

MARKEDSRAPPORT

# SKAGEN

*It's complicated*



HVORDAN EUROPAS SKILSMISSE KAN SKABE MULIGHEDER

# Den globale økonomi svinger taktstokken

Brexit kom bag på de globale markeder og har efterfølgende fyldt det meste i finansverdenen. Enkelte har været ængstelige for, at det britiske nej til EU i sidste instans vil føre til en splittelse af Storbritannien, efter som både Skotland og Nordirland stemte for at blive i unionen. Der har også været spekulationer om, hvorvidt briterne rent faktisk vil gennemføre Brexit'en, eller om vi vil se en såkaldt "Breversal" af den uforpligtende afstemning.

Allerede nu, et par uger efter afstemningen, har vi set markederne rette sig igen, efter de første dramatiske markedsreaktioner i dagene efter afstemningen. Markederne bryder sig ikke om usikkerhed. Vi vil formentlig fortsat se store bevægelser i markedet i tiden fremover, hvilket du kan læse mere om i investeringsdirektørens beretning på side 5. De enkelte fondes beretninger vil også komme ind på folkeafstemningen, og hvordan resultatet har påvirket deres porteføljer.

## Et påvirkeligt aktiemarked

I tiden fra finanskrisen i 2008 til i dag har det været de store begivenheder i makroøkonomien, der i det store og hele har styret finansmarkederne i større eller mindre grad. I begyndelsen var alles øjne rettet mod centralbankerne, og hvordan de agerede for at forbedre likviditeten og genrejse tilliden til det globale banksystem i dønningerne efter den bristede boligboble.

I årene efter har vi set en behersket, men sikker vækst, med tilbagevendende bekymring i markederne, når fx Kina, Rusland og Brasilien har vist svagheder. Vi har også set et betydeligt fald i oliepriserne og valutaerne i de nye markeder. Centralbankerne har forsøgt at bekæmpe ovenstående med en række aggressive pengepolitiske indgreb, herunder likviditetstilførelse til markederne.

## Optræk til storm

Bank of International Settlements (BIS) advarede for nylig om, at en ny storm var under opsejling i den globale økonomi. BIS, der omtales som centralbankernes centralbank, hævder, at stormen kan forårsages af, at centralbankerne løber tør for pengepolitiske virkemidler. Der er bl.a. bekymring for, at flere lande vil ty til negative

renter for at få fart på væksten. En anden kilde til bekymring er den generelle modvilje mod at indføre skattemæssige virkemidler, som igen forstærker frygten for, at centralbankerne er i færd med at løbe tør for finansielle redskaber.

I en verden, hvor makrobegivenhederne driver finansmarkederne, kan det være en udfordring for aktive forvaltere som SKAGEN at slå markederne. I hvert fald på kort til mellemlang sigt. I sådanne situationer kan det være fristende for nogle aktive forvaltere at konstruere porteføljer, der i det store hele ligner referenceindekset. Dette kaldes skabsindeksforvaltning. Financial Times refererer til et studie, som viser, at mere end halvdelen af aktiefondene i Sverige og Polen potentielt kan være skabsforvaltere. Skabsindeksfænomenet følges tæt af de statslige tilsyn over hele Europa for at beskytte investorerne mod at betale for noget, de ikke får. I Norge har Forbrugerrådet lagt sag an mod DNB på grund af skabsindeksforvaltning.

## Høj aktiv andel

I afkast- og risikomålingen på side 32 kan du se, hvor stor en aktiv andel SKAGENS aktiefonde har. Dette er et ofte anvendt mål på, hvor meget fondens portefølje afviger fra referenceindekset. Hvis for eksempel en fond har en aktiv andel på 80 procent, som anses for at være højt, betyder det, at blot 20 procent i porteføljen afspejler indekset. I SKAGEN er vi aktive forvaltere, og alle vores aktiefonde har en aktiv andel på over 90 procent.

Vores aktive investeringsfilosofi har som mål at se ud over de makrodrevne begivenheder fra dag til dag. Vi følger selvfølgelig med i de makro-risici, som kan påvirke vores selskaber, men vi er mere optaget af at analysere de underliggende faktorer, som vi mener, vil skabe værdi og positive afkast for investorerne på længere sigt. Historisk har dette været til fordel for vores kunder og er noget, vi er stolte af.

Derfor fortsætter vi med at anvende vores filosofi, til trods for uroen omkring Brexit og andre kortsigtede markedsudsving. Det er en god anledning til at minde om plakaten, som de britiske myndigheder fik produceret i 1939: Keep calm and carry on.



## Fremover udsendes SKAGENS kvartals- og årsrapport udelukkende digitalt.

Det betyder, at du modtager rapporten på mail, så snart det sidste punktum er sat under forudsætning af, at du har oplyst din email til os. Du kan nemt læse rapporten på din computer, tablet eller smartphone, hvor end du befinder dig.

Tilmeld dig SKAGENS Markeds- og Årsrapport på [www.skagenfondene.dk/tilmeldrapport](http://www.skagenfondene.dk/tilmeldrapport).



– Jens Elkjær  
Adm. direktør i Danmark



6

**Brexit** overskyggede alle andre nyheder i kvartalet. Men mens debatten efter Brexit fortsætter, har SKAGEN fortsat fokus på selskaber snarere end politik.



24

**Brasilien** har været det bedste marked hidtil i år, efter oprydning efter afsløringer om korrupktion. Det har også bidraget til SKAGEN m's afkast. På billedet forsøger en lille pige at nå en maskotdukke under åbningen af Brazil's Cocacabana i Olympic megastore i Rio De Janeiro.

Foto: Bloomberg



20

**SKAGEN Focus'** investering i den Sydkoreanske snackproducent Haitai var kortvarig, men med et godt afkast i kvartalet.

Foto: Haitai

## LEDER

**Den globale økonomi svinger taktstokken** > 2  
Jens Elkjær

## PORTEFØLJEFORVALTERNES BERETNING

### INDLEDNING

**Selskaber. Ikke politik** > 5  
Leif Ola Rød

## AKTIEFONDE

**SKAGEN Kon-Tiki** > 8  
Alle kriser har en ende

**SKAGEN Global** > 12  
Fornuft og følelse

**SKAGEN Vekst** > 16  
Moderat Brexit-effekt

**SKAGEN Focus** > 20  
Finansmarkederne og gøende hunde

**SKAGEN m<sup>2</sup>** > 24  
Uro på mange fronter

## OBLIGATIONSFONDE

**SKAGEN Tellus** > 28  
Folkeviljen skaber turbulens

**SKAGEN Credit EUR** > 29  
Godt afkast i et begivenhedsrigt kvartal

## AFKAST OG RISIKO

**Udvikling** > 4

**Afkast og risikomåling** > 32

**Halvårsregnskab** > 33

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 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](mailto:kundeservice@skagenfondene.dk).

# Udvikling

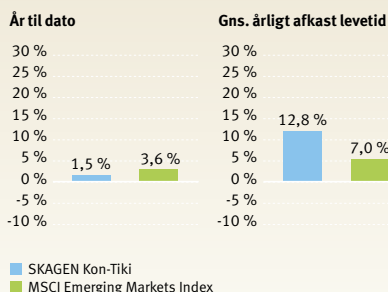
Tallene på denne side er opgjort den 30. juni 2016.  
Alle afkasttal er vedrørende andelsklasse A og opgjort i DKK.

Aktiefond

Obligationsfond

## SKAGEN KON-TIKI

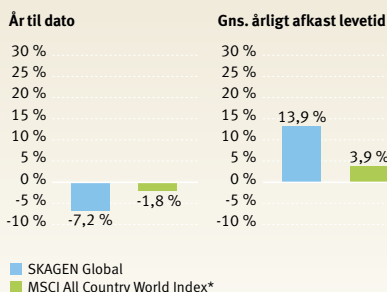
**Forvalter:** Kristoffer Stensrud og Knut Harald Nilsson  
**Start:** 5. april 2002



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

## SKAGEN GLOBAL

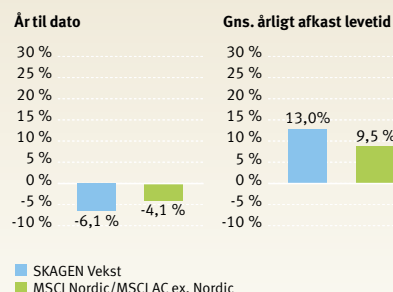
**Forvalter:** Knut Gezelius  
**Start:** 7. august 1997



\* Før 1.1.2010 var indeks MSCI World (NOK)

## SKAGEN VEKST

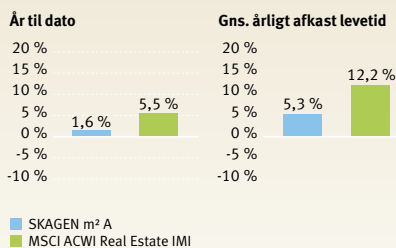
**Forvalter:** Ole Søbereg og Geir Tjetland  
**Start:** 1. december 1993



\* 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)

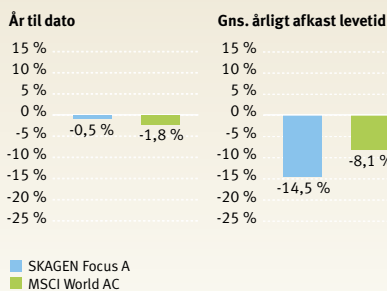
## SKAGEN m<sup>2</sup>

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



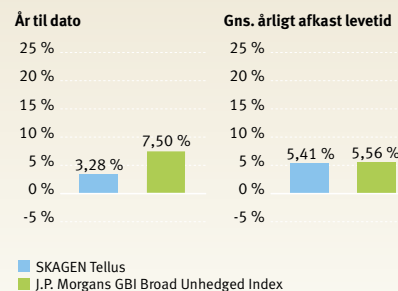
## SKAGEN Focus

**Forvalter:** Filip Weintraub  
**Start:** 26. maj 2015



## SKAGEN TELLUS

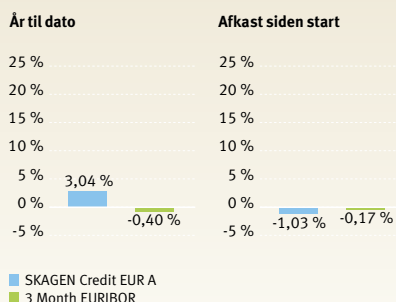
**Forvalter:** Jane Tvedt  
**Start:** 29. september 2006



\* 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 32 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, porteføljeforvalterens dygtighed, fondens risiko, samt omkostninger. Afkast kan blive negativt som følge af kurstab.

Investeringsdirektørens rapport

# Introduktion

- › Brexit overskyggede alle andre nyheder
- › Både det globale aktiemarked og vækstmarkedet svingede betydeligt, men lukkede næsten fladt
- › Mens debatten efter Brexit fortsætter, har SKAGEN fortsat fokus på selskaber snarere end politik



Foto: Bloomberg

# Selskaber. Ikke politik

En række historiske begivenheder knytter sig til den 23. juni. Det var på denne dato, skrivemaskinen blev opfundet, Den Internationale Olympiske Komite blev stiftet, og den romerske kejser Vespasian døde. I 2016 blev det også den dag, hvor Storbritannien besluttede at forlade EU med en ikke-bindende folkeafstemning. Denne begivenhed, som nu er kendt som Brexit, overskyggede nyhedsstrømmen i andet kvartal.

– Leif Ola Rød  
Investeringsdirektør

Markedet havde forventet, at de britiske vælgere ville blive i EU. Derfor sendte det overraskende resultat af folkeafstemningen chokbølger gennem kapitalmarkederne dagen derpå. Det britiske pund faldt til det laveste niveau i 30 år, det italienske aktiemarked (FTSEMIB) tabte 12 procent, og selv det amerikanske Dow Jones Industrial Average index faldt med over 6 procent. Investorerne kapitulerede og flygtede i panik, hvilket signalerede, at Brexit kunne udløse scenarier som dem, vi så under finanskrisen i 2008.

Da kvartalet en uge senere sluttede, var alarmklokkerne holdt op med at ringe, og de fleste indeks, herunder det britiske FTSE 100, havde kommet sig over Brexit-tabene. For eksempel afveg hverken S&P 500 eller MSCI Emerging Market indekset med mere end 1 procent fra niveauet før Brexit. Uroen kan hurtigt vende tilbage, men vi tror på, at markedets første reaktion på Brexit var en automatisk reaktion, som for de fleste selskabers vedkommende ikke afspejlede ændringer i den fundamentale værdi.

Vores kontrære tilgang får os til at spekulere på, om ikke Storbritanniens beslutning i den sidste ende vil blive annulleret. Vores makro-eksperter fremsætter, i afsnittet om SKAGEN Tellus, det intellektuelt provoke-

rende synspunkt, at markedet udmærket kan undervurdere muligheden for, at Storbritannien bliver i EU, når først støvet har lagt sig.

## Et omskifteligt marked

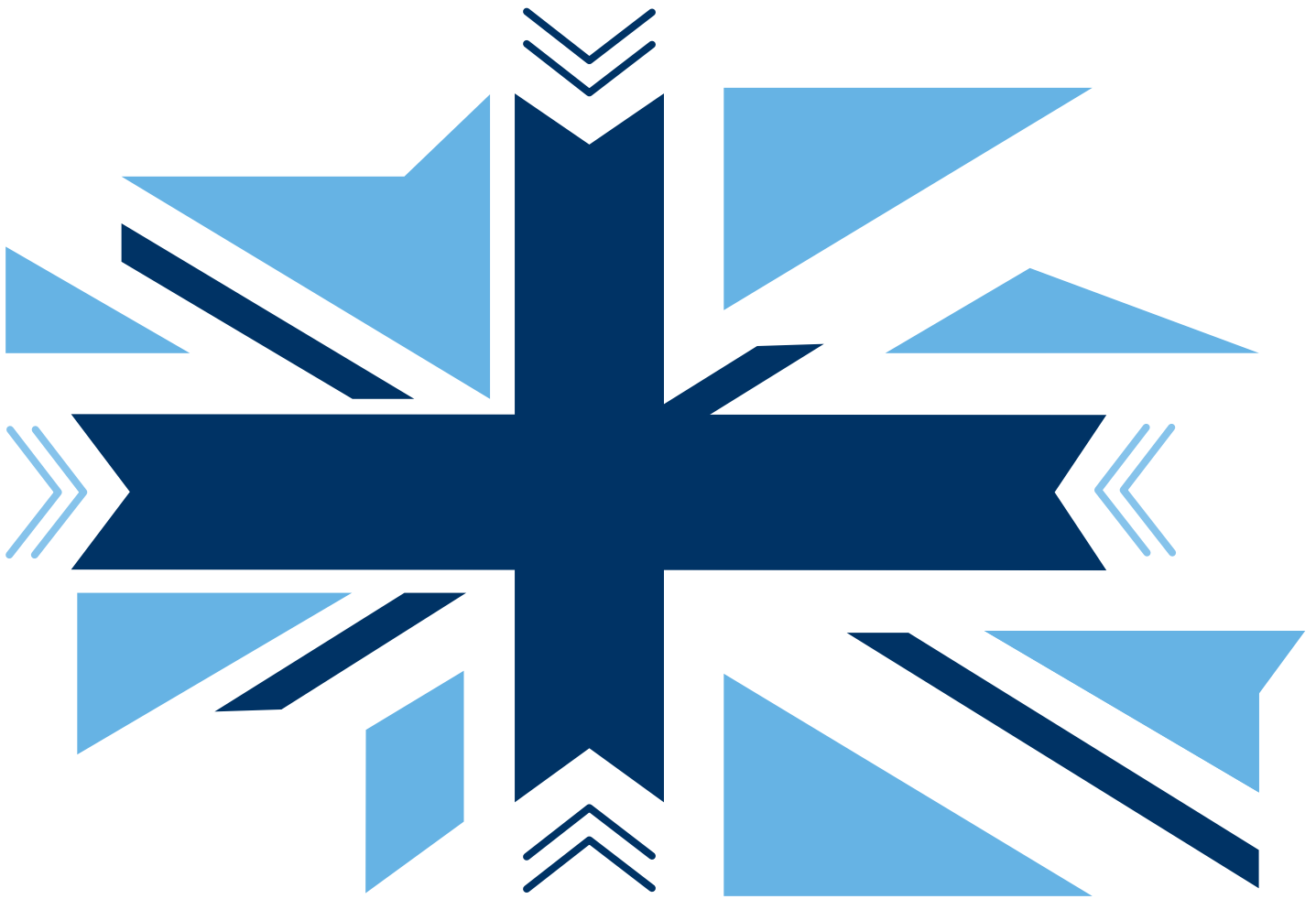
Både det globale aktiemarked (MSCI ACWI Index) og vækstmarkederne (MSCI EM Index) oplevede betydelige udsving i andet kvartal, men lykkede praktisk taget uforandret i forhold til startpunktet i april. Råvarer klarede sig bedre og rettede sig med 13 procent, hvor ved det blev det bedste kvartal siden 2010, ifølge Bloomberg Commodity Index. På samme måde havde olie det stærkeste kvartal siden 2009 og steg med 26 procent for så at lukke på omkring 48 USD per tønde (WTI futures). Endelig steg guld med næsten 7 procent i andet kvartal og tegnede sig således for den største seks måneders stigning siden 1974.

Mens råvarerne fik luft under vingerne, fortsatte obligationsrenten med at falde i USA og Tyskland, efterhånden som investorernes tro på højere rente svandt ind i løbet af kvartalet. Den amerikanske tiårige obligationsrente blev reduceret fra 1,77 procent til 1,47 procent. Tilsvarende ramte den 10-årige tyske obligation for

første gang negativt territorie og sluttede kvartalet med en negativ rente på minus 13 basispoint.

Globalt set har energi været en af de bedst performende sektorer, hvorimod finans indtil nu i år har sakket bagud (jf. MSCI ACWI Index). Markedet har i øjeblikket lagt sig godt og grundigt fast på dette syn på sektorerne. Som langsigtede investorer ved vi dog alt for godt, at markedet er omskifteligt og ændrer smag hver eneste dag. Det er derfor ikke overraskende, at energi i første halvår sidste år stod for en af de ringeste sektorudviklinger, hvorimod finans lå i den øverste halvdel.

Det korte af det lange er, at de kortsigtede markedsudsving kan være betydelige og normalt er vanskelige, hvis ikke umulige at forudsige. SKAGEN følger imidlertid en langsigtet tilgang baseret på fundamentale forhold. Når vi anvender vores kontrære tankegang, fokuserer vi på undervurderede selskaber og lader ikke midlertidige udsving i markedet komme på tværs af vores mission om at generere attraktivt langsigtet afkast. Faktisk åbner overdrevne udsving mulighed for at købe undervurderede selskaber, mens andre investorer, som ikke har nerver til forbigående usikkerhed, sælger til udsalgspriser.



### Blandet udvikling i fondene

SKAGENs aktiefonde leverede en blandet performance i andet kvartal. Det absolutte afkast varierede fra 5,5 procent i SKAGEN Focus til -2,5 procent i SKAGEN Vekst. Tilsvarende lå det relative afkast på en skala fra plus 2,7 procent i SKAGEN Focus til minus 3,4 i SKAGEN Global. Som vi har nævnt i den foregående markedsrapport, er korrelationen mellem vores aktiefonde lavere nu end for et år siden. Dette kan blandt andet tilskrives tilgangen af nye fonde og porteføljeforvaltere. Alle SKAGENs porteføljeforvaltere følger vores kontrære value investeringsfilosofi. Den skal dog rumme flere individuelle præferencer og et bredere produktsortiment – det giver en mere diversificeret performance.

SKAGENs obligationsfonde har leveret absolut afkast på en skala fra 2,11 procent i SKAGEN Avkastning, 2,40 i SKAGEN Credit til 3,24 i SKAGEN Tellus i andet kvartal.

SKAGENs fonde har i andet kvartal identificeret adskillige utilstrækkeligt prisfastsatte aktier med selskabsprofiler, der går godt i tråd med de tre U'er i vores filosofi: Upopulær, Underanalyseret og Undervurderet. Nye positioner er blevet købt i blandt andet det brasilianske logistikselvskab Rumo Logistica Operadora, det amerikanske fodtøjselskab

Skechers og belysningspecialisten Philips Lighting, der er udskilt fra moderselskabet. Yderligere information om disse selskaber og andre nyttilkomne, undervurderede selskaber kan findes i fondenes beretninger.

### PIT STOP

Ifølge Den Internationale Valutafond (IMF) vil den globale vækst udgøre 3 procent i 2016. Dette er en pæn vækstudsigt, i betragtning af, at verdensøkonomien stadig er i en genopretningsfase. Der er som sædvanlig ingen mangel på potentielle risici i horisonten, lige fra det forestående amerikanske præsidentvalg til diskussionen omkring centralbanker, som er ved at løbe tør for ammunition til at stimulere økonomien. På den anden side er risiko noget, som investorer må leve med, og historien viser, at der kun er få investeringsalternativer, som kan tilbyde bedre langsigtede afkast end aktiemarkedet. Vi tror, at dette paradigme er lige så gældende i dag som for 100 år siden.

Vi kan se muligheder over hele kloden, således som de seneste aktiekøb i vores fonde også viser. Mange selskaber, som

opererer i de nye markeder har, støttet af stigende råvarepriser og bedre markedsstemning, oplevet kursopgang i første halvdel af 2016. De nye markeder har efter adskillige års underperformance nu overgået de udviklede markeder med næsten 6 procentpoint i første halvår. Værdifastsættelsen virker fortsat beskeden på 1,5x P/B (vs. 2,1x for de udviklede markeder). I den udviklede verden er værdifastsættelsen af markederne tilbage på et niveau, der ikke er set siden sidst i 2013 og 2014. Der er altså plads til en kursstigning for selskaberne, hvis mere positive økonomiske nyheder dukker op.

Mens Brexit-diskussionerne raser i medierne, fortsætter SKAGEN med at analysere selskaber snarere end politik. Vi ved ikke med sikkerhed, hvad historiebøgerne vil skrive om 23. juni 2016, men vi ved, at viljen og evnen til at gå mod strømmen for at købe billige aktier er en god opskrift på at generere attraktive langsigtede afkast til den tålmodige investor. Denne filosofi har SKAGEN praktiseret siden 1993, og det vil vi ufortrødent fortsætte med uanset kort-sigtede markedsbevægelser.



## SKAGEN Kon-Tiki

Viser vej i nyt farvand

- › SKAGEN Kon-Tiki slog referenceindekset i andet kvartal
- › Stigning i salg af traktorer og nyttekøretøjer løftede Mahindra & Mahindra
- › Hyundai Motor: Vi ser tegn på bedring efter hård periode

1 2 3 4 5 **RISIKO** 7

Fondens startdato 5. april 2002

Akk. afkast siden start 455,1 %

Forvaltningskapital 25.524 mio. DKK

Antal kendte investorer 67.625

**AFKAST** **KV2 16\*** **12 M\***

SKAGEN Kon-Tiki 3,3 % -10,6 %

MSCI Emerging Markets 2,9 % -12,1 %

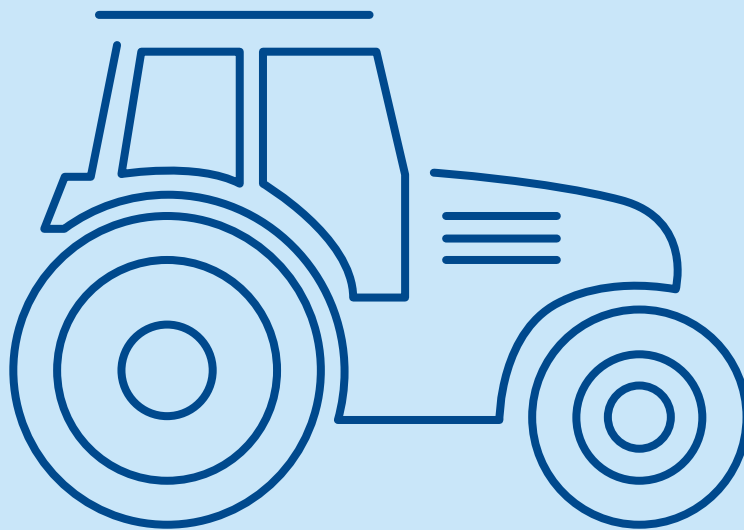
\* Pr. 30. juni 2016



### PORTEFØLJEFORVALTERE

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

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



## Alle kriser har en ende

SKAGEN Kon-Tiki steg med 3,3 procent i andet kvartal, mod 2,9 procent for vækstmarkedsindekset og 2,8 procent for de globale aktiemarkeder. God kursudvikling i en række af vores større indiske positioner, særligt bil- og traktorproducenten Mahindra & Mahindra, bidrog godt til merafkastet.

Den aggressive pengepolitik fra en række toneangivende centralbanker har siden finanskrisen været med til at presse priserne på aktier, obligationer, ejendomme og andre aktiver stadig højere op. Stigningen i aktiemarkedet har været bred, og investorer i amerikanske (+77 procent), japanske (+36 procent) og europæiske (+6 procent) aktier har alle fået glæde af de stigende kurser.

Globale vækstmarkedsaktier har derimod bekræftet det gamle ordsprog om, at der ikke findes nogen regel uden undtagelse. Investorer, som for fem år siden havde anbragt 100 amerikanske dollar i vækstmarkederne, ville nu sidde med 84, inklusive modtaget udbytte.

En vigtig kilde til de svage resultater har været faldende kapitalafkast og der- til hørende skuffende udvikling i indtje-

ningen. Desuden har vi oplevet politisk uro i store og vigtige lande som Rusland, Brasilien og Tyrkiet samt aftagende kinesisk vækst, så de høje forventninger har indimellem fået et brutalt møde med virkeligheden.

Resultatet er blevet stadig faldende niveauer for værdifastsættelsen og en lang række bundplaceringer på popularitetsskalaen. Det er her en god ide at huske på den universelle sandhed, som markedsaktører med den sædvanlige korte hukommelse ofte ignorerer: "This too shall pass".

Historien viser meget klart, at upopulære selskaber med lav værdifastsættelse er frugtbare kim til fremtidigt afkast. Vi ved ikke præcis, hvornår det vil ske, men odds for at vækstmarkederne atter vil få en plads i solen, er i overtal.





Foto: Bloomberg

## BILER PÅ SOMMERUDSALG

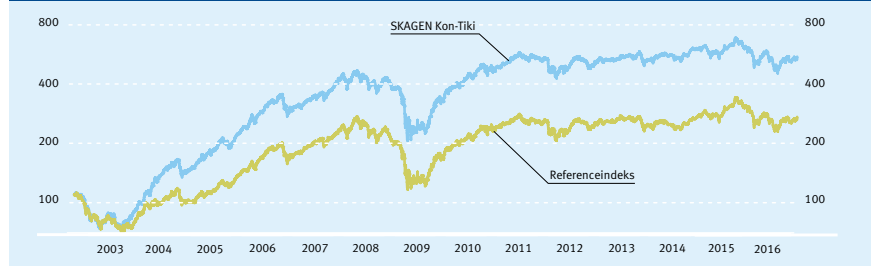
Vores næststørste position, Hyundai Motor, faldt 9 procent i kvartalet og var porteføljens største negative bidragyder. Selskabet leverede svage tal for første kvartal; volumen gik ned med seks procent, og driftsmargenen var den laveste i seks år. Imidlertid fik vi en betydelig bedring i maj med en volumenvækst på 10 procent i forhold til samme periode i fjor. Dette er en god indikation af, at den reducerede lagerbeholdning, som i årets første fire måneder har påvirket resultaterne negativt, nu ligger bag os.

Hyundai Motor havde en svag kursudvikling, men aktien gjorde det alligevel bedre end langt de fleste globale bilproducenter i andet kvartal. Brexit, udledningsskandaler og usikkerhed omkring den kinesiske vækst har været med til at lægge en dæmper på stemningen i bilbranchen.

Overgangen fra fossilt brændstof til batterier og den hurtige udvikling inden for selvkørende biler, bliver endnu vigtigere på længere sigt. Det er ganske vist for tidligt at sige, præcis hvordan bilproducenterne vil blive påvirket heraf, men vi kan konstatere, at det fremtidige konkurrencebillede er mere usikkert, end det længe har været.

Vi bør ikke undervurdere de forandringer, som branchen står over for. Men samtidigt kan vi se, at markedets prisfastsættelse af vores præferenceaktier i Hyundai Motor afspejler meget lave fremtidsforventninger. Aktien handles på 4x årets estimerede overskud og 0.4x bogført egenkapital. Det er sjældent, at man ser den slags tal i 2016.

### KURSHISTORIK SKAGEN KON-TIKI

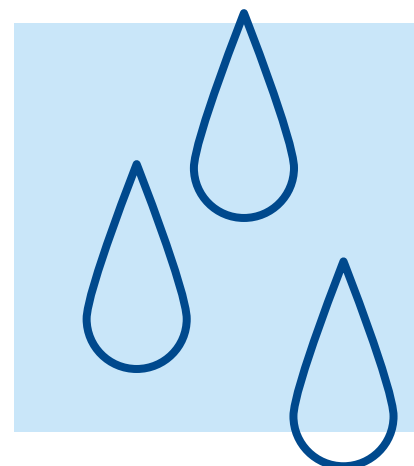


\*For mere information om fondens referenceindeks se s. 32

### NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN KON-TIKI (PR. 30/6 2016)

Selskab	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2015A	P/E 2016E	P/BV seneste	Kursmål
Samsung Electronics	7,5	1 183 000	9,2	8,5	0,9	1 600 000
Hyundai Motor	7,4	94 500	3,9	3,9	0,4	170 000
Mahindra & Mahindra	5,6	1 430	26,4	19,1	3,0	2 000
Sabancı Holding	4,9	9	8,6	6,5	0,9	14
Richter Gedeon	4,4	5 583	19,2	18,6	1,7	7 500
State Bank of India	4,2	219	13,7	8,1	0,9	265
Naspers	3,8	2 246	54,1	32,1	11,7	3 000
ABB	3,0	166	16,9	15,8	3,0	200
Cosan Ltd.	2,7	6	10,5	4,3	0,4	10
Bharti Airtel	2,7	367	26,7	20,4	2,2	400
X5 Retail Group	2,6	20	17,8	13,3	3,2	25
LG Electronics	2,0	28 900	42,0	7,2	0,4	40 000
<b>Vægtet top 12</b>	<b>50,8</b>		<b>10,5</b>	<b>8,3</b>	<b>0,9</b>	
<b>Vægtet top 35</b>	<b>83,4</b>		<b>11,8</b>	<b>9</b>	<b>1</b>	
<b>Referenceindeks</b>			<b>13,8</b>	<b>12,8</b>	<b>1,5</b>	

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



## MONSUNSTIGNING

Mahindra & Mahindra (M&M) var vores bedste bidragyder i kvartalet. Selskabet er Indiens største traktorproducent med en markedsandel på 41 procent og en førende producent af arbejdskøretøjer. M&M har desuden ejerandele i tilknyttede selskaber inden for konsulentvirksomhed, finans og ejendom for blot at nævne nogle stykker.

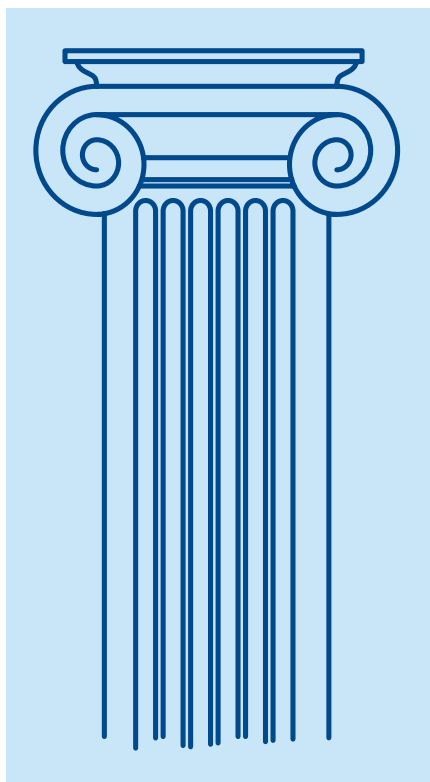
Både bil- og traktorvirksomheden er kendetegnet ved cykliske slutmarkeder, hvilket de seneste to-tre år har været et godt eksempel på. Omkring 60 procent af Indiens landbrugsareal er afhængigt af naturlig vandtilførsel, dvs. nedbør. De seneste regnsæsoner har været ringe, hvilket påvirker bøndernes indtægter med deraf følgende faldende forbrug.

Salget af traktorer er derved naturligvis blevet påvirket. Det faldt omkring 12 procent for landet som helhed både i 2014 og 2015.

Salget af arbejdskøretøjer har også været påvirket af en svag landbrugsøkonomi, især for M&M, som har en stærk position uden for byerne. Selskabet var desuden sent ude med modeller inden for kompakt SUV-segmentet, hvilket førte til tab af markedsandele.

Men hverken gode eller dårlige tider varer evigt. Dette års regnsæson ser betydeligt bedre ud, og M&M's traktorsalg er gået ca. 20 procent op de seneste måneder sammenlignet med samme periode sidste år.

Selskabet har gennem nye modeller delvis generobret tabte markedsandele i køretøjssegmentet. De indiske myndigheder har endelig meldt klart ud, at de vil satse på landbrugsøkonomien og har øget bevillingerne i det seneste budget. Disse bedringer har i alt ført til en stigning i aktiekursen på 18 procent i andet kvartal – et solidt bidrag til Kon-Tikis afkast.



## FASTHOLDER FOKUS PÅ SELSKABERNE

Ekstraordinær pengepolitik og stigende politisk populisme er toneangivende kræfter i det nuværende marked. Centralbankernes næste skridt samt resultatet af det kommende præsidentvalg i USA vil fortsat have stor virkningskraft for priserne på globale aktiver.

På den korte bane kan det derfor virke, som om selskabernes fundamentale udvikling kun har begrænset indvirkning på aktiekursen. Her ligger en del af nøglen til vores investeringfilosofi. Valueorienteret forvaltning fungerer over tid, netop fordi den ikke altid fungerer. Kortsigtede investorer vil miste modet i udfordrende perioder, smide deres kort og skabe muligheder for dem, der ikke opgiver troen på, at det betaler sig at købe gode aktiver til fornuftige priser.

Fokus i SKAGEN Kon-Tiki vil altid ligge på selskaberne, for det er her, værdiskabelsen foregår. Derfor bruger vi store dele af vores tid på at forstå, hvad der driver udviklingen i forskellige brancher, og især hvorfor nogle selskaber har større succes end andre over tid. Denne tilnærmelse til det fundamentale har sammen med et disciplineret syn på værdifastsættelse skabt gode resultater for Kon-Tiki, siden fonden satte sejl for første gang i foråret 2002.



Foto: Rumo

## RANGERER IND PÅ JERNBANERNE

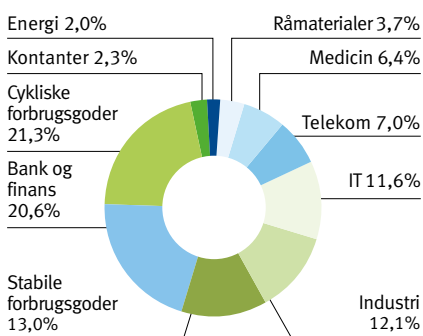
I andet kvartal købte vi os ind i Rumo Logística, der er Brasiliens største uafhængige jernbaneoperatør. Perspektiverne for den fremtidige efterspørgsel er attraktiv, idet landbrugsvarer udgør over 80 procent af den volumen, som selskabet transporterer. Landets utilstrækkelige investeringer i vejnettet betyder, at lastbiler er et kostbart alternativ. Jernbaner er samtidig naturlige monopoler, hvilket begrænser konkurrencen fra andre spillere.

Rumo har operationelt et betydeligt potentiale til forbedring, og en velgennemprøvet kombination af investeringer og

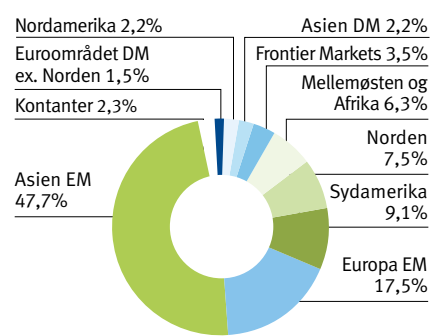
omkostningsreduktioner bør føre til højere marginer over tid. Selskabets nye ledelse har desuden gode resultater fra lignende omstillingsprocesser. Rumo er attraktivt værdifastsat til 6x 2016e EV/EBITDA både absolut og relativt, og de bedringer, som vi forventer, lader ikke til at være indregnet i kursen.

Vi solgte os ud af DRD Gold efter en stærk stigning i guldprisen. I løbet af årets fire første måneder fordobledes aktiekursen. Vi skilte os også af med det indonesiske mæglerhus Trimegah Securities, efter at vi modtog et bud på hele posten.

### BRANCHEFORDELING (AFRUNDET)



### GEOGRAFISK FORDELING (AFRUNDET)



### SKAGEN KON-TIKI PORTEFØLJEÆNDRINGER 2. KV. 2016 (% AF FORVALTET KAPITAL)

5 største positive bidragydere	
Mahindra & Mahindra Ltd	0,94%
Cosan Ltd	0,70%
State Bank of India	0,53%
Samsung Electronics Co Ltd	0,48%
Naspers Ltd	0,38%
5 største negative bidragydere	
Hyundai Motor Co	-0,68%
LG Electronics Inc	-0,25%
LG Chem Ltd	-0,21%
Korean Reinsurance Co	-0,20%
OCI Co Ltd	-0,19%

5 største køb	
Rumo Logística Operadora	0,70%
Bolloré SA	0,15%
Kinnevik	0,13%
Frontline Ltd	0,03%
Lenovo Group Ltd	0,01%
5 største salg	
Samsung Electronics Co Ltd	-1,40%
UPL Ltd	-0,82%
Bharti Airtel	-0,66%
State Bank of India	-0,52%
Indosat TBK	-0,51%

Værdipapir	Sektor	Antal	Købsværdi NOK *	Markedsværdi NOK *	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Information Technology	221 000	1 060 786	1 895 017	834 232	5,93%	Seoul
Hacı Omer Sabanci Holding AS	Financials	56 848 322	1 240 691	1 557 488	316 798	4,87%	Istanbul
Richter Gedeon Nyrt	Health Care	8 286 510	902 316	1 386 537	484 220	4,34%	Budapest
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	Consumer Discretionary	7 726 513	180 269	1 370 729	1 190 459	4,29%	London International
State Bank of India	Financials	49 000 000	1 116 956	1 328 443	211 487	4,15%	Indien
Naspers Ltd	Consumer Discretionary	928 514	272 833	1 190 325	917 492	3,72%	Johannesburg
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	Consumer Discretionary	1 690 000	286 196	1 179 639	893 443	3,69%	Seoul
Hyundai Motor Co Pref (1p)	Consumer Discretionary	1 686 000	271 534	1 154 850	883 316	3,61%	Seoul
ABB Ltd	Industrials	5 900 000	524 147	966 668	442 521	3,02%	Stockholm
Cosan Ltd	Consumer Staples	16 220 419	907 123	875 251	-31 872	2,74%	New York
Bharti Airtel Ltd	Telecommunication Services	19 133 099	731 848	869 589	137 742	2,72%	Indien
X 5 Retail Group NV GDR	Consumer Staples	4 990 306	506 677	831 022	324 345	2,60%	London International
LG Electronics Inc Pref	Consumer Discretionary	3 050 000	826 565	638 901	-187 664	2,00%	Seoul
SBI Holdings Inc	Financials	7 759 600	603 768	638 295	34 527	2,00%	Tokyo
Kinnevik AB-B	Telecommunication Services	2 942 167	476 060	577 009	100 949	1,80%	Stockholm
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	Financials	25 985 500	608 331	567 454	-40 877	1,77%	Sao Paulo
Great Wall Motor Co Ltd	Consumer Discretionary	79 522 500	83 910	550 560	466 650	1,72%	Hong Kong
Tech Mahindra Ltd	Information Technology	8 784 608	354 670	550 501	195 831	1,72%	Indien
CNH Industrial NV	Industrials	9 138 348	555 765	542 948	-12 818	1,70%	New York
Moscow Exchange MICEX-RTS OAO	Financials	35 939 200	384 852	528 939	144 088	1,65%	Moskva
Samsung SDI Co Ltd	Information Technology	670 000	480 383	524 487	44 104	1,64%	Seoul
Indosat Tbk PT	Telecommunication Services	126 424 850	341 055	511 784	170 728	1,60%	Indonesien
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	Information Technology	119 489	117 733	505 953	388 220	1,58%	London International
Cia Brasileira de Distribuicao - Pref	Consumer Staples	4 192 200	642 353	501 263	-141 090	1,57%	Sao Paulo
UPL Ltd	Materials	6 866 259	142 189	468 017	325 828	1,46%	Indien
Korean Reinsurance Co	Financials	4 860 366	182 711	429 799	247 087	1,34%	Seoul
Mahindra & Mahindra Ltd	Consumer Discretionary	2 357 007	191 052	417 620	226 568	1,31%	Indien
Marfrig Global Foods SA	Consumer Staples	28 290 400	445 599	409 644	-35 955	1,28%	Sao Paulo
JSE Ltd	Financials	3 851 284	149 535	407 902	258 367	1,28%	Johannesburg
Frontline Ltd	Industrials	6 347 627	322 822	407 200	84 378	1,27%	Oslobørsen
China Shipping Development	Industrials	83 220 000	461 664	392 183	-69 481	1,23%	Hong Kong
Klatnakin Bank Pcl	Financials	37 429 463	334 797	387 833	53 036	1,21%	Bangkok
Yazicilar Holding AS	Consumer Staples	10 837 139	313 127	384 530	71 404	1,20%	Istanbul
LG Chem Ltd Pref	Materials	259 179	179 108	358 814	179 706	1,12%	Seoul
China Shineway Pharmaceutical	Health Care	36 934 000	280 824	337 755	56 931	1,06%	Hong Kong
Vietnam Enterprise Investments Ltd	Financials	9 000 000	111 325	329 380	218 055	1,03%	Dublin
Enka Insaat Ve Sanayi AS	Industrials	24 246 616	218 014	309 579	91 565	0,97%	Istanbul
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA	Consumer Staples	6 219 518	222 076	300 585	78 509	0,94%	Madrid
Cia Cervecerias Unidas SA ADR	Consumer Staples	1 538 270	280 454	298 128	17 674	0,93%	New York
OCI Co Ltd	Materials	436 454	331 839	285 669	-46 170	0,89%	Seoul
Tullow Oil Plc	Energy	9 241 978	821 783	269 343	-552 439	0,84%	London
Sistema Jsfc	Telecommunication Services	95 885 212	552 915	257 107	-295 809	0,80%	Moskva
Rumo Logistica Operadora	Industrials	20 234 600	229 379	253 402	24 023	0,79%	Sao Paulo
LG Corp Pref	Industrials	808 430	118 669	251 969	133 300	0,79%	Seoul
Apollo Tyres Ltd	Consumer Discretionary	13 028 865	109 665	244 579	134 914	0,76%	Indien
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	Energy	224 088 000	369 048	244 073	-124 975	0,76%	Hong Kong
Lenovo Group Ltd	Information Technology	43 490 000	280 193	219 021	-61 172	0,68%	Hong Kong
Podravka Prehrambena Ind DD	Consumer Staples	517 852	153 914	209 819	55 906	0,66%	Zagreb
Norwegian Air Shuttle ASA	Industrials	700 000	65 751	201 390	135 639	0,63%	Oslobørsen
Massmart Holdings Ltd	Consumer Staples	2 702 621	206 891	194 964	-11 927	0,61%	Johannesburg
Eis Eczacibasi Ilac Ve Sanayi	Health Care	19 410 554	133 394	188 556	55 162	0,59%	Istanbul
Golar LNG Ltd	Industrials	1 298 301	471 325	169 920	-301 405	0,53%	NASDAQ
EFG-Hermes Holding SAE	Financials	13 778 665	237 808	137 150	-100 658	0,43%	Kairo
East African Breweries Ltd	Consumer Staples	5 774 866	89 785	131 812	42 027	0,41%	Nairobi
Eczacibasi Yatirim Holding	Health Care	3 362 732	40 038	120 688	80 649	0,38%	Istanbul
Ghana Commercial Bank Ltd	Financials	18 001 604	90 783	116 913	26 130	0,37%	Ghana
Rec Silicon ASA	Energy	74 628 788	119 010	110 749	-8 260	0,35%	Oslobørsen
VinaCapital Vietnam Opportunity Fund Ltd	Financials	4 392 100	92 364	104 284	11 920	0,33%	London
Euronav SA	Industrials	1 340 286	127 454	102 768	-24 685	0,32%	Bryssel
Golden Ocean Group Ltd	Industrials	17 694 137	92 490	93 602	1 112	0,29%	Oslobørsen
Toray Industries Inc	Industrials	1 100 000	78 907	77 966	-941	0,24%	Tokyo
Norfinance AS	Financials	578 397	57 840	59 644	1 805	0,19%	Unlisted
Asia Cement China Holdings	Materials	36 517 500	134 633	58 283	-76 350	0,18%	Hong Kong
Bollere SA	Industrials	1 797 106	50 097	50 909	812	0,16%	Paris
Diamond Bank Plc	Financials	718 971 941	154 156	48 045	-106 111	0,15%	Lagos
DRB-Hicom Bhd	Consumer Discretionary	19 549 900	81 034	36 532	-44 501	0,11%	Kuala Lumpur
Deep Sea Supply Plc	Energy	17 250 931	171 047	23 806	-147 241	0,07%	Oslobørsen
Frontline Ltd	Industrials	331 715	22 185	21 558	-626	0,07%	New York
Euronav SA	Industrials	247 965	21 297	19 007	-2 290	0,06%	New York
Hyundai Motor Co GDR	Consumer Discretionary	33 510	10 090	11 343	1 253	0,04%	London
Golden Ocean Group Ltd	Industrials	784 130	27 473	4 213	-23 261	0,01%	NASDAQ
EFG-Hermes Holding GDR	Financials	232 480	8 193	3 696	-4 497	0,01%	London International
<b>Total equity portfolio*</b>			<b>22 863 568</b>	<b>31 205 404</b>	<b>8 341 836</b>	<b>97,58%</b>	
Disposable liquidity				773 086		2,42%	
<b>Total share capital</b>				<b>31 978 491</b>		<b>100,00%</b>	

\* Numbers in 1 000 NOK.

# SKAGEN Global

En verden af muligheder

- › Fondens resultat blev positivt påvirket af vores medicinalvirksomheder
- › ... men blev blandt andet trukket ned af Brexit-uroen
- › Vi ser lyst på de muligheder, som kan opstå i urolige tider som disse

1	2	3	4	5	RISIKO	7
Fondens startdato	7. august 1997					
Akk. afkast siden start	1059,9 %					
Forvaltningskapital	22.681 mio. DKK					
Antal kendte investorer	88.299					
<b>AFKAST</b>	<b>KV2 16*</b>	<b>12 M*</b>				
SKAGEN Global	-0,6 %	-8,3 %				
MSCI ACWI	2,8%	-4,4 %				

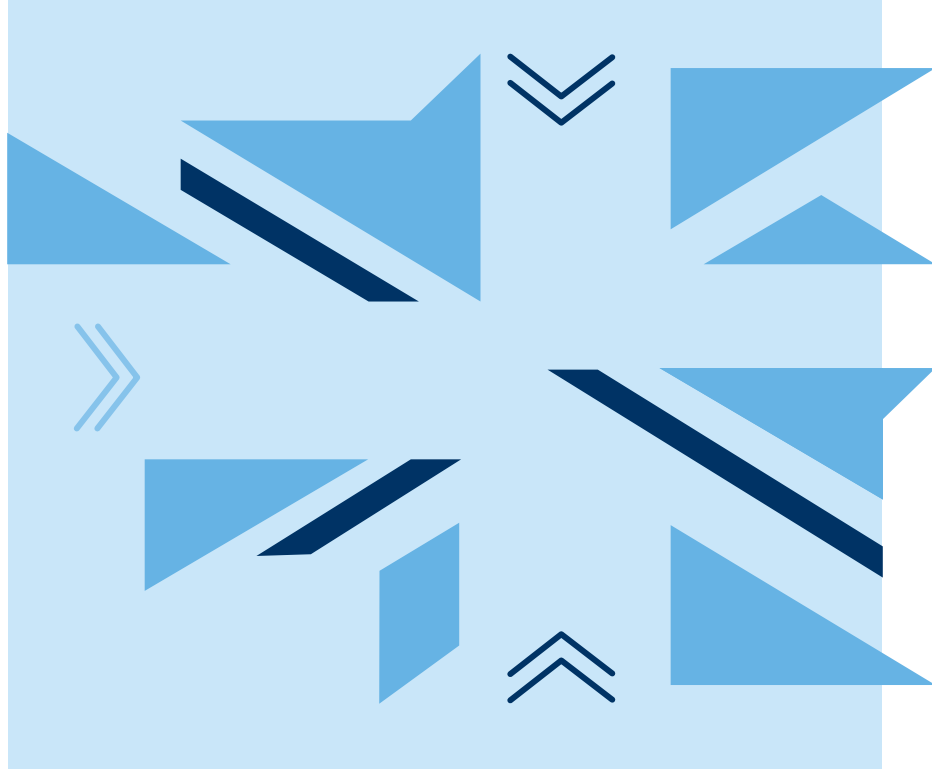
\* Pr. 30. juni 2016.



## 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).



At være britisk defineres blandt andet som det modsatte af europæisk. Det er længe siden, at det har passet bedre end i dag. Storbritannien tilsluttede sig i de tidlige 1970'ere til det europæiske integrationsarbejde ud fra en opfattelse af Europa havde det svært økonomisk og geopolitisk. Disse forudsætninger har ændret sig det seneste årti, og integrationsbestrebelse i Europa er blevet endnu mere ambitiøse.

## Fornuft og følelse

Sankthansaften vågnede verden op til en ny virkelighed – følelserne syntes at have vundet over fornuften. Resultatet af Brexit-afstemningen rystede kapitalmarkederne langt uden for Storbritanniens grænser, og det britiske pund faldt til det laveste niveau siden midten af firserne.

Det er værd at understrege, at SKAGEN Global kun har en mindre eksponering mod den britiske økonomi, hvilket også er tilfældet for flere af vores positioner, som er noteret på Londonbørsen. Når stormen først har lagt sig, står man tilbage med spørgsmålet om den fremtidige retning for EU – et af de mest betydningsfulde fredsbevarende projekter siden 2. Verdenskrig, som nu er rystet i sin grundvold. Brexit-debatten har skabt fokus på behovet for strukturelle reformer, hvilket giver grund til en vis optimisme. En generel ubalance mellem stærke tiltag fra Den Europæiske Centralbank og svigtende politisk reformvilje har stækket den økonomiske udvikling i forhold til for eksempel USA. Selv i et globalt perspektiv er støtten fra verdens centralbanker fortsat vigtig og bør sammen med et klarere politisk incitament kunne føre til en stærkere økonomisk udvikling over tid, trods den usikkerhed der råder på kort sigt.

### NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN GLOBAL (PR. 30.06.2016)

Selskab	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2015A	P/E 2016E	P/BV seneste	Kursmål
AIG	7,4	53	21,9	12,8	0,6	90
Citigroup	6,6	42	7,8	9,0	0,6	70
General Electric	5,1	31	23,7	20,3	3,3	34
Roche	5,1	256	18,1	17,3	8,7	380
Samsung Electronics	4,1	1 183 000	9,0	8,6	0,9	1 500 000
Merck	4,1	58	16,0	15,3	3,8	76
CK Hutchison Holdings	3,7	85	10,4	10,5	0,7	140
Microsoft	3,3	51	18,9	17,7	5,2	68
NN Group	3,3	25	6,8	8,6	0,4	35
Kingfisher	3,0	323	15,0	13,9	1,2	500
<b>Vægtet top 10</b>	<b>45,6</b>		<b>12,7</b>	<b>12,2</b>	<b>0,9</b>	<b>47%</b>
<b>Vægtet top 35</b>	<b>90,3</b>		<b>13,6</b>	<b>13,2</b>	<b>1,2</b>	<b>42%</b>
<b>Referenceindeks</b>			<b>19,8</b>	<b>16,1</b>	<b>1,9</b>	

## BEDST OG VÆRST

SKAGEN Global havde et absolut afkast på -0,6 procent i andet kvartal, mod referenceindekset, MSCI World ACWI, som var 2,8 procent. De tre beholdninger, som gav det største positive bidrag, var Merck & Co., Tyco International og Roche. Fusionen med Johnson Control støttede forsat Tycos aktiekurs, mens de to medicinalvirksomheder Merck og Roche meldte om et relativt stærkt første kvartal.

På den negative side var det først og fremmest Kingfisher, CK Hutchison og NN Group, der trak fondens afkast ned. Kingfisher blev påvirket af Brexit-uroen, og selv NN Group blev ramt af modvind, da markedsrenten faldt til nye rekordniveauer. Selskaberne har dog gjort udmærkede fremskridt inden for rammerne af, hvad de selv har indflydelse på. Selv CK Hutchison er løbet ind i faktorer, som i det store hele ligger uden for selskabets egen kontrol: Europa-Kommissionens blokering af en transaktion med spanske Telefónica og den almindelige Brexit-uro.

## TYNGEDE FINANSSELSKABER

Fondens positioner i de amerikanske finansielle selskaber AIG og Citigroup har i første halvår bidraget negativt til afkastet. Det skyldtes først og fremmest den recessions- og deflationsuro, som blussede op i starten af året. Den værste markedsuro er begyndt at lægge sig, men prisfastsættelsen af selskaberne ligger stadig på et meget lavt og attraktivt niveau. Stresstesten af det amerikanske banksystem, som blev offentliggjort i slutningen af

juni, viste desuden, at dommedagsprofetierne er ubegrundede: Citigroup har en meget stærk finansiell position med plads (og grønt lys fra tilsynsmyndighederne) til at overføre en betydelig kapitalmængde til sine aktionærer. Dermed er en betydelig del af vores investeringstese for banken blevet bekræftet.

Fonden købte ind i to nye positioner, mens tre selskaber måtte forlade porteføljen. Skechers og Hiscox er nytilkomne, hvorimod vi har solgt BP, UPM-Kymmene og Hacer Omer Sabanci ud af porteføljen.



**Muligheder** i kølvandet af Brexit: Fra rumfart til kunst, medier og underholdning til marine og energi. Hiscox dækker et stort udvalg af produktområder.

## HISCOX

Specialforsikringsselskabet Hiscox er aktivt i særlige nicher i forsikringsmarkedet både i Storbritannien og internationalt, og er et skoleeksempel på et selskab, som ufortjent er blevet trukket ned af Brexit-uroen. Der er selvfølgelig i realiteten meget lav korrelation mellem behovet for eksempelvis kidnappingsforsikring, sportsskedeforsikring, og hvordan det vil gå med handelsflowet mellem Storbritannien og det europæiske kontinent. Selskabet har en solid balance og

er godt positioneret i markedet til at vokse hurtigere end sine konkurrenter. Hiscox' afhængighed af investeringsindtægter er også relativt lav, og det reducerer downsiderisikoen yderligere, hvis turbulensen i kapitalmarkedet vedvarer. Selskabet er i højere grad eksponeret mod begivenheder, som er svære at forudsige, for eksempel terrorisme, pandemier og større naturkatastrofer. Sådanne hændelser er selvfølgelig alvorlige, men de er også adskilt fra den makroøkonomiske uro, som presser selskabets værdifastsættelse.

## SKECHERS

Skechers bemærkelsesværdige rejse begyndte i Californien i de tidlige 90'ere. Selskabet har for nylig overtaget Adidas' position som det næststørste sportsskomærke i USA efter Nike. Det nye kapitel i selskabets historie handler især om ekspansionen til Kina, men også om flere europæiske markeder. Satsningen har indtil nu været meget succesfuld. Den kinesiske virksomhed blev næsten tredoblet i 2015 og er endnu en gang her i 2016 ved at blive fordoblet. Lønsomheden har desuden været god i den kraftige ekspansionsfase, hvilket sjældent er tilfældet, når detailhandelselskaber etablerer sig i nye markeder. Skechers virksomhed uden for USA forventes i alt at stige fra godt 40 procent til over 50 procent af gruppen inden for de næste to-tre år.

Skechers har de seneste år haft en stærk operationel udvikling og gode fremtidsudsigter. Alligevel blev aktien trukket ned af den generelle uro omkring den amerikanske detailhandel i andet kvartal. Skechers er positioneret i det lavere prissegment, og selskabet er derfor generelt bedre rustet i tilfælde af en markedsnedgang sammenlignet med en del af sine konkurrenter. Situationen har gjort det muligt for langsigtede investorer at slå til. Da vi etablerede vores investering, blev Skechers handlet med en ufortjent stor rabat mod de andre sportsskoselskaber. Dette forventer vi vil ændre sig over tid, i takt med at selskabet holder den nuværende kurs med god operationel udvikling.

## LYS I HORIZONTEN

Efter den britiske folkeafstemning er vi de facto kommet ind i en periode med øget geopolitisk usikkerhed i Europa. Vigtige spørgsmål vil blive stillet og skal besvares. Al hidtidig erfaring peger på, at der i situationer som disse, hvor frygten risikerer at få overtaget i markedet, også vil opstå gode investeringsmuligheder. Vores langsigtede strategi betyder, at vi kan kigge fremad og handle, når chancen opstår. Vi har generelt haft et positivt syn på det økonomiske opsving i Europa og dermed også på potentialet for en stærkere vækst og bedre marginer hos europæiske selskaber. Vores analyse tager altid udgangspunkt i selskabet, men vi tager også de økonomiske, politiske og sociale kontekster i betragtning. Den øgede usikkerhed i forbindelse med Brexit-afstemningen betyder derfor, at vi er noget mindre optimistiske omkring det europæiske marked end tidligere.

Til gengæld er det værd at understrege, at verden generelt befinder sig i en genvindingsfase, som er stærk nok til at fortsætte. Faktum er, at verdensøkonomien fortsat vokser, selv om det foregår i et beskedent tempo og med et moment af geopolitisk usikkerhed.

Renten er rekordlav, og aktiemarkedet er nu værdifastsat til 14 gange 2017's indtjening. Vi ser derfor fortsat attraktive muligheder for langsigtede investorer. Fondens omhyggeligt udvalgte globale aktier skaber gode forudsætninger for godt afkast. Efter vores skøn kan de 35 største beholdninger tilbyde en upside på 42 procent med en relativt begrænset downside på en to-årig horisont.

### SKAGEN GLOBAL PORTEFØLJEÆNDRINGER 2. KV. 2016 (% AF FORVALTET KAPITAL)

#### 5 største positive bidragydere

Merck & Co Inc	0,34%
Roche Holding AG	0,34%
Tyco International Plc	0,33%
Samsung Electronics Co Ltd	0,23%
Dollar General Corp	0,22%

#### 5 største negative bidragydere

Kingfisher Plc	-0,55%
Cheung Kong Holdings Ltd	-0,45%
NN Group NV	-0,38%
Autoliv Inc	-0,24%
G4S Plc	-0,24%

#### 5 største køb

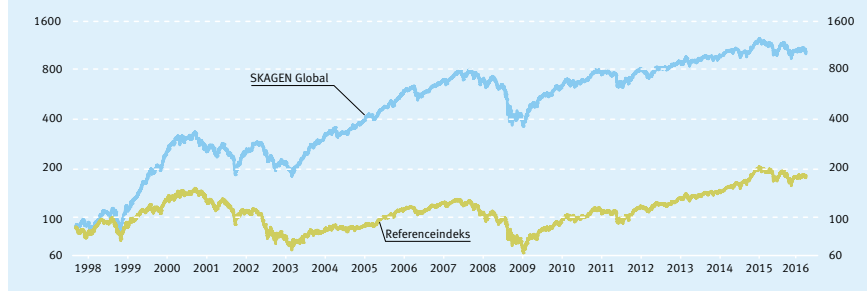
Cap Gemini SA	1,17%
Cheung Kong Holdings Ltd	0,93%
Hiscox Ltd	0,75%
NN Group NV	0,74%
Skechers USA Inc	0,72%

#### 5 største salg

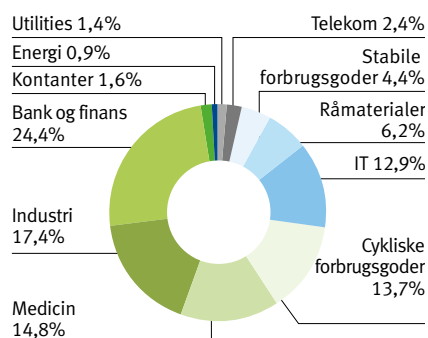
Samsung Electronics Co Ltd	-2,61%
Lundin Mining Corp	-1,19%
General Motors Co	-1,14%
Tyco International Plc	-1,08%
BP Plc	-1,05%

\*For mere information om fondens referenceindeks se s. 32

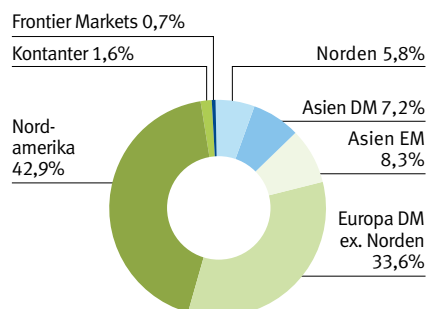
### KURSHISTORIK SKAGEN GLOBAL



### BRANCHEFORDELING (AFRUNDET)



### GEOGRAFISK FORDELING (AFRUNDET)



Værdipapir	Sektor	Antal	Købsværdi NOK*	Markedsværdi NOK*	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
American International Group Inc	Financials	4 792 121	1 562 446	2 079 660	517 214	7,36%	New York
Citigroup Inc	Financials	5 315 767	1 399 845	1 867 676	467 831	6,61%	New York
General Electric Co	Industrials	5 517 440	1 127 034	1 431 302	304 268	5,07%	New York
Roche Holding AG-Genusschein	Health Care	650 858	970 514	1 426 844	456 330	5,05%	Zürich
Merck & Co Inc	Health Care	2 419 310	1 116 402	1 155 600	39 199	4,09%	New York
CK Hutchison Holdings Ltd	Industrials	11 469 098	1 012 074	1 045 738	33 663	3,70%	Hong Kong
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Information Technology	114 839	278 947	984 714	705 767	3,48%	Seoul
Microsoft Corp	Information Technology	2 208 070	529 114	940 878	411 764	3,33%	NASDAQ
NN Group NV	Financials	4 044 917	866 291	932 704	66 413	3,30%	Amsterdam
Kingfisher Plc	Consumer Discretionary	23 341 377	898 891	840 354	-58 537	2,97%	London
G4S Plc	Industrials	41 247 713	1 200 521	837 674	-362 847	2,96%	London
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	Health Care	1 906 867	792 920	801 203	8 284	2,84%	NASDAQ
Sanofi	Health Care	1 156 089	768 565	800 810	32 245	2,83%	Paris
Koninklijke Philips NV	Industrials	3 461 431	666 841	717 089	50 248	2,54%	Amsterdam
Cap Gemini SA	Information Technology	914 753	708 710	664 671	-44 039	2,35%	Paris
Toyota Industries Corp	Consumer Discretionary	1 697 705	459 320	558 466	99 146	1,98%	Tokyo
Carlsberg AS-B	Consumer Staples	699 327	480 007	554 299	74 291	1,96%	København
Dollar General Corp	Consumer Discretionary	700 238	400 797	550 170	149 373	1,95%	New York
Unilever NV-Cva	Consumer Staples	1 401 363	422 007	544 485	122 479	1,93%	Amsterdam
Koninklijke DSM NV	Materials	1 055 408	440 486	508 993	68 506	1,80%	Amsterdam
Volvo AB	Consumer Discretionary	6 184 655	487 892	505 737	17 845	1,79%	Stockholm
Akzo Nobel NV	Materials	855 147	285 895	445 714	159 819	1,58%	Amsterdam
China Mobile Ltd	Telecommunication Services	4 570 990	455 742	436 987	-18 755	1,55%	Hong Kong
Heidelbergcement AG	Materials	694 873	230 115	434 703	204 587	1,54%	Frankfurt
Autoliv Inc	Industrials	472 682	312 451	423 159	110 708	1,50%	New York
Alphabet Inc Class C	Information Technology	72 366	295 987	415 890	119 902	1,47%	NASDAQ
Xcel Energy Inc	Utilities	1 045 588	324 550	386 780	62 230	1,37%	New York
Ageas	Financials	1 247 812	471 331	358 762	-112 569	1,27%	Bryssel
ServiceMaster Global Holdings Inc	Consumer Discretionary	991 005	302 008	329 395	27 387	1,17%	New York
Tyco International Plc	Industrials	900 562	111 593	321 941	210 349	1,14%	New York
Comcast Corp	Consumer Discretionary	586 495	108 129	316 413	208 284	1,12%	NASDAQ
Mayr-Melnhof Karton AG	Materials	340 933	175 860	308 153	132 293	1,09%	Wien
Sony Corp	Consumer Discretionary	1 263 300	250 276	307 736	57 460	1,09%	Tokyo
Columbia Property Trust Inc	Financials	1 655 694	305 265	292 621	-12 643	1,04%	New York
Baidu Inc ADR	Information Technology	185 410	271 265	253 709	-17 556	0,90%	NASDAQ
Lundin Petroleum AB	Energy	1 631 370	182 099	246 033	63 934	0,87%	Stockholm
Hiscox Ltd	Financials	2 126 359	239 049	245 157	6 108	0,87%	London
Credit Suisse Group AG	Financials	2 717 437	471 826	238 386	-233 441	0,84%	Zürich
China Mobile Ltd ADR	Telecommunication Services	482 530	241 388	231 332	-10 056	0,82%	New York
Skechers USA Inc	Consumer Discretionary	928 119	229 185	229 040	-146	0,81%	New York
Goldman Sachs Group Inc	Financials	177 836	158 442	217 406	58 964	0,77%	New York
Lenovo Group Ltd	Information Technology	39 758 506	291 362	200 229	-91 133	0,71%	Hong Kong
Irsa Sa ADR	Financials	1 443 664	120 254	196 523	76 269	0,70%	New York
Samsung Electronics Co Ltd	Information Technology	17 212	147 157	177 780	30 623	0,63%	Seoul
Autoliv Inc SDR	Industrials	196 605	123 010	175 906	52 895	0,62%	Stockholm
State Bank of India	Financials	6 182 856	159 305	167 624	8 319	0,59%	Indien
WM Morrison Supermarkets PLC	Consumer Staples	6 661 929	143 865	139 556	-4 309	0,49%	London
State Bank Of India GDR	Financials	510 705	93 702	135 476	41 774	0,48%	Indien
Sony Corp Sponsored ADR	Consumer Discretionary	455 000	94 140	111 066	16 925	0,39%	New York
Nordea Bank AB	Financials	1 409 446	99 140	98 144	-997	0,35%	Stockholm
General Motors Co	Consumer Discretionary	407 960	71 344	95 367	24 023	0,34%	New York
Barclays PLC	Financials	4 304 073	139 241	66 076	-73 165	0,23%	London
Lundin Mining Corp	Materials	1 953 931	54 203	54 858	655	0,19%	Toronto
<b>Total equity portfolio*</b>			<b>23 548 805</b>	<b>27 806 988</b>	<b>4 258 183</b>	<b>98,40%</b>	
Disposabe liquidity				451 177		1,60%	
<b>Total share capital</b>				<b>28 258 165</b>		<b>100,00%</b>	

\* Numbers in 1 000 NOK.



# Moderat Brexit-effekt

Det norske aktiemarked var, godt hjulpet på vej af en stigende oliepris, stærkt. Noget af det europæiske fald blev derved afhjulpet i andet kvartal.

SKAGEN Vekst faldt i andet kvartal med 2,5 procent mod referenceindeksets stigning på 0,5 procent. Hidtil i år er SKAGEN Vekst nede med 6,1 procent, og indekset med 4,1 procent. Vi har i andet kvartal set et generelt stærkt norsk aktiemarked godt hjulpet på vej af olieprisen. De japanske og amerikanske markeder havde også pæne stigninger for europæiske investorer med eksponering i disse markeder. De fleste europæiske markeder, herunder Italien, Frankrig, Tyskland samt de nordiske markeder i Sverige og Finland oplevede en negativ udvikling i samme periode.

## Brexit-effekt

I skrivende stund, godt en uge efter at den britiske befolkning besluttede sig for at forlade EU, er aktiemarkedet ved at ryste det værste chok af sig. For vores aktier er effekten af Brexit fortsat mærkbar inden for bankvirksomhed og selskaber med direkte eller indirekte eksponering mod bilindustrien. Udover dette har begivenheden ikke sat spor i porteføljen med undtagelse af luftfartselskabet Norwegian, som er faldet næsten 20 procent. Brexit får en del af skylden, men udmeldingerne fra de to konkurrenter, EasyJet og British Airways, om lavere indtjeningsforventninger fremover er nok mere vigtige. Norwegian har de seneste år slået sig stort op i London, men vi tror ikke, at briterne valg vil have stor negativ effekt på selskabets indtjening i de kommende år. Billige flybilletter kombineret med omkostningsdisciplin holder fortsat som vinderopskrift.

## SKAGEN Vekst

*Udforsker den smalle sti til velstand*

- › Oliepris og stærkt norsk aktiemarked
- › Kosmetik og teknologi bedste bidragydere
- › Ure og LED-lamper nye i porteføljen

1 2 3 4 5 **RISIKO** 7

Fondens startdato	1. december 1993
Akk. afkast siden start	1492,7 %
Forvaltningskapital	5.478 mio. DKK
Antal kendte investorer	70.088

AFKAST	KV2 16*	12 M*
SKAGEN Vekst	2,5 %	-10,7 %
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	0,8 %	-5,0 %

\* Pr. 30. juni 2016.

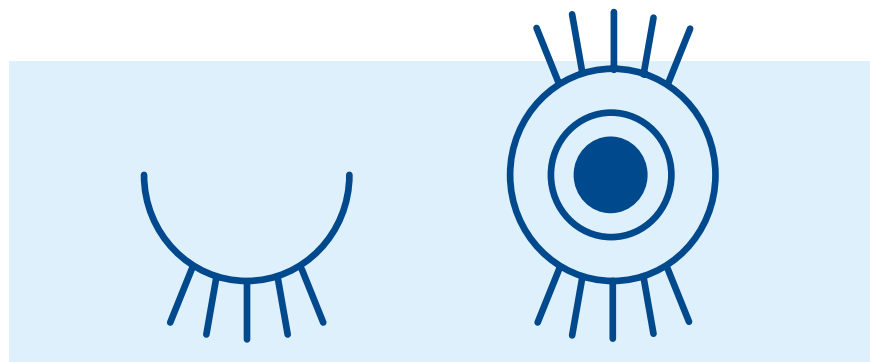


### PORTEFØLJEFORVALTERE

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

\* Junior porteføljeforvalter

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



## DIGITAL KOSMETIK

Fondens bedste bidragydere i andet kvartal var det svenske selskab Oriflame. Hidtil i år har aktiekursen udviklet sig solidt, og Oriflame udgør nu hen ved 3 procent af porteføljen. Aktien steg hele 35 procent, efter at selskabet endnu en gang kunne melde om god vækst i salget af kosmetikprodukter i Asien, Tyrkiet og Latinamerika. Selskabet har historisk fokuseret stærkt på markederne i de tidligere Sovjetstater, men har de seneste år formået at dreje virksomheden over i vækstmarkederne. SNG-landene udgør i dag under 30 procent af salget, hvorimod Asien, Tyrkiet og Latinamerika står for over halvdelen af selskabets omsætning. Oriflame fortsætter arbejdet med at digitalisere sin forretningsmodel og

har indtil videre opnået store forbedringer. Sidste år besøgte 60 millioner mennesker selskabets hjemmeside, 90 procent af alle ordrer sker digitalt, og selskabet har over 7 millioner følgere på Facebook. Vi kan fortsat se et positivt potentiale i aktien og kan godt lide, at selskabet nedbringer sin gæld og genindfører udbytte. Interesserede investorer i SKAGEN Vekst kan downloade app'en Oriflame Makeup Wizard.





Foto: Bloomberg



Foto: Bloomberg

**Hello.** Ericsson er en ny investering. På billedet: Hans Vestberg, CEO.

## POSITIV UDVIKLING

Samsung har i en årrække været fondens største position og havde også en god positiv udvikling. Baggrunden er først og fremmest øget tillid til selskabets indtjeningssevne kombineret med bedre selskabsledelse og tilbagekøb af egne aktier. Selskabet (præferenceaktierne, som vi ejer) handles fortsat til bogført værdi, hvilket giver os gode forhåbninger om fornyet prisfastsættelse. Samtidig bør det negative potentiale være meget begrænset.

Andre selskaber der udviklede sig godt i kvartalet var bl.a. Sodastream (+50 procent), Medistim (+19 procent), H. Lundbeck (+15 procent) og Sberbank (+13 procent).

## FALDENDE INTERESSE FOR BILER

Til den negative side finder vi som sagt selskaber i bilindustrien. Continentals aktiekursudvikling har været svag hele året og er faldet med hele 25 procent. Spørgsmålet er, om faldet skyldes ændringer i konkurrencelandskabet, eller om der er tale om et strukturelt skift i efterspørgslen på biler. Man regner med, at der globalt vil blive solgt 84 millioner biler i indeværende år med en stigning til 100 millioner i løbet af fem år. Samtidig er interessen for forskellige deleordninger for biler stigende samt en faldende interesse for at eje en bil hos de unge. Vi er overbeviste om, at selvkørende biler om ikke så mange år vil være en realitet, og at den nye teknologi drastisk vil reducere efterspørgslen på biler. Continental er i øjeblikket godt positioneret til produktion af fremtidens biler og vil fortsat være det. Jo mere avanceret udstyr biler efterhånden vil indeholde, des større bliver 'inputtet' fra Continental. Vi kan se et positivt potentiale på over 50 procent de næste 2-3 år.



Foto: Continental

## ÆNDRINGER I PORTEFØLJEN

Enkelte mindre positioner blev solgt helt ud af porteføljen i løbet af kvartalet. Vi solgte det sidste af supplyselskabet Eidesvik. Desuden bekendtgjorde DOF en løsning til omstrukturering, som vi ikke syntes, var attraktiv at deltage i, og vi solgte os derfor helt ud af selskabet. Også det franske dagligvareselskab Casino blev solgt.

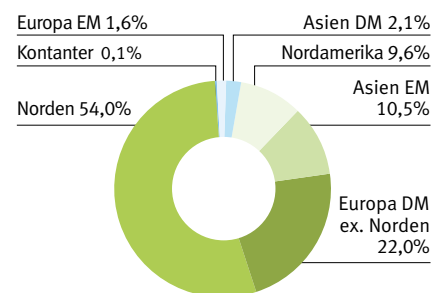
To nye selskaber kom ind i porteføljen, nemlig Philips Lighting og Swatch.

Philips Lighting er et selskab, som blev udskilt fra sit moderselskab, det mere kendte Royal Philips, efter at det ikke lykkedes at finde købere til hele selskabet. Valget faldt på at sælge omkring en fjerdedel af selskabet via en børsnotering med intentioner om at sælge ejerskabet gradvis fra i tiden fremover. Prisfastsættelsen har efter vores mening været meget lav i forbindelse med den nye notering, og vi tror, at selskabets position inden for LED vil give god og lønsom vækst fremover. Philips Lighting er global markedsleder i et belysningsmarked, som samlet omsætter for 70 milliarder euro.

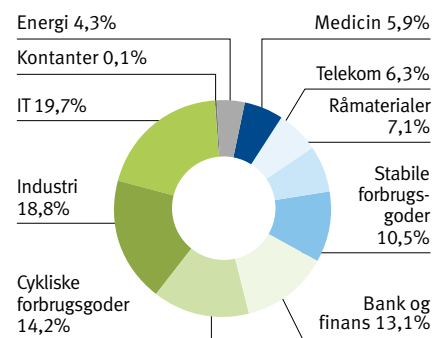
## Ericsson

Ericsson oplevede et kursfald på 24 procent oven på en svag rapportering i første kvartal. Selskabet blev straffet hårdt, da omsætningen faldt to procent, og indtjeningen endte betydeligt lavere, end markedet havde forventet. Vores investeringstese er, at Ericssons forretningsmodel er ved at ændre sig fra at sælge mobile infrastrukturløsninger til at sælge software, der gør det muligt at optimere mobile datamængder, hvad enten det drejer sig om fiber, wifi, 4G eller 5G. Ericsson kan formentlig løfte lønsomhedsniveauet fra de nuværende 10 procent op i nærheden af de konkurrenter, som er væsentlig mere profitable. Ericsson har desuden en lang række patenter, der sidste år genererede store indtægter, og som vil være meget indbringende i mange år fremover.

### GEOGRAFISK FORDELING (AFRUNDET)



### BRANCHEFORDELING (AFRUNDET)





## PÅLIDELIGE URE

Swatch kom ind i SKAGEN Vekst porteføljen, efter at aktiekursen var halveret siden toppen i 2014. Vi har fulgt selskabet nogen tid, men aldrig før ment, at aktien var billig nok. Idet vi vurderer, at selskabet er CHF 450 værd per aktie, var vi nødt til at vente, til aktien kom under 300, før vi kunne forsvare et positivt potentiale på mindst 50 procent. Aktien skal af mange grunde sættes i kategorien Upopulær. Først og fremmest på grund af korruption i det kinesiske marked, som både før og nu har haft stor betydning for selskabet. Vi tror bestemt ikke, at dette marked vil nå tilbage til historiske højder, men det er heller ikke nødvendigt for at forsvare selskabets nuværende prisniveau. Den anden store anke generelt mod schweizisk urindustri er truslen fra smart-ure, som mange mener vil tage store markedsandele fra de traditionelle aktører. Det kan godt tænkes, at dette er korrekt, men vi kan ikke se, at disse nye produkter vil konkurrere med Swatches produkter i den dyre ende (blandt andet Omega). Volumen for dette høj kvalitetssegment er lille, men værdien er tilsvarende stor, og hele selskabets indtjening ligger her.

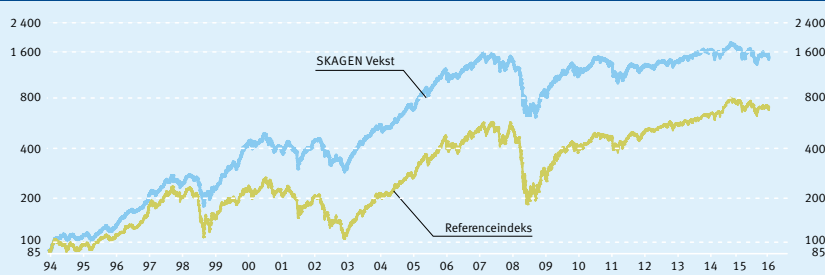
## LAV PRISFASTSÆTTELSE

SKAGEN Veksts portefølje er ved udgangen af første halvår prisfastsat til lige over elleve gange indtjeningen i indeværende år, hvilket er betydeligt lavere end det generelle marked. Porteføljen er prisfastsat til 1,4 mod bogførte værdier, hvilket også er langt under halvdelen af det generelle marked. Vi burde derfor være godt positioneret til resten af året, selv om geopolitiske skyer er gledet for sommervind i disse dage.

### SKAGEN VEKST PORTEFØLJEÆNDRINGER 2. KV. 2016 (% AF FORVALTET KAPITAL)

5 største positive bidragydere		5 største køb	
Oriflame Cosmetics AG	0,66%	Swatch Group AG	1,35%
Samsung Electronics Co Ltd	0,48%	Philips Lighting NV	0,98%
Sodastream International Ltd	0,27%	Ericsson LM-B SHS	0,93%
Sberbank of Russia	0,26%	eBay Inc	0,77%
Roche Holding AG	0,20%	Shire Plc	0,49%
5 største negative bidragydere		5 største salg	
Continental AG	-1,10%	Lundin Petroleum	-1,23%
Ericsson LM-B SHS	-0,76%	Carlsberg A/S	-0,67%
Norsk Hydro ASA	-0,47%	Casino Guichard Perrachon	-0,63%
Koninklijke Philips NV	-0,39%	Samsung Electronics Co Ltd	-0,63%
Credit Suisse Group AG	-0,38%	Telia Co	-0,58%

### KURSHISTORIK SKAGEN VEKST



\*For mere information om fondens referenceindeks se s. 32

### NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN VEKST (PR. 30.06.2016)

Selskab	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2016E	P/E 2017E	P/E 2018E	P/BV seneste	Kursmål
Samsung Electronics	8,0%	1 183 000	8,6	8,2	7,9	1,0	1 300 000
Continental AG	5,7%	170	11,5	9,7	9,0	2,6	275
Carlsberg	5,5%	635	18,6	16,0	14,2	2,2	817
Norsk Hydro	5,2%	30	12,1	9,3	8,7	0,8	45
SAP	5,2%	67	17,5	15,9	14,4	3,6	95
Citigroup	4,8%	42	8,3	7,6	6,7	0,6	65
Norwegian Air Shuttle	4,3%	288	9,0	5,8	5,2	5,2	500
Ericsson	3,9%	64	16,1	12,6	11,8	1,4	88
Philips	3,5%	22	16,0	13,0	11,5	1,7	30
ABB	3,4%	166	20,6	15,8	13,9	3,0	220
<b>Vægtet top 10</b>	<b>49,6%</b>		<b>12,0</b>	<b>10,0</b>	<b>9,1</b>	<b>1,41</b>	<b>40%</b>
<b>Vægtet top 35</b>	<b>92,3%</b>		<b>11,2</b>	<b>8,8</b>	<b>7,7</b>	<b>1,19</b>	<b>49%</b>
<b>Referenceindeks</b>			<b>16,6</b>	<b>14,7</b>	<b>13,2</b>	<b>2,04</b>	

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

Værdipapir	Sektor	Antal	Købsværdi NOK*	Markedsværdi NOK*	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Information Technology	64 000	382 403	551 047	168 645	8,04%	Seoul
Continental AG	Consumer Discretionary	252 000	139 867	393 967	254 100	5,75%	Frankfurt
Carlsberg AS-B	Consumer Staples	475 000	297 723	375 877	78 155	5,48%	København
Norsk Hydro ASA	Materials	11 855 000	304 831	359 444	54 613	5,24%	Oslobørsen
SAP SE	Information Technology	570 000	263 492	354 006	90 514	5,17%	Frankfurt
Citigroup Inc	Financials	943 700	337 135	330 928	-6 207	4,83%	New York
Norwegian Air Shuttle ASA	Industrials	1 017 040	119 119	292 602	173 483	4,27%	Oslobørsen
Ericsson LM-B SHS	Information Technology	4 250 000	335 234	268 647	-66 588	3,92%	Stockholm
Koninklijke Philips NV	Industrials	1 171 288	238 549	241 718	3 169	3,53%	Amsterdam
ABB Ltd	Industrials	1 422 000	196 789	232 539	35 749	3,39%	Stockholm
Telia Co AB	Telecommunication Services	5 880 000	270 096	227 941	-42 155	3,33%	Stockholm
Roche Holding AG-Genusschein	Health Care	99 500	216 437	217 287	850	3,17%	Zürich
Kinnevik AB-B	Telecommunication Services	1 045 000	216 694	204 096	-12 598	2,98%	Stockholm
Oriflame Cosmetics AG	Consumer Staples	935 000	120 184	198 115	77 930	2,89%	Stockholm
Volvo AB	Consumer Discretionary	2 265 000	191 618	184 526	-7 092	2,69%	Stockholm
Danske Bank A/S	Financials	720 000	91 121	157 639	66 518	2,30%	København
eBay Inc	Information Technology	690 000	137 899	134 701	-3 199	1,97%	NASDAQ
Kia Motors Corporation	Consumer Discretionary	425 000	130 536	133 628	3 092	1,95%	Seoul
Bonheur ASA	Energy	2 400 391	223 847	127 821	-96 026	1,86%	Oslobørsen
Hennes & Mauritz AB	Consumer Discretionary	474 000	135 599	114 609	-20 990	1,67%	Stockholm
Kemira OYJ	Materials	1 119 000	107 832	110 516	2 684	1,61%	Helsingfors
Catena AB	Financials	900 000	79 418	108 806	29 388	1,59%	Stockholm
SKF AB - B Shares	Industrials	758 000	120 317	100 391	-19 926	1,46%	Stockholm
Swatch Group AG	Consumer Discretionary	38 800	103 125	94 209	-8 916	1,37%	Zürich
SBI Holdings Inc	Financials	1 139 000	96 714	93 727	-2 987	1,37%	Tokyo
Sberbank of Russia Pref	Financials	7 580 000	109 840	88 359	-21 481	1,29%	Moskva
Wilh. Wilhelmsen Holding ASA	Industrials	539 701	38 599	79 876	41 277	1,17%	Oslobørsen
Philips Lighting NV	Industrials	393 360	75 526	76 710	1 184	1,12%	Amsterdam
Lundin Petroleum AB	Energy	471 000	46 434	70 515	24 081	1,03%	Stockholm
Credit Suisse Group AG	Financials	800 000	158 741	70 391	-88 351	1,03%	Zürich
Cal-Maine Foods Inc	Consumer Staples	189 600	88 481	69 929	-18 552	1,02%	New York
Golden Ocean Group Ltd	Industrials	13 213 301	65 732	69 898	4 167	1,02%	Oslobørsen
H Lundbeck A/S	Health Care	220 000	42 146	68 480	26 334	1,00%	København
Medi-Stim ASA	Health Care	1 070 072	13 385	60 994	47 609	0,89%	Oslobørsen
Danieli & Officine Meccaniche SpA	Industrials	527 007	67 895	60 487	-7 409	0,88%	Italien
Nippon Seiki Co Ltd	Consumer Discretionary	393 000	49 406	53 493	4 088	0,78%	Tokyo
Hitecvision AS	Financials	792 668	7 191	50 731	43 540	0,74%	Unlisted
Sodastream International Ltd	Consumer Staples	277 183	63 016	48 623	-14 393	0,71%	NASDAQ
Strongpoint ASA	Information Technology	3 555 227	40 680	38 752	-1 928	0,57%	Oslobørsen
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	Energy	35 000 000	65 216	38 210	-27 006	0,56%	Hong Kong
Shire Plc-ADR	Health Care	25 000	37 312	38 196	885	0,56%	NASDAQ
Solar AS - B Shs	Industrials	98 822	38 159	38 142	-17	0,56%	København
Frontline Ltd	Industrials	566 000	44 603	36 309	-8 294	0,53%	Oslobørsen
Rec Silicon ASA	Energy	22 000 000	32 756	32 648	-108	0,48%	Oslobørsen
Solstad Offshore ASA	Energy	2 006 645	100 573	26 688	-73 885	0,39%	Oslobørsen
Golar LNG Ltd	Industrials	180 000	55 641	23 315	-32 326	0,34%	NASDAQ
Yazicilar Holding AS	Consumer Staples	654 669	22 383	23 280	897	0,34%	Istanbul
Goodtech ASA	Industrials	1 950 949	44 407	18 241	-26 166	0,27%	Oslobørsen
Photocure ASA	Health Care	452 000	18 233	17 357	-876	0,25%	Oslobørsen
TTS Group ASA	Industrials	3 035 946	30 321	15 848	-14 474	0,23%	Oslobørsen
CF Industries Holdings Inc	Materials	50 000	10 245	10 057	-188	0,15%	New York
Nordic Mining ASA	Materials	12 756 172	14 391	6 506	-7 885	0,09%	Oslo Axess
I.M. Skaugen SE	Industrials	1 554 152	18 891	2 968	-15 922	0,04%	Oslobørsen
<b>Total equity portfolio*</b>			<b>6 256 781</b>	<b>6 843 789</b>	<b>587 008</b>	<b>99,86%</b>	
Disposable liquidity				9 890		0,14%	
<b>Total share capital</b>				<b>6 853 678</b>		<b>100,00%</b>	

\* Numbers in 1 000 NOK.



# Finansmarkederne og gøende hunde

## SKAGEN Focus

På jagt efter exceptionelle investeringer

- › Den kortsigtede Brexit-volatilitet skabte flere gode købsmuligheder
- › Vores udvalgte metalvirksomheder gav næring til fondens resultat
- › Katalysatorer blev udløst i flere af fondens positioner

1 2 3 4 5 **RISIKO** 7

Fondens startdato	26. maj 2015	
Akk. afkast siden start*	-15,8 %	
Forvaltningskapital	896 mio. DKK	
Antal kendte investorer	3.891	
<b>AFKAST</b>	<b>KV2 16*</b>	<b>12 M*</b>
SKAGEN Focus	5,5 %	-8,9 %
MSCI World AC TR Index	2,8 %	-4,4 %

\* Pr. 30. juni 2016.



### PORTEFØLJEFORVALTERE

Filip Weintraub, Jonas Edholm og David Harris\*

\* Junior porteføljeforvalter

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

I løbet af kvartalet begyndte nogle af vores kontrære "hunde" virkelig at gø, da mange katalysatorer fremhævede berettigelsen af investeringerne. Den korte uro oven på Brexit betød gode købsmuligheder.

De finansielle markeder, betragtet som en fælles prismekanisme, var meget tilbagemænet op til den britiske folkeafstemning i juni. Kun ganske få investorer, analytikere og markedsobservatører følte sig specielt kloge ovenpå resultatet, selv om meningsmålinger på forhånd havde vist et tæt løb. Markederne hader usikkerhed mere end dårlige nyheder, og aktiemarkederne oplevede nærmest frit fald, obligationer steg kraftigt for at sende renterne endnu lavere på ekstreme historiske niveauer. Områder med tydelig tilknytning til Storbritannien, som fx det japanske aktiemarked, kollapsede på kort sigt – hvilket viser markedets manglende evne til at prisfastsætte aktiver rigtigt i usikre tider.

Som vores grundlæggende risikoeksponeringsmodel indikerer, var fondens eksponering mod Brexit-udfaldet begrænset. Faktisk er spiritusproducenten Stock Spirits det eneste britiske selskab i porteføljen. Virksomheden har store aktiver i Polen og derudover en nettoomkostningsbase i GBP. Aktiekursen i GBP var stort set uændret, da Brexit-uroen var størst. Som vi ser det, vil briterne fortsætte med at drikke fransk vin og den britiske Rolls-Royce vil fortsat levere komponenter til Airbus i fremtiden. Storbritannien er euroområdet største handelspartner og vice versa, og en aftale vil med tiden komme på plads.

Den kortsigtede volatilitet skabte efter

vores mening store købsmuligheder, og vi investerede betydelig kapital i perioden. I skrivende stund har mange aktiemarkeder allerede genvundet det, de tabte under Brexit-begivenheden.

I løbet af kvartalet begyndte nogle af vores kontrære "hunde" virkelig at gø, da mange katalysatorer fremhævede investeringernes berettigelse. TerraVia udskiftede bestyrelsen og ledelsen, Fila Sydkorea vil monitorere sit ejerskab i Titleist via en børsnotering, og i Omega Protein blev bestyrelsesmedlemmer erstattet af en aktivistisk investor. Desuden tilførte AirAsia ny kapital til deres balancer, og vi solgte beholdningen, efter vores investering var blevet fordoblet. Vores udvalgte metalvirksomheder, South32, First Quantum og Pan America Silver, bidrog også kraftigt til fondens afkast. Pan America Silver nåede kursmålet efter en stigning på 130 procent i 2016 og blev solgt ud af fonden. Dette understreger vores disciplinerede og prisdrevne investeringsfilosofi. Kobbermineselskabet First Quantum blev gunstigt omvurderet, da det lykkedes virksomheden at nedbringe gælden og refinansiere sin balance, samtidig med at kobberprisen blev stabiliseret.

Til trods for at alle vores finansselskaber opererer uden for Europa, fortsatte de med at påvirke fondens afkast negativt. Det samme gælder for få af vores Kina-relaterede aktier.

### SKAGEN FOCUS PORTEFØLJEÆNDRINGER 2. KV. 2016 (% AF FORVALTET KAPITAL)

5 største positive bidragydere	5 største køb
AirAsia BHD 0,96%	Philips Lighting NV 3,32%
Haitai Confectionery & Foods Co Ltd 0,89%	Teva Pharmaceuticals 3,00%
Pan American Silver Corp 0,84%	Softbank Group Corp 2,55%
JBS SA 0,66%	E-MART Inc 2,28%
Omega Protein Corp 0,62%	Infineon Technologies AG 1,85%
5 største negative bidragydere	5 største salg
China Telecom Corp Ltd -0,51%	AirAsia BHD -4,13%
GCL-Poly Energy Holdings Ltd -0,43%	Pan American Silver Corp -3,55%
Aercap Holdings NV -0,39%	Ubiquiti Networks Inc -1,72%
Schaeffler AG -0,34%	Haitai Confectionery & Foods Co Ltd -1,60%
Aryzta AG -0,33%	SK Hynix Inc -1,44%

## STORE BEGIVENHEDER

### SØDE KOREANSKE CHIPS

En illustration af SKAGEN Focus' fleksibilitet og opportunistiske natur er vores kortvarige, men yderst rentable, investering i den sydkoreanske snackproducent Haitai. Den 70-årige virksomhed har en bred portefølje af snack og står også bag den seneste "honey butter potato chip"-feber i Sydkorea. Selvom Haitais chips-fabrikker arbejder døgnet rundt, kan virksomheden ikke følge med efterspørgslen. Da Haitai igen blev noteret på børsen, var emissionen overtegnet. Prisen blev sat til 15.100 sydkoreanske won, hvilket var et meget attraktivt niveau alene set i lyset af virksomhedens løbende overskud. Aktien røg hurtigt over vores kursmål, og vi solgte positionen efter et par dage til kurs 64.000 sydkoreanske won.

### PROTEIN BOOST

Fonden er efterhånden blevet mere proteinrig, i takt med at vi har øget vores positioner i den brasilianske kødproducent JBS og deres USA-noterede datterselskab, kyllingeproducenten Pilgrims Pride. Vi har ventet på, at ledelsen skulle gøre noget for at forbedre JBS' virksomhedsstruktur og reducere værdiansættelsesafstanden til konkurrenterne. I maj offentliggjorde selskabet en opdeling af de globale og brasilianske aktiviteter. Det nye selskab, JBS Foods International, vil omfatte de udskilte internationale aktiver og er noteret i USA. De brasilianske aktiver vil fortsat være noteret via den aktuelle børsnotering i Brasilien. Aktierne steg kraftigt oven på nyheden. Men fordi aktien stadig handles med en betydelig og uberettiget rabat i forhold til amerikanske konkurrenter, som Tyson Foods, mener vi, at det i sidste ende vil føre til en yderligere revurdering af aktien på mere end 50 procent. Der er en rimelig chance for, at en yderligere forenkling af virksomhedens struktur vil omfatte Pilgrims Pride, som ville gavne minoritetsaktionærer som SKAGEN Focus.

### ONLINE MULIGHEDER

Vi har også været aktive i andre dele af det sydkoreanske investeringslandskab og introducerede en ny position i porteføljen, discountkæden E-Mart. Selskabet opererer primært inden for gigant supermarkeder og har en markedsandel på ca. 50 procent i Sydkorea. Som følge af et mættet marked inden for discountbutikker, og stigende konkurrence fra online butikker som Coupang (Sydkoreas svar på Amazon), har overskuddet været faldende de seneste tre år. Det temmelig negative miljø har givet anledning til en meget attraktiv værdiansættelse af virksomheden. Desuden mener vi, at der er betydelige værdikatalysatorer i horisonten. Ironisk nok, navnet taget i betragtning, er virksomhedens tilstedeværelse indenfor levering af fødevarer bestilt online begrænset, men overgangen til online-forretning, hvor E-Mart nu er førende, kan udløse en revurdering. Virksomheden ejer også en stor del af deres butikker og har store ikke-kerne aktiver på balancen, hvilket understøtter værdien.



Foto: Bloomberg

### VI SER LYSET

Andet kvartal var et meget aktivt kvartal for fonden, hvor vi også deltog i børsnoteringen af Philips Lighting, som er noteret under tickeren LIGHT. Virksomheden er en global producent og leverandør af produkter inden for belysning, systemer og tjenesteydelser og har en betydelig markedsandel i sine primære markeder. Selskabet var indtil for nylig ejet af det hollandske selskab Philips. Efter et mislykket privatsalg af Philips Lighting valgte ejeren til sidst at børsnotere selskabet, hvilket satte scenen for en potentiel undervurderet case. Discountprisen på introduktion kan forklares med følgende. Først, de alt for negative opfattelser blandt investorerne, der forventer en hurtig løsning på den traditionelle belysning. Derudover den lavere andel af aktier, der handles på

børsen, som følge af at moderselskabet Philips tilbageholdt 75 procent af aktierne, hvilket også indebærer en risiko for yderligere aktiesalg. Sidst, men ikke mindst, kompleksiteten af løsrivelsen i selskabet, der skabte forvirring om selskabets økonomi. Vi mener, at de industrielle divisioner i selskabet mere end vil kompensere for den svage glødelampeforretning fremover, og vi ser vores krævede 50-procent potentiale i aktien.

SKAGEN Focus er en meget koncentreret fond, som investerer i få udvalgte virksomheder. Væsentlige afvigelser fra benchmark – både positive og negative – er sandsynlige. Vi er glade for at meddele, at andet kvartal sluttede med et positivt absolut afkast på 5,5 procent. Vi takker for din tillid og støtte og ser frem til fortsat succes i 2016.

GLIMT FRA SELSKABERNE



Foto: Stock Spirits

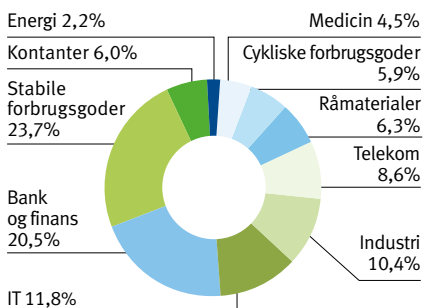


Foto: Bloomberg

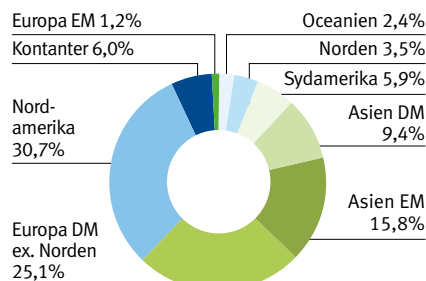
**E-Mart (2,0 procent)**

En af Koreas største discountkæder med et stort netværk af 150 discountbutikker og Wal-Mart Korea, som blev købt i 2006. Virksomheden er midt i en operationel omstrukturering med stort vækstpotentiale inden for onlinehandel af fødevarer. Aktien er understøttet af de store aktiver, idet de ejer 85 procent af selskabets egne butikker. De ejer også 5 procent af aktierne i Samsung Life og 50 procent af Starbucks Korea.

**BRANCHEFORDELING (AFRUNDET)**



**GEOGRAFISK FORDELING (AFRUNDET)**



**Stock Spirits (2,0 procent)**

Den kriseramte drikkevareproducent er vores eneste position i Storbritannien. Efter en magtkamp, hvor investoren Luis Amaral endelig fik to repræsentanter med i bestyrelsen, blev selskabet presset til at reducere omkostningerne og flytte sit hovedkvarter fra London til sit primære marked i Østeuropa. Selskabet har en betydelig kontantstrøm og har annonceret et særligt udbytte til aktionærerne.

NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN FOCUS (PR. 30.06.2016)						
Selskab	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2016E	P/E 2017E	P/BV seneste	Kursmål
American International Group Inc	6,5%	52,89	13,2	9,5	0,7	90
Jbs SA*	5,9%	10,00	12,7	5,4	1,2	22
Softbank Group Corp	5,3%	5 789,00	9,5	9,4	2,5	9 600
Infineon Technologies AG	5,1%	12,98	18,0	15,8	3,1	20
Omega Protein Corp	4,2%	19,99	11,6	11,0	1,5	30
SBI Holdings Inc	4,2%	1 009,00	7,7	7,2	0,6	3 000
Jenoptik AG	4,0%	14,80	16,9	15,5	1,9	20
SK Hynix Inc	3,6%	32 400,00	13,3	10,8	1,1	65 000
Carlsberg AS-B	3,5%	634,50	21,0	18,8	2,3	822
China Telecom Corp Ltd	3,3%	3,46	14,5	12,5	0,9	8
<b>Vægtet top 10</b>	<b>45,5%</b>		<b>12,7</b>	<b>9,8</b>	<b>1,2</b>	
<b>Vægtet top 35</b>	<b>94,7%</b>					
<b>Kontant</b>	<b>5,3%</b>					
<b>Total</b>	<b>100,0%</b>					

\*JBS er største aktionær i Pilgrim's Pride, som udgør 2,7 procent af fonden. Den kombinerede vægt af disse to positioner er 8,55 procent.  
P/E kan afvige fra andre kilder, da de er baseret på SKAGENs estimater.

Værdipapir	Sektor	Antal	Købsværdi NOK*	Markedsværdi NOK*	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
American International Group Inc	Financials	167 000	80 374	72 474	-7 900	6,48%	New York
Jbs SA	Consumer Staples	2 560 000	63 213	66 189	2 976	5,92%	Sao Paulo
Softbank Group Corp	Telecommunication Services	124 300	57 195	58 663	1 468	5,25%	Tokyo
Infineon Technologies AG	Information Technology	468 000	51 772	56 524	4 751	5,05%	Frankfurt
Omega Protein Corp	Consumer Staples	282 600	40 779	46 848	6 069	4,19%	New York
SBI Holdings Inc	Financials	568 000	59 955	46 723	-13 232	4,18%	Tokyo
Jenoptik AG	Industrials	324 800	33 741	44 526	10 785	3,98%	Xetra
SK Hynix Inc	Information Technology	173 000	43 205	40 628	-2 577	3,63%	Seoul
Carlsberg AS-B	Consumer Staples	49 600	35 727	39 314	3 587	3,52%	Köpenhamn
China Telecom Corp Ltd	Telecommunication Services	9 914 000	49 123	36 992	-12 131	3,31%	Hong Kong
Philips Lighting NV	Industrials	181 193	35 145	35 095	-50	3,14%	Amsterdam
Citizens Financial Group Inc	Financials	208 000	44 542	34 559	-9 982	3,09%	New York
Aryzta AG	Consumer Staples	102 707	40 218	31 402	-8 815	2,81%	Zürich
Aercap Holdings NV	Financials	108 210	37 523	29 873	-7 650	2,67%	New York
Pilgrim's Pride Corp	Consumer Staples	140 000	27 963	29 628	1 665	2,65%	New York
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	Health Care	70 000	30 038	29 412	-626	2,63%	NASDAQ
South32 Ltd	Materials	2 810 000	37 359	26 957	-10 403	2,41%	Sydney
TerraVia Holdings Inc	Materials	1 366 525	28 704	26 873	-1 830	2,40%	NASDAQ
Fila Korea Ltd	Consumer Discretionary	40 500	29 243	26 684	-2 559	2,39%	Seoul
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	Consumer Discretionary	38 200	28 137	26 664	-1 473	2,38%	Seoul
Schaeffler AG	Industrials	243 033	31 351	26 586	-4 765	2,38%	Frankfurt
E-MART Inc	Consumer Staples	18 000	22 843	22 571	-272	2,02%	Seoul
Alphabet Inc Class C	Information Technology	3 700	22 416	21 264	-1 152	1,90%	NASDAQ
Synchrony Financial	Financials	99 572	26 469	20 756	-5 713	1,86%	New York
Magforce AG	Health Care	445 989	23 569	20 725	-2 844	1,85%	Xetra
CIT Group Inc	Financials	78 000	27 947	20 319	-7 627	1,82%	New York
Stock Spirits Group Plc	Consumer Staples	1 110 375	25 314	19 789	-5 526	1,77%	London
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	Energy	16 500 000	31 962	17 972	-13 990	1,61%	Hong Kong
First Quantum Minerals Ltdc	Materials	290 000	9 919	17 068	7 149	1,53%	Toronto
Fourlis Holdings SA	Consumer Discretionary	387 563	9 631	12 967	3 337	1,16%	Aten
Massimo Zanetti Beverage Group SpA	Consumer Staples	187 564	14 452	12 734	-1 718	1,14%	Italien
Rentech Inc	Industrials	623 816	31 949	12 461	-19 488	1,11%	New York
Ubiquiti Networks Inc	Information Technology	28 000	7 899	8 906	1 007	0,80%	NASDAQ
FFP	Financials	13 606	8 475	7 963	-513	0,71%	Paris
Whiting Petroleum Corp	Energy	85 000	21 878	6 534	-15 344	0,58%	New York
Samsung SDI Co Ltd Pref	Information Technology	11 080	5 185	4 963	-221	0,44%	Seoul
<b>Total equity portfolio*</b>			<b>1 175 213</b>	<b>1 059 608</b>	<b>-115 605</b>	<b>94,74%</b>	
Disposable liquidity				58 782		5,26%	
<b>Total share capital</b>				<b>1 118 390</b>		<b>100,00%</b>	

\* Numbers in 1 000 NOK.



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

En andel i det globale ejendomsmarked

- › Brasilien fra taber til vinder
- › Spanske selskaber trak fonden ned efter valget
- › Stigende interesse for ejendom op til optagelsen i MSCI

1 2 3 4 **RISIKO** 6 7

Fondens startdato	31. oktober 2012
Akk. afkast siden start	20,9 %
Forvaltningskapital	742 mio. DKK
Antal kendte investorer	7,980

AFKAST	KV2 16*	12 M*
SKAGEN m <sup>2</sup>	4,0 %	0,6 %
MSCI ACWI Real Estate IMI	6,2 %	8,3 %

\* Pr. 30. juni 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).



## Uro på mange fronter

Kvartalet var præget af Brexit, det spanske valg og tvivlen på, om Abenomics fungerer. Men i vækstmarkederne lysner det.

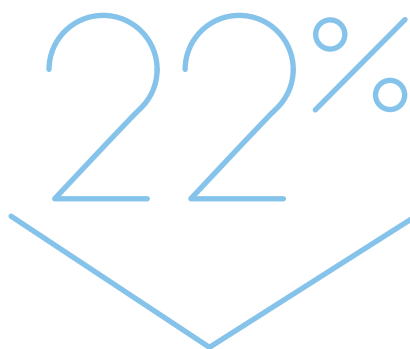
Vi deltog i begyndelsen af april i en ejendomskonference i London. En amerikansk deltager i panelet var så pessimistisk, at de øvrige deltagere begyndte at le. Han påstod, at Storbritannien ville forlade EU, og at Trump ville vinde præsidentvalget. Hans bedste investeringstips var guld og statsobligationer. Denne investor har foreløbig fået ret i, at Storbritannien formentlig er ved at forlade EU. Lad os så antage, at han også får ret i, at Trump bliver præsident. Er guld og statsobligationer så et godt investeringstip?





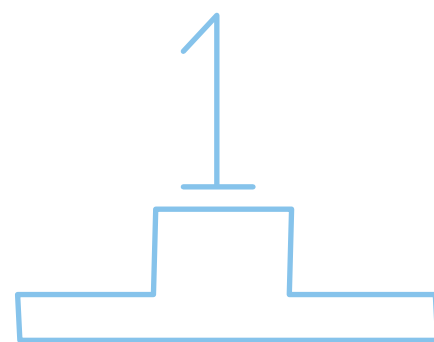
### TO DAGES FALD

Det overraskende resultat af det britiske valg førte til to dages fald i aktiemarkedet. Usikkerheden op til valget fik imidlertid investorer, som var på vej ud af markedet, til at sælge inden valget. Den hurtige opbremsning af salget efter valget, betød, at markedet rimelig hurtigt steg igen. Denne effekt har vi set gang på gang. Det er ikke så vigtigt, hvordan udfaldet bliver – det vigtigste er faktisk at fjerne usikkerheden på udfaldet. Selv om det er negativt, stiger markedet efterfølgende.



### TABEREN

Det illustreres også af, hvilke lande som hidtil i år har været vindere og tabere. Taberlandet er Storbritannien, som er faldet med 22 procent målt i euro. Her har usikkerheden været stigende op til valget. Svækkelsen af pund mod euro bidrog med 12 procentpoint af faldet. Vi har kun haft én position i UK i år – Big Yellow Group. Selskabet er faktisk steget 8 procent målt i pund, siden vi købte vores første position i januar. Selv om selskabet relativt er en vinder i forhold til andre ejendomsselskaber i Storbritannien, bidrog placeringen alligevel negativt til porteføljen på grund af pundets svækkelse.



### VINDEREN

Brasilien er årets store vinder. Landet var sidste år en tragedie med afsløringen af korrupte politikere og ledere i Petrobras-skandalen. Men brasilianske ejendomsaktier er steget hele 53 procent målt i lokalvaluta i år. Brasilien har også bidraget positivt til SKAGEN m<sup>2</sup>'s portefølje med et relativt bidrag på cirka 0,70 procent. Man kan selvfølgelig begynde at fortryde, at vores portefølje ikke har samme eksponering mod landet som tidligere, men fra et risk reward-synspunkt er den eksponering, vi har haft i år, mere korrekt, uanset tab og gevinst.



Foto: Bloomberg

### UDLEJNINGSVINDERE

Boligselskaberne D. Carnegie og Deutsche Wohnen var to andre vigtige bidragsydere i første halvår. Begge selskaber opererer i markeder med huslejereguleringer. Lejeindtægterne er derfor lavere end markedslejen, hvilket gør selskaberne til attraktive investeringsobjekter. Nøgletallene kan få dem til at se dyre ud, men markedet prissætter et selskab højere, når risikoen for reduceret leje er minimal samtidig med en upside, hvis prisdannelsen politisk bliver stillet friere. I kraft af et lavt lejeniveau vil efterspørgslen også være høj, og ledighedsgraden tilsvarende lav. Selskaberne opnår også højt afkast fra investeret kapital, som er anvendt til nyistandsættelse og vedligeholdelse. D. Carnegie forventer et kontant afkast på 10 procent af den investerede kapital i form af forhøjet leje, hertil kommer en forventet værdiforøgelse af lejlighederne. Tyske ejendomsselskaber blev i kølvandet på Brexit fremhævet som trygge havne, og vores tyske lejligheds-ejer oplevede, at aktiekursen atter gik i all time high.

### PÅ VEJ FREM

En stor del af forklaringen på fremgangen i Brasilien skal findes i, at den afslørede korruption har afstedkommet oprydning og ikke kaos, selv om næsten hele eliten er involveret. Det ser ud til, at landet kan komme styrket ud af problemerne.

Et andet land i regionen, som også har oplevet en positiv politisk udvikling, er Argentina. Landet har efter valget indledt gældsforhandlinger og gjort sin valuta stort set flydende. Den nye politiske ledelse ser ud til at have godt fat om landets strukturelle problemer på en positiv måde. Dette har bidraget til, at udenlandske investorer strømmer tilbage til landet igen.

Udviklingen har skabt et stort potentiale for IRSA's ejendomsinvesteringer i Argentina. IRSA er, ud over investeringerne i Argentina, opportunistisk og har foretaget betydelige investeringer i Israel. Selskabet har formået at tage kontrol over Israels største investeringselskab, som døjer med alt for stor gæld i datterselskaberne. Vi mener stadig, at der er store muligheder i denne investering.

### BESKYLDNINGER FOR FUSK

CBL Properties, Mitsui Fudosan og GLP har været fondens negative bidragydere både i andet kvartal og første halvår. Hver af dem har desværre bidraget med et relativt tab i området fra 90 til 100 basispunkter på porteføljeniveau.

Den største dramatik har været omkring CBL Properties. Selskabet ejer en række indkøbscentre, som med B- og C-beligheden dominerer deres områder i USA. Vi mener, at aktien er meget undervurderet. Hertil kommer at selskabet er ekstremt upopulært og er blevet beskyldt for alt lige fra at manipulere med omsætningstal til at have for tætte bånd til senator Bob Corker, der er kandidat til vicepræsidentposten under Trump. Corker siges at have tjent store summer på aktiehandel i CBL. Dette er yderst imponerende i betragtning af, at aktien er faldet med 50 procent det seneste år og er en af vores største tabere.

Mitsui Fudosan døjer med en voksende mistillid til Abenomics. Japanske ejendoms-selskaber har været udsat for stor volatilitet i forbindelse med forskellige nye tiltag til at sætte den japanske inflation i bevægelse. Hver gang nye foranstaltninger er blevet annonceret, har ejendomsselskaberne været blandt vinderne, men med efterfølgende nedgang. GLP er et globalt logistik-selskab med kinesisk eksponering. Kina har fortsat været et svagt marked. Kinesiske ejendoms-selskaber er faldet 18 procent indtil nu i år målt i euro.

Efter det spanske valg kunne vi konstatere, at vores spanske selskaber som gruppe gav det største negative bidrag til det relative afkast i kvartalet. Vi tror dog på forbedringer i den spanske økonomi og at den vil udvikle sig i retningen af de øvrige europæiske lande. Vi forventer, at vores spanske investeringer vil gøre det godt i ugerne efter, at usikkerheden er stilnet af.

Vi har modtaget et foreløbig uafklaret opkøbsbud på Ashford Prime. Vi solgte de aktier, som vi kunne, i forbindelse med et bud på en del af brasilianske BR Properties, og vil frasælge de tilbageværende aktier, som kun udgør 0,1 procent af porteføljen. Selskabet er billigt, men har en ejer, som vil sidde på 70 procent af selskabet efter budet.



### FORBEDRING I VÆKSTMARKEDERNE

De nye markeder er i bedring, hvilket vi også ser i ejendomsaktiemarkedet. Her har markederne udviklet sig bedre end de udviklede markeder i år. Vi har en eksponering mod vækstmarkederne på lige over 20 procent, og vi vil tage del i den nuværende udvikling. Forventningerne til en rentestigning i USA er tilsyneladende ved at aftage. Dette er gode nyheder for amerikanske ejendomsaktier, som mange spåede en dårlig udvikling for sammenlignet med Europa i år. Den amerikanske tiårige statsrente ligger i skrivende stund på 1,44 procent, faldet fra 1,93 i foråret.

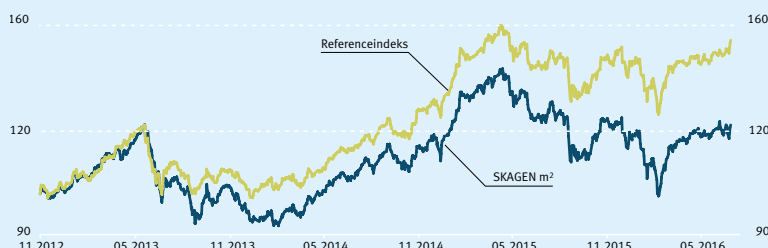
Den 1. august optages ejendomme som den ellefte sektor i MSCI's indekssystem. Dette er et klart tegn på stigende interesse for ejendomsaktier som gruppe. Fokus på ejendomsaktier vil dermed blive større, og optagelsen er generelt positiv for ejendomme som investeringsobjekt.

Vi forventer, at tågen i aktiemarkedet vil lette en smule, når usikkerheden begynder at aftage. Men der venter fortsat politisk uro i horisonten med præsidentvalg i USA og Putins uafklarede holdning til Vesten. Investorerne har allerede taget højde for en stor del af usikkerheden. Forsvinder den, kan det betyde, at vi går en god sommer og et godt efterår i møde.

#### SKAGEN m<sup>2</sup> PORTEFØLJEÆNDRINGER 2. KV. 2016 (% AF FORVALTET KAPITAL)

5 største positive bidragydere		5 største køb	
D Carnegie & Co AB	0,71%	Immobiliaria Colonial SA	1,09%
Brandywine Realty Trust	0,59%	Catena AB	0,88%
SL Green Realty Corp	0,48%	CBL & Associates Properties Inc	0,49%
IRSA Inversiones y Representac	0,42%	Mercialys SA	0,38%
SM Prime Holdings Inc	0,41%	Big Yellow Group Plc	0,32%
5 største negative bidragydere		5 største salg	
CBL & Associates Properties Inc	-0,63%	Gecina SA	-1,23%
Mitsui Fudosan Co Ltd	-0,40%	Deutsche Wohnen Plc	-1,12%
Ashford Hospitality Trust Inc	-0,34%	Brandywine Realty Trust	-0,95%
Axiare Patrimonio SOCIMI SA	-0,30%	HCP Inc	-0,85%
CA Immobilien Anlagen AG	-0,25%	BR Properties SA	-0,68%

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



Securities	Sektor	Antal	Købsværdi NOK *	Markedsværdi NOK *	Urealiseret gevinst/tab *	Procentvis fordeling	Børs
SL Green Realty Corp	Real Estate Companies incl. REITs	55 000	42 256	47 746	5 490	5,15%	New York
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	Real Estate Companies incl. REITs	327 680	42 844	47 022	4 178	5,07%	Oslobørsen
Mitsui Fudosan Co Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	234 000	47 733	44 478	-3 255	4,80%	Tokyo
Global Logistic Properties Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	3 837 700	51 806	43 036	-8 770	4,64%	Singapore
Inmobiliaria Colonial SA	Real Estate Companies incl. REITs	7 002 017	39 579	42 691	3 112	4,60%	Madrid
Mercialys SA	Real Estate Companies incl. REITs	213 269	33 581	38 057	4 476	4,10%	Paris
D Carnegie & Co AB	Real Estate Companies incl. REITs	384 084	26 002	36 677	10 675	3,95%	Stockholm
Catena AB	Real Estate Companies incl. REITs	287 423	33 317	34 752	1 435	3,75%	Stockholm
Irsa Sa ADR	Real Estate Companies incl. REITs	221 400	22 957	30 139	7 182	3,25%	New York
Deutsche Wohnen AG	Real Estate Companies incl. REITs	106 000	21 315	30 107	8 792	3,25%	Frankfurt
HCP Inc	Real Estate Companies incl. REITs	95 100	32 243	28 060	-4 183	3,03%	New York
Brandywine Realty Trust	Real Estate Companies incl. REITs	200 000	24 003	27 782	3 780	3,00%	New York
CBL & Associates Properties Inc	Real Estate Companies incl. REITs	361 000	44 859	27 762	-17 097	2,99%	New York
Columbia Property Trust Inc	Real Estate Companies incl. REITs	152 000	26 265	26 864	599	2,90%	New York
General Growth Properties Inc	Real Estate Companies incl. REITs	100 000	21 535	24 854	3 318	2,68%	New York
Dic Asset AG	Real Estate Companies incl. REITs	305 000	21 205	24 089	2 885	2,60%	Xetra
Big Yellow Group Plc	Real Estate Companies incl. REITs	264 000	24 278	23 117	-1 161	2,49%	London
Ashford Hospitality Trust	Real Estate Companies incl. REITs	509 000	34 305	22 319	-11 986	2,41%	New York
PS Business Parks Inc	Real Estate Companies incl. REITs	25 500	16 269	22 303	6 035	2,40%	New York
Axiare Patrimonio SOCIMI SA	Real Estate Companies incl. REITs	192 540	19 659	20 606	947	2,22%	Madrid
Nomura Real Estate Master Fund Inc	Real Estate Companies incl. REITs	1 483	15 104	19 671	4 567	2,12%	Tokyo
CA Immobilien Anlagen AG	Real Estate Companies incl. REITs	138 000	19 194	19 367	173	2,09%	Wien
SM Prime Holdings Inc	Real Estate Companies incl. REITs	3 811 800	11 039	18 471	7 432	1,99%	Filippinerna
Shangri-La Asia Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	2 150 000	22 641	17 969	-4 672	1,94%	Hong Kong
Atrium Ljungberg AB	Real Estate Companies incl. REITs	128 327	13 063	17 289	4 226	1,86%	Stockholm
Melia Hotels International	Real Estate Companies incl. REITs	188 193	16 510	16 940	430	1,83%	Madrid
Soho China Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	4 068 500	22 031	16 321	-5 709	1,76%	Hong Kong
Ashford Hospitality Prime Inc	Real Estate Companies incl. REITs	137 500	13 347	16 155	2 808	1,74%	New York
Phoenix Mills Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	358 945	13 738	15 389	1 651	1,66%	Indien
Grivalia Properties Reic AE	Real Estate Companies incl. REITs	222 185	14 965	14 455	-510	1,56%	Aten
Emlak Konut Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Real Estate Companies incl. REITs	1 710 000	15 119	14 224	-895	1,53%	Istanbul
First Real Estate Investment Trust	Real Estate Companies incl. REITs	1 827 494	13 439	14 192	754	1,53%	Singapore
CapitaLand Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	650 000	11 460	12 398	938	1,34%	Singapore
Obero Realty Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	329 090	9 428	11 063	1 635	1,19%	Indien
Ascendas India Trust	Real Estate Companies incl. REITs	1 780 200	7 454	10 949	3 496	1,18%	Singapore
Keck Seng Investments	Real Estate Companies incl. REITs	1 618 000	12 276	10 818	-1 458	1,17%	Hong Kong
Ashford Inc	Real Estate Companies incl. REITs	17 466	12 364	7 483	-4 880	0,81%	New York
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	Real Estate Companies incl. REITs	29 786 400	10 168	5 031	-5 137	0,54%	Indonesien
General Shopping Finance	Real Estate Companies incl. REITs	950 000	5 159	4 926	-233	0,53%	Euroclear
BR Properties SA	Real Estate Companies incl. REITs	50 611	1 345	1 000	-345	0,11%	Sao Paulo
<b>Total equity portfolio*</b>			<b>885 854</b>	<b>906 573</b>	<b>20 719</b>	<b>97,75%</b>	
Disposable liquidity				20 849		2,25%	
<b>Total share capital</b>				<b>927 422</b>		<b>100,00%</b>	

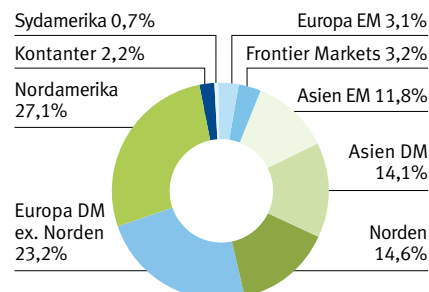
\* Numbers in 1 000 NOK.

NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN m<sup>2</sup> (PR. 30.06.2016)

Selskab	Postens størrelse %	Kurs	P/NAV sidste	Dividend Yield 2016E	EBITDA 2016E/EV
SL Green Realty Corp	5,1%	103,74	75%	2,8%	5,8%
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	5,1%	143,5	70%	1,3%	6,3%
Mitsui Fudosan Co Ltd	4,8%	2331,5	58%	1,4%	6,5%
Global Logistic Properties Ltd	4,6%	1,8	61%	3,6%	3,7%
Inmobiliaria Colonial SA	4,6%	0,66	86%	3,5%	3,5%
Mercialys SA	4,1%	19,2	94%	6,4%	4,8%
D Carnegie & Co AB	4,0%	96,75	108%	0,0%	3,8%
Catena AB	3,7%	122,5	85%	3,0%	6,8%
Irsa Sa ADR	3,2%	16,27	55%	1,3%	12,0%
Deutsche Wohnen AG	3,2%	30,56	122%	2,4%	3,7%
<b>Vægtet top 10</b>	<b>42,6%</b>		<b>80%</b>	<b>2,4%</b>	<b>5,5%</b>
<b>Vægtet top 35</b>	<b>95,0%</b>			<b>3,3%</b>	<b>6,2%</b>
<b>Referenceindeks</b>				<b>3,6%</b>	

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

GEOGRAFISK FORDELING (AFRUNDET)





## SKAGEN Tellus

Åbner døren til globale renter

- › Fortsat politisk uro
- › Sandsynligvis lidt lavere styringsrenter
- › Volatilitet fremover

1 2 4 **RISIKO** 5 6 7

Fondens startdato 29. september 2006

Akk. afkast siden start 67,2 %

Forvaltningskapital 868 mio. DKK

Antal kendte investorer 2.757

AFKAST	KV2 16*	12 M*
SKAGEN Tellus	3,24 %	0,85 %
JP Morgan GBI Broad Index Unhedged	5,84 %	10,97 %

\* Pr. 30. juni 2016.

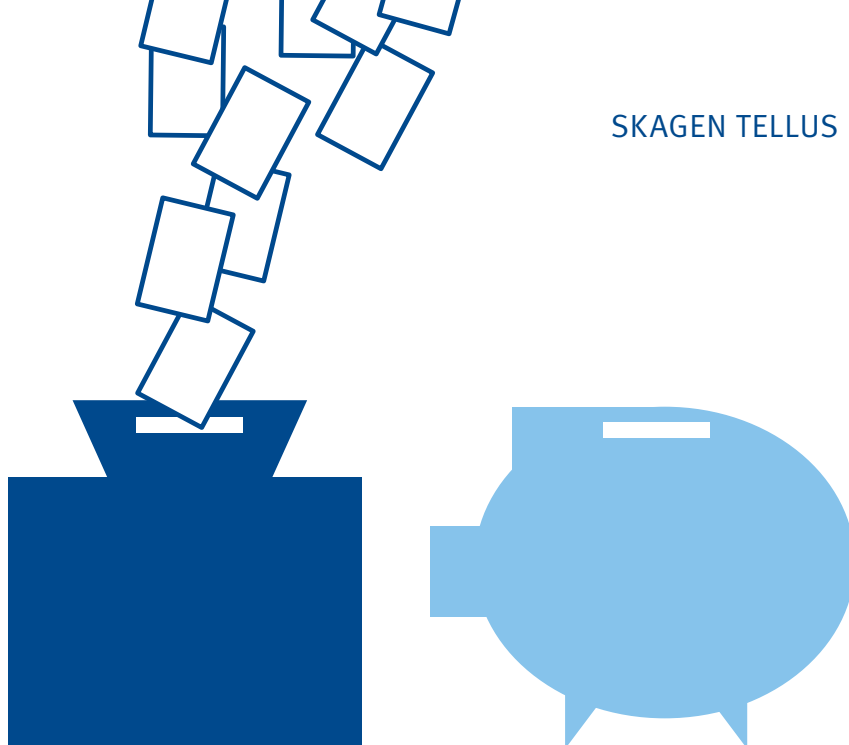


### PORTEFØLJEFORVALTERE

Jane Tvedt og Torgeir Høien

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

SKAGEN TELLUS



## Folkeviljen skaber turbulens

SKAGEN Tellus havde et positivt absolut afkast i andet kvartal, men Brexit havde også negativ indflydelse på fonden.

Resultatet af den britiske folkeafstemning betød et relativt tab for SKAGEN Tellus i forhold til referenceindekset – hvor obligationer udstedt af amerikanske, japanske og tyske myndigheder vejer tungt og var årsagen til, at fonden var efter indekset i andet kvartal. SKAGEN Tellus steg med 3,24 procent mod 5,84 procent for indekset.

Men i skrivende stund, slut juni, ser det ud til, at markedet er begyndt at lægge udfaldet fra folkeafstemningen bag sig. Det skyldes formentlig, at det er begyndt at gå op for investorerne, at folkeligt ønske om at forlade EU ikke nødvendigvis resulterer i et såkaldt Brexit. Det er ikke noget nyt, at EU er vigtigere for politikerne end for manden på gaden. Der er også tradition i EU for, efter folk har givet udtryk for deres utilfredshed, at politikerne med diplomatisk og juridisk smidighed formår at holde unionen intakt.

Vi tror, at der er en sandsynlighed for, at der ikke bliver et Brexit. EU vil prøve at beholde Storbritannien, da effekten af et Brexit kan betyde et EU i opløsning. Frankrig skal vælge ny præsident næste år, hvor kun en tredjedel af befolkningen er positivt stemt i forhold til EU.

Folkets vilje kan også skabe turbulens i andet halvår. På nuværende tidspunkt ligger Donald Trump lige i hælene på Hillary Clinton i de amerikanske meningsmålinger. Trump har mange af de samme synspunkter, som dem, der stemte for et Brexit: en tro på at svage vækstindtægter skyldes indvandrere og øget international handel. Hvis han vinder det amerikanske præsidentvalg, vil finansmarkederne formentlig igen blive urolige. Men vi tror også, at dette vil være forbigående. Trump skal forholde sig til kongressen, og i praksis vil der formodentlig være meget lidt, han vil få gennemført.

Grundet den politiske usikkerhed på begge sider af Nordatlanten er der kun lille grund til at tro, at de store centralbanker vil hæve styringsrenten. Med undtagelse af den amerikanske centralbank er der grund til at tro på lavere styringsrenter. Hverken væksten eller inflationen indikerer, at det haster med at stramme til.

Vi tror, at SKAGEN Tellus' portefølje, som først og fremmest er eksponeret mod eurozonens periferi og udvalgte vækstøkonomier, vil give investorerne et godt afkast. Men eftervirkningerne fra det britiske valg viste, at man må forvente volatilitet.

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
<b>STATSOBLIGATIONER</b>										
Canadian Government	01.11.2016	1,00	10 000	65 014	646,79	105	64 679	64 785	-335	5,97%
Chilean Government	05.08.2020	5,50	4 410 000	54 659	1,34	1 237	59 063	60 300	4 403	5,55%
German Government	10.03.2017	0,00	7 000	65 092	934,83	0	65 438	65 438	346	6,03%
Croatia Government Int Bond	30.05.2022	3,87	8 300	74 798	959,22	254	79 615	79 869	4 817	7,35%
Hellenic Republic Government	24.02.2035	3,00	9 000	53 134	573,19	872	51 587	52 459	-1 547	4,83%
Portugese Government	15.10.2025	2,87	5 000	47 985	929,90	947	46 495	47 442	-1 490	4,37%
Slovenia Government	30.03.2026	5,12	3 500	41 766	1 273,00	421	44 555	44 976	2 789	4,14%
Spanish Government	30.04.2025	1,60	5 000	45 315	972,17	124	48 609	48 733	3 294	4,49%
European Bank Recon & Dev	19.03.2018	5,75	200 000	25 846	12,23	403	24 468	24 871	-1 378	2,29%
Mexican Government	15.12.2016	7,25	120 000	54 693	46,00	165	55 201	55 365	508	5,10%
Norwegian Government	19.05.2017	4,25	60 000	63 360	103,30	293	61 982	62 275	-1 379	5,73%
New Zealand Government	17.04.2023	5,50	8 000	54 358	723,98	544	57 918	58 462	3 560	5,38%
Peruvian Government	12.08.2037	6,90	18 000	41 063	267,81	1 208	48 206	49 414	7 143	4,55%
Lithuanian Government	01.02.2022	6,62	5 500	42 570	1 015,68	1 265	55 862	57 128	13 292	5,26%
US Government	31.08.2016	0,50	12 800	87 374	839,22	181	107 420	107 602	20 046	9,91%
US Government	30.06.2017	0,62	10 800	88 468	839,94	0	90 714	90 714	2 246	8,35%
US Government	30.11.2016	0,87	10 000	87 347	840,86	62	84 086	84 148	-3 261	7,75%
<b>Sum Værdipapirportefølje</b>				<b>992 844</b>		<b>8 082</b>	<b>1 045 898</b>	<b>1 053 980</b>	<b>53 054</b>	<b>97,05%</b>
Disposable liquidity				31 746			31 987	31 987	241	2,95%
<b>TOTAL</b>				<b>1 024 590</b>		<b>8 082</b>	<b>1 077 885</b>	<b>1 085 967</b>	<b>53 295</b>	<b>100,00%</b>
<b>Key numbers</b>										
Effektiv underliggende afkast	2,09%		Duration*			3,55				

\* 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. 30.06.2016.

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

## SKAGEN Credit EUR

De bedste virksomhedsobligationer  
fra den globale frugthave

- › Godt afkast både i kvartalet og første halvår
- › Pressede virksomheder tager hånd om problemerne
- › Fortsat attraktiv prisfastsættelse på virksomhedsobligationer

	1	2	RISIKO	4	5	6	7
Fondens startdato	30. maj 2014						
Akk. afkast siden start	-2,1 %						
Forvaltningskapital	7 mio. EUR						
Antal kendte investorer	42						

AFKAST	KV2 16*	12 M*
SKAGEN Credit	2,40 %	-2,01 %
OMRX-TBILL	-0,19 %	-0,40 %

\* Pr. 30. juni 2016.



### PORTEFØLJEFORVALTERE

Ola Sjöstrand og Tomas  
Nordbø Middlethon

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

# Godt afkast både i kvartalet og første halvår

Andet kvartal og 2016 har været turbulent, men med godt afkast.

I slutningen af januar og begyndelsen af februar var kreditmarkedet meget anspændt på grund af faldende råvarepriser med olien i førersædet.

Råvarepriserne har været faldende siden efteråret 2014, men det var først i 2016, at de hårdt pressede virksomheder begyndte at gå konkurs. Denne udvikling smittede af på banksektoren. Markedet blev usikker på, hvor meget tab bankerne kunne forvente på udlån til virksomheder, som var eksponeret mod råvarer.

### Udsatte råvarevirksomheder

I andet kvartal begyndte råvarepriserne igen at stige, og selskaber udenfor råvaresektoren, som også var blevet ramt af vinterens manglende lånemuligheder, fik igen tilgang til finansiering. Der er fortsat virksomheder, inden for de enkelte sektorer, der kæmper med driften og som har svært ved at forny deres lån. Virksomheder, som er eksponeret mod råvarer, hvor der er overkapacitet, er særligt sårbare. For eksempel er markedsudsigterne for serviceleverandører til olieindustrien fortsat negative. Her må mange virksomheder gennem omstruktureringer med nedskrivning af gæld eller i værste fald konkurser. Den globale konkursrate er den næsthøjeste i ti år. Kun slået af finanskrisen 2009, og der er intet, der tyder på en snarlig forbedring for de udsatte virksomheder.

SKAGEN Credits eksponering mod sådanne selskaber er begrænset, men som en diversificeret global fond er der naturligt nogle enkeltstående selskaber i porteføljen, som oplever hårde tider. Det er derfor betryggende, at selskaber som f.eks. mineselskabet Glencore, råvarevareselskabet Noble Group, olieselskabet Petrobras og Standard Chartered Bank alle har reageret på markedsændringerne ved at sælge aktiver, reducere gælden eller ved at øge egenkapitalen. Tiltag, som forstærker virksomhedernes soliditet og kommer obligationsejerne til gode.

### Valgchok

Mod slutningen af kvartalet kom resultatet af EU-afstemningen i Storbritannien som et chok i markedet. Markedseffekten af valgresultatet på SKAGEN Credits 13 procents eksponering mod Storbritannien har været begrænset. Fondens britiske virksomheder er solide og med god kreditvurdering, og fonden er derudover valutasikret, således at et fald i GBP ikke påvirker fondens afkast.

Alt i alt har afkastet for kvartalet og halvåret været godt. Kreditspændet er fortsat højt, så mulighederne for at skabe godt afkast fremover er absolut til stede. Porteføljen består af solide selskaber, fonden er godt diversificeret både i forhold til sektorer og geografi, men som alle andre er vi også følsomme overfor store markedshændelser.

SKAGEN CREDIT EUR	Number of units	Market value EUR	%
SKAGEN Credit	624	7 234	98,85
Liquidity		84	1,15
<b>Total share capital</b>		<b>7 318</b>	<b>100,00</b>

Degree of currency hedging 97.05%, Share of SKAGEN Credit 31.49%

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	11.04.2018	800	8,15	7 493	3,52
Petrobras Global Finance BV	USD	01.03.2018	600	5,88	5 247	2,46
Seadrill Ltd	USD	15.09.2017	700	6,13	3 159	1,48
Petrobras Global Finance BV	USD	20.01.2020	200	5,75	1 660	0,78
<b>Total Energy</b>					<b>16 262</b>	<b>8,03</b>
Glencore Canada Financial Corp	GBP	27.05.2020	400	7,38	4 836	2,27
INEOS	EUR	01.05.2023	500	4,00	4 508	2,12
Glencore Funding LLC	USD	29.04.2019	475	3,13	3 915	1,84
Glencore Funding LLC	USD	30.05.2023	400	4,13	3 131	1,47
<b>Total Raw Materials</b>					<b>18 333</b>	<b>9,06</b>
Color Group AS	NOK	18.09.2019	7 000	6,28	7 187	3,37
Stena AB	EUR	01.02.2019	620	5,88	6 017	2,82
PostNL NV	GBP	14.08.2018	400	7,50	5 373	2,52
DSV A/S	DKK	18.03.2022	4 000	-	5 067	2,38
Norwegian Air Shuttle AS	EUR	11.12.2019	500	7,25	4 785	2,25
Tallink Group AS	NOK	18.10.2018	4 000	6,01	4 162	1,95
Heathrow Funding Ltd	GBP	20.03.2020	300	6,00	3 885	1,82
Heathrow Funding Ltd	GBP	10.09.2018	300	6,25	3 846	1,81
Bombardier Inc	USD	16.03.2020	400	7,75	3 384	1,59
Noble Group Ltd	USD	29.01.2020	350	6,75	2 490	1,17
Norwegian Air Shuttle AS	NOK	03.07.2017	2 000	4,75	1 989	0,93
<b>Total Industrials</b>					<b>43 387</b>	<b>21,43</b>
Best Buy Co Inc	USD	15.03.2021	800	5,50	7 255	3,41
Jaguar Land Rover Automotive Plc	GBP	01.03.2023	500	3,88	5 391	2,53
Volkswagen Leasing GmbH	EUR	06.09.2022	500	2,38	5 146	2,42
Samvardhana Motherson Automotive	EUR	15.07.2021	500	4,13	4 778	2,24
Fiat Finance & Trade SA	EUR	15.03.2018	400	6,63	4 070	1,91
Samvardhana Motherson Automotive	USD	16.12.2021	400	4,88	3 384	1,59
Fiat Chrysler Finance Europe	EUR	22.03.2021	200	4,75	2 028	0,95
<b>Total Consumer discretionary</b>					<b>25 670</b>	<b>12,68</b>
Safeway Ltd	GBP	10.01.2017	400	6,00	4 721	2,22
JBS Investments GmbH	USD	28.10.2020	500	7,75	4 483	2,10
Cosan	USD	14.03.2023	500	5,00	4 020	1,89
Lennar Corp	USD	17.06.2019	300	4,50	2 619	1,23
Avon Products Inc	USD	01.03.2019	250	6,50	1 952	0,92
<b>Total Consumer staples</b>					<b>14 310</b>	<b>7,07</b>
Danske Bank AS	GBP	29.09.2021	600	5,38	7 251	3,40
Bank of Baroda	USD	23.07.2019	750	4,88	6 863	3,22
Länsförsäkringar Bank AB	SEK	27.04.2026	6 000	1,92	5 985	2,81
Amlin Plc	GBP	18.12.2026	500	6,50	5 823	2,73
Insurance Australia Group Ltd	GBP	21.12.2026	400	5,63	4 612	2,17
Diamond Bank Plc	USD	21.05.2019	400	8,75	2 659	1,25
American Tower Corp	USD	15.02.2019	300	3,40	2 653	1,25
Standard Chartered Bank	GBP	03.04.2018	200	7,75	2 502	1,17
Banco Est Rio Grande Sul	USD	02.02.2022	250	7,38	1 984	0,93
Standard Chartered PLC	EUR	23.11.2022	200	3,63	1 905	0,89
<b>Total Financials</b>					<b>36 177</b>	<b>17,87</b>
Rolta Americas LLC	USD	24.07.2019	400	-	509	0,24
<b>Total IT</b>					<b>1 371</b>	<b>0,68</b>
VimpelCom Holdings BV	USD	01.03.2022	550	7,50	5 194	2,44
Bharti Airtel International	EUR	20.05.2021	400	3,38	4 042	1,90
Bharti Airtel International	EUR	10.12.2018	300	4,00	3 059	1,44
Frontier Communications Corp	USD	15.09.2022	300	10,50	2 723	1,28
VimpelCom Holdings BV	USD	01.03.2017	200	6,26	1 759	0,83
<b>Total Telecom</b>					<b>15 470</b>	<b>7,64</b>
BKK AS	NOK	22.05.2020	10 000	1,65	9 882	4,64
EDP Finance BV	USD	01.10.2019	1 000	4,90	9 007	4,23
<b>Total Utilities</b>					<b>7 514</b>	<b>3,71</b>
<b>TOTAL SECURITIES PORTFOLIO</b>					<b>178 495</b>	<b>88,17</b>
IRS USD 20180620	USD	20.06.2018	3 500		-411	-0,19
IRS EUR 20180620	EUR	20.06.2018	3 000		-413	-0,19
IRS USD 20190820	USD	20.08.2019	2 000		-552	-0,26
IRS GBP 20180129	GBP	29.01.2018	1 200		-344	-0,17
IRS USD 20210622	USD	22.06.2021	1 000		-378	-0,18
IRS EUR 20210511	EUR	11.05.2021	600		-199	-0,10
IRS GBP 20230523	GBP	23.05.2023	400		-131	-0,06
<b>Derivatives</b>					<b>-2 427</b>	<b>-1,14</b>
<b>Liquidity</b>					<b>5 060</b>	<b>2,38</b>
<b>Total share capital</b>					<b>213 024</b>	<b>100,00</b>

# Afkast, risiko og risikojusteret afkast

## Afkast\*

Pr. 30.06.2016	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%	-3,4%	2,1%	7,9%	2,9%	13,0%
MSCI Nordic/MSCI ac. Nordic	-5,0%	6,3%	9,1%	14,9%	5,7%	9,5%
SKAGEN Global A	-8,3%	0,6%	6,8%	11,3%	6,3%	13,8%
MSCI World AC	-4,4%	8,9%	11,0%	12,9%	5,2%	3,9%
SKAGEN Kon-Tiki A	-10,6%	-4,5%	0,6%	7,9%	6,6%	12,8%
MSCI Emerging Markets	-12,1%	1,3%	1,4%	7,2%	5,0%	7,0%
SKAGEN m <sup>2</sup> A	-0,6%	7,5%				5,3%
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	8,3%	16,3%				12,2%
SKAGEN Focus A	-8,9%					-14,5%
MSCI World AC	-4,4%					-8,1%
SKAGEN Avkastning	-3,95%	-3,10%	0,13%	3,19%	2,13%	4,77%
Statsobligasjonsind. 3.00	-3,82%	-2,49%	-0,66%	2,74%	2,23%	4,76%
SKAGEN Tellus A	0,85%	3,93%	5,73%	6,66%		5,4%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR	10,97%	12,23%	6,30%	6,05%		5,6%
SKAGEN Credit EUR A	-2,01%	-1,09%				-1,0%
3 Month EURIBOR	-0,40%	-0,13%				-0,2%

## Risiko og præstationsmåling

Pr. 30.06.2016	SKAGEN Vekst	SKAGEN Global	SKAGEN Kon-Tiki	SKAGEN Avkastning	SKAGEN Tellus
<b>RISIKO- OG PRÆSTATIONSMÅL SENESTE 5 ÅR</b>					
Standard Deviation NAV	14,7 %	14,2 %	16,3 %	7,7 %	6,1 %
Standard Deviation Benchmark	13,2 %	11,6 %	15,5 %	7,0 %	7,9 %
Tracking Error	6,3 %	5,0 %	4,9 %	2,5 %	5,9 %
Beta	1,01	1,15	1,00	1,05	0,52
<b>VALUE AT RISK 5 ÅR</b>					
Alfa	-6,7 %	-5,5 %	-0,8 %	0,8 %	2,4 %
Sharpe Arithmetic	0,14	0,46	0,03	0,01	0,90
Sharpe Ratio Benchmark	0,66	0,89	0,09	-0,10	0,76
Information Ratio Arithmetic	-1,06	-0,77	-0,16	0,32	-0,09
<b>Pr. 30.06.2016</b>					
Active Share	92%	92%	92%	98%	94%

\*Alle afkaststal 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 tidsperiode 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 referencindekset, 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).



<b>Resultatregnskap</b> (angitt i hele tusen kroner)	<b>SKAGEN Vekst</b> 1. halvår 2016	<b>SKAGEN Global</b> 1. halvår 2016	<b>SKAGEN Kon-Tiki</b> 1. halvår 2016	<b>SKAGEN m<sup>2</sup></b> 1. halvår 2016	<b>SKAGEN Focus</b> 1. halvår 2016	<b>SKAGEN</b> Balanse 60/40 1. halvår 2016	<b>SKAGEN Tellus</b> 1. halvår 2016	<b>SKAGEN</b> Avkastning 1. halvår 2016
<b>PORTEFØLJEINNETEKTER OG -KOSTNADER</b>								
Renteinntekter/-kostnader	-829	-6 594	-24 135	536	53	1 303	12 298	17 261
Aksjeutbytte	147 594	504 705	405 119	15 162	13 764	-	-	-
Gevinst/tap ved realisasjon	-156 102	1 506 629	692 748	19 403	31 947	1 023	24 793	5 894
Endring urealiserte kursgevinster/tap	-637 671	-5 190 340	-1 376 227	-46 154	-69 592	-15 865	-28 139	-3 208
Garantiprovisjon	-	-	-	-	-	-	-	-
Kurtasje	-1 938	-19 469	-11 752	-612	-871	-	-12	-6
Valutagevinst/tap	-18 145	-57 228	-105 374	-1 778	-994	-	-3 872	12 004
<b>PORTEFØLJERESULTAT</b>	<b>-667 091</b>	<b>-3 262 296</b>	<b>-419 622</b>	<b>-13 443</b>	<b>-25 692</b>	<b>-13 539</b>	<b>5 067</b>	<b>31 944</b>
<b>FORVALTNINGSINNTEKTER OG -KOSTNADER<sup>1</sup></b>								
Forvaltningshonorar fast	-36 649	-154 635	-281 208	-6 953	-7 763	-	-4 039	-3 885
Beregnet variabelt forvaltningshonorar *	-	-	71 451	3 643	-1 315	-	-	-
<b>FORVALTNINGSRESULTAT</b>	<b>-36 649</b>	<b>-154 635</b>	<b>-209 757</b>	<b>-3 309</b>	<b>-9 078</b>	<b>-</b>	<b>-4 039</b>	<b>-3 885</b>
<b>RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD</b>	<b>-703 740</b>	<b>-3 416 931</b>	<b>-629 379</b>	<b>-16 752</b>	<b>-34 770</b>	<b>-13 539</b>	<b>1 028</b>	<b>28 060</b>
Skattekostnad	-6 164	-42 787	-34 703	-2 659	-1 229	-395	-	-
<b>PERIODE RESULTAT</b>	<b>-709 904</b>	<b>-3 459 718</b>	<b>-664 082</b>	<b>-19 411</b>	<b>-35 999</b>	<b>-13 934</b>	<b>1 028</b>	<b>28 060</b>
<b>Balanse</b>								
	<b>30.06.2016</b>	<b>30.06.2016</b>	<b>30.06.2016</b>	<b>30.06.2016</b>	<b>30.06.2016</b>	<b>30.06.2016</b>	<b>30.06.2016</b>	<b>30.06.2016</b>
<b>EIENDELER</b>								
Norske verdipapirer til kostpris	1 117 559	-	828 960	42 844	-	293 643	63 360	1 123 198
Utenlandske verdipapirer til kostpris	5 139 222	23 548 805	22 034 609	843 010	1 175 213	26 500	929 484	242 350
Urealiserte kursgevinster/tap	587 008	4 258 183	8 257 979	20 606	-115 605	9 004	53 054	3 350
Opptjente renter verdipapirer	-	-	-	113	-	1 323	8 082	4 960
<b>SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE</b>	<b>6 843 789</b>	<b>27 806 988</b>	<b>31 121 547</b>	<b>906 573</b>	<b>1 059 608</b>	<b>330 469</b>	<b>1 053 980</b>	<b>1 373 859</b>
Tilgodehavende aksjeutbytte	5 691	30 433	74 491	2 589	1 823	-	-	-
Opptjente renter bank	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER</b>	<b>5 691</b>	<b>30 433</b>	<b>74 491</b>	<b>2 589</b>	<b>1 823</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Utsatt skattefordel	-	-	-	-	-	136	-	-
Til gode fra meglere	20 568	283 033	283 587	3 120	14 457	-	-	-
Til gode fra forvaltningsselskapet	5	5	20	4	1	-	4	4
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte	10 789	47 501	29 580	714	104	-	-	-
Andre fordringer	-	-	-	511	-	-	-	-
<b>SUM ANDRE FORDRINGER</b>	<b>31 361</b>	<b>330 539</b>	<b>313 187</b>	<b>4 350</b>	<b>14 563</b>	<b>136</b>	<b>4</b>	<b>4</b>
Bankinnskudd	40 103	231 991	685 156	18 563	57 418	4 047	34 252	170 266
<b>SUM EIENDELER</b>	<b>6 920 943</b>	<b>28 399 951</b>	<b>32 194 381</b>	<b>932 075</b>	<b>1 133 411</b>	<b>334 652</b>	<b>1 088 235</b>	<b>1 544 129</b>
<b>EGENKAPITAL<sup>1</sup></b>								
Andelskapital til pålydende	378 607	2 136 888	4 704 778	609 065	1 202 897	249 998	860 737	1 100 541
Overkurs	3 495 417	15 880 647	22 699 296	212 291	-31 787	58 640	232 131	434 629
<b>INNSKUTT EGENKAPITAL</b>	<b>3 874 024</b>	<b>18 017 535</b>	<b>27 404 074</b>	<b>821 357</b>	<b>1 171 111</b>	<b>308 639</b>	<b>1 092 868</b>	<b>1 535 170</b>
Opptjent egenkapital	2 978 887	10 192 194	4 512 323	105 625	-51 400	22 360	-7 601	5 374
<b>SUM EGENKAPITAL</b>	<b>6 852 912</b>	<b>28 209 729</b>	<b>31 916 397</b>	<b>926 982</b>	<b>1 119 711</b>	<b>330 999</b>	<b>1 085 267</b>	<b>1 540 544</b>
<b>GJELD</b>								
Utsatt skatt	-	-	-	1 004	-	-	-	-
Skyldig til meglere	47 517	-	-	2 361	8 065	3 300	-	-
Skyldig til forvaltningsselskapet	18 400	76 107	69 789	-139	5 412	-	1 938	1 915
Annen gjeld	2 115	114 115	208 196	1 867	223	353	1 030	1 670
<b>SUM ANNEN GJELD</b>	<b>68 032</b>	<b>190 222</b>	<b>277 984</b>	<b>5 093</b>	<b>13 700</b>	<b>3 653</b>	<b>2 968</b>	<b>3 585</b>
<b>SUM GJELD OG EGENKAPITAL</b>	<b>6 920 943</b>	<b>28 399 951</b>	<b>32 194 381</b>	<b>932 075</b>	<b>1 133 411</b>	<b>334 652</b>	<b>1 088 235</b>	<b>1 544 129</b>

Note: Avvik på kursen i forhold til porteføljene skyldes periodiseringsavvik per 30.06.2016.

\* Beregnet variabelt forvaltningshonorar per 30.06.16: I henhold til vedtektene skal endelig avregning skje per 31.12.2016 basert på verdutvikling resten av året. I Global C og Global D foretas imidlertid avregningen på kvartalsvis basis. I SKAGEN Vekst belastes variabelt forvaltningshonorar kun dersom andelsverdien 31.12. er høyere enn andelsverdien ved forrige belastning/avregning (høyvannsmerke).

## HALVÅRSREGNSKAB PR. 30.06.2016

<b>Resultatregnskap</b> (angitt i hele tusen kroner)	SKAGEN Høyrente 1. halvår 2016	SKAGEN Høyrente Inst. 1. halvår 2016	SKAGEN Krona** 1. halvår 2016	SKAGEN Credit 1. halvår 2016	SKAGEN Credit NOK 1. halvår 2016	SKAGEN Credit SEK** 1. halvår 2016	SKAGEN Credit EUR*** 1. halvår 2016
<b>PORTEFØLJEINNETEKTER OG -KOSTNADER</b>							
Renteinntekter/-kostnader	29 658	6 060	814	5 068	4 639	687	203,7
Aksjeutbytte	-	-	-	-	-	-	-
Gevinst/tap ved realisasjon	-2 563	-1 309	-	3 186	-2 696	-846	-67,8
Endring urealiserte kursgevinster/tap	12 372	1 897	-115	-12 258	-5 650	908	-62,4
Garantiprovisjon	-	-	-	-	-	-	-
Kurtasje	-2	-2	-15	-16	-13	-10	-0,6
Valutagevinst/tap	-	-	-	-1 033	8 115	5	203,8
<b>PORTEFØLJERESULTAT</b>	<b>39 466</b>	<b>6 645</b>	<b>684</b>	<b>-5 052</b>	<b>4 395</b>	<b>744</b>	<b>276,8</b>
<b>FORVALTNINGSINNTEKTER OG -KOSTNADER<sup>1</sup></b>							
Forvaltningshonorar fast	-3 751	-463	-250	-	-511	-80	-22,7
Beregnet variabelt forvaltningshonorar *	-	-	-	-	-	-	-
<b>FORVALTNINGSRESULTAT</b>	<b>-3 751</b>	<b>-463</b>	<b>-250</b>	<b>-</b>	<b>-511</b>	<b>-80</b>	<b>-22,7</b>
<b>RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD</b>	<b>35 715</b>	<b>6 182</b>	<b>434</b>	<b>-5 052</b>	<b>3 885</b>	<b>664</b>	<b>254,1</b>
Skattekostnad	-	-	-	-	-	-	-
<b>PERIODE RESULTAT</b>	<b>35 715</b>	<b>6 182</b>	<b>434</b>	<b>-5 052</b>	<b>3 885</b>	<b>664</b>	<b>254,1</b>
<b>Balanse</b>	<b>30.06.2016</b>	<b>30.06.2016</b>	<b>30.06.2016</b>	<b>30.06.2016</b>	<b>30.06.2016</b>	<b>30.06.2016</b>	<b>30.06.2016</b>
<b>EIENDELER</b>							
Norske verdipapirer til kostpris	2 358 626	389 509	-	22 994	124 854	22 549	7 420,6
Utenlandske verdipapirer til kostpris	-	-	390 469	176 505	-	-	-
Urealiserte kursgevinster/tap	-10 199	-1 054	-587	4 966	-5 000	-882	-446,3
Opptjente renter verdipapirer	5 725	1 131	193	3 524	4 466	807	259,9
<b>SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE</b>	<b>2 354 153</b>	<b>389 587</b>	<b>390 075</b>	<b>207 988</b>	<b>124 320</b>	<b>22 474</b>	<b>7 234,2</b>
Tilgodehavende aksjeutbytte	-	-	-	-	-	-	-
Opptjente renter bank	-	-	-	-	-	-	-
<b>SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Utsatt skattefordel	-	-	-	-	-	-	-
Til gode fra meglere	-	-	-	-	-	-	-
Til gode fra forvaltningsselskapet	-	-	-	-	-	2	-
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte	-	-	-	-	-	-	-
Andre fordringer	1 086	-	-	828	373	-	-
<b>SUM ANDRE FORDRINGER</b>	<b>1 086</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>828</b>	<b>373</b>	<b>2</b>	<b>-</b>
Bankinnskudd	680 474	538 881	29 494	5 045	2 528	209	100,1
<b>SUM EIENDELER</b>	<b>3 035 713</b>	<b>928 468</b>	<b>419 569</b>	<b>213 861</b>	<b>127 221</b>	<b>22 685</b>	<b>7 334,3</b>
<b>EGENKAPITAL<sup>1</sup></b>							
Andelskapital til pålydende	2 993 996	924 393	417 687	198 102	125 395	23 663	7 697,1
Overkurs	197 295	96 352	6 515	26 712	552	-199	-226,2
<b>INNSKUTT EGENKAPITAL</b>	<b>3 191 290</b>	<b>1 020 745</b>	<b>424 202</b>	<b>224 814</b>	<b>125 947</b>	<b>23 465</b>	<b>7 470,9</b>
Opptjent egenkapital	-157 449	-92 501	-5 162	-10 953	-459	-824	-154,4
<b>SUM EGENKAPITAL</b>	<b>3 033 842</b>	<b>928 244</b>	<b>419 040</b>	<b>213 861</b>	<b>125 488</b>	<b>22 640</b>	<b>7 316,5</b>
<b>GJELD</b>							
Utsatt skatt	-	-	-	-	-	-	-
Skyldig til meglere	-	-	-	-	1 479	2	5,0
Skyldig til forvaltningsselskapet	1 871	224	107	-	253	43	12,8
Annen gjeld	-	-	423	-	-	-	-
<b>SUM ANNEN GJELD</b>	<b>1 871</b>	<b>224</b>	<b>530</b>	<b>-</b>	<b>1 732</b>	<b>45</b>	<b>17,8</b>
<b>SUM GJELD OG EGENKAPITAL</b>	<b>3 035 713</b>	<b>928 468</b>	<b>419 569</b>	<b>213 861</b>	<b>127 221</b>	<b>22 685</b>	<b>7 334,3</b>

Note: Avvik på kursen i forhold til porteføljene skyldes periodiseringsavvik per 30.06.2016.

\* Beregnet variabelt forvaltningshonorar per 30.06.16: I henhold til vedtektene skal endelig avregning skje per 31.12.2016 basert på verdutvikling resten av året. I Global C og Global D foretas imidlertid avregningen på kvartalsvis basis. I SKAGEN Vekst belastes variabelt forvaltningshonorar kun dersom andelsverdien 31.12. er høyere enn andelsverdien ved forrige belastning/avregning (høyvannsmærke).

\*\* Angitt i hele tusen svenske kroner

\*\*\* Angitt i tusen euro

<sup>1)</sup> Hvorav fordeling på de respektive andelsklasser	Klasse	SKAGEN Vekst 1. halvår 2016	SKAGEN Global 1. halvår 2016	SKAGEN Kon-Tiki 1. halvår 2016	SKAGEN m <sup>2</sup> 1. halvår 2016	SKAGEN Focus 1. halvår 2016	SKAGEN Tellus 1. halvår 2016	SKAGEN Credit EUR*** 1. halvår 2016
Forvaltningshonorar fast	A	-35 885	-147 491	-196 529	-6 939	-7 184	-3 490	-19,4
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	A			46 182	3 635	-1 083		
<b>Sum forvaltningshonorar</b>	<b>A</b>	<b>-35 885</b>	<b>-147 491</b>	<b>-150 348</b>	<b>-3 304</b>	<b>-8 266</b>	<b>-3 490</b>	<b>-19,4</b>
Forvaltningshonorar fast	B	-28	-6 472	-23 808	-9	-20	-154	-3,3
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	B			7 698	5	-12		
<b>Sum forvaltningshonorar</b>	<b>B</b>	<b>-28</b>	<b>-6 472</b>	<b>-16 110</b>	<b>-3</b>	<b>-31</b>	<b>-154</b>	<b>-3,3</b>
Forvaltningshonorar fast	C	-736	-669	-4 150	-5	-559	-395	
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	C			1 212	2	-221		
<b>Sum forvaltningshonorar</b>	<b>C</b>	<b>-736</b>	<b>-669</b>	<b>-2 937</b>	<b>-2</b>	<b>-780</b>	<b>-395</b>	
Forvaltningshonorar fast	D		-3	-9 081				
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	D			2 597				
<b>Sum forvaltningshonorar</b>	<b>D</b>		<b>-3</b>	<b>-6 484</b>				
Forvaltningshonorar fast	E			-47 641				
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	E			13 762				
<b>Sum forvaltningshonorar</b>	<b>E</b>			<b>-33 878</b>				
<b>Sum fast og beregnet variabelt forvaltningshonorar</b>	<b>Alle</b>	<b>-36 649</b>	<b>-154 635</b>	<b>-209 757</b>	<b>-3 309</b>	<b>-9 078</b>	<b>-4 039</b>	<b>-22,7</b>

<sup>1)</sup> Hvorav fordeling på de respektive andelsklasser	Klasse	SKAGEN Vekst 30.06.2016	SKAGEN Global 30.06.2016	SKAGEN Kon-Tiki 30.06.2016	SKAGEN m <sup>2</sup> 30.06.2016	SKAGEN Focus 30.06.2016	SKAGEN Balanse 60/40 30.06.2016	SKAGEN Tellus 30.06.2016	SKAGEN Avkastning 30.06.2016
Antall utstedte andeler	A	3 730 596	20 149 051	29 359 601	6 073 899	10 741 739	2 499 983	6 641 101	11 005 411
Basiskurs per andel 30.06.2016 i kr****	A	1 809,8627	1 317,3821	673,8619	152,2689	93,0775	132,4025	124,6101	139,9786
Antall utstedte andeler	B	2 765	985 404	4 607 076	9 917	24 827		491 970	
Basiskurs per andel 30.06.2016 i kr****	B	1 817,1514	1 316,8096	680,1320	152,6721	93,3788		131,1066	
Antall utstedte andeler	C	53 053	233 641	562 022	6 837	1 262 408		1 474 296	
Basiskurs per andel 30.06.2016 i kr	C	1 821,4356	1 322,0396	676,2461	152,3550	93,1373		131,0760	
Antall utstedte andeler	D		787	1 520 147					
Basiskurs per andel 30.06.2016 i kr	D		1 323,5666	678,5804					
Antall utstedte andeler	E			10 998 938					
Basiskurs per andel 30.06.2016 i kr	E			681,0454					

<sup>1)</sup> Hvorav fordeling på de respektive andelsklasser	Klasse	SKAGEN Høyrente 30.06.2016	SKAGEN Høyrente Inst. 30.06.2016	SKAGEN Krona** 30.06.2016	SKAGEN Credit 30.06.2016	SKAGEN Credit NOK 30.06.2016	SKAGEN Credit SEK** 30.06.2016	SKAGEN Credit EUR*** 30.06.2016
Antall utstedte andeler	A	29 939 956	9 243 931	4 176 868	1 981 019	1 253 949	236 633	595 909
Basiskurs per andel 30.06.2016 i kr****	A	101,3324	100,4129	100,3242	107,9487	100,0667	95,7202	9,4889
Antall utstedte andeler	B							173 797
Basiskurs per andel 30.06.2016 i kr****	B							9,5608
Antall utstedte andeler	C							
Basiskurs per andel 30.06.2016 i kr	C							
Antall utstedte andeler	D							
Basiskurs per andel 30.06.2016 i kr	D							
Antall utstedte andeler	E							
Basiskurs per andel 30.06.2016 i kr	E							

Note: Avvik på kursen i forhold til porteføljene skyldes periodiseringsavvik per 30.06.2016.

\* Beregnet variabelt forvaltningshonorar per 30.06.2016: I henhold til vedtektene skal endelig avregning skje per 31.12.2016 basert på verdiutvikling resten av året. I Global C og Global D foretas imidlertid avregningen på kvartalsvis basis. I SKAGEN Vekst belastes variabelt forvaltningshonorar kun dersom andelsverdien 31.12. er høyere enn andelsverdien ved forrige belastning/avregning (høyvannmerke).

\*\* Angitt i hele tusen svenske kroner

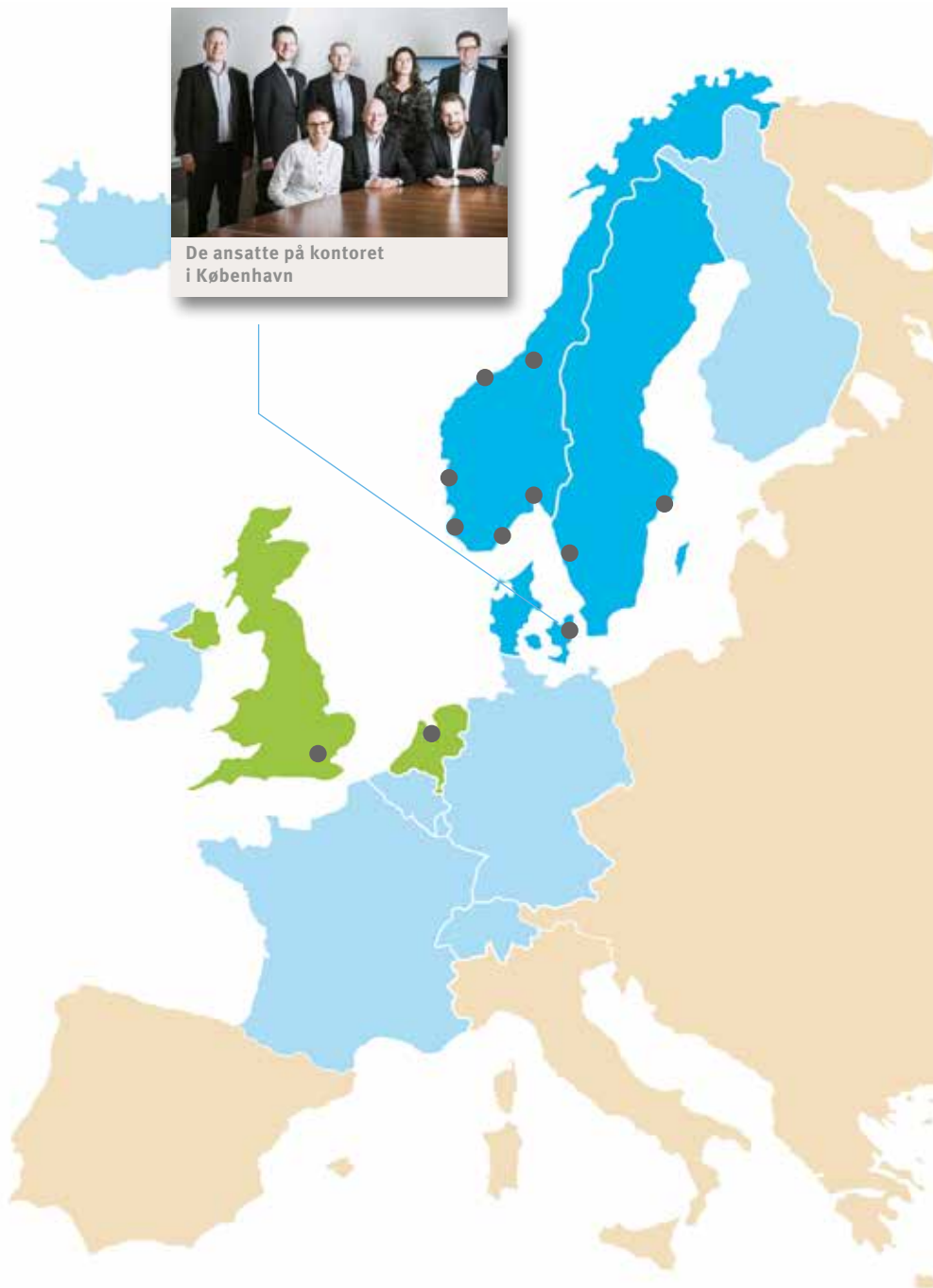
\*\*\* Angitt i tusen euro

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

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: *Portræt af Martha Johansen, 1891. Af Viggo Johansen. Tilhører Skagens Kunstmuseer (manipuleret).*

 /company/skagenfondene  
 /skagenfondenedk  
 /skagentvdanmark  
 /skagenfondenedk

 Hjemmemarked  
 Internationalt marked  
 Markedsføringstilladelse



**SKAGEN**  
fondene