de noterede selskabers værdi øget gennem indtjeningsvækst, udbetaling af udbytte og højere værdi for aktionærerne. Samlet er den gennemsnitlige globale aktie steget 5-10 procent. Denne uformindskede værditilvækst har dæmmed op for en recession, mens aktiemarkedene er blevet korrigeret. Aktiekursen vil på lang sigt afspejle de underliggende værdier. Globale aktier værdifastsættes i øjeblikket til 16x, og vækstmarkedene til 12x. Det tyder altså ikke på en væsentlig risiko for overdreven værdifastsættelse, som vil få aktier til at falde i værdi.

Renterne har været i bund i årevis, og inflationen er dæmpet. Vi vil derfor opleve lave rentesatser i lang tid fremover. Inflationsspørgelset vil vise sig indimellem, og underskud på statsbudgetterne vil finde vej til overskrifter og investorstemning, men en

betydelig langsigtet stigning i renteniveauet ligger et godt stykke ude i fremtiden. Det underforståede budskab fra aktiemarkedene er, at en 10-årig statsobligationsrente bør ligge på 3 procent og ikke de nuværende på 1,9 procent i USA og 0,23 procent i Europa og Japan. Der kan blive tale om lokale variationer.

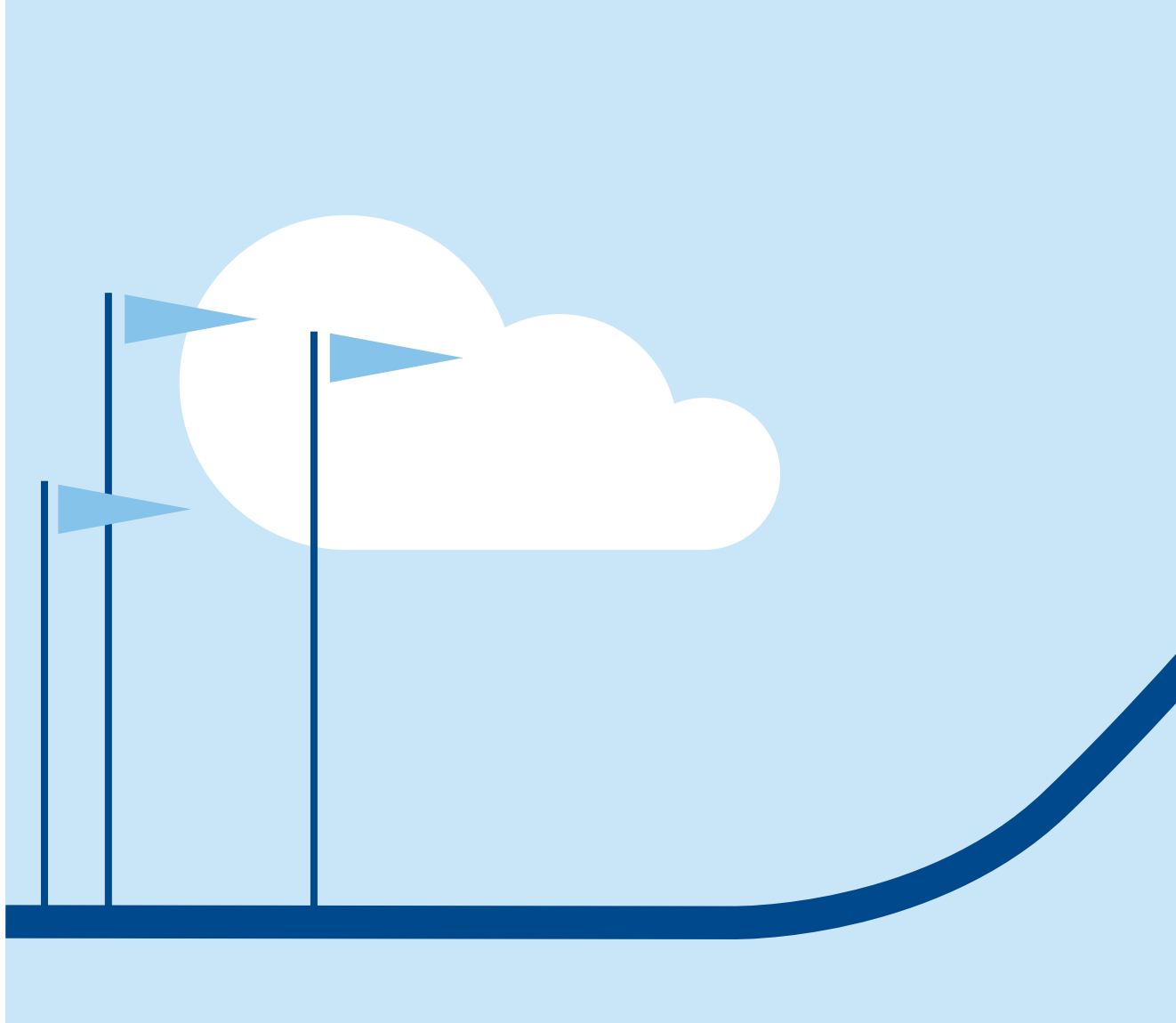
Fokus på gode aktier, ikke gode overskrifter

Makroøkonomiske faktorer indvirker på investorens risikovilje på kort sigt. Men langsigtet investerer vi med en stærk overbevisning i gode forretningsmodeller og fokuseret ledelse. Disse forhold betyder mest for at generere fremragende performance. Investering i gode aktiver i nødstedte perioder har historisk skabt meget fint afkast til SKAGEN.

Alle investeringer i aktiefondene er blevet revurderet i forhold til et upside-potentiale på 50 procent i en 2-3-årig periode. Samtidig identificerer vi også investeringsspecifikke risici og volatilitetsfaktorer. Vi har også testet, om vores 3 U'er gælder for hver

enkelt investering, og vi foretager en individuel vurdering vedrørende ESG. Obligationfondene har også ambitiøse målsætninger, om end forventet afkast og volatilitet er lavere. Investeringsforvaltning handler om at tage de rigtige beslutninger. Hvis vores investeringer ikke følger en fornuftig risiko- og afkastprofil, vil vi genoverveje og om nødvendigt sælge positionen.

Tab kan ikke undgås, men med sund fornuft, god historisk indsigt og en dybtgående forståelse af potentielle risici i forhold til forventet investeringsafkast kan vi stræbe efter at generere tilfredsstillende risikojusteret afkast til vores investorer.



PIT STOP I FØRSTE KVARTAL 2016

I starten af 2016 var konsensus for året et afkast på 5-10 procent for aktier og fortsat lave renter drevet af en behersket vækst og lav inflation. De økonomiske datapunkter for første kvartal har ikke ændret det grundlæggende syn ret meget, selv om finansmarkedets op- og nedture har haft en mere negativ virkning på mediernes og investorenes indstilling.

Selskabsrapporteringen for første kvartal bliver offentliggjort i de kommende uger, men vi bemærker, at der er udsendt meget få selskabsadvarsler i sidste del af kvartalet.

Afslutningsvis mener vi, at der er positive afkast i vente for SKAGENS fonde, idet balancen mellem værdifastsættelse, vækst og lønsomhed giver gode muligheder. Vi vil dog ikke blive overraskede over godt med volatilitet.

Nyd foråret!



SKAGEN Kon-Tiki

Viser vej i nyt farvand

- › Vækstmarkedsaktierne slog de globale aktier i kvartalet
- › Vækstmarkedsvalutaer blev efterhånden styrket igen og lagde derved en dæmper på bekymringerne omkring gearing i USD hos vækstmarkedsselskaber
- › Brasilianske og tyrkiske beholdninger bidrog stærkest til fonden i kvartalet



Foto: Pixabay.com

Brasilien var det stærkeste marked i kvartalet. Den kaotiske politiske situation, hvor flere politikere har været impliceret i Petrobras korrupsionsskandale og en potentielt rigsretssag proces, gav håb om politiske forandringer.

1 2 3 4 5 **RISIKO** 7

Fondens startdato	5. april 2002
Akk. afkast siden start	437,3 %
Forvaltningskapital	26.008 mio. DKK
Antal kendte investorer	68.254

AFKAST	KV1 16*	12 M*
SKAGEN Kon-Tiki	-1,8 %	-17,9 %
MSCI Emerging Markets	0,7 %	-17,4 %

* Pr. 31. marts 2016



PORTEFØLJEFORVALTERE

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

Skagen Rev Fyrskib, 1892. Af Carl Locher. Tilhører Skagens Kunstmuseer (manipuleret).

Cyklusser skabte afkast i vækstmarkederne

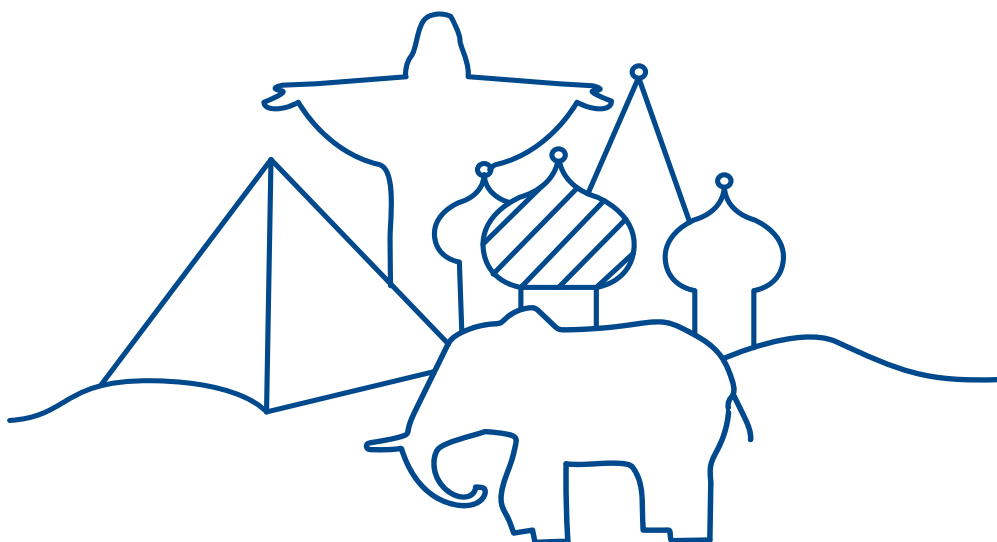
SKAGEN Kon-Tiki fik en hård start på året, men indhentede sidst i perioden en del af det relative fald. Fonden sluttede på et samlet fald med 1,8 procent.

Aktiemarkederne var presset af betydelig recessionsfrygt ved årets begyndelse, men er siden slutningen af januar kommet stærkt igen. MSCI EM-indekset sluttede kvartalet med en stigning på 1 procent målt i euro og havde det bedste kvartal relativt mod globale aktier siden andet kvartal 2009. Indekset overgik dermed de udviklede markeder med fem procentpoint. Stik modsat 2015 førte cykliske selskaber til en stigning i vækstmarkederne med en 9 procent stigning for for både råvarer og energi, drevet af forventningen om, at råvarepriserne havde nået bunden. Den samme udvikling så man for globale aktier.

På landeniveau var vækstmarkedslan-dene Brasilien, Rusland, Tyrkiet, Peru og

Colombia mellem de bedst præsterende aktiemarkeder globalt. Brasilien steg som det stærkeste marked med 23 procent målt i euro, drevet af højere aktiekurser og en valutastigning på 7 procent. Den kaotiske politiske situation i Brasilien, hvor præsident Dilma Rousseff kan blive mødt med en rigsretssag og adskillige nuværende og tidligere politikere er indblandet i Petrobras' korrupsionsskandale, har skabt håb om politiske forandringer.

Kina var det svageste vækstmarkedsland, hvor det Hongkong-noterede H-aktieindeks tabte 11 procent i euro.



EN MANGFOLDIG AKTIVKLASSE

Vi bliver altid spurgt, hvornår vækstmarkedsaktierne vil rette sig igen. Før man svarer, er det vigtigt at holde fast i, at vækstmarkederne udgør en meget forskelligartet gruppe lande. For eksempel var spændet mellem BNP-væksten i Indien og Brasilien i 4. kvartal 2015 på hele 13 procentpoint. Den indiske vækst nåede 7,3 procent, og Brasiliens BNP gik tilbage med 5,9 procent.

Et andet eksempel på store variationer er BNP pr. indbygger justeret for købekraft. For Qatar var tallet 141.000 USD i 2014 mod Indiens 5.700 USD. Sydkorea ligger, med 34.000 USD, højere end udviklede lande som Portugal og Spanien og nærmer sig niveauet for Italien og Japan.

For inflation er forskellen mellem de enkelte lande også betydelig. Brasilien oplever i øjeblikket en høj inflation på 11 procent, mens Malaysia, Polen, Grækenland og Thailand i øjeblikket har deflation.

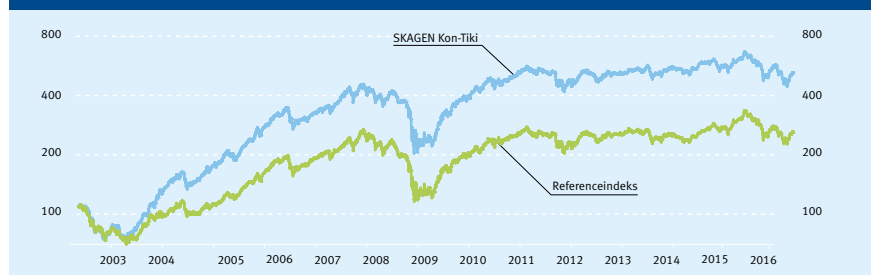
Vækstmarkedsøkonomier er derfor langt mere forskellige end for eksempel økonomierne i Eurozonen.

Når vi ser på værdifastsættelsen, er investeringsuniverset også differentieret. P/E spænder fra 7x for Rusland, 9x for Tyrkiet og kinesiske H-aktier til 20x for Mexico og 19x for Filippinerne baseret på konsensus for 2016. Dette afspejler for eksempel store forskelligheder i sektorsammensætningen. Den aggregerede værdifastsættelse af vækstmarkederne er P/E 12x, mens værdifastsættelsen af SKAGEN Kon-Tikis portefølje er 8,5x.

Aktieafkast afhænger i mindre grad af økonomisk vækst. Det er Brasilien i den senere tid et tydeligt eksempel på. Afkast lader faktisk til at skabe økonomisk vækst, primært drevet af værdifastsættelse og forventninger. Desuden er mange globale selskaber blevet mindre afhængige af deres hjemland. Samsung Electronics illustrerer dette, idet Korea kun står for 10 procent af salget og mindre end 50 procent af produktionen.

Det er derfor ikke særlig meningsfuldt at betragte vækstmarkederne som en homogen aktivklasse.

KURSHISTORIK SKAGEN KON-TIKI



*For mere information om fondens referenceindeks se s. 35

NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN KON-TIKI (PR. 31.03.2016)

Selskab	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2015E	P/E 2016E	P/BV seneste	Kursmål
Samsung Electronics	8,3	1 107 000	8,6	7,9	0,9	1 600 000
Hyundai Motor	7,9	104 000	4,3	4,3	0,4	170 000
Sabancı Holding	4,9	9,7	8,9	6,7	0,9	14
Mahindra & Mahindra	4,9	1 211	16,1	12,7	2,6	2 000
Richter Gedeon	4,1	5 498	19,0	18,3	1,7	7 500
State Bank of India	4,1	194	10,8	5,6	0,8	265
Naspers	3,3	2 057	41,1	27,4	10,7	2 500
Bharti Airtel	3,2	351	21,9	11,7	2,2	400
ABB	3,0	158	16,1	13,2	2,8	200
X5 Retail Group	2,7	21,2	18,9	14,1	4,0	25
LG Electronics	2,2	32 550	47,3	8,1	0,5	40 000
Cosan Ltd.	2,0	4,9	8,1	8,7	0,4	10
Vægtet top 12	50,6		9,9	8,1	0,9	
Vægtet top 35	84,2		11,6	8,5	1,0	
Referenceindeks			13,2	11,9	1,4	

P/E kan afvige fra andre kilder, da de er baseret på SKAGENs estimater.



STIGNING I VÆKST-MARKEDSVALUTA

Efter et helt års devaluering af vækstmarkedsvalutaerne er aktivklassen nu kommet rimeligt tilbage fra et lavpunkt i februar, både målt mod euro og over for en faldende USD. Dette reducerer bekymringerne omkring gearing i USD hos selskaberne og landene i vækstmarkederne. Kun det egyptiske pund brød trenden som den eneste vækstmarkedsvaluta, efter at centralbanken devaluerede valutaen med 13 procent efter stigende pres.

TEGN PÅ STABILISERING

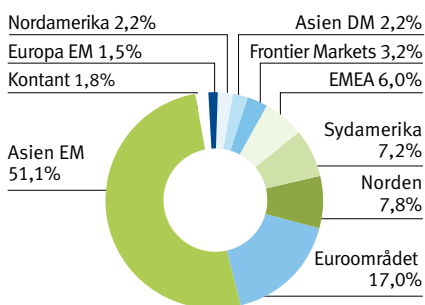
Marts bød på fire ugers inflow i træk i vækstmarkederne aktiefonde efter 18 ugers konstant outflow. Det aggregerede inflow på 6 milliarder USD er dog betydeligt mindre end outflowet på 48 milliarder USD i 2015 og de 100 milliarder USD, som i alt er strømmet ud af aktiefonde i vækstmarkederne siden starten af 2013.

BRASILIEN OG TYRKIET STØRSTE BIDRAGYDERE

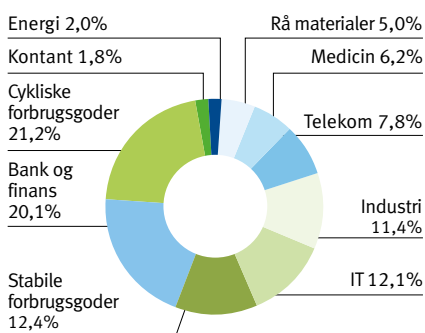
Tre brasilianske beholdninger, nemlig Banrisul, Cosan og GPA (CBD), var blandt de fem største bidragydere i SKAGEN Kon-Tiki. Vi mener, at årsagen til disse selskabers flotte afkast skyldes ændringen fra en meget trykket værdifastsættelse. De selskabsspecifikke nyheder har mere eller mindre svaret til forventningerne. Det samme gælder for vores største tyrkiske position, Sabanci Holding, som samlet var den største bidragyder til afkastet i perioden.

Blandt de negative bidragydere har Frontline lidt under, at tank-raterne er faldet fra et meget opskruet niveau i slutningen af 2015. State Bank of India blev dårligere stillet, efter at centralbanken indførte nye og hårdere regler for indregning af misligholdte lån, hvilket førte til frasalg i hele sektoren.

GEOGRAFISK FORDELING (AFRUNDET)



BRANCHEFORDELING (AFRUNDET)



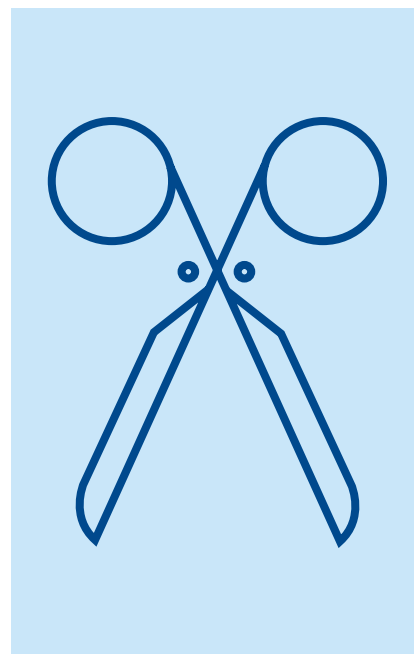
SELSKABERNES VARIERENDE RESULTATER

Rapporterings sæsonen for 2015 nærmer sig sin afslutning, og resultaterne for første kvartal 2016 indløber de kommende uger. Vores porteføljeselskabers resultater for 4. kvartal 2015 har været blandede. Svækkede vækstmarkedsvalutaer tyngede resultaterne for nogle af vores beholdninger på grund af mark-to-market-tab på lån i USD. I første kvartal 2016 vil vi formentlig se dette forhold vendt om.

Af vores største beholdninger har vores to børser, Johannesburg Stock Exchange og Moscow Exchanges, leveret solide resultater. Også vores russiske fødevarekæde, X5 Retail Group, har leveret pæne resultater og vokser sig stadig større end sin nærmeste konkurrent. Det tyrkiske konglomerat Sabanci Holding rapporterer også fortsat fin selvhjulpne fremgang i energienheden. Vores ungarske medicinproducent, Richter Gedeon, overraskede også positivt og leverede over forventning.

Samsung Electronics har døjet med hårdere konkurrence på smartphonemarkedet, mens hukommelsesdivisionen i selskabet er kommet fornuftigt igen. Ledelsen fremsatte et konservativt estimat af indtjeningsudsigterne for 2016, men den nylige lancering af en flagsskibstelefon lader til at være kommet stærkt fra start.

Vores koreanske bilproducent, Hyundai Motor, rapporterede svage resultater, til dels på grund af isolerede begivenheder uden for kernevirksomheden. Efterspørgslen i vækstmarkederne, som udgør 65 procent af den samlede volumen, er mere afdæmpet. Nye modeller, medvind fra valutadelen og bedre aktionærpleje er faktorer, som kan hjælpe fornyet værdifastsættelse på vej. Vores indiske bil- og traktorproducent Mahindra & Mahindra, har kæmpet med svag efterspørgsel på traktorer grundet ugunstige vejforhold og mangel på produkter i det hurtigt voksende compact-SUV-segment. Det er bekræftende at se, at begge segmenter nu er kommet til hæfterne igen med en volumenvækst på 20 procent for dem begge.



FORTSAT KONCENTRATION AF PORTEFØLJEN

SKAGEN Kon-Tiki har et internationalt investeringsmandat. Mindst 50 procent af fondens aktiver skal investeres i vækstmarkederne, men vi har frie hænder til at investere resten i selskaber med betydelig og stigende virksomhed i vækstmarkederne. Vores andel af aktiver knyttet til aktier noteret i udviklede markeder er på to år faldet med 13 procentpoint til 19 procent og ligger nu på det laveste niveau siden slutningen af 2008. Dette afspejler den voksende forskel mellem værdifastsættelsen af aktier noteret i vækstmarkeder og udviklede markeder – en forskel, som vi har udnyttet.

Vi gik ud af fire beholdninger i løbet af kvartalet og reducerede derved antallet af selskaber i porteføljen til 64. Vi solgte det sydafrikanske cateringsselskab Bidvest og fordoblede derved vores oprindelige investering fra 2011, idet selskabet nu fremstår fuldt værdifastsat. Vi accepterede også et bud fra Heineken på vores slovenske bryggeri Pivovarna Lask. Desuden solgte vi Aveng og Archer med tab, idet markedsudsigterne for dem begge er væsentlig forringet, og der kan sættes spørgsmålstegn ved balancernes soliditet.

Reduktionen af beholdninger betyder, at vi kan tilbringe mere tid med at følge op på den enkelte porteføljebeholdning og identificere nye investeringer. Vi forventer derfor at introducere nye positioner i fonden de kommende kvartaler og opretholder en koncentreret portefølje baseret på vores allerbedste idéer.

SKAGEN KON-TIKI PORTEFØLJE ÆNDRINGER 1. KV. 2016 (% AF FORVALTET KAPITAL)

5 største positive bidragydere

Sabanci Holding	0,66%
Banrisul	0,51%
Cosan Ltd	0,45%
OCI Co Ltd	0,40%
Cia Brasileira de Distribuicao	0,32%

5 største negative bidragydere

State Bank of India	-0,99%
Frontline Ltd	-0,97%
Great Wall Motor	-0,85%
Mahindra & Mahindra	-0,66%
Lenovo Group	-0,33%

5 største køb

Toray Industries	0,22%
Samsung SDI	0,13%
Golden Ocean Group	0,11%
UPL Ltd	0,08%

5 største salg

Bidvest Group	-1,10%
Hyundai Motor	-0,78%
Bharti Airtel	-0,62%
Samsung Electronics	-0,61%
Indosat Tbk	-0,37%

Værdipapir	Sector	Antal	Købsværdi NOK *	Markedsværdi NOK *	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
Haci Omer Sabanci Holding AS	Financials	56 848 322	1 238 642	1 626 671	388 030	4,93%	Istanbul
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	Information Technology	347 718	342 147	1 380 518	1 038 371	4,18%	London International
Richter Gedeon Nyrt	Health Care	8 286 510	899 721	1 366 868	467 147	4,14%	Budapest
State Bank of India	Financials	55 690 910	1 265 479	1 350 641	85 162	4,09%	Indien
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Information Technology	166 757	411 986	1 342 651	930 665	4,07%	Seoul
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	Consumer Discretionary	1 690 000	285 422	1 302 939	1 017 517	3,95%	Seoul
Hyundai Motor Co Pref (1p)	Consumer Discretionary	1 720 352	276 337	1 301 314	1 024 978	3,94%	Seoul
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	Consumer Discretionary	7 737 148	180 261	1 148 733	968 472	3,48%	London International
Naspers Ltd	Consumer Discretionary	928 514	271 764	1 073 446	801 682	3,25%	Johannesburg
Bharti Airtel Ltd	Telecommunication Services	24 136 298	920 203	1 057 121	136 918	3,20%	Indien
ABB Ltd	Industrials	6 200 000	550 476	1 001 482	451 006	3,03%	Stockholm
X 5 Retail Group NV GDR	Consumer Staples	4 990 306	506 266	875 058	368 792	2,65%	London International
LG Electronics Inc Pref	Consumer Discretionary	3 050 000	823 954	722 075	-101 879	2,19%	Seoul
Cosan Ltd	Consumer Staples	16 220 419	906 323	662 770	-243 553	2,01%	New York
Indosat Tbk PT	Telecommunication Services	168 724 250	455 165	655 338	200 172	1,99%	Indonesien
SBI Holdings Inc	Financials	7 759 600	603 587	652 917	49 329	1,98%	Tokyo
Kinnevik Investment AB-B	Telecommunication Services	2 717 167	481 930	637 975	156 045	1,93%	Stockholm
UPL Ltd	Materials	10 661 566	220 134	635 874	415 740	1,93%	Indien
Great Wall Motor Co Ltd	Consumer Discretionary	79 522 500	83 779	534 208	450 429	1,62%	Hong Kong
Tech Mahindra Ltd	Information Technology	8 784 608	354 450	520 913	166 463	1,58%	Indien
CNH Industrial NV	Industrials	9 138 348	555 673	516 252	-39 420	1,56%	New York
Korean Reinsurance Co	Financials	4 860 366	182 225	493 145	310 920	1,49%	Seoul
Cia Brasileira de Distribuicao - Pref	Consumer Staples	4 192 200	641 376	490 194	-151 182	1,48%	Sao Paulo
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	Financials	25 985 500	606 935	487 418	-119 517	1,48%	Sao Paulo
Samsung SDI Co Ltd	Information Technology	670 000	479 737	482 438	2 701	1,46%	Seoul
Mahindra & Mahindra Ltd	Consumer Discretionary	3 103 503	250 706	469 119	218 414	1,42%	Indien
Moscow Exchange MICEX-RTS OAO	Financials	35 939 200	384 267	462 884	78 617	1,40%	Moskva
OCI Co Ltd	Materials	600 000	455 623	462 582	6 959	1,40%	Seoul
China Shipping Development	Industrials	83 220 000	460 891	455 223	-5 667	1,38%	Hong Kong
Frontline Ltd	Industrials	6 347 627	322 822	444 334	121 512	1,35%	Oslobørsen
Marfrig Global Foods SA	Consumer Staples	28 290 400	444 752	442 870	-1 882	1,34%	Sao Paulo
LG Chem Ltd Pref	Materials	259 179	178 915	427 915	249 000	1,30%	Seoul
JSE Ltd	Financials	5 103 502	197 286	426 296	229 009	1,29%	Johannesburg
Yazicilar Holding AS	Consumer Staples	10 837 139	312 847	421 209	108 362	1,28%	Istanbul
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA	Consumer Staples	8 706 469	310 738	376 236	65 498	1,14%	Madrid
Kiatnakin Bank Pcl	Financials	37 429 463	334 353	370 215	35 862	1,12%	Bangkok
China Shineway Pharmaceutical	Health Care	36 934 000	280 298	368 228	87 931	1,12%	Hong Kong
Enka Insaat Ve Sanayi AS	Industrials	23 092 016	217 528	331 059	113 531	1,00%	Istanbul
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	Energy	224 088 000	368 096	305 850	-62 247	0,93%	Hong Kong
Cia Cervecerias Unidas SA ADR	Consumer Staples	1 538 270	280 090	287 551	7 461	0,87%	New York
Apollo Tyres Ltd	Consumer Discretionary	13 028 865	109 290	284 506	175 216	0,86%	Indien
Lenovo Group Ltd	Information Technology	42 588 000	274 970	274 286	-684	0,83%	Hong Kong
LG Corp Pref	Industrials	808 430	118 266	269 302	151 036	0,82%	Seoul
Norwegian Air Shuttle ASA	Industrials	800 000	75 029	249 200	174 171	0,75%	Oslobørsen
Dragon Capital - Vietnam Enterprise Investments Ltd	Financials	9 000 000	111 229	221 836	110 607	0,67%	Dublin
Tullow Oil Plc	Energy	9 241 978	817 339	216 741	-600 598	0,66%	London
Sistema Jscf	Telecommunication Services	95 885 212	552 356	208 457	-343 899	0,63%	Moskva
Podravka Prehrambena Ind DD	Consumer Staples	517 852	153 340	207 906	54 566	0,63%	Zagreb
Massmart Holdings Ltd	Consumer Staples	2 832 920	216 005	201 799	-14 206	0,61%	Johannesburg
Golar LNG Ltd	Industrials	1 298 301	471 325	192 007	-279 318	0,58%	NASDAQ
Eis Eczacibasi Ilac Ve Sanayi	Health Care	19 410 554	133 038	187 610	54 572	0,57%	Istanbul
EFG-Hermes Holding SAE	Financials	17 914 888	308 051	167 247	-140 804	0,51%	Kairo
Ghana Commercial Bank Ltd	Financials	18 001 604	88 821	141 730	52 908	0,43%	Ghana
DRB-Hicom Bhd	Consumer Discretionary	63 136 300	260 982	136 597	-124 385	0,41%	Kuala Lumpur
East African Breweries Ltd	Consumer Staples	5 774 866	88 566	134 300	45 734	0,41%	Nairobi
Rec Silicon ASA	Energy	93 675 416	149 265	131 146	-18 119	0,40%	Oslobørsen
Eczacibasi Yatirim Holding	Health Care	3 362 732	39 931	124 970	85 039	0,38%	Istanbul
Euronav SA	Industrials	1 340 286	127 389	114 055	-13 334	0,35%	Bryssel
VinaCapital Vietnam Opportunity Fund Ltd	Financials	4 392 100	92 364	92 713	349	0,28%	London
Toray Industries Inc	Industrials	1 100 000	78 883	77 674	-1 209	0,24%	Tokyo
Asia Cement China Holdings	Materials	42 729 500	157 070	71 077	-85 993	0,22%	Hong Kong
Golden Ocean Group Ltd	Industrials	13 457 876	67 362	68 097	735	0,21%	Oslobørsen
Norfinance AS	Financials	578 397	57 840	62 189	4 350	0,19%	Onoterat
Drdgold Ltd ADR	Materials	1 402 606	77 743	46 347	-31 395	0,14%	NASDAQ
Trimegah Securities Tbk PT	Financials	700 000 000	67 131	35 224	-31 907	0,11%	Jakarta
Diamond Bank Plc	Financials	718 971 941	153 449	34 396	-119 053	0,10%	Lagos
Euronav SA	Industrials	247 965	21 283	21 084	-199	0,06%	New York
Deep Sea Supply Plc	Energy	17 250 931	170 959	16 733	-154 226	0,05%	Oslobørsen
Golden Ocean Group Ltd	Industrials	2 236 261	73 486	12 814	-60 672	0,04%	Oslobørsen
Hyundai Motor Co GDR	Consumer Discretionary	33 510	10 085	12 556	2 471	0,04%	London
Golden Ocean Group Ltd	Industrials	2 178 609	76 206	12 526	-63 680	0,04%	NASDAQ
Frontline Ltd	Industrials	169 155	11 164	11 613	449	0,04%	New York
EFG-Hermes Holding GDR	Financials	232 480	8 188	3 654	-4 535	0,01%	London International
Total equity portfolio*			23 561 588	32 412 919	8 851 331	98,19%	
Disposable liquidity				596 857		1,81%	
Total share capital				33 009 776		100,00%	

* Numbers in 1 000 NOK.

SKAGEN Global

En verden af muligheder

- › Det negative syn på kinesiske aktier gav os mulighed for at investere i Kinas svar på Google, Baidu.
- › Tyson Foods forlod porteføljen efter fremragende udvikling.
- › Vi ser nedgangen på aktiemarkedet i første kvartal som et cyklisk tilbagefald, ikke et varsel om dårligere tider.

1	2	3	4	RISIKO	6	7
Fondens startdato	7. august 1997					
Akk. afkast siden start	1066,7 %					
Forvaltningskapital	24.928 mio. DKK					
Antal kendte investorer	88.529					
AFKAST	KV1 16*	12 M*				
SKAGEN Global	-6,7 %	-11,3 %				
MSCI ACWI	-4,5 %	-10,4 %				

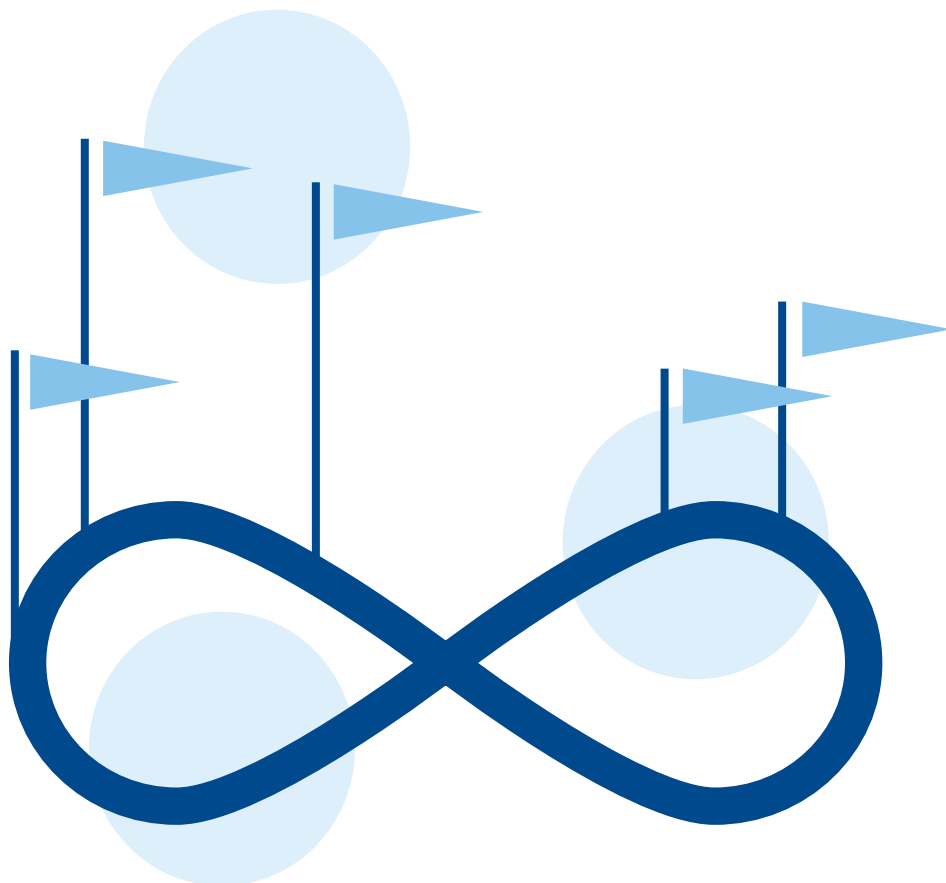
* Pr. 31. marts 2016.



PORTEFØLJEFORVALTERE

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

Fra heden nord for Skagen, 1885. Af P.S. Krøyer.
Tilhører Skagens Kunstmuseer (manipuleret).



Cykluser, som gentager sig selv

I en passage om verdens undergang i den egyptiske "Book of the Dead" beskriver guden Osiris underverdenen som et forladt sted: "It hath not water, it hath not air; it is depth unfathomable, it is black as the blackest night, and men wander helplessly therein".

Det kunne lige så godt have været en beskrivelse af de globale aktiemarkeder hidtil i år, som i løbet af de første seks handelsuger faldt 12 procent, målt i USD. For første gang i fem år oplevede vi et såkaldt bear-market, hvilket vil sige, at aktiemarkedet faldt mere end 20 procent siden forrige top.

Mange investorer smed håndklædet i ringen og solgte sig ud af sine aktier. Det var især de finansielle aktier, som blev ramt af uroen, hvor en giftig cocktail af en truende recession, tab på udlån i energisektoren og negative rentespænd skabte frygt i markedet.

En kraftig reaktion fra centralbankerne i anden halvdel af kvartalet afdramatiserede noget af frygten og hjalp de globale aktier op til næsten samme niveau som ved begyndelsen af året.

NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN GLOBAL (PR. 31.03.2016)

Selskab	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2015	P/E 2016E	P/BV seneste	Kursmål
AIG	6,9	54	24,7	11,2	0,7	90
Samsung Electronics	6,1	1 107 000	8,6	8,6	0,9	1 500 000
Citigroup	5,9	42	7,8	8,4	0,6	70
General Electric	4,9	32	24,3	21,1	3,0	34
Roche	4,0	237	17,5	16,2	9,6	380
Merck	3,6	54	14,7	14,3	3,3	76
G4S	3,1	191	13,0	12,4	4,4	403
Kingfisher	3,0	377	16,4	16,4	1,4	480
CK Hutchison Holdings	2,9	101	12,1	11,7	1,0	140
NN Group	2,7	29	7,6	9,7	0,4	35
Vægtet top 10	43,0		12,6	11,6	1,0	49%
Vægtet top 35	85,5		14,6	13,1	1,3	41%
Referenceindeks			18,1	15,9	2,0	

PORTFØLJE AKTIVITET

SKAGEN Globals absolutte afkast var minus 6,7 procent i første kvartal mod referenceindekset, MSCI World ACWI, som var nede 4,3 procent i samme periode.

De tre bedste bidragydere var Dollar General, Lundin Mining og Volvo. Den amerikanske discountkæde Dollar General oplevede fornyet appetit fra investorer for selskabets undervurderede potentiale for strukturel vækst. Højere kobberpris påvirkede kursen på Lundin Mining, mens sektorrotation ind i cykliske industriselskaber har hjulpet Volvo.

Fondens negative afkast skyldes primært positionerne i AIG, Citigroup og G4S. De amerikanske finansielle selskaber, AIG og Citigroup, er endnu ikke kommet sig over det store frasalg af finansielle aktier, som nævnt ovenfor. Men vi forventer, at begge selskaber klarer

sig bedre, når investorernes nervøsitet omkring markedsvilkårene igen aftager. G4S, et globalt integreret sikkerhedsfirma, faldt som følge af investorernes bekymringer om gældssituationen. Ratingbureauet S & P bekræftede for nyligt G4S's rating (BBB-) efter en gennemgang af forretningsplanen sammen med ledelsen.

Fonden købte tre nye positioner og solgte sig ud af tre positioner. Capgemini, SONY og Baidu er nye i porteføljen. Vi solgte ud af Tyson Foods, da aktien har nået vores kursmål efter en fremragende kursudvikling (26 procent i USD). Den britiske/indiske bilproducent Tata Motors og det indonesiske mediakonglomerat Global Mediacom blev solgt ud af porteføljen for at finansiere andre muligheder, som opstod i forbindelse med det ukritiske frasalg i markederne.



CAPGEMINI

At aflive myter og se ud over forældede sandheder er nøglen til at identificere undervurderede investeringsmuligheder. Begge disse faktorer er en del af vores investeringstese for Capgemini, Europas største udbyder af it-tjenester. Markedet opfatter stadig Capgemini som et cyklisk it-konsulentfirma. Det er vores opfattelse, at koncernstrukturen har udviklet sig gennem årene, og de fleste af de cykliske elementer er blevet fjernet. Vi ser også, at udsvingene i selskabets omsætning er langt mindre korrelerende med den økonomiske udvikling i dag end tidligere. Derudover mangler vi stadig tilstrækkelig dokumentation for den påståede trussel om, at indiske it-konsulentvirksomheder skulle oversvømme det europæiske marked.

Capgemini har opbygget en betydelig indisk division, der globalt har gjort virksomheden mere konkurrencedygtig.

Hjulpet på vej af en voksende offshore tilstedeværelse har Capgemini løftet driftsmarginalen fra 7 til over 10 procent i de seneste fem år. Vores analyser viser, at Capgemini kan forbedre marginerne til 12-13 procent. Måske til 15 procent på grund af den organiske vækst på ca. 5 procent og øgede stor-driftsfordele. Capgemini handles til en EV/sales på 1,2 og betyder, at vi har klassificeret aktien som værende klart "undervurderet". Den største konkurrent, Accenture, og store indiske konkurrenter handles til henholdsvis 1,9 og 3,6 gange EV/sales.

SONY

Mange vil formentlig forbinde Sony med Walkman og videoafspilleren, der dominerede markedet for hjemmeelektronik i 90'erne. Afspillerne kan være nok så nostalgiske, men bidrager ikke til indtægterne i en verden, der primært er karakteriseret ved en hurtig digital udvikling.

Vi ser Sony som en udbyder af strukturelle digitaliseringstendenser inden for medier og underholdning. Et meget sigende eksempel er Sonys spilleplatform, PlayStation. Denne klassiker er ved at udvikle sig til "Netflix for gaming" og vidner om et enormt potentiale, som er undervurderet af markedet. Selskabets stærke markedsposition i "Virtual Reality" er en gratis mulighed for yderligere upside.

Vi fokuserer på den langsigtede overgang fra hardware til underholdning, hvor markedet fokuserer på de mindre attraktive dele af Sonys konglomerat, som bil-sensorer og livsforsikring. Disse dele af virksomheden forventes ikke at udvikle sig så dårligt som markedet frygter, og vil under alle omstændigheder udgøre en stadig mindre del af indtjeningen. Vi vurderer, at Sonys underholdningssegment vil generere 70 procent af koncernens resultat i 2020, hvilket er betydeligt højere end de nuværende 40 procent. Indtægtsstrømmenes tilbagevendende karakter bør også resultere i en højere værdiansættelse.

BAIDU

Baseret på en antagelse om, at internettet er en uimodståelig kraft, der vil have enorm indflydelse på dagligdagen for milliarder af mennesker i de kommende årtier, følger vi nøje en række virksomheder i dette segment.

Da kinesiske aktier denne vinter faldt i unåde hos investorerne, fik fonden en sjælden mulighed for at investere i Baidu, Kinas svar på Google. Baidu er den førende kinesiske internetbaserede søgemaskine med en markedsværdi på 53 milliarder dollars. Kerneforretningen er meget rentabel, mens selskabets nye satsningsområder indenfor online tjenester – gruppekøb, rejser og video – forstærket er tabsgivende. Vores analyser viser, at investorernes prisfastsættelse af Baidu er baseret på den overbevisning, at de urentable enheder fortsætter med at tabe penge på det nuværende niveau i yderligere 16 år. Vi tror, at selskabets evne til at allokere kapital er bedre, og at de får stoppet tabene på et meget tidligere tidspunkt. Et højt marginalt afkast af den investerede kapital inden for søgning betyder, at Baidu kan øge indtjeningen med 30 procent om året med positivt cash flow. Vores basiscase antager 50 procent upside, mens en positiv kontantbalance er med til at begrænse downside til omkring 15 procent.



Foto: Pixabay.com

FORVENTNINGER

I modsætning til mange andre tidlige civilisationer havde det gamle egyptiske samfund faktisk ikke udarbejdet en idé om verdens undergang. Egypterne så på verden som gentagne cyklusser. Det gav ingen mening at tale om en enkelt katastrofal afslutning.

Vi trækker paralleller til denne gamle visdom, når det kommer til aktiemarkedets vaklen i første kvartal. Det var et cyklisk tilbagefald efter mange års gevinster, snarere end en forsmag på fremtidens elendighed.

Faktum er, at verdensøkonomien fortsætter med at vokse, om end i et mere moderat tempo. Med historisk lave renter og et globalt aktiemarked værdifastsat til 16 gange næste års indtjening, tror vi, at aktiemarkedet fortsat er et attraktivt sted at være for langsigtede investorer

Vores portefølje af udvalgte undervurderede globale virksomheder er godt positioneret til at levere et attraktivt afkast fremover. For de 35 største investeringer, svarende til 85,5 procent af porteføljen, ser vi på en toårig horisont en upside på 40 procent.

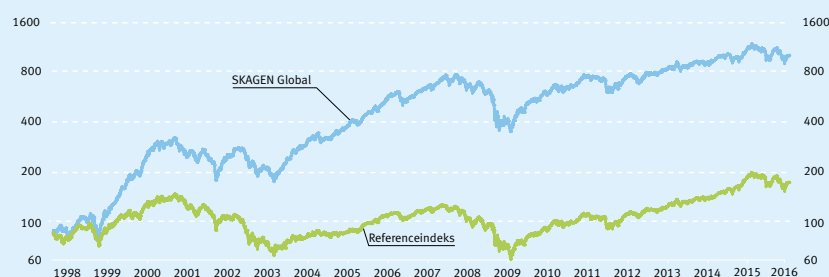
Den egyptiske konge-gud Osiris' beskrivelse af underverdenen som et dystert og øde sted kunne have været brugt til at beskrive aktiemarkedene i begyndelsen af dette år. Vi ser aktiemarkedernes vaklen i første kvartal som en cyklisk tilbageværet snarere end en forsmag på en elendig fremtid, og mener aktiemarkedet fortsat er et attraktivt sted at være for langsigtede investorer.

SKAGEN GLOBAL PORTEFØLJEÆNDRINGER 1. KV. 2016 (% AF FORVALTET KAPITAL)

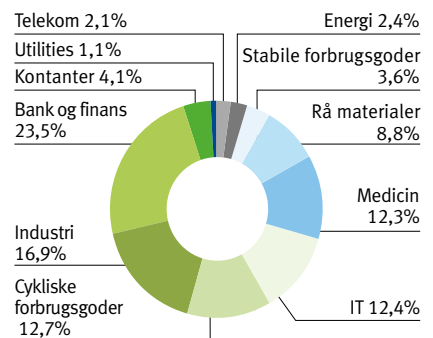
5 største positive bidragydere		5 største køb	
Dollar General Corp	0,39%	Autoliv Inc	0,99%
Lundin Mining Corp	0,25%	Citigroup Inc	0,98%
Volvo AB	0,19%	Cap Gemini SA	0,95%
Lundin Petroleum AB	0,16%	Teva Pharmaceutical	0,88%
Tyson Foods Inc	0,15%	G4s	0,82%
5 største negative bidragydere		5 største salg	
Citigroup Inc	-1,58%	Tyson Foods Inc	-1,50%
AlG Inc	-1,40%	Dollar General Corp	-1,45%
Roche Holding AG	-0,67%	Lundin Mining Corp	-1,06%
G4s	-0,67%	Tata Motors Ltd	-0,98%
Teva Pharmaceutical	-0,58%	Alphabet Inc	-0,84%

*For mere information om fondens referenceindeks se s. 35

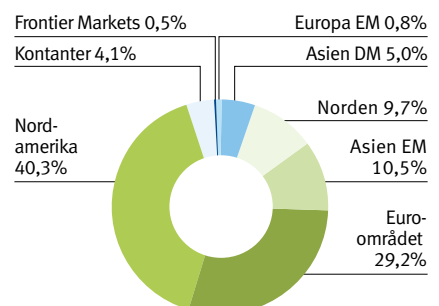
KURSHISTORIK SKAGEN GLOBAL



BRANCHEFORDELING (AFRUNDET)



GEOGRAFISK FORDELING (AFRUNDET)



Værdipapir	Sector	Antal	Købsværdi NOK *	Markedsværdi NOK*	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
American International Group Inc	Financials	4 869 221	1 566 086	2 198 198	632 112	6,94%	New York
Citigroup Inc	Financials	5 403 367	1 404 851	1 874 866	470 014	5,92%	New York
General Electric Co	Industrials	5 897 740	1 203 561	1 554 925	351 364	4,91%	New York
Roche Holding AG-Genussschein	Health Care	616 238	874 169	1 258 620	384 451	3,97%	Zürich
Merck & Co Inc	Health Care	2 585 610	1 192 033	1 138 609	-53 423	3,59%	New York
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Information Technology	131 747	319 104	1 060 767	741 663	3,35%	Seoul
G4S Plc	Industrials	42 700 900	1 244 555	969 929	-274 626	3,06%	London
Kingfisher Plc	Consumer Discretionary	21 008 056	803 720	936 636	132 916	2,96%	London
CK Hutchison Holdings Ltd	Industrials	8 450 098	715 147	907 341	192 194	2,86%	Hong Kong
Samsung Electronics Co Ltd	Information Technology	90 415	771 861	862 791	90 930	2,72%	Seoul
NN Group NV	Financials	3 103 496	625 511	843 323	217 812	2,66%	Amsterdam
Microsoft Corp	Information Technology	1 737 070	303 222	797 199	493 977	2,52%	NASDAQ
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	Health Care	1 787 367	739 799	793 449	53 650	2,50%	NASDAQ
Koninklijke DSM NV	Materials	1 631 124	677 604	742 152	64 548	2,34%	Amsterdam
Sanofi	Health Care	1 050 189	699 459	700 533	1 075	2,21%	Paris
Dollar General Corp	Consumer Discretionary	975 489	552 993	695 026	142 032	2,19%	New York
Carlsberg AS-B	Consumer Staples	850 127	582 856	671 215	88 359	2,12%	København
Volvo AB	Consumer Discretionary	6 613 655	521 093	602 985	81 892	1,90%	Stockholm
Koninklijke Philips NV	Industrials	2 531 443	472 070	597 314	125 244	1,89%	Amsterdam
Tyco International Plc	Industrials	1 865 162	230 483	564 177	333 694	1,78%	New York
Heidelbergcement AG	Materials	783 828	259 382	555 812	296 430	1,75%	Frankfurt
Autoliv Inc	Industrials	530 882	339 535	521 727	182 192	1,65%	New York
Akzo Nobel NV	Materials	897 430	295 721	505 320	209 599	1,60%	Amsterdam
Alphabet Inc Class C	Information Technology	77 291	315 928	479 485	163 558	1,51%	NASDAQ
General Motors Co	Consumer Discretionary	1 799 180	314 371	464 156	149 785	1,47%	New York
China Mobile Ltd	Telecommunication Services	4 903 490	488 006	452 012	-35 995	1,43%	Hong Kong
Nordea Bank AB	Financials	5 614 946	394 454	445 468	51 014	1,41%	Stockholm
Lundin Petroleum AB	Energy	3 122 923	347 154	439 436	92 282	1,39%	Stockholm
Toyota Industries Corp	Consumer Discretionary	1 143 126	271 433	425 811	154 378	1,34%	Tokyo
Comcast Corp	Consumer Discretionary	701 905	129 257	354 842	225 585	1,12%	NASDAQ
Xcel Energy Inc	Utilities	1 022 488	313 872	352 078	38 206	1,11%	New York
State Bank of India	Financials	13 999 620	359 585	339 525	-20 060	1,07%	Indien
Cap Gemini SA	Information Technology	427 203	337 764	333 415	-4 348	1,05%	Paris
Credit Suisse Group AG	Financials	2 747 980	487 339	322 650	-164 689	1,02%	Zürich
Mayr-Melnhof Karton AG	Materials	317 983	153 946	315 050	161 104	0,99%	Wien
Unilever NV-Cva	Consumer Staples	818 518	203 974	303 747	99 773	0,96%	Amsterdam
Ageas	Financials	881 982	357 354	290 049	-67 305	0,92%	Bryssel
ServiceMaster Global Holdings Inc	Consumer Discretionary	907 472	278 270	282 074	3 804	0,89%	New York
Columbia Property Trust Inc	Financials	1 561 194	297 176	279 052	-18 124	0,88%	New York
Lundin Mining Corp	Materials	10 422 459	288 937	276 647	-12 290	0,87%	Toronto
Goldman Sachs Group Inc	Financials	190 836	169 901	247 471	77 570	0,78%	New York
Lenovo Group Ltd	Information Technology	37 539 484	279 268	241 771	-37 496	0,76%	Hong Kong
Autoliv Inc SDR	Industrials	243 405	146 970	239 305	92 335	0,76%	Stockholm
China Mobile Ltd ADR	Telecommunication Services	494 530	247 145	227 836	-19 310	0,72%	New York
UPM-Kymmene Oyj	Materials	1 433 689	134 895	215 165	80 270	0,68%	Helsingfors
Sony Corp	Consumer Discretionary	981 000	187 206	208 925	21 719	0,66%	Tokyo
BP Plc	Energy	4 359 090	216 817	181 803	-35 014	0,57%	London
Irsa Sa ADR	Financials	1 443 664	120 014	171 711	51 697	0,54%	New York
WM Morrison Supermarkets PLC	Consumer Staples	7 151 929	153 567	168 831	15 265	0,53%	London
Hacı Omer Sabancı Holding AS	Financials	5 703 696	156 106	163 207	7 101	0,52%	Istanbul
Baidu Inc ADR	Information Technology	102 310	155 010	162 604	7 594	0,51%	NASDAQ
BP Plc ADR	Energy	610 684	178 030	153 959	-24 071	0,49%	New York
State Bank Of India GDR	Financials	557 696	102 239	135 157	32 918	0,43%	Indien
Lundin Mining Corp SDR	Materials	4 548 666	120 472	120 817	345	0,38%	Stockholm
Barclays PLC	Financials	4 541 073	146 036	80 925	-65 111	0,26%	London
Sony Corp Sponsored ADR	Consumer Discretionary	233 300	45 751	49 883	4 131	0,16%	New York
Total equity portfolio*			24 293 062	30 277 783	5 984 721	95,59%	
Disposable liquidity				1 397 943		4,41%	
Total share capital				31 675 726		100,00%	

* Numbers in 1 000 NOK.



SKAGEN Vekst

Udforsker den smalle sti til velstand

- › Fonden slog sit indeks i kvartalet, som var kendetegnet ved høj volatilitet
- › Fortsætter med at koncentrere porteføljen og nye idéer er på vej ind
- › Porteføljen handles med en rabat mod markedet, som over tid bør give merafkast

	1	2	3	4	RISIKO	6	7
Fondens startdato	1. december 1993						
Akk. afkast siden start	1534,0 %						
Forvaltningskapital	6.025 mio. DKK						
Antal kendte investorer	70.518						
AFKAST	KV1 16*						12 M*
SKAGEN Vekst	-3,7 %						-10,7 %
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	-4,9 %						-9,4 %

* Pr. 31. marts 2016.



PORTEFØLJEFORVALTERE

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

* Junior porteføljeforvalter

Cyklister i havstokken. 1894. Af Einar Hein. Tilhører Skagens Kunstmuseer (manipuleret).

På rette kurs trods dårligt vejr

Børsåret 2016 begyndte turbulent, men SKAGEN Vekst klarede sig godt og slog indekset med 1,1 procent.

Årets første kvartal var kendetegnet af høj volatilitet, hvor aktiemarkedene indledningsvis faldt kraftigt for efterfølgende at indhente noget af det tabte. SKAGEN Vekst faldt 3,7 procent, mens fondens referenceindeks faldt med 4,8 procent i kvartalet. Uroen i kreditmarkedene bidrog til, at finanssektoren faldt markant. Dette fik konsekvenser for to af vores beholdninger, nemlig Citigroup og Credit Suisse, som begge havde meget svage kvartaler.

Nye idéer

Arbejdet med at koncentrere porteføljen fortsatte, blandt andet for at opnå bedre kontrol med de enkelte beholdninger. Fonden reducerede netto sine positioner med to, således at det samlede antal positioner var 54 ved udgangen af kvartalet.

En del af vores 35 største positioner nærmer sig en fuld værdifastsættelse. Vi koncentrerer os derfor i øjeblikket om at finde nye idéer i overensstemmelse med vores investeringsfilosofi, dvs. aktier, som er underanalyserede, undervurderede og upopulære. Dette indebærer konkret, at vi skal kunne se en upside på mindst 50 procent og højst 20 procent downside inden for en 2-3-årig horisont i alle aktier, vi investerer i. Arbejdet har udmøntet sig i et kvalitativt bibliotek med potentielle idéer, hvoraf en del formentlig om kort tid vil blive introduceret i fonden.

GLÆDELIG FORBEDRING

Vi tilstræber altid at være fuldt investeret i aktiemarkedet. Markedsuroen har derfor påvirket fonden. Otte af fondens ti største positioner (svarende til cirka 50 procent af fonden) præsterede bedre end referenceindekset. Af fondens 35 største beholdninger (mere end 90 procent af fonden) gav 23 et bedre afkast end indekset. Det er naturligvis glædeligt at se en vis forbedring i starten af 2016, efter at fonden længe har underperformat.

SKAGEN Vekst øgede som en følge af den svage børsudvikling i starten af året

sine beholdninger af blandt andre Kinnevik, Ericsson og Roche. Fonden deltog desuden i omstruktureringen af tørlastrederiet Golden Ocean samt initierede positioner i e-handelsselskabet Ebay og tøjkæden H&M. Fire selskaber måtte forlade porteføljen. Vi vurderede, at forudsætningerne havde ændret sig så meget, at risikopræmien var bedre i andre aktier. Det drejede sig om det brasilianske biludlejningsselskab Localiza, de danske virksomheder F.L. Smidth og Bang & Olufsen samt den finske ejendomsudvikler YIT.



Foto: Pixabay.com



Foto: H&M

Ebay

Vi har i den senere tid fulgt e-handelsstedet Ebay nøje og udnyttede et kursfald til at opkøbe en position i selskabet. Det har i dag over 160 millioner brugere og tilbyder dermed både sælgere og købere en gigantisk markedsplads. Lønsomhed og pengestrøm er høj, men kun minimal vækst er indregnet i aktiekursen – markedet frygter, at selskabet i den kommende tid vil blive udkonkurreret. Vi tror, at selskabet vil udfylde en vigtig fremtidig funktion som en del af den voksende deleøkonomi. Derudover er selskabet verdensledende inden for rubrikannoncer på internettet, de såkaldte *online classifieds*. Kun en lille del af disse muligheder er afspejlet i den nuværende aktiekurs.

Golden Ocean

Tørlastrederiet Golden Ocean gennemførte en omstrukturering, som SKAGEN Vækst deltog i. Resultatet blev, at positionen i øjeblikket udgør en procent af porteføljen. Selskabet fungerer i et cyklisk marked, som netop nu lider af overkapacitet. Fragtpriser og skibsværdi ligger derfor på historisk lave niveauer. Der skal en stærk finansiering til for at overleve sultekuren, men det mener vi, Golden Ocean har. Selskabets gode bankkontakter bidrager altså til, at downside-risikoen begrænses inden for en treårig periode. Med et forbedret tørlastmarked på længere sigt er investeringen dermed attraktiv.

H&M

Fonden initierede for nylig en position i den svenske tøjkæde H&M, hvilket kan forekomme en smule mærkværdigt i lyset af vores investeringsfilosofi. Men selv om selskabet ikke er underanalyseret, er aktien blevet mere og mere upopulær de seneste 12 måneder, i takt med at margenerne er under pres. Vi tror dog, at H&M's nuværende investeringer, som i øjeblikket presser margenerne midlertidigt, kan give godt udbytte til den langsigtede investor. Væksten er på ti procent om året, og med en nogenlunde stabilisering af margenerne tror vi, at aktien vil nå 400 SEK inden et år, altså et afkast på 50 procent. Investeringen udgør i øjeblikket en procent af porteføljen, så vi ønsker mere konkrete tegn på stabile margener, før vi øger positionen.

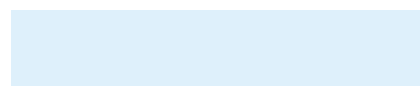
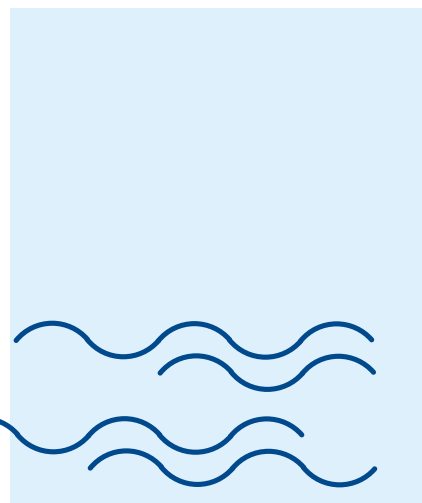


Foto: Pbloomborg

Samsung electronics

Samsung Electronics' attraktive værdifastsættelse er fortsat den primære årsag til, at aktien er fondens største position. Selskabet havde stik modvind i 2015, først og fremmest med baggrund i en mislykket lancering af S6-telefonen og faldende verdensmarkedspriser på DRAM (datahukommelse). Selskabet havde alligevel en stærk operativ pengestrøm på 35 milliarder dollar, og med en kassebeholdning på over 50 milliarder dollar fremstår downside på den nuværende værdifastsættelse begrænset.

Citigroup and Credit Suisse

Bank- og finanssektoren havde som allerede nævnt et hårdt kvartal med faldende aktiekurser. Resultatet i denne sektor var magert – fonden var undervægtet i kvartalet (vægtning på 13 procent mod referenceindeksets 21), og vores to store beholdninger, Citigroup og Credit Suisse, var blandt de svageste aktier inden for finans. Vi er først og fremmest meget utilfredse med vores investering i Credit Suisse – fonden deltog i en emission i slutningen af 2015, ud fra den forudsætning at selskabsledelsen havde fuld kontrol med bankens kredit- og derivatkesponering. Dette viste sig i begyndelsen af 2016 ikke at være tilfældet. Aktien blev straffet hårdt med et fald på 37 procent i lokal valuta, hvilket kostede fonden næsten 100 millioner norske kroner. Vi overvåger denne investering meget omhyggeligt.



PORTEFØLJE MED POTENTIALE

SKAGEN Veksts nordisk/globale mandat giver os en unik mulighed for uden egentlig geografisk begrænsning at vælge aktier i verdensklasse, som opfylder SKAGENS investeringsfilosofi. Dette har med al mulig tydelighed ført til, at porteføljen handles med rabat mod markedet, hvilket på længere sigt bør føre til merafkast.

For en valueinvestor som SKAGEN kan det lyde selvfølgelig, men er værd at gentage: Vi tror meget stærkt på at købe undervurderede aktier, og det vil vi fortsætte med. SKAGEN Veksts 35 største positioner handlede ved udgangen af september til en vægtet 2016 P/E 12x mod markedets 16x. Upside på disse positioner vurderer vi til 48 procent. Med vores nye investeringscases på trapperne er vi derfor fulde af tro på fremtiden – trods volatile markeder.

SKAGEN VEKST PORTEFØLJEÆNDRINGER 1. KV. 2016 (% AF FORVALTET KAPITAL)

5 største positive bidragydere

Volvo AB	0,32%
Lundin Petroleum AB	0,31%
Casino Guichard Perrachon	0,30%
Oriflame Cosmetics AG	0,27%
Norsk Hydro ASA	0,26%

5 største negative bidragydere

Citigroup Inc	-1,32%
Credit Suisse Group AG	-1,25%
Continental AG	-0,93%
Roche Holding AG	-0,42%
Frontline Ltd	-0,34%

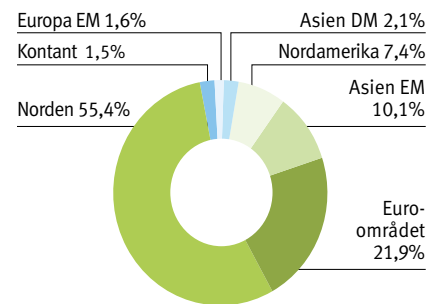
5 største køb

Hennes & Mauritz AB	1,34%
eBay Inc	0,97%
Kinnevik AB	0,82%
Golden Ocean Group Ltd	0,79%
Roche Holding AG	0,51%

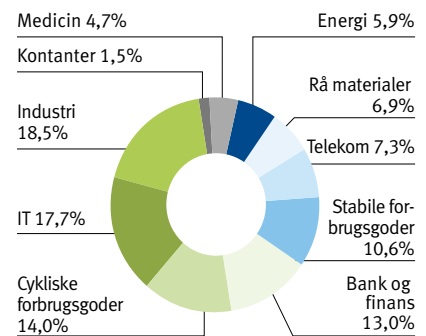
5 største salg

Casino Guichard Perrachon	-1,39%
ABB Ltd	-1,00%
Lundin Petroleum AB	-0,90%
Norsk Hydro ASA	-0,85%
Carlsberg AS	-0,48%

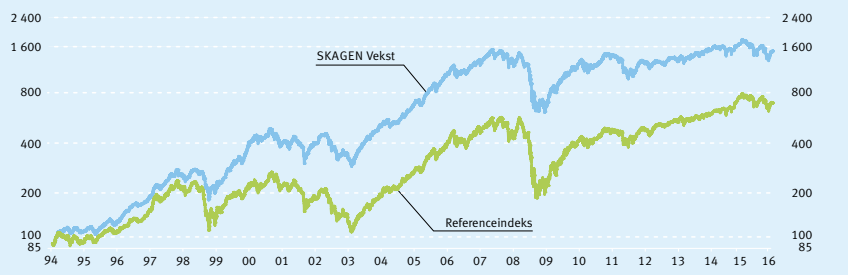
GEOGRAPHICAL DISTRIBUTION (AFRUNDET)



BRANCHEFORDDELING (AFRUNDET)



KURSHISTORIK SKAGEN VEKST



*For mere information om fondens referenceindeks se s. 35

NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN VEKST (PR. 31.03.2016)

Selskab	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2016E	P/E 2017E	P/BV seneste	Kursmål
Samsung Electronics	7,4%	1 107 000	8,1	7,7	0,9	1 300 000
Continental AG	6,6%	200	11,6	10,3	3,1	275
Norsk Hydro	5,6%	34	13,6	9,7	0,9	45
Carlsberg	5,5%	624	20,1	15,6	2,2	822
SAP	5,0%	71	20,3	16,3	3,7	92
Norwegian Air Shuttle	4,5%	312	8,2	6,2	3,8	500
Citigroup	4,1%	42	8,2	7,5	0,6	78
Phillips	4,0%	25	17,9	14,5	1,9	30
TeliaSonera	3,9%	42	12,0	11,7	1,8	45
Ericsson	3,5%	81	15,9	14,0	1,8	130
Vægtet top 10	50,1%		11,8	10,1	1,47	36%
Vægtet top 35	91,2%		11,5	9,0	1,05	48%
Referenceindeks			15,9	14,5	2,12	

P/E kan afvige fra andre kilder, da de er baseret på SKAGENS estimater.

Værdipapir	Sector	Antal	Købsværdi NOK*	Markedsværdi NOK*	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Information Technology	70 000	418 207	565 700	147 493	7,39%	Seoul
Continental AG	Consumer Discretionary	265 595	147 251	502 445	355 193	6,56%	Frankfurt
Norsk Hydro ASA	Materials	12 500 000	321 092	425 875	104 783	5,56%	Oslobørsen
Carlsberg AS-B	Consumer Staples	540 000	338 198	424 627	86 429	5,55%	Köpenhamn
SAP SE	Information Technology	575 000	260 225	385 500	125 275	5,03%	Frankfurt
Nonwegian Air Shuttle ASA	Industrials	1 100 000	110 418	342 650	232 232	4,47%	Oslobørsen
Citigroup Inc	Financials	900 000	322 245	313 246	-8 999	4,09%	New York
Koninklijke Philips NV	Industrials	1 300 000	264 035	307 597	43 562	4,02%	Amsterdam
TeliaSonera AB	Telecommunication Services	7 000 000	321 269	301 339	-19 930	3,94%	Stockholm
Ericsson LM-B SHS	Information Technology	3 250 000	267 254	268 937	1 683	3,51%	Stockholm
Kinnevik Investment AB-B	Telecommunication Services	1 100 000	247 533	258 946	11 413	3,38%	Stockholm
Volvo AB	Consumer Discretionary	2 690 000	227 300	244 761	17 460	3,20%	Stockholm
ABB Ltd	Industrials	1 500 000	207 380	242 262	34 883	3,16%	Stockholm
Roche Holding AG-Genusschein	Health Care	105 000	228 325	214 893	-13 432	2,81%	Zürich
Oriflame Cosmetics AG	Consumer Staples	1 000 000	128 352	163 146	34 794	2,13%	Stockholm
Danske Bank A/S	Financials	678 622	78 788	159 745	80 957	2,09%	Köpenhamn
Kia Motors Corporation	Consumer Discretionary	450 000	138 015	158 672	20 657	2,07%	Seoul
Lundin Petroleum AB	Energy	1 100 000	108 372	156 043	47 671	2,04%	Stockholm
Credit Suisse Group AG	Financials	1 240 384	253 167	146 394	-106 773	1,91%	Zürich
Catena AB	Financials	1 069 125	94 341	136 508	42 166	1,78%	Stockholm
SKF AB - B Shares	Industrials	800 000	126 863	120 036	-6 827	1,57%	Stockholm
Wilh. Wilhelmsen Holding ASA	Industrials	744 081	53 139	116 077	62 938	1,52%	Oslobørsen
Hennes & Mauritz AB	Consumer Discretionary	375 000	109 800	103 898	-5 902	1,36%	Stockholm
Cal-Maine Foods Inc	Consumer Staples	245 000	114 318	103 404	-10 914	1,35%	New York
SBI Holdings Inc	Financials	1 139 000	96 634	95 973	-661	1,25%	Tokyo
Sberbank of Russia Pref	Financials	9 620 000	139 234	93 905	-45 329	1,23%	Moskva
Kemira OYJ	Materials	970 000	93 751	91 018	-2 734	1,19%	Helsingfors
Bonheur ASA	Energy	1 492 594	107 317	83 585	-23 732	1,09%	Oslobørsen
eBay Inc	Information Technology	400 000	79 091	79 469	378	1,04%	NASDAQ
Danieli & Officine Meccaniche SpA	Industrials	560 000	72 052	72 337	285	0,94%	Italien
Golden Ocean Group Ltd	Industrials	13 782 835	68 564	69 741	1 177	0,91%	Oslobørsen
H Lundbeck A/S	Health Care	235 000	44 996	64 528	19 532	0,84%	Köpenhamn
Nippon Seiki Co Ltd	Consumer Discretionary	393 000	49 364	63 042	13 678	0,82%	Tokyo
Medi-Stim ASA	Health Care	1 165 625	14 565	55 950	41 385	0,73%	Oslobørsen
Ganger Rolf ASA	Energy	1 213 817	124 262	54 379	-69 883	0,71%	Oslobørsen
Hitevision AS	Financials	793 668	7 193	52 382	45 189	0,68%	Onoterat
Strongpoint ASA	Information Technology	3 755 227	42 957	52 010	9 053	0,68%	Oslobørsen
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	Energy	36 000 000	66 945	49 269	-17 677	0,64%	Hong Kong
Rec Silicon ASA	Energy	35 182 178	52 331	49 255	-3 076	0,64%	Oslobørsen
Casino Guichard Perrachon SA	Consumer Staples	100 000	68 379	47 710	-20 669	0,62%	Paris
Solar AS - B Shs	Industrials	104 000	40 099	43 924	3 825	0,57%	Köpenhamn
Sodastream International Ltd	Consumer Staples	365 000	82 946	42 220	-40 726	0,55%	NASDAQ
Frontline Ltd	Industrials	510 000	41 502	35 700	-5 802	0,47%	Oslobørsen
Solstad Offshore ASA	Energy	2 052 746	102 753	33 665	-69 088	0,44%	Oslobørsen
Golar LNG Ltd	Industrials	190 000	58 722	28 437	-30 285	0,37%	NASDAQ
Yazicilar Holding AS	Consumer Staples	689 169	23 544	26 772	3 228	0,35%	Istanbul
DOF ASA	Energy	5 762 213	110 022	22 703	-87 319	0,30%	Oslobørsen
Goodtech ASA	Industrials	2 055 949	46 750	21 382	-25 368	0,28%	Oslobørsen
Fotocure ASA	Health Care	626 466	25 235	21 300	-3 935	0,28%	Oslobørsen
Nordic Mining ASA	Materials	16 195 321	18 270	11 985	-6 286	0,16%	Oslo Axess
TTS Group ASA	Industrials	3 035 946	30 312	9 563	-20 749	0,12%	Oslobørsen
Eidesvik Offshore ASA	Energy	386 055	14 348	3 474	-10 874	0,05%	Oslobørsen
I.M. Skaugen SE	Industrials	1 639 152	19 918	3 377	-16 541	0,04%	Oslobørsen
Sevan Drilling ASA	Energy	388 715	48 961	801	-48 161	0,01%	Oslobørsen
Total equity portfolio*			6 676 909	7 542 556	865 647	98,50%	
Disposable liquidity				114 809		1,50%	
Total share capital				7 657 365		100,00%	

* Numbers in 1 000 NOK.



SKAGEN Focus

På jagt efter exceptionelle investeringer

- › Vi har reduceret vores råvareeksponering efter gode afkast i flere råvarerelaterede positioner siden årsskiftet.
- › Vores samlede positioner i JBS og Pilgrim's Pride er på linje med AIG, der er vores største position.
- › Diversificering i form af markedsværdi, sektor og geografi giver os en unik og enestående risk/reward-profil.

1	2	3	4	5	RISIKO	7
Fondens startdato		26. maj 2015				
Akk. afkast siden start*		-20,2 %				
Forvaltningskapital		788 mio. DKK				
Antal kendte investorer		3.815				
AFKAST		KV1 16*	12 M*			
SKAGEN Focus		-5,7 %	n/a			
MSCI World AC TR Index		-4,5 %	n/a			

* Pr. 31. marts 2016.



PORTEFØLJEFORVALTERE

Filip Weintraub og Jonas Edholm

Hunden Rap, 1899. Af P.S. Krøyer. Tilhører Skagen Kunstmuseer (manipuleret).



Foto: Boliden

Kobberproducenten First Quantum drog fordel af stærke produktionstal. Virksomheden har også formået at reducere sin gæld ved at sælge Kevitsa-minen til den svenske Boliden. På billedet: Kobberplader.

Råvarer på toppen

Første kvartal startede med en slags "Mystery Madness" - ingen kunne sætte en finger på, hvad det var, der forårsagede volatilitet og svaghed, da det ikke var baseret på fundamentale selskabsnyheder. Vores fokus er på sidstnævnte, så vi fortsætter med at følge samme strategi; købe op i de lavt prisfastsatte positioner og trimme de positioner, som har gjort det godt.

Ovenpå et rigtig dårligt 2015 for råvareaktier var alle vores råvarerelaterede aktier på listen over de bedste aktier i første kvartal. Kobberproducenten First Quantum havde fordel af stærke produktionstal. De har også formået at reducere deres gæld ved at sælge Kevitsa-minen til svenske Boliden. Det australsk baserede South32, som tidligere er blevet udskilt fra BHP, indledte et større omstrukturingsprogram for at reducere omkostningerne og effektivisere virksomheden. Aktien steg med 40 procent i kvartalet målt i lokal valuta. Den bedste aktie i kvartalet var Pan America Sølv, som steg næsten 70 procent. Stigningen var drevet af stærke produktionsresultater og en generel prisstigning på guld og sølv. Oven på de stærke resultater har vi reduceret i

råvarerelaterede investeringer, så sektorens størrelse forbliver stabil.

En anden god performer var det malaysiske lavprisflyselskab, AirAsia, som kom godt tilbage efter et turbulent 2015. Aktien steg over 40 procent, efter at selskabet præsenterede imponerende driftstal med stigninger i både trafik og fyldte sæder. Markedet er også begyndt at indse, at selskabet vil generere betydelige besparelser på udgifter til brændstof i år, efterhånden som de dyre brændstofkontrakter udløber. Aktien har fortsat en dårligere udvikling sammenlignet med andre luftfartsselskaber. Med den nuværende prisansættelse er der efter vores mening stadig upside. Vi øgede derfor vores position i begyndelsen af perioden.

SKAGEN FOCUS PORTEFØLJEÆNDRINGER 1. KV. 2016 (% AF FORVALTET KAPITAL)

5 største positive bidragydere		5 største køb	
Pan American Silver Corp	1,65%	JBS SA	2,43%
AirAsia	1,02%	Pilgrim's Pride Corp	2,39%
South32 Ltd	0,88%	Alphabet Inc	2,15%
First Quantum Minerals Ltd	0,48%	Massimo Zanetti Beverage Group	1,27%
China Telecom Corp	0,26%	Omega Protein Corp	0,98%
5 største negative bidragydere		5 største salg	
AIG Inc	-1,68%	SanDisk Corp	-2,00%
Citizens Financial Group	-1,35%	Pan American Silver Corp	-1,87%
CIT Group	-0,85%	Uniq Insurance Group	-1,40%
Omega Protein Corp	-0,80%	Komatsu Ltd	-1,34%
Aryzta AG	-0,73%	Ubiquiti Networks Inc	-0,84%



Foto: Bloomberg

EN UD AF FEM KYLLINGER

Vi øgede vores position i den brasilianske fødevarer virksomhed JBS og udbyggede vores position ved også at investere i det tilhørende US-noterede selskab Pilgrim's Pride. JBS ejer i øjeblikket 76 procent af Pilgrim's, som er en af de største producenter af kyllinger i USA. Faktisk kommer en ud af fem høns, der lander på middagsbordet, fra Pilgrim's. Efter en række opkøb og succesfulde integrationer er virksomheden blevet en af de mest effektive aktører i branchen, og vi tror konsensus har været for negativ med hensyn til virksomhedens cykliske konjunkturer. Det er afspejlet i lav værdiansættelse og store korte positioner i aktien. Pilgrim's forretning genererer en masse kontanter, og vi tror på, at de kan producere et free cash flow, som kan give et afkast til aktionærerne på omkring 50 procent af markedsværdien over de næste fem år. Den kombinerede JBS-/Pilgrim's-beholdning var ved udgangen af kvartalet en af fondens største positioner med en vægt på ca. 8 procent.

SVAGE FINANSER

Finansielle aktier var globalt generelt svage i første kvartal. Dette skyldes i høj grad en bekymring omkring energirelaterede udlånseksponeringer samt den reducerede sandsynlighed for renteforhøjelser i 2016, primært i USA. Vi har ingen eksponering mod den finansielle sektor i Europa, hvor øget lovpligtig kapital og senest Panama-læka-gen er blandt de største problemer. Generelt har vores positioner i den finansielle sektor en meget lav eksponering mod energisektoren, men bliver påvirket negativt med forventninger om lavere renter i nogen tid fremover. Den amerikanske forsikringsgigant, AIG, var vores største position i starten af året. Aktiekursen faldt 12 procent i kvartalet, målt i lokal valuta. Aktivistinvestoren Carl Icahn har presset på for at opdele virksomheden i tre divisioner efter den langsomme proces med at omlægge den grundlæggende drift. Selskabet gør det godt i forhold til salg af aktiver og afkast til aktionærerne. Udnævnelsen af to aktivistiske investorer i AIG's bestyrelse er et meget positivt tegn, da dette vil give ledelsen en påmindelse om, at tingene haster, og øger sandsynligheden for yderligere transformativ salg. Vi reducerede den overordnede eksponering mod finansielle aktier i perioden og solgte os ud af positionen i Uniqa Insurance, da selskabet ikke har levet op til vores forventninger. Aktien er fortsat billig, men vi kan umiddelbart ikke se katalysatorer, som vil revurdere værdifastsættelsen på mellemlangt sigt.

Trods tilfredsstillende indtjeningstal og annonceringen af en afsluttet refinansiering af gælden – som var en del af vores investeringstese – var den schweiziske brødproducent Aryzta en af de negative bidragydere i perioden. De gode nyheder blev delvist overskygget af en salgstransaktion fra selskabets administrerende direktør, efter indtjeningstallene blev offentliggjort, og efterfølgende endnu en meget klodset kommunikation fra selskabet. Vi udnyttede nedturen til at øge vores beholdning, da vi ser god værdi i aktien på det nuværende niveau.

I løbet af kvartalet øgede vi vores position i Stock Spirits – indledningsvis en lidt dårligt timet investering, da to forskellige parter tilsyneladende forsøger at få kontrol over selskabet. En virksomhed associeret med den polske discountkæde, Euro Cash, der er kendt for at erhverve andre lignende virksomheder med stærke distributionsmuligheder i sektoren, har købt over 9 procent af selskabet i de seneste par uger via et beslægtet selskab. I mellemtiden er en østeuropæisk kapitalfond, Arca Capital, i gang med at opkøbe en større position i selskabet og vil forsøge at blive en del af bestyrelsen på mellemlang sigt. I mellemtiden handles aktien med en rabat på 30-40 procent i forhold til de tilsvarende aktier og tilbyder betydelig upside på standalone basis.

**KORT OM
FORSKELLIGE SELSKABER**



Pilgrim's går tilbage til 1946 og er i øjeblikket den største kyllingeproducent i USA og den næststørste i Mexico. 80 procent af salget kommer fra USA, 12 procent fra Mexico og 8 procent fra andre regioner. Virksomheden er vertikalt integreret og har afdelinger for alle dele af produktionskæden. Blandt kunderne er store detailkæder, fødevarer virksomheder og fastfood-restauranter. En negativ kombination af overudbud af kylling, en rekordhøj pris på majs og stor gældsbyrde tvang selskabet til at indgive en konkursbegæring i 2009. Efter at være kommet ud af konkursen købte brasilianske JBS sig ind i virksomheden. I dag ejer JBS 76 procent af selskabet efter gradvist at have øget sin beholdning.



I **SoftBanks mobilbutikker** betjenes kunderne udelukkende af SoftBanks Pepper-robotter.

Foto: Unsplash

SoftBank er et japansk konglomerat inden for telekommunikation og internet. Selskabet ejer 32 procent af den kinesiske internetgigant Alibaba Group. SoftBank ejer også 80 procent af det USA-baserede teleselskab Sprint og er den tredjestørste mobiloperatør i USA, efter Verizon og AT & T. Indenlandsk telekommunikation omfatter hovedsageligt SoftBank Mobile, som er den tredjestørste teleselskab i Japan. Selskabet har også ejendele i Brightstar (100 procent), som er specialiseret distributør i trådløst netværk, spillevirksomheden GungHo (25 procent) og den finske mobilspilproducent SuperCell (55 procent).

Foto: Bloomberg



Foto: Bloomberg

AirAsia blev noteret på børsen i Malaysia i november 2004. Selskabet var først ude med de banebrydende kortdistance-lavpriseruter i Sydøstasien i 2001 og er siden vokset fra at være et indenlandsk flyselskab i Malaysia til et førende lavprisselskab i Asien med omkring 121 destinationer fra 16 knudepunkter i Malaysia, Thailand, Indonesien og Filippinerne. Sammen med sine partnere (Thai AirAsia, Indonesien AirAsia og AirAsia Filippinerne) er AirAsia Group det største lavprisflyselskab i Asien i form af flådens størrelse og antallet af passagerer.

GOD DIVERSIFICERING

Vi slutter kvartalet med en meget koncentreret portefølje af 34 udvalgte positioner, hvoraf de ti største udgør 48 procent af porteføljen. Som en fond har vi mulighed for at investere i både små og store virksomheder, og vi har i øjeblikket investeret 26 procent i små virksomheder, 33 procent i mellemstore virksomheder og 41 procent i store virksomheder. Diversificering i form af markedsværdi, sektor og geografi giver en unik og enestående risk/reward-profil af fondens samlede portefølje. Tak for din tillid. Vi ser frem til et vellykket 2016.

Værdipapir	Sector	Antal	Købsværdi NOK*	Markedsværdi NOK*	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
American International Group Inc	Financials	167 000	80 303	75 392	-4 911	7,53%	New York
SK Hynix Inc	Information Technology	248 000	71 949	50 776	-21 173	5,07%	Seoul
Jbs SA	Consumer Staples	1 980 000	51 710	50 258	-1 452	5,02%	Sao Paulo
Carlsberg AS-B	Consumer Staples	63 600	45 913	50 215	4 303	5,02%	Köpenhamn
SBI Holdings Inc	Financials	543 000	57 870	45 690	-12 180	4,56%	Tokyo
China Telecom Corp Ltd	Telecommunication Services	9 914 000	49 021	43 342	-5 679	4,33%	Hong Kong
Jenoptik AG	Industrials	294 800	29 962	38 726	8 764	3,87%	Xetra
Citizens Financial Group Inc	Financials	218 000	46 575	37 668	-8 907	3,76%	New York
Infineon Technologies AG	Information Technology	308 000	33 273	36 274	3 000	3,62%	Frankfurt
AirAsia Bhd	Industrials	8 190 100	30 276	31 791	1 515	3,18%	Kuala Lumpur
Aercap Holdings NV	Financials	98 210	34 685	31 437	-3 248	3,14%	New York
Aryzta AG	Consumer Staples	87 707	35 194	30 060	-5 133	3,00%	Zürich
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	Consumer Discretionary	38 200	28 104	29 451	1 347	2,94%	Seoul
Omega Protein Corp	Consumer Staples	205 800	27 726	28 580	854	2,86%	New York
Pan American Silver Corp	Materials	304 000	18 712	27 433	8 721	2,74%	NASDAQ
Softbank Group Corp	Telecommunication Services	69 300	31 666	27 375	-4 291	2,73%	Tokyo
Pilgrim's Pride Corp	Consumer Staples	125 000	24 940	26 277	1 337	2,63%	New York
South32 Ltd	Materials	2 810 000	37 322	26 198	-11 124	2,62%	Sydney
Schaeffler AG	Industrials	188 033	24 735	24 896	161	2,49%	Frankfurt
Fila Korea Ltd	Consumer Discretionary	35 500	25 895	24 581	-1 314	2,46%	Seoul
Synchrony Financial	Financials	99 572	26 450	23 513	-2 936	2,35%	New York
Alphabet Inc Class C	Information Technology	3 700	22 389	22 953	565	2,29%	NASDAQ
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	Energy	16 500 000	31 896	22 520	-9 375	2,25%	Hong Kong
Ubiquiti Networks Inc	Information Technology	80 000	20 513	22 141	1 627	2,21%	NASDAQ
Magforce AG	Health Care	445 989	23 535	21 022	-2 514	2,10%	Xetra
CIT Group Inc	Financials	78 000	27 919	19 897	-8 023	1,99%	New York
Stock Spirits Group Plc	Consumer Staples	1 110 228	25 164	19 376	-5 788	1,94%	London
Solazyme Inc	Industrials	859 700	19 192	13 795	-5 397	1,38%	NASDAQ
First Quantum Minerals Ltdc	Materials	270 000	8 819	11 743	2 924	1,17%	Toronto
Massimo Zanetti Beverage Group SpA	Consumer Staples	171 514	13 380	11 391	-1 989	1,14%	Italian
Fourlis Holdings SA	Consumer Discretionary	387 563	9 613	10 413	800	1,04%	Aten
Rentech Inc	Industrials	399 500	26 491	7 038	-19 452	0,70%	New York
Whiting Petroleum Corp	Energy	85 000	21 857	5 505	-16 352	0,55%	New York
Samsung SDI Co Ltd Pref	Information Technology	11 080	5 177	5 109	-68	0,51%	Seoul
FFP	Financials	4 736	2 889	2 931	42	0,29%	Paris
Total equity portfolio*			1 071 115	955 769	-115 347	95,48%	
Disposable liquidity				45 226		4,52%	
Total share capital				1 000 994		100,00%	

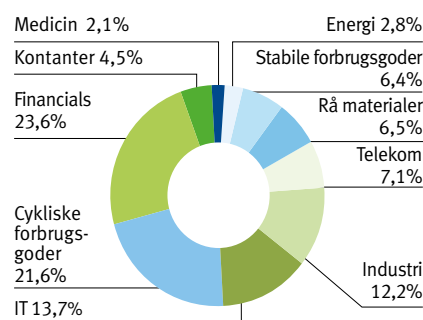
* Nubers in 1 000 NOK.

NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN FOCUS (PR. 31.03.2016)

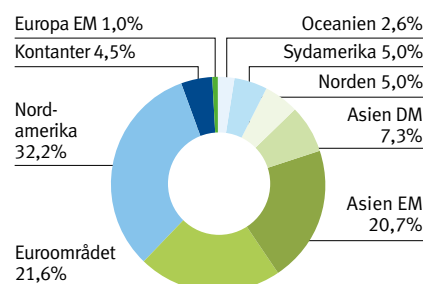
Selskab	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2016E	P/E 2017E	P/BV seneste	Kursmål
American International Group Inc	7,5%	54,05	11,2	9,2	0,7	90
SK Hynix Inc	5,1%	28 150,00	9,0	7,6	0,9	65 000
Jbs SA*	5,0%	10,95	6,9	5,6	1,1	22
Carlsberg AS-B	5,0%	624,00	21,3	18,8	2,2	822
SBI Holdings Inc	4,6%	1 143,00	9,2	8,8	0,6	3 000
China Telecom Corp Ltd	4,3%	4,10	16,7	14,8	1,1	8
Jenoptik AG	3,9%	14,05	15,7	14,5	1,8	20
Citizens Financial Group Inc	3,8%	20,95	11,7	10,0	0,6	35
Infineon Technologies AG	3,6%	12,51	17,1	14,7	2,9	20
AirAsia Bhd	3,2%	1,83	6,9	6,4	1,1	3
Vægtet top 10	46,0%		11,0	9,5	1,0	
Vægtet top 35	95,5%					
Kontant	4,5%					
Total	100,0%					

*JBS er største aktionær i Pilgrim's Pride, som udgør 2,6 procent af fonden. Den kombinerede vægt af disse to positioner er 7,6 procent.
P/E kan afvige fra andre kilder, da de er baseret på SKAGENs estimater.

BRANCHEFORDELING (AFRUNDET)



GEOGRAFISK FORDELING (AFRUNDET)





Konsolidering giver modstandskraft

SKAGEN m² sluttede kvartalet på minus 2,2 procent, hvilket er noget dårligere end referenceindekset. Globale ejendomsaktiers afkast var over det dobbelte af de brede globale aktieindekser i perioden.

SKAGEN m²

En andel i det globale ejendomsmarked

- › Ejendomsaktier kom godt igen efter et fald i begyndelsen af kvartalet
- › Centralbankernes tiltag påvirker stadig porteføljen
- › Selskabernes evne til fremgang er fortsat vores eneste fokus

1	2	3	4	RISIKO	6	7
Fondens startdato	31. oktober 2012					
Akk. afkast siden start	16,2 %					
Forvaltningskapital	744 mio. DKK					
Antal kendte investorer						

AFKAST	KV1 16*	12 M*
SKAGEN m ²	-2,2 %	-15,8 %
MSCI ACWI Real Estate IMI	-0,7 %	-7,4 %

*Pr. 31. marts 2016.



PORTEFØLJEFORVALTERE

Michael Gobitschek og Harald Haukås

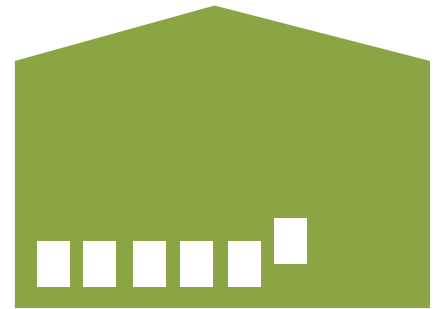
Arkitekten Ulrik Plesners første tilbygning til Brøndums hotel, 1892. Af Johan Peter von Wildenradt. Tilhører Skagens Kunstmuseer (manipuleret).



LYNSTART PÅ DET NYE ÅR

Det nye år begyndte med en markedskorrektur, og derefter fulgte en indhentning i anden halvdel af kvartalet. Faldet skyldtes blandt andet en presset finanssektor, der også påvirkede ejendomsaktier, eftersom disse er kategoriseret i finanssektoren.

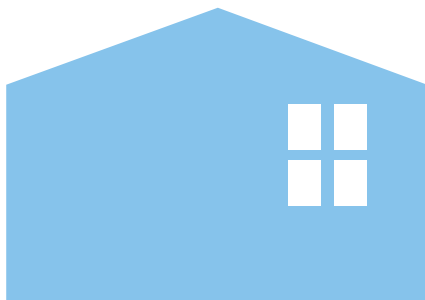
Kategorien er vigtig, da ETF'er og indeksfonde flytter deres massive kapital ved store forandringer. Ejendomssektoren vil i år blive udskilt fra finanssektoren. Dette byder vi velkommen – vi mener, at volatiliteten derved bliver mindre, og gennemsigtheden større. Følgerne er endnu uklare, eftersom det er første gang siden klassificeringen i 1999, at en ny sektor oprettes. Grundtanken er under alle omstændigheder meget positiv. Risikoen for, at Storbritannien træder ud af EU, pressede også markederne, og det samme gjorde den stadige bekymring omkring Kinas vækst og gældsætning i fremtiden. Vækstmarkederne kom dog godt igen i marts. Først og fremmest steg Brasilien stærkt i perioden med cirka 50 procent i lokal valuta for ejendomsindekset.



CENTRALBANKERNES EKSPERIMENTER HAR EFFEKT

SKAGEN m² nød godt af Den Europæiske Centralbanks hjælpepakke, der generelt er positiv for ejendomssektors substansværdi, pengestrøm og indtjeningsudvikling. Selv Den Japanske Centralbank overraskede positivt med negativ rente. Den Amerikanske Centralbanks ambivalens og flertydige melding om renteforhøjelsernes fremtidige tempo skabte desuden volatilitet i markedet. Sidst i kvartalet kom så meldingen om en mere forsigtig forhøjelse, end markedet forventede, hvilket gav et positivt bidrag. Tiden for rentenedsættelser og hjælpepakker på globalt plan er formentlig ved at være forbi, hvilket før eller senere vil føre til højere krav om afkast. Værdifastsættelsen af ejendomme vil derfor blive udjævnet eller falde. Selv om ejendomssektorens finansieringsomkostninger generelt er rekordlave og faste, vil de stige over tid. Selskaber, hvis stigning i substansværdi udgør en større del af totalafkastet (værdistigning + udbytte), vil få det sværere.

SKAGEN m² vil fortsat fokusere på selskaber med betydelig lejestigning, pengestrøm og en høj grad af aktiv værdiskabelse. Dette vil formentlig blive endnu mere vigtigt i den kommende tid, hvor støtten fra verdens centralbanker ophører. Men renteniveauet vil sandsynligvis være presset i lang tid fremover i store dele af verden. En høj rente indikerer desuden i de fleste tilfælde positiv økonomisk udvikling, hvilket også begunstiger ejendomssektorens lejefastsættelse og forbrugsmønstre.



INDKØBSCENTRE BLEV VINDERE – TRODS PROBLEMER

Vi fortsatte arbejdet med at konsolidere porteføljen i løbet af kvartalet. Det skete ved at sælge ni positioner og købe to. Hovedparten af de solgte selskaber var noterede i vækstmarkederne og blev solgt, enten fordi de nåede vores kursmål, præsterede skuffende eller var vægтет for lavt. Vægtningen i vækstmarkederne er dog på det hidtidige niveau, eftersom vi har øget de beholdninger, vi tror mest på.

Vi frasolgte den brasilianske indkøbscenteroperatør, BR Malls, efter at selskabet blev kvartalets vinder i porteføljen med en stigning på cirka 40 procent i lokal valuta. BR Malls rapporterede ganske vist bedre end forventet, men selskabets lejere har det fortsat hårdt på grund af vigende forbrug.

Markeds- og valutastigninger i Brasilien satte ind, i og med at markedet begyndte at håbe på det nødvendige regeringsskifte efter korruptionsskandalen med højt placerede politikere indblandet.

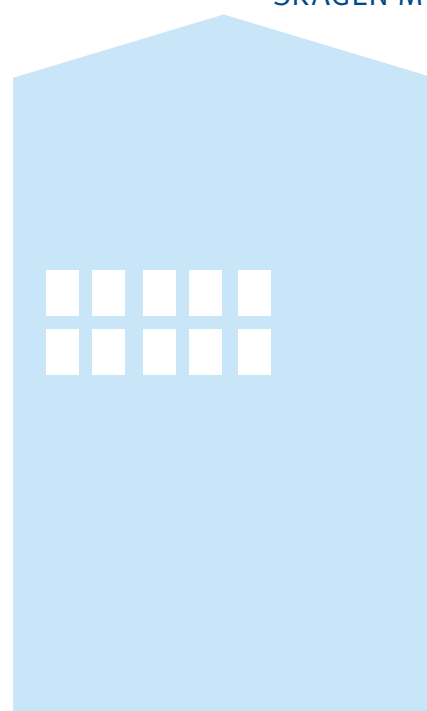
Det argentinske IRSA er et andet selskab, som har nydt godt af opdriften fra et muligt markeds- og reformvenligt regeringsskifte. Selskabet har rekonstrueret sin gæld og sluttede kvartalet som tredjebedste bidrager. Ved hjælp af forskellige interne transaktioner er det lykkedes IRSA at takle den hedgefond, som angreb selskabet for at tjene penge på en faldende kurs. Den svenske lejlighedsudlejer D. Carnegie var en anden af kvartalets vindere og er trods en god stigning fortsat undervurderet. Selskabets lejligheder i Stockholmområdet holder en kvadratmeterpris på under 11.000 SEK, cirka halvdelen af omkostningerne ved nyopførelse. D. Carnegie har desuden med den herskende bolignød i princippet ingen risiko for ledige lejermål, og udlejningsstigningen ligger et godt stykke over inflationen. Selskabet annoncerede i kvartalet, at det indløser udestående konvertible obligationer. Derved forsvinder det negative efterslæb, der har eksisteret. Transaktionen bidrager kort sagt til lavere finansielle omkostninger, mindre udvanding, bedre likviditet og gennemsigtighed. Kun en enkelt analytiker følger D. Carnegie trods selskabets størrelse.



MEDVIND FOR SPANIEN

Det spanske Inmobiliaria Colonial er et nyt og spændende selskab, som primært besidder førsteklasses kontorejendomme med den bedste beliggenhed i Madrid, Barcelona og Paris. Lejen i de spanske byer har i mange år været faldende, men er nu begyndt at stige på de meste centrale beliggenheder, hvor Colonial har størstedelen af sin bestand. Drivkræfterne i den positive lejeudvikling er efterspørgsel og manglende udbud af centrale kontorejendomme først og fremmest i Madrid. Udviklingen afspejles i selskabets hurtigt dalende ledighedstal.

De spanske storbyer befinder sig i begyndelsen af lejecykklussen og adskiller sig derved fra mange andre europæiske storbyer. Der er desuden godt skub i den spanske økonomi, hvilket fremskynder udviklingen. Cirka 50 procent af selskabets ejendomme ligger i det parisiske kontormarked, og det giver også et godt udviklingspotentiale. Colonial er det eneste spanske ejendoms-selskab, der har overlevet finanskrisens efterdønninger i Spanien. Selskabet har siden haft en hård tur og er blevet genkapitaliseret. Colonial blev en af de store vindere i kvartalet trods den korte tid i porteføljen, i høj grad fordi fonden gik ind i selskabet til en meget attraktiv værdifastsættelse. Lejestigning, lavere ledighedstal, og aktiv repositionering af aktiverne har været drivkræfter i værdistigningen.



BRITISK OPBEVARING

Det andet nye selskab i kvartalet er det britiske Big Yellow Group, som er ejer og operatør inden for opmagasinering, det såkaldte *self-storage*. Selskabets værdiskabelshistorik er god, og værdifastsættelsen er rimelig på baggrund af forventet vækst, dominerende position, solidt balanceregnskab og centralt beliggende portefølje i London.

Kvartalets tabere var tre amerikanske REITs (ejendomsselskaber med skattefordel), nemlig HCP, SL Green og Columbia Property Trust. En af grundene var markedets frygt for, at Den Amerikanske Centralbank ville sætte tempoet på renteforhøjelserne i vejret. I slutningen af marts viste det sig, at det modsatte blev tilfældet. Desuden blev dollaren svækket i perioden. Nedgangen kan også forklares af selskabsspecifikke hændelser – for HCP's vedkommende primært vedvarende problemer for en af deres større lejere. Det fik markedet til sætte spørgsmålstegn ved den fremtidige udbyttekapacitet. Selskabet har haft udbyttevækst 31 år i træk. Columbia Property Trust fremsatte et mere tilbageholdende estimat end forventet, samtidig med at selskabets udbytter ikke vil være dækket af pengestrømmen før slutningen af 2017. Dette betyder en begrænset evne til fortsat at tilbagekøbe aktier, som har været en bedre kapitalallokering end udbytte. SLG Greens administrerende direktør kom med negative udtalelser om fortsat stigning i New Yorks kontormarked, og selskabet handles nu til lave niveauer i forhold til porteføljens centrale beliggenhed på Manhattan.



Foto: D. Carnegie.

Den svenske lejlighedsudlejer D. Carnegie var en af kvartalets vindere og er trods en god stigning fortsat undervurderet. Selskabets lejligheder i Stockholm-området holder en kvadratmeterpris på under 11.000 SEK, cirka halvdelen af omkostningerne ved nyopførelse. På billedet: En af virksomhedens boligkomplekser i Vårby, en forstad tæt på Stockholm.

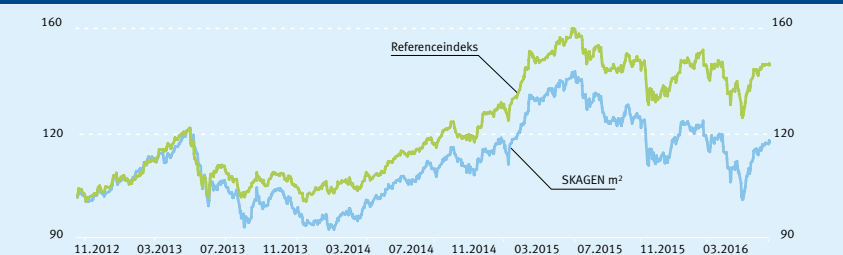
FONDEN ER MERE ROBUST END NOGENSINDE

For omkring et år siden begyndte vi at koncentrere fonden for at skabe en mere robust og likvid portefølje med gode muligheder for langsigtet værdiskabelse. Ændringen betyder, at vi nu har 40 selskaber, først og fremmest i udviklede lande, med en høj andel af aktiver i balanceregnskabet. Vi koncentrerer os fortsat om selskaber, som vi mener kan skabe værdi gennem stigninger i lejeindtægter og pengestrøm, og i mindre grad ved at aktiverne stiger i værdi på grund af forskellige centralbankeksperimentet. Vores eneste fokus er med andre ord selskabernes egen evne til fremgang.

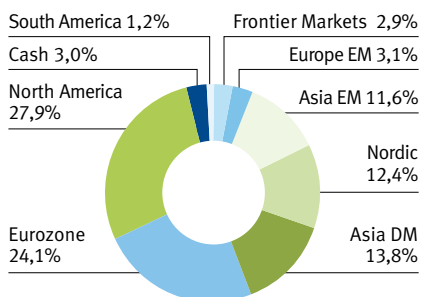
SKAGEN m² PORTEFØLJEÆNDRINGER 1. KV. 2016 (% AF FORVALTET KAPITAL)

5 største positive bidragydere		5 største køb	
IRSA	0,43%	Immobiliera Colonial	2,86%
D Carnegie & Co	0,42%	Big Yellow Group	2,07%
BR Malls	0,34%	D Carnegie & Co	1,53%
Immobiliera Colonial	0,31%	SL Green Realty Corp	1,02%
Mercialys	0,29%	Ashford Hospitality Prime	0,60%
5 største negative bidragydere		5 største salg	
HCP	-0,98%	Apartment Investment & Management	-2,13%
SL Green Realty Corp	-0,79%	Columbia Property Trust	-1,60%
Columbia Property Trust	-0,68%	BR Malls	-1,21%
Global Logistic Properties	-0,54%	Entra ASA	-0,93%
Mitsui Fudosan	-0,41%	Ananda Development	-0,86%

KURSHISTORIK SKAGEN m²



GEOGRAFISK FORDELING (AFRUNDET)



NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN m² (PR. 31.03.2016)

Selskab	Postens størrelse %	Kurs	P/NAV sidste	Dividend Yield 2016E	EBITDA 2016E/EV
Mitsui Fudosan Co Ltd	4,9 %	2808	72%	1,1%	6,8%
Global Logistic Properties Ltd	4,8 %	1,92	66%	3,6%	4,2%
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	4,6 %	137	70%	1,3%	6,6%
SL Green Realty Corp	4,6 %	95,64	75%	3,1%	5,1%
Deutsche Wohnen AG	4,0 %	27,29	119%	2,7%	4,5%
Mercialys SA	3,9 %	20,29	99%	6,2%	5,1%
HCP Inc	3,5 %	32,32	90%	6,9%	6,6%
Immobiliera Colonial SA	3,4 %	0,65	84%	3,8%	4,2%
Brandywine Realty Trust	3,3 %	13,95	85%	4,3%	6,1%
General Growth Properties Inc	3,2 %	29,65	90%	2,6%	5,1%
Vægtet top 10	40,2%		84%	3,4%	5,4%
Vægtet top 35	92%			3,2%	6,0%
Referenceindeks				3,6% (actual)	

P/E-talen kan skilja sig från andra källor då de är baserade på SKAGENS egna estimat.

Securities	Sector	Number	Acquisition value NOK *	Market-value NOK*	Unrealised gain/loss *	Share of fund	Stock exchange
Mitsui Fudosan Co Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	222 000	45 346	45 890	544	4,85%	Tokyo
Global Logistic Properties Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	3 837 700	51 736	45 376	-6 360	4,79%	Singapore
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	Real Estate Companies incl. REITs	320 000	41 742	43 840	2 098	4,63%	Oslobørsen
SL Green Realty Corp	Real Estate Companies incl. REITs	55 000	42 239	43 509	1 269	4,60%	New York
Deutsche Wohnen AG	Real Estate Companies incl. REITs	146 000	26 467	37 560	11 094	3,97%	Frankfurt
Mercialys SA	Real Estate Companies incl. REITs	193 269	29 956	36 967	7 011	3,91%	Paris
HCP Inc	Real Estate Companies incl. REITs	122 100	38 556	32 646	-5 910	3,45%	New York
Inmobiliaria Colonial SA	Real Estate Companies incl. REITs	5 301 157	29 241	32 383	3 143	3,42%	Madrid
Brandywine Realty Trust	Real Estate Companies incl. REITs	271 000	30 129	31 269	1 141	3,30%	New York
General Growth Properties Inc	Real Estate Companies incl. REITs	124 000	24 754	30 410	5 656	3,21%	New York
CBL & Associates Properties Inc	Real Estate Companies incl. REITs	300 000	39 865	29 305	-10 560	3,10%	New York
Catena AB	Real Estate Companies incl. REITs	221 204	25 012	28 215	3 202	2,98%	Stockholm
D Carnegie & Co AB	Real Estate Companies incl. REITs	354 084	23 765	27 821	4 056	2,94%	Stockholm
Columbia Property Trust Inc	Real Estate Companies incl. REITs	152 000	27 421	27 169	-252	2,87%	New York
Irsa Sa ADR	Real Estate Companies incl. REITs	228 000	23 408	27 119	3 711	2,86%	New York
Ashford Hospitality Trust	Real Estate Companies incl. REITs	508 342	34 947	26 090	-8 857	2,76%	New York
PS Business Parks Inc	Real Estate Companies incl. REITs	29 000	18 482	24 179	5 697	2,55%	New York
Dic Asset AG	Real Estate Companies incl. REITs	310 000	21 531	24 136	2 605	2,55%	Xetra
CA Immobilien Anlagen AG	Real Estate Companies incl. REITs	138 000	19 821	22 376	2 555	2,36%	Wien
Axia Real Estate SOCIMI SA	Real Estate Companies incl. REITs	180 000	18 306	22 102	3 796	2,33%	Madrid
Big Yellow Group Plc	Real Estate Companies incl. REITs	233 000	21 401	21 586	184	2,28%	London
Shangri-La Asia Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	2 150 000	22 605	20 289	-2 316	2,14%	Hong Kong
Melia Hotels International	Real Estate Companies incl. REITs	203 000	17 889	19 807	1 917	2,09%	Madrid
Nomura Real Estate Master Fund Inc	Real Estate Companies incl. REITs	1 483	15 004	18 341	3 337	1,94%	Tokyo
SM Prime Holdings Inc	Real Estate Companies incl. REITs	4 511 800	12 595	17 846	5 251	1,89%	Filippinerna
Atrium Ljungberg AB	Real Estate Companies incl. REITs	120 621	12 052	17 281	5 228	1,83%	Stockholm
Soho China Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	4 068 500	21 991	16 051	-5 939	1,70%	Hong Kong
Grivalia Properties Reic AE	Real Estate Companies incl. REITs	213 445	14 377	14 830	452	1,57%	Aten
Emlak Konut Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Real Estate Companies incl. REITs	1 710 000	15 091	14 418	-673	1,52%	Istanbul
First Real Estate Investment Trust	Real Estate Companies incl. REITs	1 796 484	13 202	13 572	370	1,43%	Singapore
Phoenix Mills Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	358 945	13 688	13 458	-230	1,42%	Indien
Ashford Hospitality Prime Inc	Real Estate Companies incl. REITs	125 000	12 162	11 838	-324	1,25%	New York
CapitaLand Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	600 000	10 553	11 314	761	1,20%	Singapore
Gecina SA	Real Estate Companies incl. REITs	10 000	9 829	11 261	1 432	1,19%	Paris
Oberoi Realty Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	329 090	9 399	9 923	524	1,05%	Indien
Keck Seng Investments	Real Estate Companies incl. REITs	1 618 000	12 260	9 627	-2 632	1,02%	Hong Kong
Ascendas India Trust	Real Estate Companies incl. REITs	1 780 200	7 443	9 568	2 124	1,01%	Singapore
Ashford Inc	Real Estate Companies incl. REITs	19 046	13 168	7 113	-6 055	0,75%	New York
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	Real Estate Companies incl. REITs	39 786 400	14 631	6 757	-7 874	0,71%	Indonesien
BR Properties SA	Real Estate Companies incl. REITs	325 000	9 236	6 725	-2 510	0,71%	Sao Paulo
General Shopping Finance	Real Estate Companies incl. REITs	950 000	5 159	4 672	-487	0,49%	Euroclear
Bumi Serpong Damai PT	Real Estate Companies incl. REITs	2 154 400	1 773	2 487	713	0,26%	Indonesien
Total equity portfolio*			898 232	917 122	18 890	96,89%	
Disposable liquidity				29 432		3,11%	
Total share capital				946 554		100,00%	

* Numbers in 1 000 NOK.



Helikopterne letter nok ikke

At ”kaste penge ud fra helikoptere” vil næppe hjælpe centralbankerne til at nå deres inflationsmål.

Selv efter mange år med tilnærmet nulrentepolitik og kvantitative lettelser forsøger flere centralbanker at hæve inflationen. Nogle centralbankøkonomer har på det seneste nævnt ’helikopterpenge’ som en interessant idé, hvilket tyder på, at den diskuteres som et potentielt nyt våben i kampen for højere inflation.

Hvad er helikopterpenge, kan den slags penge få inflationen op, og hvad er sandsynligheden for, at helikopterne letter?

Budgetunderskud finansieres generelt ved at sælge statsgæld. Staten finansierer sig selv med helikopterpenge, hvis den låner af centralbanken. Mange kalder helikopterpenge for ’seddelpresseren’. Det er misvisende. Det, som sker, er, at centralbanken øger sin balance. På aktivsiden lægges de til et lån til staten, og på passivsiden sættes et tilsvarende beløb ind på statens konto. Pointen er, at staten opnår kredit med et par tryk på tasterne i centralbanken i stedet for at udstede obligationslån.

Men modsat af, hvad man skulle tro, er helikopterpenge ikke en oplagt kilde til inflation. Og det er slet ikke et sikkert redskab til at opnå den præcise inflation – som altså svarer til centralbankens inflationsmål.

Allerførst: Der er næsten ingen forskel på at låne i markedet og låne af centralbanken. Staten ender uanset hvad med en højere gæld til den private sektor. Hvorfor?

Når staten bruger de penge, som den har lånt af centralbanken, flyttes de over på bankens konti i centralbanken. Det er på denne måde, at staten bruger pengene. Alle indskud, som bankerne har i centralbanken, er en del af statsgælden. Centralbanken ejes nemlig af staten, og den betaler rente af bankens indskud. Så om underskuddet finansieres af lån i markedet eller lån fra centralbanken, har ingen effekt på den samlede statsgæld. Den eneste forskel på almindelig statsgæld og centralbankindskud er, at renten på den

ordinære statsgæld som regel er fast, mens renten af centralbankindskud er flydende. Dette har lille effekt på statens samlede renteomkostninger over tid.

Om helikopterpenge medfører højere inflation, afhænger af, om markedet mister tilliden til statsfinansierne. Tillid til statsfinansierne afhænger af, at folk tror, at skattniveauet over tid vil blive tilpasset på en måde, så statsgælden kan håndteres.

Hvis borgerne ikke tror, at staten formår at få orden på finansierne, vil de forsøge at skille sig af med fordringer til staten ved at købe reelle goder som varer og tjenesteydelser. Øget efterspørgsel på varer og tjenesteydelser trækker så inflationen op, indtil statens forpligtelser er faldet til det rette niveau.

Den høje inflation, der for nylig har været i Rusland, skyldes formentlig en sådan mekanisme. Olieprisfaldet og international uro har beskåret skatteindtægterne. Putin og hans slæng er sikkert ikke blevet anset som værende dygtige nok til at sørge for, at statsfinansierne over tid vil blive rettet op igen. Inflationen er dermed steget kraftigt og har i en periode været tocifret.

De, som er fortalere for helikopterpenge, lader til at mene, at hvis staten camouflerer en del af gælden som centralbankindskud, kan man få noget af den samme slags inflation. Hvorfor? Det må være, fordi man mener, at befolkningen tror, at staten kun tager højde for obligationsgælden. Staten fører så en finanspolitik, som ikke er helt bæredygtig, eftersom den over tid ikke tilpasser skattniveauet til de samlede statslige udgifter.

Jeg mener, at man dermed undervurderer markedets evne til at forstå statsfinansierne. Hvorfor skulle befolkningen ikke kunne forstå, at det ikke spiller nogen rolle for statsfinansierne, om staten låner i markedet eller af centralbanken? Og hvorfor skulle de ikke kunne forvente, at et fremtidigt skattniveau vil blive hævet, således at staten er i stand til at håndtere hele sin gæld?

Kan staten i en veludviklet demokratisk økonomi på en troværdig måde forpligte sig til kun at betjene obligationsgælden? Jeg tror ikke, at dette kan lade sig gøre. Vi vil sandsynligvis forvente, at politikerne opfører sig ansvarligt, og at de vil tilpasse deres opsparing derefter. Hvis det er tilfældet, vil borgernes opsparing øges, hvis man tyr til helikopterpenge. Folk sparer op for at kunne betale højere fremtidige skatter. I så fald vil der ingen effekt være på inflationen.

Men hvad nu, hvis tricket virker, og det lykkes myndighederne at bilde folk ind, at centralbankgæld ikke er statsgæld? Så betyder det ikke, at man har ramt bulls eye på inflationsmålskiven.

For hvor mange penge skal man stoppe ind i helikopterne? Ingen har forsøgt sig bevidst med en finanspolitik, som mangler en smule bæredygtighed. Hvor meget tilsløret statsgæld skal staten emitte, for at inflationen lige præcis bliver den rette? Her vil myndighederne skulle famle i blinde med stor risiko for, at inflationen bliver højere end ønsket.

Som jeg ser det, er der stor chance for, at et forsøg med helikopterpenge enten ingen effekt har på inflationen, eller at virkningen bliver alt for kraftig.

Jeg tror, at myndighederne, når de får tænkt sig om, vil nå den samme konklusion. Efter min vurdering er der nok ikke grund til at tro, at de monetære helikoptere dukker op i horisonten.



– Torgeir Høien
Porteføljeforvalter SKAGEN Tellus

SKAGEN Tellus

Åbner døren til globale renter

- › Fondens afkast blev trukket ned af dollarsvækkelse i forhold til euroen
- › Vi forventer en stærkere dollar forude
- › Udviklingen i Japan bidrog ikke tilstrækkeligt i forhold til referenceindekset

1 2 4 RISIKO 5 6 7

Fondens startdato	29. september 2006
Akk. afkast siden start	61,97 %
Forvaltningskapital	880 mio. DKK
Antal kendte investorer	2.778

AFKAST	KV1 16*	12 M*
SKAGEN Tellus	0,03%	-10,32%
JP Morgan GBI Broad Index Unhedged	1,58%	-0,75%

* Pr. 31. marts 2016.



PORTEFØLJEFORVALTERE

Torgeir Høien og Jane Tvedt

Interiør. Brøndums aneks. Ca. 1920. Af Anna Ancher. Billedet tilhører Skagens Kunstmuseer (manipuleret).



Udfordret af valutaen

Afkastet i første kvartal var ikke tilfredsstillende og udviklede sig svagere end referenceindekset.

Målt i lokal valuta var det kun vores portugisiske statsobligationer (4,3 procent af porteføljen), der gav et negative afkast. Kursfaldet kostede lidt mere, end hvad vi fik i renteindtægter.

Med undtagelse af en amerikansk obligation beholdte vi de resterende lange obligationer, som vi havde i begyndelsen af året. Vi tror på nye kursgevinster i udvalgte lande i eurozonen og Sydamerika.

Det, der primært har bidraget til at trække kvartalets afkast ned, var euroen. Den blev styrket over for flere valutaer, som vores obligationer er denomineret i. Dollarsvækkelsen på 5 procent over for euroen havde størst betydning for afkastet. 30 procent af fonden er investeret i dollar-obligationer.

Selvom nogle af fondens valutaer styrkede sig i forhold til euroen medførte valutakursændringerne, at fondens kurs faldt med 1,4 procentpoint.

En årsag til dollarens svækkelse kan være, at Centralbanken, Fed, signalerede en lavere stigning end forventet af den styrende rente end udtalt i slutningen af sidste år.

Vi har beholdt vores dollar-positioner. Det skyldes først og fremmest troen på, at inflationen vil stige yderligere. Men også troen på, at den globale økonomi udvikler sig bedre end Feds forventninger i foregående kvartal. Sidstnævnte er blevet et stadigt vigtigere parameter for den amerikanske centralbank.

Med god økonomisk vækst i USA og højere renteniveau i forhold til resten af verden, tror vi, at dollaren styrkes i de kommende kvartaler.

I forhold til referenceindekset havde fonden en lavere eksponering mod yen-denomineret gæld, som styrkede sig over for euroen. Helt uventet annoncerede den japanske centralbank en rentenedsættelse i slutningen af januar, der bragte styringsrenten ned til minus 0,1 procent. De i forvejen lave lange obligationsrenter faldt yderligere, og obligationskurserne steg sammen med yennen.

Med 10 procent af fonden investeret i japanske statsobligationer med relativt kort løbetid fik vi en mindre gevinst end referenceindeks.

Absolut set blev vi påvirket af den svækkede dollar, og relativt set fik vi ikke et stort nok rygstød fra den styrkede yen og højere japanske obligationskurser.

Fondens investeringsmandat betyder, at vi kan tage både rente- og valutarisici. Valutamarkedet har sine krampetrækninger, men over tid har valutaeksponeringen bidraget positivt til fondens afkast.

Værdipapir	Forfalds- dato	Kupon	Nominelt ***	Kostpris ***	Markeds- kurs	Vedhæn- gende rente ***	Markeds- værdi ***	Markeds- værdi inkl. vedhæn- gende rente ***	Urealiseret gevinst/ tab ***	Andel af fonden
GOVERNMENT BONDS										
Canadian Government	2016-11-01	1,00	10 000	65 014	645,50	267	64 550	64 817	-465	5,78%
Chilean Government	2020-08-05	5,50	4 410 000	54 659	1,28	466	56 579	57 045	1 920	5,09%
Colombian Government	2021-04-14	7,75	13 400 000	48 232	0,28	2 774	37 504	40 279	-10 728	3,59%
Croatia Government Int Bond	2022-05-30	3,87	8 300	74 798	970,42	2 541	80 545	83 085	5 747	7,41%
Hellenic Republic Government	2035-02-24	3,00	9 000	53 134	547,59	251	49 283	49 534	-3 851	4,42%
Portugese Government	2025-10-15	2,87	5 000	47 985	952,95	623	47 647	48 271	-338	4,31%
Slovenia Government	2026-03-30	5,12	3 500	41 766	1 279,33	5	44 777	44 781	3 010	4,00%
Spanish Government	2025-04-30	1,60	5 000	45 315	969,81	694	48 491	49 184	3 176	4,39%
European Bank Recon & Dev	2018-03-19	5,75	200 000	25 846	12,35	47	24 696	24 743	-1 150	2,21%
Japan Government	2016-06-20	1,90	900 000	62 398	7,41	353	66 664	67 017	4 266	5,98%
Japan Government	2017-10-16	0,10	550 000	37 991	7,41	19	40 749	40 767	2 757	3,64%
Mexican Government	2036-11-20	10,00	60 000	38 345	67,22	823	40 332	41 155	1 987	3,67%
Norwegian Government	2017-05-19	4,25	60 000	63 360	104,29	2 215	62 573	64 787	-788	5,78%
New Zealand Government	2023-04-17	5,50	8 000	54 358	686,61	1 165	54 928	56 093	571	5,01%
Peruvian Government	2037-08-12	6,90	18 000	41 063	236,46	407	42 564	42 970	1 501	3,83%
Lithuanian Government	2022-02-01	6,62	5 500	42 570	1 001,65	503	55 091	55 593	12 520	4,96%
US Government	2016-08-31	0,50	12 800	87 374	828,27	47	106 018	106 065	18 644	9,46%
US Government	2017-06-30	0,62	10 800	88 468	827,26	140	89 345	89 484	877	7,99%
US Government	2016-11-30	0,87	10 000	87 347	829,79	243	82 979	83 221	-4 369	7,43%
Sum Værdipapirportefølje				1 060 025		13 580	1 095 313	1 108 894	35 288	98,95%
Disposable liquidity				11 931			11 738	11 738	-193	1,05%
TOTAL				1 071 956		13 580	1 107 051	1 120 631	35 095	100,00%

Key numbers

Effektiv underliggende afkast	2,50%
Rentefølsomhed**	3,98

* Effektiv underliggende afkast justeret for forvaltningshonorar.

** Rentefølsomhed er et forenklet udtryk for hvor meget kursen på rentepapiret vil ændre sig, hvis renten ændrer sig 1 procentpoint.

*** Tal i 1.000 NOK

Effektiv rente er det gennemsnitlige årlige afkast på en obligation ind til den forfalder, givet at der ikke sker eventuel førtidsindfrielse.

Begrebet er baseret på en række teoretiske forudsætninger, herunder geninvestering af kuponbetalinger til samme rente. Værdipapirer er vurderet til markedskurser pr. 31.03.2016.

Hvor der ikke eksisterer "market-maker" kurser, er obligationer og eventuelle certifikater prisfastsat mod den gældende rentekurve på tidspunktet for opgørelsen



SKAGEN Credit EUR

De bedste virksomhedsobligationer
fra den globale frugthave

- › Store udsving i kreditmarkederne
- › Reduceret eksponering mod eksterne faktorer
- › Attraktive renter på fondens investeringer

1	2	RISIKO	4	5	6	7
Fondens startdato	30. maj 2014					
Akk. afkast siden start	-2,4 %					
Forvaltningskapital	7 mio. EUR					
Antal kendte investorer	41					

AFKAST	KV1 16*	12 M*
SKAGEN Credit	0,62%	-3,51%
OMRX-TBILL	-0,21%	-0,34%

* Pr. 31. marts 2016.



PORTEFØLJEFORVALTERE

Ola Sjöstrand og Tomas
Nordbø Middlethon

Æbletræer. 1907. Af Michael Ancher. Tilhører Skagens
Kunstmuseer (manipuleret).

Store udsving i markedet

Det har været et meget volatilt kvartal, hvor særligt niveauet i kreditspændet har haft store udsving.

Første kvartals store ændringer i det generelle kreditspænd påvirkede naturligt fondens afkast. Hvilket igen førte til, at udviklingen i de enkelte selskaber og obligationer blev overskygget. Det var således de store bevægelser i markedet, der skabte volatiliteten, og ikke udvælgelsen af de enkelte obligationer. Mange mener, at de store niveauændringer skyldes usikkerheden omkring Kinas fremtidige økonomiske vækst og konsekvenserne for verdensøkonomien som helhed. Vores udgangspunkt for at finde investeringer er med fokus på de individuelle virksomheder og vurderinger af deres specifikke situation, og derefter kommer de eksterne faktorer, der kan påvirke selskabets markeder.

Fokus på virksomhedernes evne

Vi har solgt nogle selskaber, hvis fremtidige udvikling er for afhængige af eksterne faktorer. Herunder to tyrkiske banker. Obligationer som på den ene side har god kreditkvalitet og giver et godt afkast til en lav risiko. Men som på den anden side har en rating og dermed prisfastsættelse, som er afhængig af ratingen af Tyrkiet. På det seneste er det blevet mere og mere usikkert, om Tyrkiet kan fastholde sin investment grade-rating. Denne risiko ønsker vi ikke at have i fonden. Vi fokuserer på analysen af virksomhederne og deres evne til at opretholde eller forbedre deres finansielle situation. Det er også på den måde, vi forsøger at skabe merafkast til vores kunder.

Ekstra tillæg for Brasilien

Vi har investeret 9 procent i brasilianske virksomheder ved udgangen af første kvartal. Prisen på disse obligationer er i stærk grad påvirket af den økonomiske og politiske udvikling i Brasilien. Men det er en kalkuleret risiko, og vi er klar over, at eksterne faktorer styrer udviklingen af alle virksomhedsobligationer udstedt af brasilianske virksomheder.

Et hovedkvarter i Brasilien betyder, at obligationer udstedt i dollar og handlet på et internationalt fastforrentede marked automatisk får en højere kreditpræmie, end med et hovedkvarter i et udviklet marked. Sådant et ekstra tillæg påvirker både dårlige og gode selskaber, og på denne måde kan vi finde mange gode virksomheder, som giver højt afkast til en lav virksomhedsspecifik risiko. Kemivirksomheden, Braskem, og protein (kød)-selskabet JBS er to eksempler i denne kategori.

Gode udsigter

Fondens investeringer har et gennemsnitligt kreditspænd på 600 basispoint. Det er et meget attraktivt niveau og et godt grundlag for et godt afkast for resten af året. Når spændet også er steget, primært på grund af, at den globale kreditpræmie på obligationsmarkedet er historisk høj, er der også en chance for, at en normalisering kan styrke fondens afkast yderligere. Mere sandsynligt er dog, at vores investeringer giver gode overskud og forbedret kreditkvalitet og dermed stiger i værdi.

SKAGEN CREDIT EUR	Number of units	Market value EUR	%
SKAGEN Credit	607	6 823	98,97
Liquidity		71	1,03
Total share capital		6 894	100,00

Degree of currency hedging 96.92%, Share of SKAGEN Credit 31,66%

SKAGEN Credit SEK/ NOK/EUR are feeder funds or a collection of funds that feed into the master fund, which oversees all portfolio investments. The following is an overview of the portfolio of the SKAGEN Credit master fund..

SKAGEN CREDIT MASTER FUND Værdipapir	Valuta	Forfaldsdato	Pålydende	Kupon	Markedsværdi	Andel af fonden
Gazprom OAO	USD	2018-04-11	800	8,15	7 458	3,68
Petrobras Global Finance BV	USD	2018-03-01	700	5,88	5 624	2,78
Seadrill Ltd	USD	2017-09-15	700	6,13	2 454	1,21
Petrobras Global Finance BV	USD	2020-01-20	100	5,75	726	0,36
Total Energy					16 262	8,03
Braskem Finance Ltd	USD	2021-04-15	575	5,75	4 698	2,32
INEOS	EUR	2023-05-01	500	4,00	4 688	2,32
Glencore Canada Financial Corp	GBP	2020-05-27	350	7,38	4 571	2,26
Glencore Funding LLC	USD	2019-04-29	475	3,13	3 678	1,82
Glencore Funding LLC	USD	2023-05-30	100	4,13	697	0,34
Total Raw Materials					18 333	9,06
Color Group AS	NOK	2019-09-18	7 000	6,26	6 876	3,40
Stena AB	EUR	2019-02-01	620	5,88	5 921	2,92
PostNL NV	GBP	2018-08-14	400	7,50	5 623	2,78
Norwegian Air Shuttle AS	EUR	2019-12-11	500	7,25	4 961	2,45
Noble Group Ltd	USD	2020-01-29	750	6,25	4 302	2,13
Tallink Group AS	NOK	2018-10-18	4 000	6,17	4 115	2,03
Heathrow Funding Ltd	GBP	2018-09-10	300	6,25	4 035	1,99
Bombardier Inc	USD	2020-03-16	400	7,75	2 889	1,43
Heathrow Funding Ltd	GBP	2020-03-20	200	6,00	2 702	1,33
Norwegian Air Shuttle AS	NOK	2017-07-03	2 000	4,88	1 964	0,97
Total Industrials					43 387	21,43
Samvardhana Motherson Automotive	EUR	2021-07-15	600	4,13	5 610	2,77
Volkswagen Leasing GmbH	EUR	2022-09-06	500	2,38	5 075	2,51
Best Buy Co Inc	USD	2021-03-15	550	5,50	4 841	2,39
Fiat Finance & Trade SA	EUR	2018-03-15	400	6,63	4 126	2,04
Jaguar Land Rover Automotive Plc	GBP	2023-03-01	200	3,88	2 261	1,12
Fiat Chrysler Finance Europe	EUR	2021-03-22	200	4,75	2 030	1,00
Jaguar Land Rover Automotive Plc	USD	2018-12-14	200	4,13	1 726	0,85
Total Consumer discretionary					25 670	12,68
Safeway Ltd	GBP	2017-01-10	400	6,00	4 972	2,46
Avon Products Inc	USD	2019-03-01	400	6,50	2 860	1,41
JBS Investments GmbH	USD	2020-10-28	300	7,75	2 548	1,26
Cosan	USD	2023-03-14	300	5,00	2 198	1,09
Lennar Corp	USD	2019-06-17	200	4,50	1 733	0,86
Total Consumer staples					14 310	7,07
Danske Bank AS	GBP	2021-09-29	600	5,38	7 578	3,74
Bank of Baroda	USD	2019-07-23	750	4,88	6 693	3,31
Amlin Plc	GBP	2026-12-18	500	6,50	6 139	3,03
Insurance Australia Group Ltd	GBP	2026-12-21	400	5,63	4 807	2,37
Diamond Bank Plc	USD	2019-05-21	400	8,75	2 899	1,43
Standard Chartered Bank	GBP	2018-04-03	200	7,75	2 789	1,38
Standard Chartered PLC	EUR	2022-11-23	200	3,63	1 874	0,93
American Tower Corp	USD	2019-02-15	200	3,40	1 708	0,84
Banco Est Rio Grande Sul	USD	2022-02-02	250	7,38	1 691	0,84
Total Financials					36 177	17,87
Rolta Americas LLC	USD	2019-07-24	400	8,88	1 371	0,68
Total IT					1 371	0,68
VimpelCom Holdings BV	USD	2022-03-01	550	7,50	4 834	2,39
Bharti Airtel International	EUR	2021-05-20	400	3,38	4 161	2,06
Bharti Airtel International	EUR	2018-12-10	300	4,00	3 084	1,52
VimpelCom Holdings BV	USD	2017-03-01	200	6,26	1 713	0,85
Frontier Communications Corp	USD	2022-09-15	200	10,50	1 679	0,83
Total Telecom					15 470	7,64
EDP Finance BV	USD	2019-10-01	850	4,90	7 514	3,71
Total Utilities					7 514	3,71
TOTAL SECURITIES PORTFOLIO					178 495	88,17
IRS EUR 20210511	EUR	11.05.2021	600		-170	-0,08
IRS EUR 20180620	EUR	20.06.2018	3 000		-459	-0,22
IRS GBP 20180129	GBP	29.01.2018	1 200		-312	-0,16
IRS USD 20210622	USD	22.06.2021	1 000		-332	-0,16
IRS USD 20190820	USD	20.08.2019	2 000		-413	-0,20
IRS USD 20180620	USD	20.06.2018	3 500		-483	-0,24
Derivatives					-2 169	-1,06
Liquidity					26 100	12,89
Total shares capital					202 425	100,00

Afkast, risiko og risikojusteret afkast

Afkast*

Pr. 31.03.2013	NAV Seneste år	NAV Seneste 2 år	NAV Seneste 5 år	NAV Seneste 7 år	NAV Seneste 10 år	NAV Levetid
SKAGEN Vekst A	-10,7%	-1,2%	1,2%	11,8%	2,8%	13,3%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	-9,4%	8,4%	8,2%	18,3%	5,1%	9,6%
SKAGEN Global A	-11,3%	4,2%	6,1%	14,7%	5,5%	14,1%
MSCI World AC	-10,4%	10,4%	9,9%	14,7%	4,3%	3,8%
SKAGEN Kon-Tiki A	-17,9%	-2,4%	-0,8%	12,0%	5,3%	12,8%
MSCI Emerging Markets	-17,4%	3,4%	0,2%	10,6%	3,6%	6,9%
SKAGEN m2 A	-15,8%	9,2%				4,5%
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	-7,4%	17,0%				11,1%
SKAGEN Focus A						-20,1%
MSCI World AC						-11,3%
SKAGEN Avkastning	-8,0%	-4,3%	0,0%	3,3%	1,8%	4,7%
Statsobligasjonsind. 3.00	-6,0%	-3,4%	-0,4%	2,4%	2,1%	4,7%
SKAGEN Tellus A	-10,3%	4,4%	4,8%	6,9%		5,2%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR	-0,8%	10,7%	5,3%	4,9%		5,1%
SKAGEN Credit EUR A	-3,5%					-2,4%
3 Month EURIBOR	-0,3%					-0,1%

Risiko og præstationsmåling

Pr. 31.03.2013	SKAGEN Vekst	SKAGEN Global	SKAGEN Kon-Tiki	SKAGEN Avkastning	SKAGEN Tellus
RISIKO- OG PRÆSTATIONSMÅL SENESTE 5 ÅR					
Standard Deviation NAV	14,7%	14,0%	16,3%	7,7%	6,2%
Standard Deviation Benchmark	13,2%	11,6%	15,5%	7,0%	7,9%
Tracking Error	6,2%	4,8%	5,0%	2,5%	5,8%
Beta	1,01	1,14	1,00	1,04	0,53
Active Share *	92%	93%	96%		
VALUE AT RISK 5 ÅR					
Alfa	-6,8%	-4,9%	-1,0%	0,4%	2,0%
Sharpe Arithmetic	0,07	0,41	-0,06	-0,02	0,74
Sharpe Ratio Benchmark	0,59	0,80	0,00	-0,07	0,63
Information Ratio Arithmetic	-1,08	-0,74	-0,20	0,14	-0,07

* Active share er pr. 31. marts 2016

*Alle afkasttal over 12 måneder er annualiseret.

Benchmarkindeks for SKAGEN Global var indtil 2010 MSCI World Index (Daily Traded Net Total Return). Siden da har det været MSCI All Country Index (Daily Traded Net Total Return).

Benchmarkindeks for SKAGEN Kon-Tiki var MSCI World Index (Daily Traded Net Total Return) indtil 2004. Siden da MSCI Emerging Markets Index (Daily Traded Net Total Return). Afkastdata for benchmarket til SKAGEN Kon-Tiki er derfor en kombination af disse to indeks.

Benchmarkindeks for SKAGEN Vekst var indtil 2014 et vægtnet gennemsnit af MSCI All Country Index (Daily Traded Net Total Return) og Oslo Børs Benchmark Index (OSEBX). Før 2010 var Oslo Børs Benchmark Index (OSEBX). Fondens investeringsmandat er ændret med virkning pr. 01.01.2014 fra, at fonden investerer mindst 50 % af sine midler i Norge til, at fonden investerer mindst 50 % af sine midler i Norden.

Benchmark for SKAGEN Tellus var indtil 2012 Barclays Capital Global Treasury Index 3-5 years.

SKAGEN Veksts investeringsmandat er ændret med virkning pr. 01.01.2014 fra, at fonden investerer mindst 50 % af sine midler i Norge til, at fonden investerer mindst 50 % af sine midler i Norden. Dette betyder, at afkast før ændringen blev opnået under andre forudsætninger end i dag.

BEGREBSFORKLARING

Standardafvigelse er et mål for variationen i det årlige afkast. Der er en 65 procents tilnærmet sandsynlighed for, at det årlige afkast ligger i området plus/minus en standardafvigelse. Sandsynligheden for, at afkastet afviger med over to standardafvigelser fra forventet afkast er cirka fem procent. En høj standardafvigelse kan betyde høj risiko.

Relativ gevinst og relativt tab er mål for evnen til at opnå et merafkast i henholdsvis opgangs- og nedgangsperioder. Et relativt tab på 80 procent vil sige, at fonden i en tabsperiode i markedet har opnået et tab, som svarer til, at fonden havde investeret blot 80 procent af sine midler i indekset og 20 procent i risikofri rente (ST1X). Relativt tab på mindre end 100 procent vil sige, at fonden taber mindre end det nedadgående marked. Relativ gevinst vil sige, at fonden tjener mere end det opadgående marked. Hvis man sammenligner med en fonds standardafvigelse, kan disse mål give indikationer af, hvorfor standardafvigelsen er højere eller lavere end indekset.

Relativ volatilitet (tracking error) er standardafvigelsen fra det årlige merafkast i forhold til indekset i den pågældende periode. Relativ volatilitet måler forvalterens evne til at frembringe et jævnt merafkast i forhold til referenceindekset, men bruges ofte som et mål for et fonds uafhængighed af indekset.

Positiv og negativ indeksafvigelse udtrykker den positive eller negative indeksafvigelse pr. år i den pågældende periode. Hvis de positive afvigelser er større end de negative, har fonden opnået højere afkast end indekset.

Sharpe ratio er et indirekte mål for sandsynligheden for, at fonden vil give højere afkast end risikofri rente. Jo højere score, jo større er denne sandsynlighed. Jo større sandsynlighed, des sikrere er muligheden for at opnå merafkast ved at være på aktiemarkedet. Størrelsen kan derfor bruges som et absolut mål for risikojusteret afkast.

Information ratio er et indirekte mål for sandsynligheden for, at fonden vil give højere afkast end referenceindekset. Jo højere score, des højere er sandsynligheden for at opnå merafkast. Information ratio bruges som mål for et risikojusteret merafkast, hvor risiko fortolkes som faren for et ujævnt merafkast. Information ratio måler ermed forvalterens evne til jævnt merafkast.

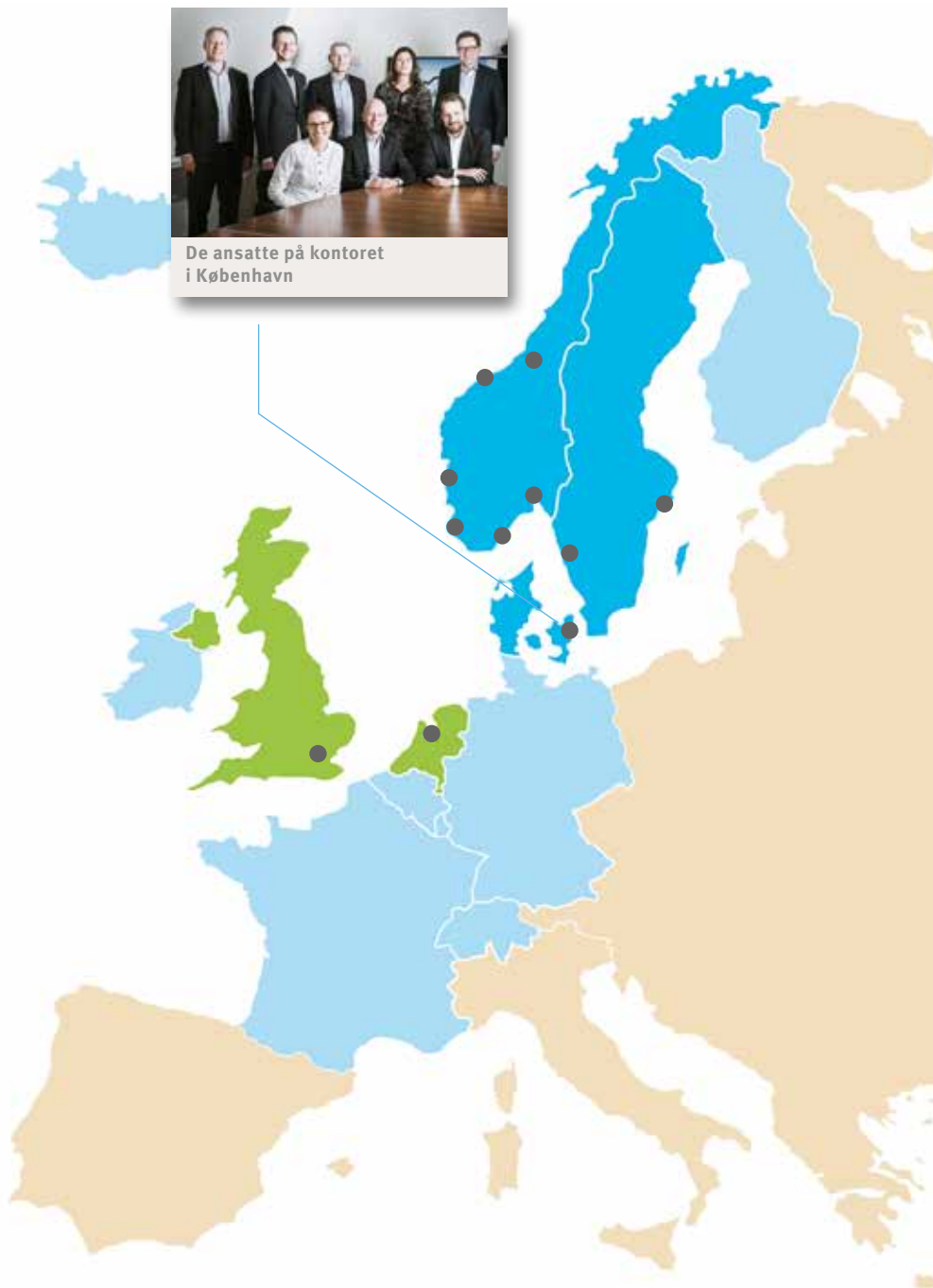
Relativ gevinst/relativt tab-ratio udtrykker forholdet mellem relativ gevinst og relativt tab. Er ratioen over 1, vil det sige, at fonden bliver bedre betalt for den risiko, den løber, sammenlignet med referenceindekset. Målet er stærkt korrelerende med Sharpe-indekset ved rangering af fonde, der investerer i samme marked, men udtrykker derudover om det risikojusterede afkast er bedre end markedets risikojusterede afkast. Målet kan derfor bruges til at sammenligne fonde i forskellige markeder. Sharpe-indekset kan kun bruges til at sammenligne fonde, der investerer i samme marked.

Indeksafvigelses-ratio udtrykker forholdet mellem positive og negative indeksafvigelser. Dette er et mål for evnen til at skabe merafkast ved at være en aktiv og ikke en passiv forvalter. Jo højere tal, des bedre betaling pr. negativ indeksafvigelse. Indeksafvigelses-ratio fortolker risikoen som faren for negativ indeksafvigelse i modsætning til information ratio, der tolker risikoen som ujævnt merafkast (og ikke nødvendigvis negativt merafkast).

Returadresse:
SKAGEN Fondene,
Kongens Nytorv 8, 4. sal,
1050 København K



De ansatte på kontoret
i København



SKAGEN Fondene er en ledende nordisk investeringsforening. Forvaltnings-selskabet bag fondene blev grundlagt i 1993 i Stavanger, Norge. SKAGEN Fondene åbnede kontor i Danmark i december 2006.

SKAGEN i Danmark

Kundeservice er åben mandag til fredag klokken 9-17.

Kongens Nytorv 8, 4. sal
1050 København K
Telefon 70 10 40 01
kundeservice@skagenfondene.dk
CVR-nummer 29 93 48 51
www.skagenfondene.dk

Hovedkontor




SKAGEN AS
Postboks 160, N-4001 Stavanger, Norge
Skagen 3, Torgterrassen
Telefon + 47 04001
Organisationsnummer: 867 462732
www.skagenfondene.no

Redaktion:

Vevika Søberg (redaktør), Parisa K. Lemaire, Anna S. Marcus, Ole-Christian Tronstad, Trygve Meyer, Michael Metzler.

Oplag: 1.500
Design: Werdsemd
Grafer: Create Great
Dansk sprogforvaltning: Adverbium,
Grafisk produktion, tryk og udsendelse:
Rosendahls A/S
Forside: *Sol over brænding*, 1871. Af P.S. Krøyer. Tilhører Skagens Kunstmuseer (manipuleret).

 /company/skagenfondene
 /skagenfondenedk
 /skagentvdanmark
 /skagenfondenedk

 Hjemmemarked
 Internationalt marked
 Markedsføringstilladelse



SKAGEN
fondene