

MARKEDSRAPPORT

SKAGEN



VERDEN SER MOD VEST – VI SER GLOBALT

Valg og mulig renteforhøjelse i USA er rundt om hjørnet. Vi fortsætter med at se efter muligheder globalt.

Fornuft og følelse

I vores seneste markedsrapport skrev vi om, hvordan den britiske EU-afstemning rystede verdens finansielle markeder i et kort øjeblik, hvorefter det blot tog nogle uger, før de store indekser, MSCI EM og S&P 500, igen var tilbage på niveauerne fra før Brexit.

Det britiske pund har dog fortsat problemer og handles på historisk lave niveauer her flere måneder efter det britiske nej. Den seneste svækkelse, som fulgte premierminister Theresa Mays erklæring om tidsplanen for EU-exit, tog valutaen til det laveste niveau i 31 år mod andre store valutaer.

Det irrationelle marked

Perioder med store udsving på børserne giver sommetider aktive investorer som os mulighed for at investere i attraktive kvalitetselskaber til favorable priser. Samtidig kan de store kursbevægelser være bevis for, at den finansielle prisfastsættelse i markedet ikke altid er rationel. Netop det er en af grundene til, at vi sværger til aktiv forvaltning, hvor vores investeringsbeslutninger er baseret på grundige analyser.

Økonom og nobelprismodtager Robert Shiller udgav i 1981 en artikel med overskriften: "Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?" Jeg kan ikke anbefale artiklen som hyggeslæsning, men i teksten kommer Shiller med en vigtig konklusion. Udsvingene i markedet er større end, hvad der kan forklares rationelt med hensyn til de forretningsmæssige udsigter. Børskraket i 1987 gav yderligere støtte til Shillers tese og beviste, at investorerne til tider er drevet mere af følelser end af rationel tænkning.

Hvordan er Shillers forskning så relevant for det sidste kvartals kursudvikling i SKAGEN Fondene? Det er bare at tage et kig i SKAGEN Globals portefølje og se, hvem der har bidraget mest i absolutte tal i perioden. Her finder vi de to amerikanske finansselskaber, AIG og Citigroup, og det britiske sikkerhedsfirma G4S. Fælles for dem er, at de tog et ordentligt dyk i kurserne efter det britiske nej. Det skete på trods af, at de efterfølgende kom med stærke kvartalsrapporter, som var helt på linje med vores investeringstese.

Et andet eksempel er vores globale ejendomsfond SKAGEN m², der også blev ramt umiddelbart efter folkeafstemningen. Selv om fonden havde en begrænset eksponering mod England, blev fondens afkast ramt af de store mængder af

kapital, der flyttede sig fra Europa til USA, hvor fonden er undervægtet. Pendulet svingede dog hurtigt tilbage, og ved udgangen af tredje kvartal havde fonden slået indekset år til dato og er nu top-rangerende i sin kategori i Morningstar i de fleste af sine markeder.

Markedets oversete muligheder

Når det gælder teorien om, at finansmarkederne rent faktisk handler rationelt - eller effektivt, som det kaldes af økonomer - har Robert Shiller hævdet, at netop den effektive markedshypotese er "en af de mest bemærkelsesværdige fejlslutninger i den økonomiske teoris historie." En ny undersøgelse fra S&P viser, at passivt forvaltede fonde nu tegner sig for mere end en tredjedel af fondsmarkedet i USA. Når færre rent faktisk analyserer selskaberne, før de beslutter at investere i dem, skabes der et godt grundlag for at kunne gå ind i positioner, der er overset af det brede marked. Et godt eksempel i dette kvartal er Oriflame i vores nordisk/global fond SKAGEN Vekst.

Oriflame er en svensk kosmetikvirksomhed, der længe blev betragtet som fuldstændig afhængig af sit salg i Østeuropa. Men nu er salget taget til i Asien, Tyrkiet og Latinamerika. Flere og flere investorer har fået øjnene op for investeringen, som er steget med 130 procent hidtil i år.

Et andet klassisk eksempel på en omhyggeligt udvalgt aktie er det australske mineselskab South32, der er en af investeringerne i SKAGEN Focus. Da virksomheden blev udskilt fra BHP Billiton, var omkostningsstrukturen ikke optimal. Men efter en tid med nedskæringer har markedet nu vendt tommelfingeren op, og aktiekursen er steget med 56 procent i lokal valuta alene i det seneste kvartal. År til dato er selskabet steget med 120 procent. Du kan læse meget mere om disse aktier i fondenes porteføljeberetninger.

Nyudnævnt investeringsdirektør

Sidst, men ikke mindst, vil jeg gerne byde velkommen til vores nye investeringsdirektør, Alexandra Morris. Hun har stor brancheerfaring og har tidligere arbejdet som analytiker, portefølje-manager og senest som investeringsdirektør i en af Norges største banker. Hun bliver den første CIO i SKAGEN, der udelukkende skal fokusere på rollen som CIO, og det siger sig selv, at vores investeringsfilosofi også forbliver den samme i fremtiden.



– Jens Elkjær
Adm. direktør i Danmark



18

Det svenske kosmetikfirma **Oriflame** var igen bedst bidragyder i SKAGEN Vekst i kvartalet. Aktiekursen er steget med 130 procent i år.



10

Der er fortsat **muligheder for vækst** i den russiske supermarkeds kæde X5 trods 45 procent stigning i kvartalet. På billedet: Dåser kaviar i Perekrestok supermarked i Moskva, der drives af X5.

Foto: Bloomberg



Foto: Oriflame

22 og 33

Den tyske bilproducent **Schaeffler** blev børsnoteret i oktober 2015 på Frankfurt Stock Exchange (på billedet). SKAGEN Fokus har investeret i virksomheden, og SKAGEN Credit har købt i en dollar obligation udstedt af Schaeffler.

Foto: Haitai

LEDER

Fornuft og følelse > 2
Jens Elkjær

PORTEFØLJEFORVAL- TERNES BERETNING

INDLEDNING

Hvilket år - indtil videre! > 5
Alexandra Morris

AKTIEFONDE

SKAGEN Kon-Tiki > 10
Skift i vækstmarkedernes favør

SKAGEN Global > 12
Kunsten at gå sine egne veje

SKAGEN Vekst > 18
Godt klædt på

SKAGEN Focus > 22
Et tilfredsstillende kvartal

SKAGEN m² > 26
Kommet stærkt igen

OBLIGATIONSFONDE

Makrokommentar > 30
Muligheder i en tid med udfordringer

SKAGEN Tellus > 31
Trump og Brexit

SKAGEN Credit EUR > 33
Ser udover Europas grænser

AFKAST OG RISIKO

Udvikling > 4

Afkast og risikomåling > 35

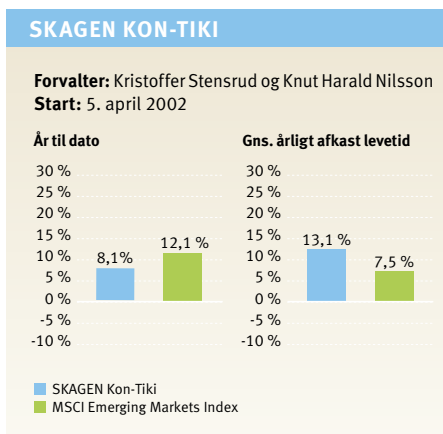
SKAGEN søger efter bedste evne at sikre, at al information givet i denne rapport er korrekt, men tager forbehold for eventuelle fejl og udeladelser. Udtalelserne reflekterer porteføljeforvalternes syn på et givent tidspunkt, og dette syn kan ændres uden varsel.

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

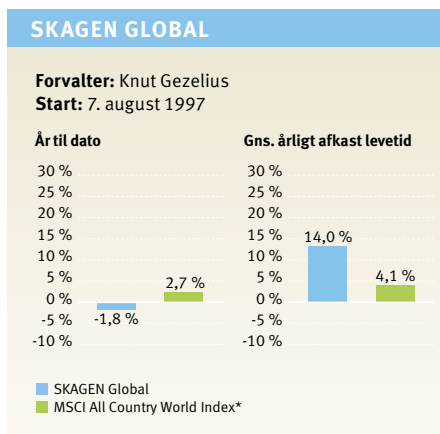
Udvikling

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

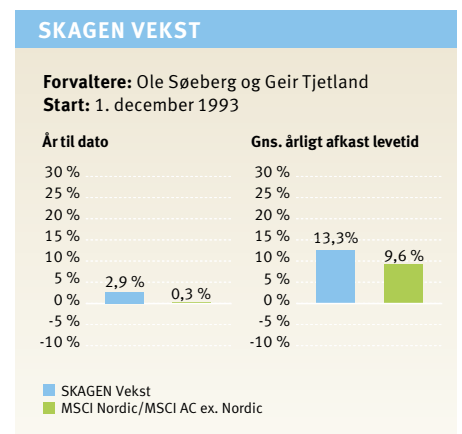
■ Aktiefond ■ Obligationsfond



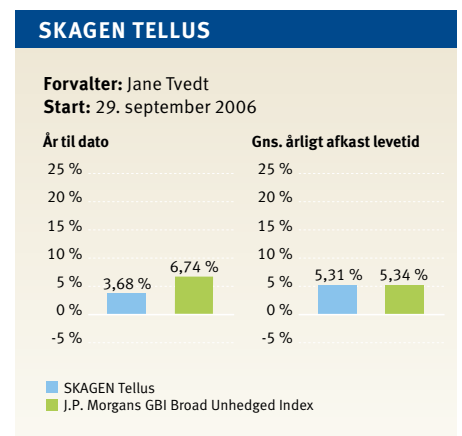
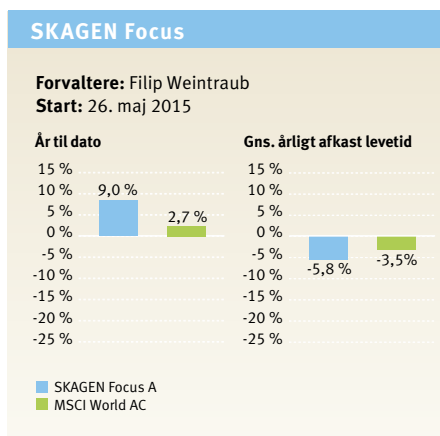
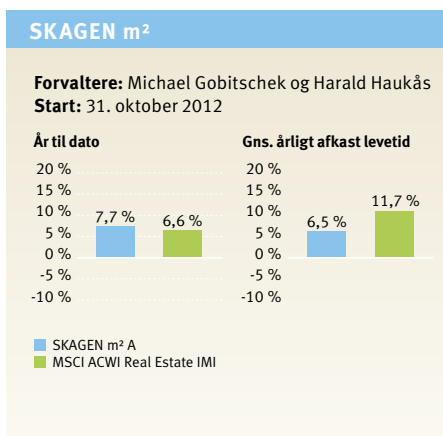
* Før 1.1.2004 var indeks MSCI World Index (Daily Traded Net Total Return)



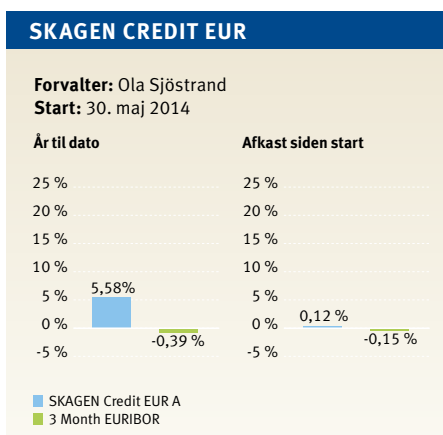
* Før 1.1.2010 var indeks MSCI World (NOK)



* 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)



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



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, porteføljevalterens dygtighed, fondens risiko, samt omkostninger. Afkast kan blive negativt som følge af kurstab.

Introduktion

- › Godt tredje kvartal - syv af vores otte fonde sluttede foran indekset
- › Vækstmarkederne udkonkurrerede de udviklede markeder i tredje kvartal, og vi så et skift i investorenes holdning til EM-aktier
- › Inflowet i vækstmarkederne er derfor stigende. Fra marts til maj var inflowet primært i indeksfonde (ETF), men inflowet er nu igen i aktivt forvaltede fonde
- › Fjerde kvartal byder på valg og mulig rentestigning i USA – spændingen i markederne er derfor afhængig af udfaldet af disse begivenheder



Foto: Bloomberg

Hvilket år – indtil videre!

Selv om jeg kun har været i SKAGEN siden begyndelsen af september, tør jeg alligevel godt sige: ”Sikke et år, det har været indtil nu!” Vi har nu tilbagelagt ni måneder af året; Perioden begyndte med et kraftigt fald og kom derefter stærkt igen. Så indtraf sommerens store overraskelser – det britiske ja til at forlade EU (Brexit) og kupforsøget i Tyrkiet.

– Alexandra Morris
Investeringsdirektør

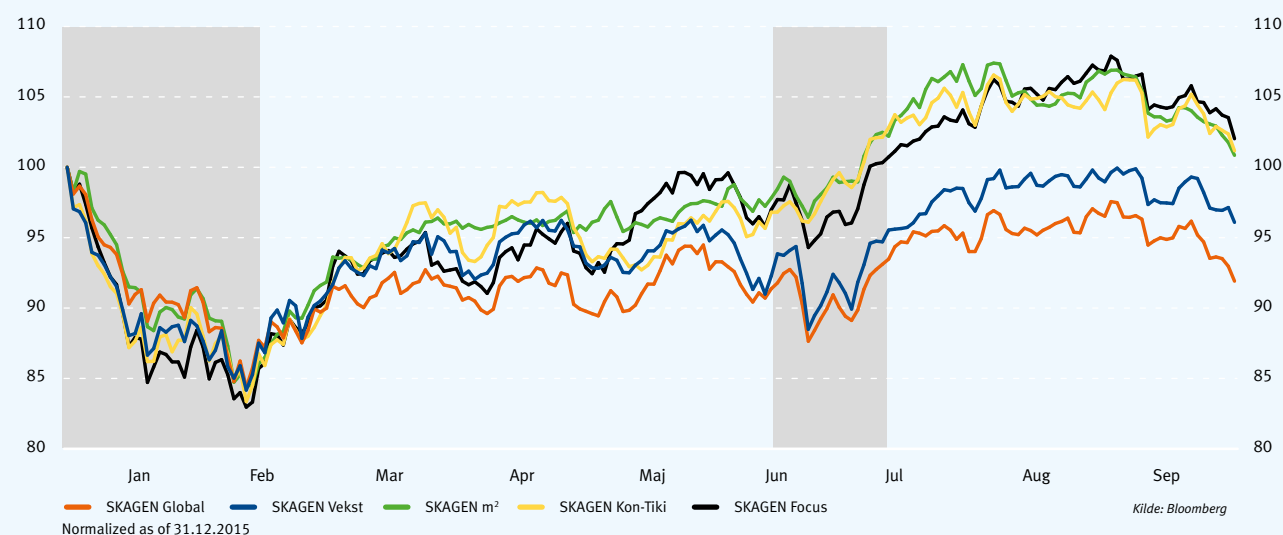
Vores tro på aktiv, valuebaseret forvaltning er urokkelig. Det er derfor glædeligt at kunne fremhæve, at tredje kvartal var positivt for vores kunder – både dem, som har investeret i aktiefonde, og dem, som har investeret i obligationsfonde. Hele syv ud af vores otte fonde sluttede tredje kvartal foran deres respektive indekser.

Den eneste fond, som havnede efter sit referenceindeks, var SKAGEN Kon-Tiki. Det absolutte afkast varierede fra 9,6 procent for SKAGEN Vekst til 5,8 procent for SKAGEN Global. Det relative afkast lå på en skala fra 5,0 procentpoint i SKAGEN Vekst til minus 1,7 procentpoint i SKAGEN Kon-Tiki. Se de enkelte fonde for mere information

om det absolutte og relative afkast i tredje kvartal.

MSCI All Country World Index steg med 4,6 procent i løbet af tredje kvartal, og MSCI's verdensmarkedsindeks steg med 8,2 procent (målt i DKK). De blev begge trukket op af teknologisektoren. Mange vendte ryggen til denne sektor under mar-

AFKAST I SKAGENS AKTIEFONDE HIDTIL I ÅR (I FONDENES BASISVALUTA NOK)





I begyndelsen af året var der en generel opfattelse af, at de generelle udsigter for vækstmarkederne var temmelig dystre. Indtil videre har disse markeder vist en bemærkelsesværdig modstandskraft. De fortsætter med at udvise en højere vækstrate end de udviklede markeder og har også vist en lyst til at fortage politiske, økonomiske og strukturelle ændringer. På billedet: Mumbai, Indien.

Foto: Bloomberg

kedsuroen i starten af året, men populariteten er steget støt derefter. Også finanssektoren har fået comeback efter lidt modvind i forbindelse med Brexit. Endnu en sektor, der er værd at nævne, er forbrugsvarer, som især i vækstmarkederne fik et godt tredje kvartal.

Det var så vinderne af kvartalets popularitetskonkurrence mellem fondene. Men det er vigtigt at påpege, at som langsigtede investorer ved vi, at præferencerne skifter, og at et andet kvartal kan give et andet resultat.

Vækstmarkeder på fremmarch

På baggrund af tredje kvartals afkasttal er det vel på sin plads at sige et par ord om udsigterne for især de globale vækstmarkeder. Ved indgangen til 2016 var der mange, som mente, at udsigterne for vækstmarkederne ikke var særlig lyse. Men de har indtil nu vist en overraskende stor modstandsstyrke.

Vi kan konstatere, at den økonomiske vækst fortsætter i et hurtigere tempo end i mere udviklede markeder. Kina er på ingen måde faldet sammen, som mange havde frygtet. En del vækstmarkedslande har des-

uden vist vilje til politiske, økonomiske og strukturelle forandringer.

Økonomisk udvikling er vigtig, men det er lige så vigtigt, hvad investorerne er villige til at betale for indtjening. Det ser nu ud til, at globale investorer har opdaget og er blevet mere positive over for de globale vækstmarkeder og kan se, at disse lande er præget af lav værdifastsættelse af aktier. Vækstmarkederne handles til en kurs/indtjening i den lave ende sammenlignet med de udviklede markeder de seneste 10 år. Samtidig peger flere og flere investorer på et positivt indtjeningsmomentum, og analytikerne er igen begyndt at øge indtjeningsestimaterne for deres selskaber i vækstmarkedslande.

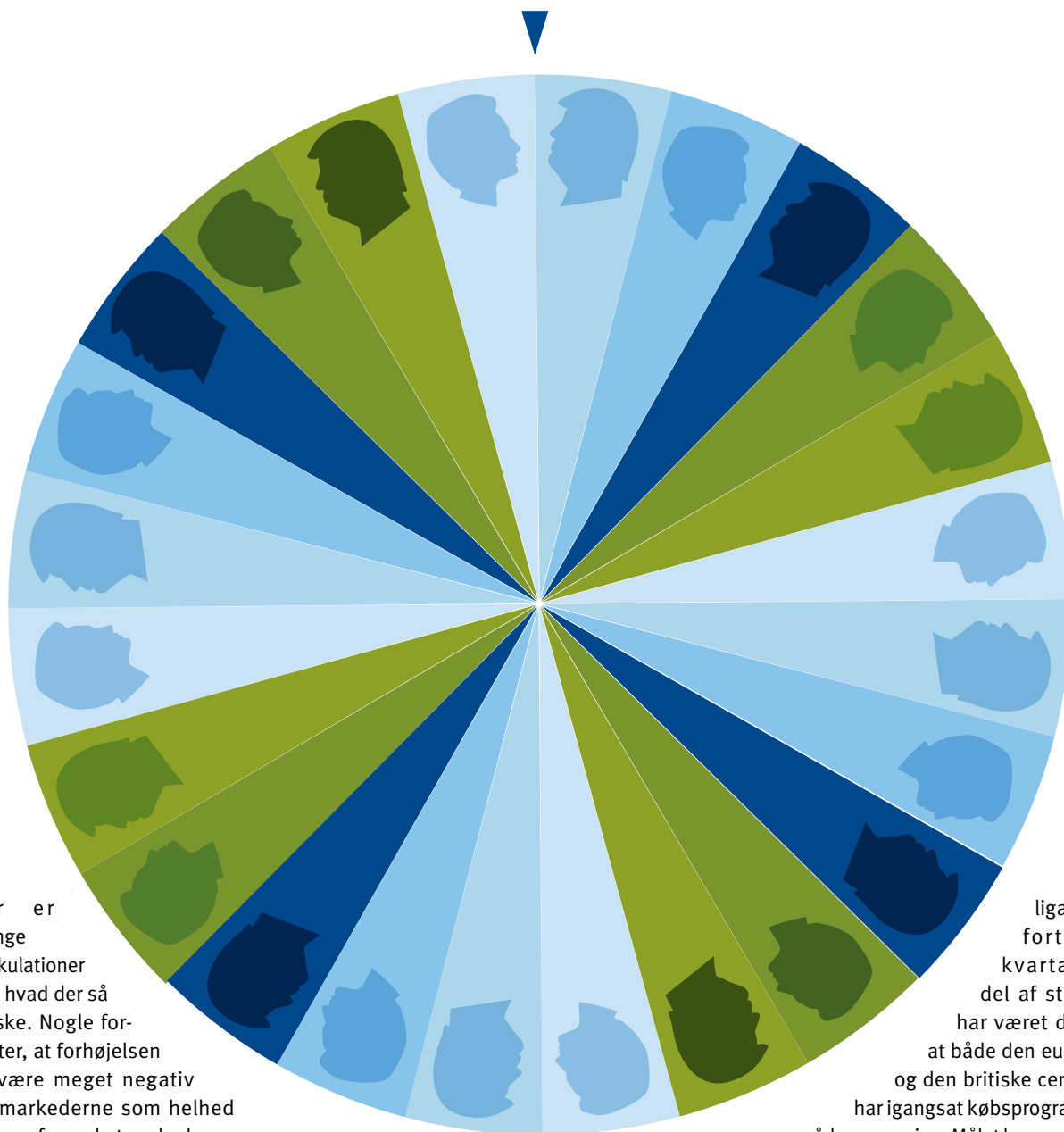
Et opsving i råvarepriserne har også bidraget til at vende det hidtidige negative sentiment i forhold til vækstmarkederne. Olieprisen er pr. den 20. januar, hvor den ramte bunden målt i Brent Blend, blevet næsten fordoblet til omkring 48 dollar pr. tønde. Den har i tredje kvartal for det meste ligget på omkring 46-48 dollar pr. tønde. Man skal heller ikke glemme, at dollarens stigning i forhold til næsten alle valutaer i øjeblikket ser ud til at være standset. Dette

sætter de mange lande og selskaber, som har lånt penge i dollar, i en bedre situation.

Pengestrømmen ind i vækstmarkederne har derfor været stærk, idet de globale investorer har ledt efter bedre afkastmuligheder end i de udviklede markeder. Næsten 9 milliarder dollar var i slutningen af august strømmet ind i aktiefonde, som fokuserer på vækstmarkederne, ifølge tal fra det internationale analyseselskab EPFR. Dette er det første år med kapital inflow siden 2012. Siden toppen i 2010 er i alt 155 milliarder dollar strømmet ud af sådanne aktiefonde. Det er også godt at se, at pengestrømmene ind i aktive fonde er stigende. En stor del af pengene gik fra marts til maj til indeksfonde (ETF), men pengene strømmer nu igen ind i aktiv forvaltning.

Rentestigning kan tåles

Det bliver derfor spændende at se, hvad der vil ske, hvis den amerikanske centralbank, Federal Reserve, tager fat på forhøjelsen af den ledende rente i december. Fed har indtil nu været meget forsigtig med stramninger, men på et eller andet tidspunkt vil den længe annoncerede næste rentestigning komme.



Der er mange spekulationer om, hvad der så vil ske. Nogle forventer, at forhøjelsen vil være meget negativ for markederne som helhed og især for vækstmarkederne, som normalt skal kunne klare modvind fra stigende amerikanske renter.

Vi mener ikke, at man behøver være bange for amerikanske rentestigninger. Det er tværtimod positivt, at renteniveauet normaliseres, fordi økonomien er i bedring. Det globale renteniveau har været og er historisk lavt. Flere lande, især i Europa, har negative markedsrenter. Vækstmarkederne vil på den måde kunne tåle små og gradvise stigninger i de amerikanske renter, uden at det samlede billede for disse lande vil blive ændret.

Selv om den amerikanske centralbank fortsat er i venteposition, steg obligationsrenterne for de fleste løbetider i de udviklede markeder i løbet af tredje kvartal. Stigningen kom, efter at de fleste af disse lande

ramte et nyt bundniveau i dagene efter Brexit-afstemningen. Renten på den amerikanske 10-årige statsobligation steg fra 1,36 procent til 1,58 procent. Den tyske 10-årige statsobligation steg samtidig fra minus 0,19 til minus 0,12 i periodens løb.

Moodys og S&P nedgraderede Tyrkiets gæld til under Investment Grade, men vækstmarkedsgæld havde alligevel generelt et godt kvartal. Dette sås også tydeligt på afkastet i vores globale obligationsfond i SKAGEN Tellus, der fokuserer på statsobligationer. I kraft af god obligationsudvælgelse leverede fonden et afkast på 0,39 procent mod referenceindekset på -0,71 procent.

Det var da også interessant at bemærke, at stigningen i markedet for selskabsob-

ligationer fortsatte i kvartalet. En del af stigningen har været drevet af, at både den europæiske og den britiske centralbank har igangsat købsprogrammer på sådanne papirer. Målet har været at tvinge kreditspændene ned; det tillæg, ud over statsgælden, et selskab skal betale for at låne penge i markedet. De to centralbanker vil med deres købsprogrammer forsøge at sænke låneomkostningerne for selskaber for at få gang i økonomien.

SKAGEN Credit leverede et afkast på 2,47 procent i kvartalet. Det var et resultat af udviklingen i markedet for selskabsobligationer og en god, sammensat portefølje. Fonden søger at identificere kreditinvesteringsmuligheder, som markedet har overset, og anvender den samme disciplinerede valueorienterede investeringsfilosofi som vores aktiefonde.

Amerikansk valg

Imidlertid står vi her ved indgangen til årets sidste kvartal stadig over for begivenheder,



Foto: Bloomberg



Foto: Bloomberg

som kan skabe turbulens i markedet. Jeg har tidligere nævnt den ventede renteforhøjelse i USA. Det amerikanske præsidentvalg i november er lige så vigtigt.

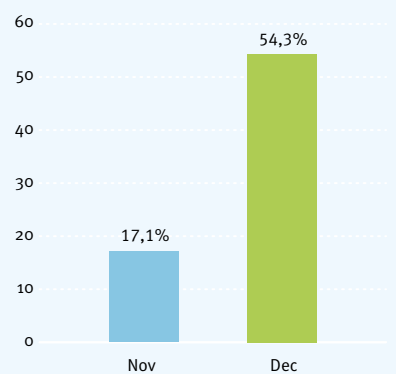
Usikkerheden på udfaldet af det amerikanske valg giver selvfølgelig anledning til bekymring, både i USA og i de globale markeder. Meningsmålingerne er blevet tættere, og efterhånden som valget kommer nærmere, bliver markederne tvunget til at vurdere, hvad en Trump-sejr vil betyde. Men fortvivl ikke: Uro i markedet skaber for en langsigtet investor mulighed for at købe gode selskaber til rimelig pris – og det er vigtigt.

Som jeg sagde i starten, er jeg ny i rollen som investeringsdirektør i SKAGEN og vil ikke komme med programerklæringer, ud over at jeg fokuserer på, at vi fortsat skal levere gode resultater til vores kunder – præcis som SKAGEN historisk har gjort.

Jeg tror meget stærkt på SKAGENS investeringsfilosofi og vores forvaltere. Valueinvestorer kender ofte deres selskaber bedre end andre investorer. De tænker langsigtet og spekulerer ikke med kundernes penge. Det skaber resultater over tid.

Organisationen af olieproducerende lande (OPEC) mødtes i september og var tilsyneladende enige om at reducere produktionen moderat for at øge olieprisen i markedet. På billedet: Qatars olie og industriminister og OPEC præsident Mohammed al-Sada. Markedet forbereder sig på renteforhøjelse fra den amerikanske centralbank. På billedet: Nationalbankdirektør Janet Yellen.

SANDSYNLIGHEDEN FOR EN RENTE-FORHØJELSE I 2016



Kilde: Bloomberg



SKAGEN Kon-Tiki

Viser vej i nyt farvand

- › Vækstmarkederne overgik de udviklede markeder i kvartalet, og der er tegn på, at det kan fortsætte
- › Strukturelle reformer i mange vækstmarkeder vil kunne stimulere den langsigtede vækst
- › Den russiske dagligvarekæde X5 skilte sig ud med en stigning på 45 procent i kvartalet

1	2	3	4	5	RISIKO	7
Fondens startdato	5. april 2002					
Akk. afkast siden start	491,1 %					
Forvaltningskapital	26.238 mio. DKK					
Antal kendte investorer	67.293					
AFKAST	KV3 16*	12 M*				
SKAGEN Kon-Tiki	6,5 %	13,4 %				
MSCI Emerging Markets	8,2 %	15,9 %				

* Pr. 30. september 2016

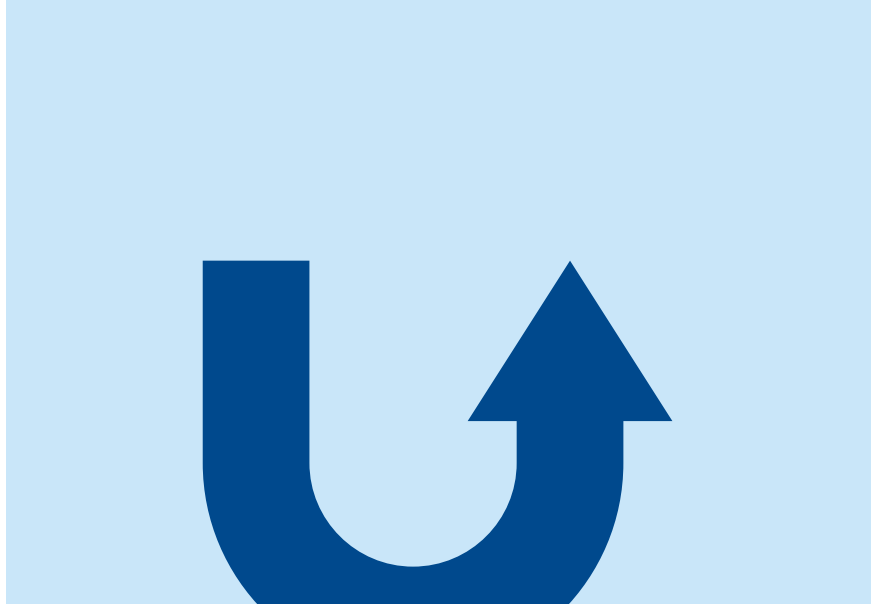


PORTEFØLJEFORVALTERE

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

* Udnævnt til Head of product specialists pr. 12.10.2016.

Skagen Rev Fyrskib, 1892. Af Carl Locher. Maleriet er manipuleret og tilhører Skagens Kunstmuseer.



Skift i vækstmarkederne favør

Vækstmarkederne slog de udviklede markeder i kvartalet, og vi blev vidne til et skift i investorstemningen i vækstmarkederne favør. For så vidt angår SKAGEN Kon-Tiki, var det også glædeligt, at andet kvartals indtjeningssæson resulterede i et brud på den negative indtjeningstrend. Det var dog ikke nok til at løfte fondens relative performance.

Vækstmarkederne (EM) har de seneste år skuffet investorerne, idet aktier af en række årsager er faldet tilbage, blandt andet på grund af politisk uro, vigende valutakurser, svage råvarepriser og træg eksportvækst. Dette har ført til skuffende resultater for selskaberne og nedjustering af indtjeningen i vækstmarkederne de senere år.

I tredje kvartal var der tegn på, at trenden ville vende. Vækstmarkedsaktier slog de

udviklede markeder med 4,11 procentpoint i kvartalet, og det store spørgsmål er nu, om det kan vare ved. Volatiliteten vil formentlig vare ved, idet vækstmarkederne på kort sigt stadig vil være følsomme over for global pengepolitik og makroøkonomiske indikatorer. Tilliden til vækstmarkederne ser dog ud til at være på vej tilbage. Vi kan se tegn på, at de fortsat vil klare sig bedre end de udviklede markeder.

Positiv indtjeningssæson

SKAGEN Kon-Tiki fokuserer på selskabers fundamentale forhold – men det var alligevel opløftende, at selskabernes andet kvartals indtjeningssæson førte til, at den negative trend i indtjeningsrevisionen blev brudt. Vækstmarkederne indtjening er omsider steget på en bred basis. Dette kunne være et tegn på, at forventningerne nu er nede på et mere realistisk niveau, så vi efterhånden kan se frem til positive overraskelser igen. Vi må dog stadig se, om der er tale om en trend, eller det var en engangsforeteelse.

Selskabernes stærke andet kvartals resultatsæson løftede imidlertid ikke fondens relative performance for tredje kvartal. SKAGEN Kon-Tiki steg i perioden med 6,5 procent (i DKK), hvorimod MSCI EM-indekset steg med 8,2 procent.

Stiger op ad risikotrappen

Vi opererer i øjeblikket i et klima med lave afkast i de udviklede markeder og svag forventet indtjening. Når over en tredjedel af de udviklede markeds statsobligationer har negative afkast, hvad vil investorerne så gøre? De kigger efter et højere afkast og går længere op ad risikotrappen. Der har derfor de seneste måneder været stort inflow i vækstmarkedsobligationer og -aktier. Efter Brexit gik det over gevind, idet investorerne også efterhånden omjusterede deres risikoskala. Træg vækst i Europa og Feds forsigtighed bør føre til fortsat lempelig pengepolitik og lavrenteklima i de udviklede markeder.

Også andre faktorer har understøttet den forandrede investorstemning i vækstmarkedsaktiers favør. I Kina lader de statslige stimulanstiltag til at have stabiliseret aktiviteten, hvorimod det negative fokus på en hård landing, som vi så i starten af året, såvel som bekymringerne omkring Kinas valutapolitik, er blevet dæmpet. Råvarepriserne er blevet stabiliseret på et tilsyneladende fornuftigt niveau både for import og eksport, hvorimod vækstmarkedsvalutaer gennemsnitligt er mere konkurrencedygtige efter faldet i 2015.

Vækstspændet mellem de nye markeder og de udviklede markeder er igen ved at udvide sig og korrelerer normalt med et stærkere aktiemarked i vækstmarkederne. Vækstmarkederenes BNP vil ifølge Bloombergs konsensusestimater stige med omkring 4 procent om året, hvorimod stigningen i næste års vækst ansættes til 5 procent. De udviklede markeder forventes at opleve en mere behersket vækst på omkring 1,7 procent for begge år. Drivkræfterne bag væksten er store økonomier som Brasilien og Rusland, som lader til at have rettet sig efter deres recessioner. De økonomiske retningspile i Asien signalerer ligeledes yderligere vækst.



Foto: Bloomberg

til strukturelle reformer, som skal stimulere vækst på længere sigt. I Indien har vi de seneste måneder set to meget positive reformer blive gennemført – den nationale konkurrencelovgivning og beskatning af varer og tjenesteydelser. Brasilien er tilsyneladende ved at rydde op i korrupsionen, men også inden for politik, i kraft af en mere markedsvenlig præsident. Det er præcis tiltag, som skal til, for at stemningen omkring vækstmarkederne kan få et yderligere løft.

Det er et faktum, at selskabernes margener i øjeblikket er historisk lave (i modsætning til mange udviklede lande), og spændet i værdifastsættelse mod de udviklede markeder næsten er tilbage på niveau med dot.com-boblen. Det er derfor let at argumentere for, at vækstmarkederne på relativ basis har overgået de udviklede markeder. Vækstmarkederne handles i absolutte tal på linje med det historiske gennemsnit omkring 1,5xP/B.

Strukturel reform

Vi har også set tegn på, at mange vækstmarkeder omsider gør fremskridt med hensyn



Foto: Bloomberg



Foto: Bloomberg

Vindere og tabere

De selskaber, som trak fondens performance ned i kvartalet, var blandt andet vores indiske telecom-udbyder, Bharti Airtel (1,7 procent af porteføljen), som faldt 15 procent (i lokal valuta). Det skyldtes hovedsagelig bekymring omkring konkurrenten Reliance Jios med spænding ventede lancering i kvartalet. Endnu en indisk konkurrent er næppe godt nyt. Men som vi regnede med, er der ingen tegn på, at markedet er ved at blive ødelagt af Jios prispakker. Vi mener, at den igangværende markedskonsolidering vil fortsætte. Også de lange udsigter virker lovende, idet markedsandelen af smartphones er så lav som 25 procent (svarende til over halvdelen af Indiens mobildata), og det mobile bredbånds andel kun 12 procent. Dette understreger de betydelige vækstmuligheder. De dårlige nyheder er allerede mestendels indregnet i værdifastsættelsen på 6x 2017e EV/EBITDA.

Vores tyrkiske konglomerat Sabanci Holding (4,5 procent af porteføljen) trak også ned i kvartalet. Moodys nedgraderede Tyrkiet fra investment grade mod slutningen af kvartalet, og den seneste politiske uro pressede også aktien ned. Sabanci har imidlertid vist godt fremskridt på driften i første halvår. Sabanci giver os en høj kvalitets eksponering mod banker og en beskeden værdifastsættelse af porteføljens ikke-finansielle del med et solidt indtjeningsmomentum og en betydelig kursrabat baseret på vores sum af parts-analysen.

NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN KON-TIKI (PR. 30/9 2016)

Selskab	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2015A	P/E 2016E	P/BV seneste	Kursmål
Hyundai Motor	8,0	100 500	4,2	4,0	0,4	170 000
Samsung Electronics	7,0	1 290 000	8,3	7,6	1,0	1 700 000
Mahindra & Mahindra	4,9	1 406	18,7	14,1	2,9	2 000
Naspers	4,5	172	38,2	26,4	7,4	216
Sabancı Holding	4,5	9,29	6,4	5,8	0,9	14
Richter Gedeon	4,2	5 600	18,7	15,3	1,6	7 500
X5 Retail Group	3,7	1 910	18,4	14,7	4,4	2 242
ABB	3,1	192	18,3	16,7	3,8	200
Cosan Ltd.	3,0	23,4	7,8	7,1	0,5	32
State Bank of India	2,7	251	15,7	11,4	0,9	300
SBI Holdings	2,3	1 196	8,5	8,0	0,7	2 500
Banrisul	2,2	10,7	6,5	6,3	0,7	14
Vægtet top 12	49,9		9,0	8,1	0,9	
Vægtet top 35	79,8		12,5	10,0	1,0	
Referenceindeks			13,8	12,0	1,6	

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

Vækstmuligheder

Vores russiske dagligvarekæde X5 (3,7 procent af porteføljen) var blandt vinderne og skiller sig i dette kvartal ud med en kursstigning på 45 procent i lokal valuta efter solide resultater i andet kvartal. Selskabet er på vej til at blive totalt markedsledende til næste år og til at fordoble sin virksomhed over en 3-4-årig horisont. X5 har de seneste år fornyet og repositioneret deres butiksmatemater og forbedret de stærke værditilbud. Efter at selskabet har sat skub i udvidelsen af butikskapaciteten, står de nu oplagt stærkere over for leverandørerne og opnår stordriftsfordele.

Russisk dagligvarehandel befinder sig stadig på et meget tidligt trin, hvor moderne butiksmatemater kun udgør en mindre del af handlen sammenlignet med mere modne lande. Det er et fragmenteret marked, hvor de fem største spillere står for en markedsandel på omkring 20 procent sammenlignet med omkring 60-70 procent i mere etablerede markeder. Vi har derfor tillid til, at X5 står over for betydelige vækstmuligheder. Selskabet er stadig en af de billigste dagligvarekæder i vækstmarkedsuniverset trods den seneste solide kursudvikling. Det handles til en 2017e EV/EBITDA på 7x sammenlignet med næsten 10x for sektoren, trods højere vækst og højere egenkapitalforrentning.



Holder fast i value

Jagten på afkast har tvunget kapital ind i mere risikable aktiver, som er befordrende for aktier. Vi mener, at det fornyede fokus på vækstmarkeder formentlig vil fortsætte. Det tilbyder attraktive muligheder gennem forbedrede fundamentale forhold og en mere attraktiv værdifastsættelse end de udviklede markeder. Vækstmarkederne handles til en 2016e P/B multipel på 1,5x sammenlignet med 2,1x for de udviklede markeder. SKAGEN Kon-Tiki's portefølje handles nu til sammenligning til 1.0x. Dette belyser valueaspektet i porteføljen og det faktum, at vi holder fast i den investeringsfilosofi, som har tjent os godt i årenes løb.

Valueaktier har i lang tid været af mode, men spændet mellem værdifastsættelsen af value og vækst er samtidig blevet større. Vi tror derfor, at valueinvestering før eller siden kommer på mode igen.



Foto: Bolloré

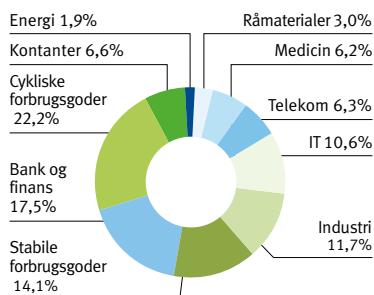
Kompleks nykommer

Det fransk noterede konglomerat Bolloré er ny i kvartalet. Bolloré er en klar nummer et logistikudbyder på det afrikanske kontinent og vil derfor nyde godt af regionens langsigtede økonomiske udvikling. Det gør sig også gældende inden for fragtservice, især i Nord- og Sydamerika. Bolloré ejer også en post i medieselskabet Vivendi, der kandiderer til turnaround. Bollorés batteriteknologi og delebilsordning giver en "free option", hvis de får succes. Den komplekse holdingstruktur betyder, at Bolloré ejer omkring 50 procent af sig selv. Hvis dette netværk bliver trevlet op, vil det udkrystallisere værdi, selv om vi ikke mener, at scenarionet er sandsynligt.

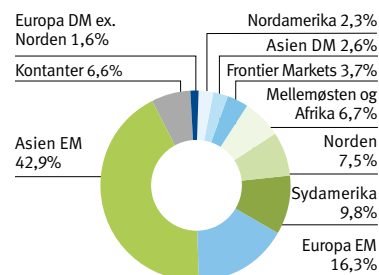
En kompleks gruppestruktur betyder, at Bolloré-konglomeratet er upopulært hos investorerne. Det er formentlig en af de 10 mia. EUR-selskaber, der er mindst dækket af buy side-analytikere.

Investeringscasen giver en 30 procents rabat på vores konservativt beregnede sum-of-the-parts værdifastsættelse, hvilket er attraktivt for et langsigtet blandingsselskab af Bollorés kaliber.

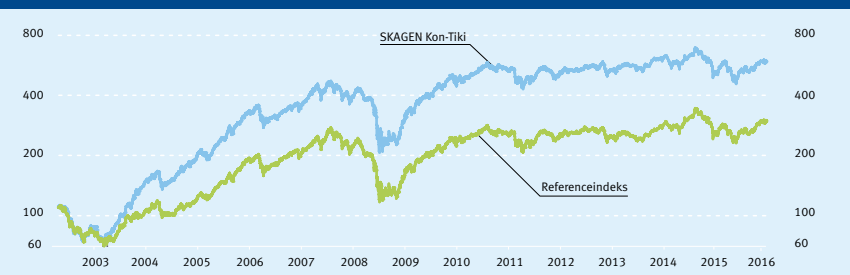
BRANCHEFDELING SKAGEN KON-TIKI



GEOGRAFISK FDELING SKAGEN KON-TIKI



KURSHISTORIK SKAGEN KON-TIKI



*For mere information om fondens referenceindeks se s. 35

SKAGEN KON-TIKI PORTEFØLJEÆNDRINGER 3. KV. 2016 (% AF FORVALTET KAPITAL)

5 største positive bidragydere	
X5 Retail Group	0,99%
Samsung Electronics	0,64%
Hyundai Motor	0,57%
ABB	0,40%
Banrisul	0,38%
5 største negative bidragydere	
Haci Omer Sabanci Holding	-0,47%
Bharti Airtel	-0,35%
Tech Mahindra	-0,29%
LG Electronics	-0,28%
Samsung SDI	-0,18%

5 største køb	
Naspers	0,44%
Bolloré	0,25%
Kinnevik	0,23%
Sistema	0,17%
Cia Cervecerias Unidas	0,16%
5 største salg	
State Bank of India	-1,87%
Moscow Exchange	-1,76%
Samsung Electronics	-1,26%
UPL	-0,68%
Bharti Airtel	-0,62%

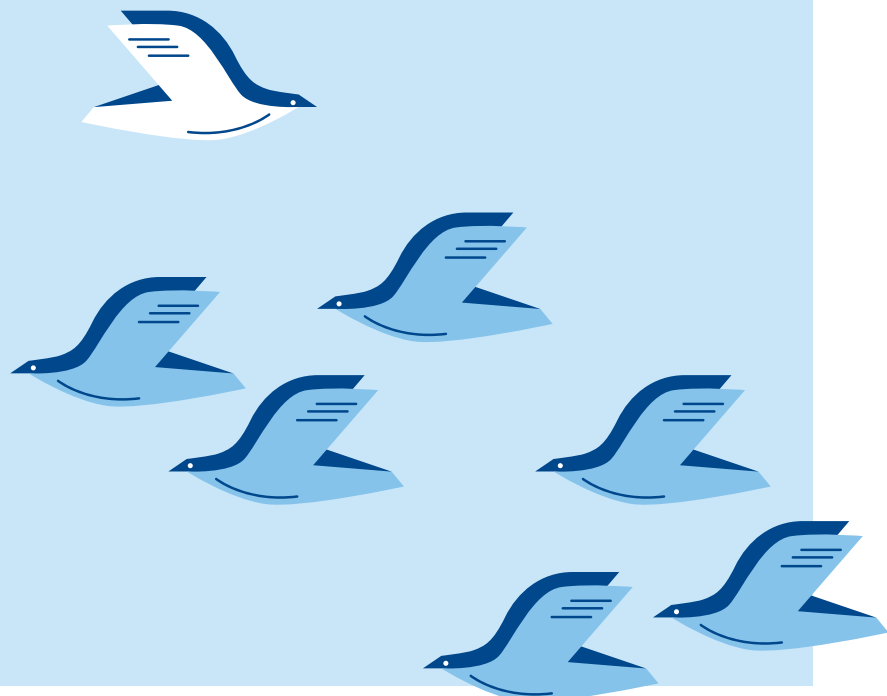
Værdipapir	Sektor	Antal	Købsværdi NOK*	Markedsværdi NOK*	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Information Technology	176 000	844 789	1 646 403	801 615	5,20%	Seoul
Naspers Ltd	Consumer Discretionary	1 035 393	414 217	1 434 723	1 020 506	4,54%	Johannesburg
Haci Omer Sabanci Holding AS	Financials	56 848 322	1 240 691	1 406 560	165 869	4,45%	Istanbul
Richter Gedeon Nyrt	Health Care	8 234 857	896 692	1 340 615	443 923	4,24%	Budapest
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	Consumer Discretionary	7 629 541	178 007	1 292 936	1 114 929	4,09%	London International
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	Consumer Discretionary	1 690 000	286 196	1 292 924	1 006 728	4,09%	Seoul
Hyundai Motor Co Pref (1p)	Consumer Discretionary	1 670 000	268 957	1 217 072	948 116	3,85%	Seoul
X5 Retail Group NV GDR	Consumer Staples	4 990 306	506 677	1 155 629	648 952	3,65%	London International
ABB Ltd	Industrials	5 405 900	445 582	967 486	521 904	3,06%	Stockholm
Cosan Ltd	Consumer Staples	16 220 419	907 123	932 253	25 129	2,95%	New York
State Bank of India	Financials	28 375 000	646 809	855 243	208 434	2,70%	Indien
SBI Holdings Inc	Financials	7 759 600	603 768	732 314	128 545	2,31%	Tokyo
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	Financials	25 985 500	608 331	682 712	74 381	2,16%	Sao Paulo
Kinnevik AB-B	Telecommunication Services	3 292 167	549 279	667 221	117 942	2,11%	Stockholm
Great Wall Motor Co Ltd	Consumer Discretionary	79 522 500	83 910	618 647	534 737	1,96%	Hong Kong
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	Information Technology	119 489	117 733	556 851	439 118	1,76%	London International
LG Electronics Inc Pref	Consumer Discretionary	3 050 000	826 565	549 617	-276 948	1,74%	Seoul
Cia Brasileira de Distribuicao - Pref	Consumer Staples	4 192 200	642 353	549 467	-92 886	1,74%	Sao Paulo
Bharti Airtel Ltd	Telecommunication Services	14 582 628	557 791	549 304	-8 486	1,74%	Indien
CNH Industrial NV	Industrials	9 138 348	555 765	520 469	-35 296	1,65%	New York
Indosat Tbk PT	Telecommunication Services	126 424 850	341 055	466 928	125 873	1,48%	Indonesien
Samsung SDI Co Ltd	Information Technology	670 000	480 383	466 423	-13 960	1,47%	Seoul
Tech Mahindra Ltd	Information Technology	8 784 608	354 670	442 450	87 780	1,40%	Indien
Korean Reinsurance Co	Financials	4 860 366	182 711	410 609	227 898	1,30%	Seoul
Yazicilar Holding AS	Consumer Staples	10 837 139	313 127	375 506	62 379	1,19%	Istanbul
Kiatnakin Bank Plc	Financials	30 000 000	268 342	366 654	98 312	1,16%	Bangkok
Marfrig Global Foods SA	Consumer Staples	28 290 400	445 599	360 499	-85 100	1,14%	Sao Paulo
Apollo Tyres Ltd	Consumer Discretionary	13 028 865	109 665	343 778	234 113	1,09%	Indien
JSE Ltd	Financials	3 514 971	136 477	325 343	188 865	1,03%	Johannesburg
UPL Ltd	Materials	3 970 315	82 219	320 949	238 730	1,01%	Indien
Cia Cervecerias Unidas SA ADR	Consumer Staples	1 929 549	344 490	311 257	-33 232	0,98%	New York
LG Chem Ltd Pref	Materials	259 179	179 108	309 172	130 064	0,98%	Seoul
China Shineway Pharmaceutical	Health Care	36 934 000	280 824	302 932	22 108	0,96%	Hong Kong
Frontline Ltd	Industrials	5 210 072	264 969	299 840	34 871	0,95%	Oslobørsen
Sistema PJSC FC	Telecommunication Services	115 287 412	606 630	296 228	-310 401	0,94%	Moskva
Rumo Logística Operadora	Industrials	18 734 600	212 375	288 505	76 130	0,91%	Sao Paulo
Enka Insaat Ve Sanayi AS	Industrials	24 246 616	218 014	283 492	65 478	0,90%	Istanbul
Vietnam Enterprise Investments Ltd	Financials	9 000 000	257 177	280 102	22 925	0,89%	Dublin
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA	Consumer Staples	5 522 518	197 189	272 126	74 938	0,86%	Madrid
OCI Co Ltd	Materials	396 454	301 427	268 806	-32 621	0,85%	Seoul
Mahindra & Mahindra Ltd	Consumer Discretionary	1 565 122	126 864	263 930	137 065	0,83%	Indien
China Shipping Development	Industrials	58 670 000	325 473	253 300	-72 172	0,80%	Hong Kong
Tullow Oil Plc	Energy	9 241 978	821 783	242 677	-579 106	0,77%	London
LG Corp Pref	Industrials	808 430	118 669	241 238	122 569	0,76%	Seoul
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	Energy	224 088 000	369 048	237 827	-131 221	0,75%	Hong Kong
Podravka Prehrambena Ind DD	Consumer Staples	517 852	153 914	234 599	80 686	0,74%	Zagreb
Lenovo Group Ltd	Information Technology	43 490 000	280 193	230 334	-49 859	0,73%	Hong Kong
Golar LNG Ltd	Industrials	1 298 301	471 325	219 704	-251 621	0,69%	NASDAQ
Norwegian Air Shuttle ASA	Industrials	700 000	65 751	204 820	139 069	0,65%	Oslobørsen
Eis Eczacıbasi Ilac ve Sinai	Health Care	19 410 554	133 394	203 685	70 291	0,64%	Istanbul
EFG-Hermes Holding SAE	Financials	13 778 665	237 808	154 411	-83 397	0,49%	Kairo
Ghana Commercial Bank Ltd	Financials	18 001 604	90 783	142 594	51 811	0,45%	Ghana
East African Breweries Ltd	Consumer Staples	6 489 466	103 695	142 341	38 646	0,45%	Nairobi
Massmart Holdings Ltd	Consumer Staples	1 932 340	147 925	134 116	-13 808	0,42%	Johannesburg
Bollere SA	Industrials	4 764 499	133 508	131 766	-1 742	0,42%	Paris
Golden Ocean Group Ltd	Industrials	3 695 653	97 061	120 478	23 418	0,38%	Oslobørsen
VinaCapital Vietnam Opportunity Fund Ltd	Financials	4 392 100	92 364	108 875	16 511	0,34%	London
Eczacıbasi Yatırım Holding	Health Care	3 362 732	40 038	106 577	66 539	0,34%	Istanbul
Toray Industries Inc	Industrials	1 100 000	78 907	84 977	6 070	0,27%	Tokyo
Euronav SA	Industrials	1 340 286	127 454	82 187	-45 266	0,26%	Brussel
Rec Silicon ASA	Energy	72 628 788	115 820	80 908	-34 912	0,26%	Oslobørsen
Norfinance AS	Financials	578 397	57 840	56 527	-1 313	0,18%	Ontoater
Asia Cement China Holdings	Materials	28 497 000	105 063	54 909	-50 154	0,17%	Hong Kong
Deep Sea Supply Plc	Energy	17 250 931	171 047	24 496	-146 551	0,08%	Oslobørsen
Diamond Bank Plc	Financials	718 971 941	154 156	21 884	-132 272	0,07%	Lagos
Euronav SA	Industrials	247 965	21 297	15 173	-6 124	0,05%	New York
Hyundai Motor Co GDR	Consumer Discretionary	33 510	10 090	12 121	2 031	0,04%	London
Suzano Papel E Celulose SA	Materials	249 300	6 412	6 390	-22	0,02%	Sao Paulo
EFG-Hermes Holding GDR	Financials	232 480	8 193	3 494	-4 700	0,01%	London International
Total equity portfolio*			21 423 559	29 576 387	8 152 827	93,49%	
Disponibel likviditet				2 058 936		6,51%	
Total share capital				31 635 322		100,00%	

* Numbers in 1 000 NOK.

SKAGEN Global

En verden af muligheder

- › Et godt kvartal med et merafkast på 1,2 procentpoint
- › AIG, G4S og Citigroup gav porteføljen et nyt løft
- › To nye selskaber kom ind i løbet af kvartalet: 3M og Amerco



Kunsten at gå sine egne veje

I efterspillet på Brexit valgte SKAGEN Global at gå sine egne veje. Det bidrog til et godt kvartal, hvor fonden leverede et relativt merafkast på 1,2 procentpoint.

Fondsudvikling og makro

”Når folk holder med mig, får jeg altid en fornemmelse af, at jeg har taget fejl,” skal den irske 1800-talsforfatter og satiriker Oscar Wilde have sagt. Instinkt og viljen til at turde sætte spørgsmålstejn ved etablerede opfattelser er også en vigtig egenskab hos investorer, som vil præstere bedre end markedet. Men flokmentalitet og ukritisk tænkning er tilsyneladende den dominerende beslutningsfaktor i kapitalmarkedet. I starten af tredje kvartal, lige efter den omvæltende Brexit-afstemning, var markedet generelt positioneret mod en fortsat rystet aktiehandel. Ifølge data fra Bank of America lå den gennemsnitlige fondsforvalter i juli inde med 5,8 procent af porteføljen i kontanter – det højeste niveau siden 2001. Aktier trodsede imidlertid investorkollektivets pessimisme, og verdensindekset MSCI AC World og fondens referenceindeks steg i stedet med 4,6 procent (målt i DKK) i kvartalet. SKAGEN Global, som gik mod strømmen og øgede eksponeringen i nogle af de positioner der faldt allermest, fx. G4S og Citigroup, i begyndelsen af kvartalet, genererede et afkast på 5,8 procent (målt i DKK) i den samme tidsperiode.

1 2 3 4 5 **RISIKO** 7

Fondens startdato 7. august 1997

Akk. afkast siden start 1127,5 %

Forvaltningskapital 22.565 mio. DKK

Antal kendte investorer 87.905

AFKAST **KV3 16*** **12 M***

SKAGEN Global 5,8 % 10,2 %

MSCI ACWI 4,6 % 11,0 %

* Pr. 30. september 2016.



PORTEFØLJEFORVALTERE

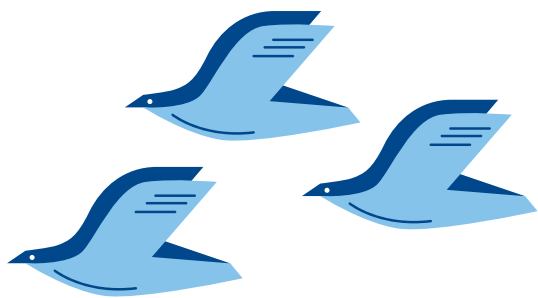
Knut Gezelius, Søren Milo Christensen, Chris-Tommy Simonsen og Tomas Johansson

Fra heden nord for Skagen, 1885. Af P.S. Krøyer. Maleriet er manipuleret og tilhører Skagens Kunstmuseer.

NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN GLOBAL (PR. 30/9 2016)

Selskab	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2015A	P/E 2016E	P/BV seneste	Kursmål
AIG	6,8	59,3	14,7	10,7	0,7	90
Citigroup	5,7	47,2	10,2	9,2	0,6	70
Roche	4,6	241	16,4	15,2	11,1	360
Samsung Electronics	4,3	1 290 000	8,1	7,2	1	1 500 000
Merck	4,3	62,4	16,6	16,2	4	76
General Electric	4,2	29,6	19,7	17,2	3,1	36
CK Hutchison Holdings	4,2	98,6	12,2	11,0	1	140
NN Group	3,6	27,4	9,4	8,7	0,4	35
Microsoft	3,6	57,6	19,8	17,9	6,2	68
G4S	3,5	227,8	14,9	13,4	4,8	380
Vægtet top 10	44,8		13,0	11,4	1,1	38%
Vægtet top 35	88,1		14,4	12,8	1,4	35%
Referenceindeks			17	15	2,1	

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



Porteføljeaktivitet

Fonden initierede to nye positioner (3M, Amerco) og afhændede fem beholdninger (Xcel Energy, General Motors, Nordea, Barclays, Credit Suisse) i tredje kvartal.

Bidragydere

Fondens tre bedste bidragydere i absolutte termer var AIG, G4S og Citigroup. De amerikanske finansselskaber AIG og Citigroup blev straffet ufortjent hårdt under Brexit-turbulensen, men kom retur efter fine kvartalsrapporter, som i begge tilfælde bekræftede vores

investeringshypotese. Den britiske sikkerhedskoncern G4S steg med næsten 25 procent i lokal valuta efter en solid kvartalsrapport, hvor først og fremmest det forbedrede balanceregnskab blev værdsat af markedet.

Tre beholdninger påvirkede afkastet negativt i kvartalet, nemlig Dollar General, Roche og Sanofi. Den amerikanske lavpriskæde Dollar General levede ikke op til forventningerne til omsætningsvækst pr. butik og faldt 18 procent i lokal valuta i forbindelse med kvartalsrapporten for andet kvartal. Efter vores opfattelse er kursfaldet en overreaktion. Vi har derfor øget vores position, eftersom aktien nu handles til attraktive 14x næste års indtjening, hvilket er lavere end de gennemsnitlige multipler siden 2010 trods gode gevinst- og vækstudsigter. Medicinalsektoren havde generelt en dårlig udvikling i tredje kvartal, hvilket blev genspejlet i svage aktiekurser for både schweiziske Roche og det franske Sanofi. I Sanofis tilfælde er markedet desuden nervøst for fase 3-studiet APHINITY (brystkræft), hvis resultat vil foreligge sidst på året. Sanofi-aktien faldt tilbage, efter at selskabets langtidsvirkende basisinsulin, Lantus, blev erstattet af et konkurrerende produkt hos en stor amerikansk distributør.



Photo: 3M

3M

Fonden initierede en position i 3M, som er et amerikansk konglomerat med aner i det tidlige 1900-tal. Det ledes nu af den svenske administrerende direktør Inge Thulin, som har arbejdet sig hele vejen op i selskabet. 3M er børsnoteret i USA, men koncernens salg er i højeste grad globalt diversificeret med

cirka 40 procent Nordamerika, 30 procent Asien, 20 procent Europa og Mellemøsten samt 10 procent den øvrige verden. 3M bliver ofte klassificeret som en industrivirksomhed, men produktpaletten er i virkeligheden meget bredere, end klassificeringen lader forstå, og omfatter også forbrugs-, helse- og sikkerhedsprodukter. 3M genererer, takket være stor evne til prissætning og fokus på premiumsegmentet, et afkast på investeret kapital på over 20 procent. Efter vores opfattelse undervurderer markedet fortsat 3M's evne til i de kommende år at generere en stærk pengestrøm, som kan finansiere store satsninger inden for forskning og udvikling (svarende til 6 procent af salget) og samtidig leveres tilbage til aktionærerne i form af udbytte og tilbagekøb. 3M har betalt udbytte hvert år de seneste 100 år og forhøjet det hele 58 år i træk. Dette afspejler virksomhedens evne til kontinuerligt at forny produktudbuddet og klare uventede kriser, hvilket vi tror vil begrænse aktiens downside-risiko. Vi estimerer, at kursen har en upside på mindst 30 procent over en toårig horisont.

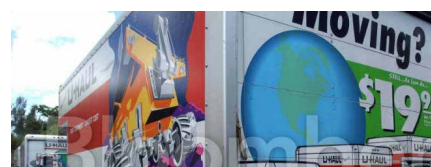


Foto: Bloomberg

AMERCO

Amerco er moderselskab til det mere velkendte mærke U-Haul, som dominerer flyttemarkedet i USA med en markedsandel på skønsmæssigt 50 procent gennem sine 250.000 lastbiler og anhængere. Det familiekontrollerede Amerco har også udvidet virksomheden til beslægtede segmenter som magasinering og flyttegodsforsikring. Afkastet på investeret kapital (før skat) beløber sig til cirka 15 procent, hvilket bør afspejles i godt aktieafkast over tid, forudsat at markedsforudsætningerne ikke ændres betydeligt. Flyttevirksomheden er i princippet ubelånt, hvilket åbner for muligt fremtidigt udbytte, hvis balancen optimeres. Selskabet er næsten ikke dækket af analytikersiden – måske på grund af en kompleks selskabsstruktur. Bedre kommunikation fra (og om) selskabet kan føre til større interesse fra investorsiden fremover og deraf følgende multipeleksponering.

Vi solgte det amerikanske energiselskab Xcel Energy, som nærmede sig vores kursmål efter vedholdende stigning og derfor ikke længere fremstod som markant undervurderet. Vi har også solgt beholdningen af den amerikanske bilproducent General Motors, som ganske vist flere kvartaler i træk har overgået analytikernes forventninger, men samtidig kæmper med en bilcyklus, hvor toppen kan være

passeret. Over tid står selskabet også over for basale udfordringer i form af digitale delingstjenester og selvkørende biler. Inden for banksegmentet vurderer vi, at den strukturelle modvind ikke vil stilne af inden for overskuelig fremtid og har derfor afhændet de sidste aktier i Nordea, Barclays og Credit Suisse.



Udsigter og værdifastsættelse

Da Oscar Wilde gik bort i 1900, lå renten på de tiårige amerikanske statsobligationer på cirka 3 procent. Renteniveauet har siden da svinget mellem 1,5 procent (2016) og 15,8 procent (1981) for sidst i tredje kvartal 2016 at lande på 1,6 procent. Det globale aktiemarked (MSCI AC World) handles i øjeblikket til 15x 2017 P/E, hvilket er 13 procent højere end gennemsnittet for de seneste 15 år. Værdifastsættelsen bør dog sættes i forhold til de lave renter, og på denne baggrund anser vi stadig en global portefølje for et meget attraktivt placeringsalternativ for langsigtede investorer.

SKAGEN Global udvælger gennem en omhyggelig fundamental selskabsanalyse 40-50 undervurderede globale aktier, som har potentiale til attraktivt risikoreguleret afkast. Fondens 35 største beholdninger repræsenterer 88 procent af den samlede portefølje og har i gennemsnit en upside på 35 procent beregnet i en toårig tidshorizont. SKAGENS investeringsfilosofi har vist sig at være et succesfuldt koncept. Den har gødet jorden for, at SKAGEN Globals referenceindeks er blevet slået i 15 ud af 19 år.

SKAGEN GLOBAL PORTEFØLJEÆNDRINGER 3. KV. 2016 (% AF FORVALTET KAPITAL)

5 største positive bidragydere

ALG	0,68%
Citigroup	0,48%
G4S	0,48%
Cheung Kong Holdings	0,43%
Samsung Electronics	0,39%

5 største negative bidragydere

Dollar General	-0,64%
Roche Holding	-0,47%
Sanofi	-0,35%
General Electric	-0,33%
Teva Pharmaceutical Industries	-0,32%

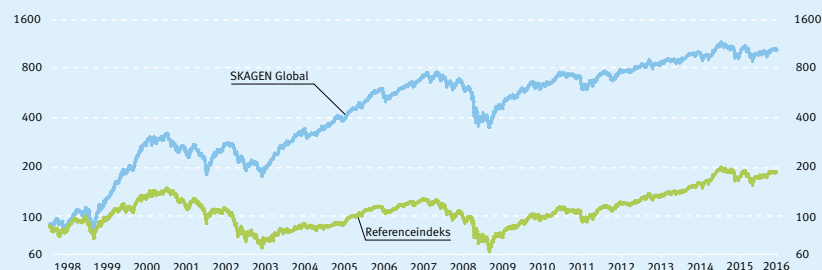
5 største køb

3M	2,05%
Comcast	1,40%
Unilever	0,67%
Amerco	0,52%
Dollar General	0,46%

5 største salg

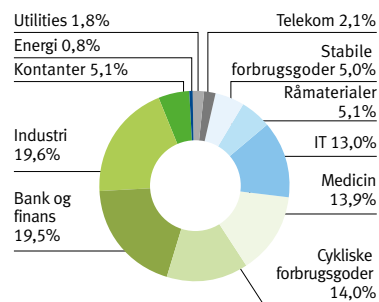
Citigroup	-1,56%
ALG	-1,49%
Xcel Energy	-1,38%
Heidelberg Cement	-0,93%
Credit Suisse Group	-0,88%

KURSHISTORIK SKAGEN GLOBAL

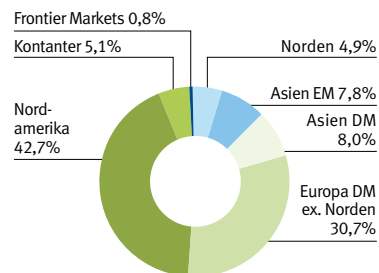


*For mere information om fondens referenceindeks se s. 35

BRANCHEFORDELING SKAGEN GLOBAL



GEOGRAFISK FORDELING SKAGEN GLOBAL



Værdipapir	Sektor	Antal	Købsværdi NOK*	Markedsværdi NOK*	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
American International Group Inc	Financials	3 909 586	1 274 700	1 843 537	568 837	6,77%	New York
Citigroup Inc	Financials	4 160 767	1 095 689	1 559 706	464 016	5,73%	New York
Roche Holding AG-Genusschein	Health Care	631 458	941 586	1 249 756	308 170	4,59%	Zürich
Merck & Co Inc	Health Care	2 347 310	1 083 177	1 173 936	90 760	4,31%	New York
General Electric Co	Industrials	4 796 440	979 757	1 139 490	159 733	4,19%	New York
CK Hutchison Holdings Ltd	Industrials	11 120 098	981 277	1 129 773	148 496	4,15%	Hong Kong
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Information Technology	111 904	271 818	1 046 813	774 995	3,85%	Seoul
NN Group NV	Financials	4 030 990	866 426	987 720	121 294	3,63%	Amsterdam
Microsoft Corp	Information Technology	2 142 570	513 419	984 794	471 376	3,62%	NASDAQ
G4S Plc	Industrials	40 072 713	1 166 322	941 143	-225 179	3,46%	London
Unilever NV-Cva	Consumer Staples	1 899 849	630 690	697 090	66 401	2,56%	Amsterdam
Comcast Corp	Consumer Discretionary	1 297 708	531 216	688 273	157 057	2,53%	NASDAQ
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	Health Care	1 850 367	769 426	680 834	-88 591	2,50%	NASDAQ
Sanofi	Health Care	1 125 289	748 090	680 030	-68 060	2,50%	Paris
Kingfisher Plc	Consumer Discretionary	17 395 707	669 919	678 394	8 475	2,49%	London
Toyota Industries Corp	Consumer Discretionary	1 645 705	445 251	603 853	158 603	2,22%	Tokyo
Koninklijke Philips NV	Industrials	2 456 460	473 235	577 861	104 626	2,12%	Amsterdam
Cap Gemini SA	Information Technology	707 453	548 103	552 326	4 222	2,03%	Paris
3M Co	Industrials	389 500	578 688	548 756	-29 932	2,02%	New York
Carlsberg AS-B	Consumer Staples	678 377	465 628	517 139	51 512	1,90%	Köpenham
Dollar General Corp	Consumer Discretionary	928 677	580 778	515 412	-65 366	1,89%	New York
Koninklijke DSM NV	Materials	769 391	321 768	412 088	90 320	1,51%	Amsterdam
Autoliv Inc	Industrials	458 182	302 867	386 799	83 933	1,42%	New York
Volvo AB	Consumer Discretionary	4 241 770	334 623	385 311	50 688	1,42%	Stockholm
China Mobile Ltd	Telecommunication Services	3 973 490	396 169	384 249	-11 921	1,41%	Hong Kong
Akzo Nobel NV	Materials	693 647	231 902	374 261	142 359	1,38%	Amsterdam
Alphabet Inc Class C	Information Technology	59 696	244 165	370 654	126 489	1,36%	NASDAQ
Sony Corp	Consumer Discretionary	1 229 300	243 540	319 430	75 891	1,17%	Tokyo
Johnson Controls International Plc	Industrials	834 251	108 247	307 693	199 446	1,13%	New York
Ageas	Financials	1 015 112	383 434	294 187	-89 247	1,08%	Brussel
Mayr-Melnhof Karton AG	Materials	333 933	172 249	293 703	121 454	1,08%	Wien
Columbia Property Trust Inc	Real Estate	1 589 780	289 144	284 661	-4 483	1,05%	New York
Baidu Inc ADR	Information Technology	180 410	263 950	263 058	-892	0,97%	NASDAQ
ServiceMaster Global Holdings Inc	Consumer Discretionary	945 676	288 194	255 884	-32 310	0,94%	New York
Skechers USA Inc	Consumer Discretionary	1 394 387	325 627	254 467	-71 160	0,93%	New York
Lundin Petroleum AB	Energy	1 583 370	176 741	230 481	53 740	0,85%	Stockholm
Hiscox Ltd	Financials	2 084 780	234 455	225 333	-9 121	0,83%	London
Goldman Sachs Group Inc	Financials	172 636	153 809	221 888	68 078	0,82%	New York
Irsa Sa ADR	Real Estate	1 425 497	118 740	217 300	98 560	0,80%	New York
Lenovo Group Ltd	Information Technology	38 742 506	283 916	205 190	-78 726	0,75%	Hong Kong
HeidelbergCement AG	Materials	252 045	83 468	188 854	105 386	0,69%	Frankfurt
China Mobile Ltd ADR	Telecommunication Services	373 130	186 660	182 956	-3 704	0,67%	New York
Autoliv Inc SDR	Industrials	188 105	117 692	158 846	41 154	0,58%	Stockholm
State Bank Of India GDR	Financials	496 529	91 101	147 847	56 746	0,54%	Indien
WM Morrison Supermarkets PLC	Consumer Staples	6 463 929	139 589	145 167	5 578	0,53%	London
Amerco	Industrials	51 405	146 849	132 273	-14 576	0,49%	NASDAQ
Samsung Electronics Co Ltd	Information Technology	11 108	94 970	128 720	33 750	0,47%	Seoul
Sony Corp Sponsored ADR	Consumer Discretionary	437 000	90 416	115 054	24 638	0,42%	New York
Lundin Mining Corp	Materials	1 462 531	40 571	46 335	5 764	0,17%	Toronto
State Bank of India	Financials	1 261 856	32 513	38 033	5 521	0,14%	Indien
Total equity portfolio*			21 512 562	25 767 362	4 254 800	94,67%	
Disponibel likviditet				1 449 973		5,33%	
Total share capital				27 217 335		100,00%	

* Numbers in 1 000 NOK.



SKAGEN Vekst

Udforsker den smalle sti til velstand

- › Vekst gav 9,6 procent afkast og lå solidt foran indekset i kvartalet
- › Vi solgte os helt ud af tankmarkedet
- › Oriflame var endnu en gang stor bidragyder

1 2 3 4 5 **RISIKO** 7

Fondens startdato	1. december 1993
Akk. afkast siden start	1646,3 %
Forvaltningskapital	5.873 mio. DKK
Antal kendte investorer	69.641

AFKAST	KV3 16*	12 M*
SKAGEN Vekst	9,7 %	10,9 %
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	4,6 %	8,8 %

* Pr. 30. september 2016.

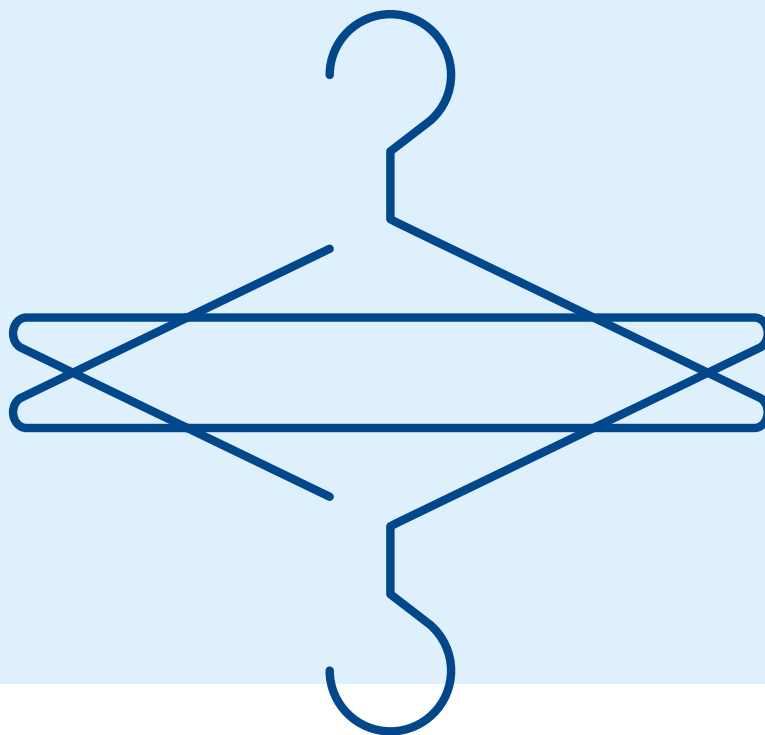


PORTEFØLJEFORVALTERE

Geir Tjetland, Ole Sæberg og Alexander Stensrud*

* Junior porteføljeforvalter

Cyklister i havstokken. 1894. Af Einar Hein. Maleriet er manipuleret og tilhører Skagens Kunstmuseer.



Godt klædt på

Svensk kosmetik prægede porteføljen i tredje kvartal.

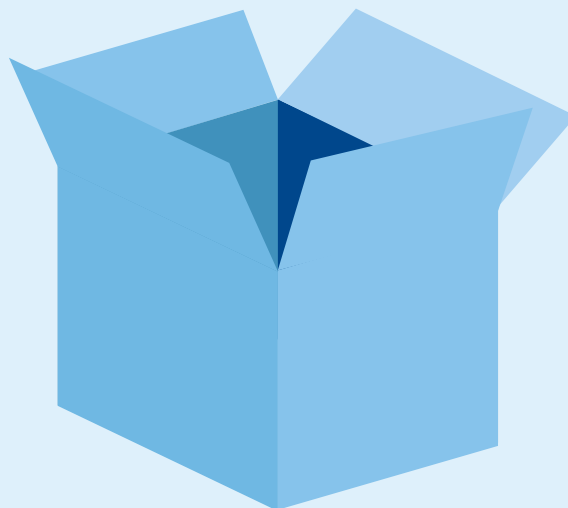
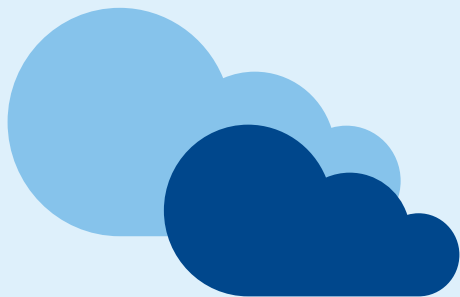
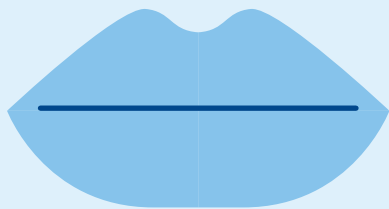
SKAGEN Vekst steg 9,6 procent i tredje kvartal, hvilket var langt bedre end referenceindekset, som steg 4,6 procent. SKAGEN Vekst er indtil nu i år steget med 2,9 procent. Det er bedre end det generelle marked, som steg med 0,3 procent.

Vi har i tredje kvartal generelt set et stærkt aktiemarked i Norden, dog undtagen Danmark. Norge, Sverige og Finland viste en stigning på mellem 6,1 og 9,2 procent (målt i DKK), mens Danmark som sagt faldt med over 4,6 procent. Også det brede europæiske aktiemarked viste en stigning på 2 procent, hvorimod USA faldt med 1 procent. Det japanske aktiemarked steg med næsten 5 procent. Uroen i forbindelse med Brexit var meget kortvarig, og fokus er i skrivende stund flyttet til det forestående amerikanske præsidentvalg. Det interessante er, hvilke konsekvenser de to præsidentkandidater vil få for verdensøkonomien og aktiemarkedene. Valget kan selvfølgelig medføre urolige markeder, men til forskel fra Brexit er valgresultatet sandsynligvis fokuseret på en stabil og forudsigelig amerikansk politik fremover, hvilket aktiemarkedene formentlig allerede har indregnet i værdifastsættelsen. Under alle omstændigheder fokuserer vi vores investeringer på gode og attraktivt prisfastsatte selskaber.

NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN VEKST (PR. 30/9 2016)

Selskab	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2016E	P/E 2017E	P/E 2018E	P/BV seneste	Kursmål
Samsung Electronics	6,6%	1 290 000	8,6	7,6	7,2	1,0	1 500 000
Continental AG	5,9%	187	12,8	10,7	9,7	2,9	275
SAP SE	5,2%	81	21,1	19,1	17,3	4,3	99
Citigroup Inc	5,0%	47	9,4	8,3	7,5	0,6	65
Norwegian Air Shuttle	4,9%	293	9,1	5,9	5,3	3,8	500
Carlsberg AS-B	4,7%	632	18,4	16,2	14,4	2,2	830
Kinnevik AB-B	4,1%	219	109,4	36,5	34,2	0,8	295
Norsk Hydro ASA	3,9%	34	13,8	10,4	9,8	0,9	45
Ericsson LM-B SHS	3,7%	62	18,8	13,8	11,9	1,5	88
Hennes & Mauritz AB	3,5%	242	19,4	16,1	14,2	8,1	400
Vægtet top 10	47,5%		13,6	10,8	9,9	1,4	39%
Vægtet top 35	91,4%		12,7	10,3	9,2	1,5	41%
Referenceindeks			17,3	15,4	13,9	2,1	

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



Kosmetik i top

Det svenske kosmetikselskab Oriflame blev endnu en gang fondens bedste bidragyder. Der er andre end os, som har fået øjnene op for, at selskabet ikke længere er afhængigt af udviklingen i de tidligere sovjetstater, men at væksten opstår i Asien, Tyrkiet og Latinamerika. Især har den fortsat stærke vækst i Kina betydet, at aktien steg over 45 procent i tredje kvartal og hele 130 procent indtil nu i år. Den sidste tids stigning har imidlertid ført til, at vi har reduceret vores beholdning betydeligt, idet kursmålet er ved at blive nået.

Tyske SAP havde også en fin udvikling i tredje kvartal med en stigning på over 21 procent (målt i DKK). Selskabet er verdensledende inden for software/dataløsninger til store virksomheder og er fortsat ved at flytte virksomheden fra traditionel software til "skyen" eller the cloud. Salg af cloudløsninger vokser i rivende fart og er den væsentligste drivkraft for selskabets værdiskabelse og positive udvikling i aktiekursen fremover. Vi udnyttede den stærke kursstigning til at reducere positionen en smule.

Norsk Hydro blev en af kvartalets store bidragydere, godt hjulpet på vej af forbedrede aluminiumpriser – baseret på for-

ventninger om, at aluminiummarkedet vil nærme sig balance i år. Den generelle opfattelse i starten af året var, at dette marked fortsat ville være i ubalance på grund af langt større produktion end efterspørgsel fra Kina. Vi udnytter perioder, hvor aktien er blevet prisfestsat til henved bogførte værdier, til at få posten reduceret en del. Vi er dog helt sikre på, at Norsk Hydro fremover vil få en god udvikling – positionen har en andel af porteføljen på 3,9 procent.

Sidst, men ikke mindst, er det også værd at nævne amerikanske eBay. Aktien steg 39 procent (målt i DKK) i tredje kvartal og udgør nu lidt over 2,5 procent af fonden. Selskabets vigtigste virksomhed, nemlig markedspladsen for internethandel, kunne endnu en gang demonstrere vækst både i antal brugere (2 millioner) og volumen (+5 procent målt på salgsværdi). eBay opjusterede i forbindelse med rapporteringen for andet kvartal den forventede vækst til 5-6 procent for hele 2016. Selskabet øgede desuden programmet for tilbagekøb af egne aktier og siger nu, at man enten vil bruge yderligere 2,5 milliarder USD på tilbagekøb af egne aktier eller 7 procent af alle aktier til den nuværende kurs.



Frygten for Hillary

Det var et stærkt kvartal både absolut og relativt, men alligevel var der positioner, som fungerede mindre godt. Vi vil her først og fremmest fremhæve medicinalselskabet Roche. Selskabet havde ligesom resten af medicalsektoren en svag kursudvikling i tredje kvartal. Hukommelsen er altså ikke sat helt ud af kraft i aktiemarkedet, eftersom mange stadig kan huske Hillary Clintons korstog mod medicinalvirksomheder for over 20 år siden. Nogle frygter, at fru Clinton vil gå til angreb på deres produktpriser og presse hele branchen, hvis hun vinder valget i november.

Både Telia og Ericssons værdiudvikling var svag i tredje kvartal, og selv om Carlsberg lå jævnt i hele kvartalet, var det alligevel ret skuffende. Man skal nemlig lede længe efter en så varm og fin sensommer/efterår, og ølsalget må have været godt i det meste af Europa. Rusland har generelt bedret sig, så Carlsbergs rapporter bør blive behagelig læsning fremover.

Ud af tankmarkedet

Frontline blev solgt ud af porteføljen i løbet af kvartalet. Vi valgte at forlade vores eneste eksponering mod tankmarkedet, da rateudviklingen fortsat udviklede sig negativt, samtidig med at flådevæksten fortsætter med at stige. Meldingen om, at OPEC (for første gang i otte år) foreslår at beskære olieproduktionen med 740.000 tønder pr. dag, indløb ved slutningen af kvartalet. Går dette igennem og varer ved, vil efterspørgslen på tankskibe blive reduceret, måske med helt op til 20 skibe om dagen. Raterne vil derfor oplagt komme under pres fremover.

Samsung havde en god udvikling i kvartalet. Vi udnyttede denne udvikling til at reducere vores beholdning. Først og fremmest fordi aktien nærmer sig kursmålet og dermed har noget mindre upside. Batteriproblemerne i den nye Galaxy Note 7 mobiltelefon har på kort sigt haft negativ effekt på aktiekursen. Vi mener, at virkningen er forbigående, eftersom selskabet i god tid har vist evne og vilje til at tage fat om problemerne. Samsung fortsatte desuden med at frasælge ikke-kerneforretningen, og både aktiebeholdningen i halvledervirksomheden ASML og Samsungs printerdivision blev solgt i løbet af tredje kvartal.

Vi reducerede aktieposten i Philips i kvartalet, og den frigjorte kapital blev brugt til at øge beholdningen i det netop udskilte datterselskab Philips Lighting. Vi trimmede også vores ejerandel i Volvo og Credit Suisse en del, samt Norsk Hydro og SAP som nævnt tidligere.

Det har vi købt/øget vores eksponering i

Medicinalselskabet Shire blev i løbet af sommeren en ny position i porteføljen. Selskabet har 30 års erfaring inden for udvikling af medikamenter til behandling af sjældne lidelser inden for neuromedicin, gastrointestinale sygdomme og intern medicin. Der kan være tale om behandling af ekstremt sjældne og livstruende sygdomme som Hunters syndrom eller Fabrys lidelse, samt

behandling af ADHD og ulcerøs kolit. Shires opkøb af Baxalta blev færdiggjort i juni i år, og det kombinerede selskab vil fortsætte med at vokse indtjeningen over 15 procent om året de næste 4-5 år. Upside er derfor på over 60 procent fra det nuværende niveau.

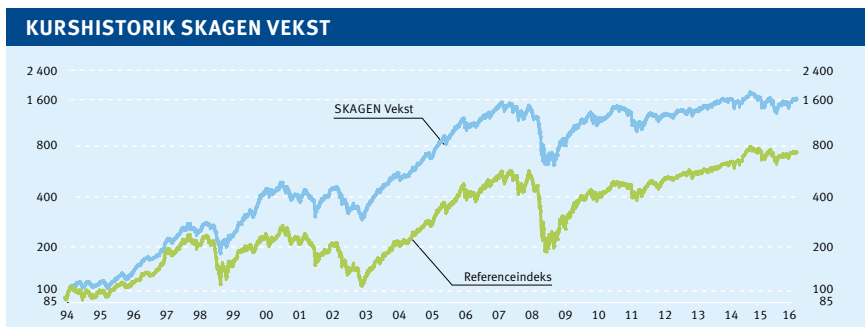
Aktieposten i H&M blev næsten fordoblet i tredje kvartal og udgør nu over tre procent af porteføljen. Værdiudviklingen har som bekendt været meget svag sidste år, men vi oplever, at den nuværende prisfastsættelse af H&M er meget attraktiv for en langsigtet investor. Vi mener, at vi i øjeblikket kan få øje på en udjævning i bruttomargenen og udnytter altså svage salgstal i det varme vejr (dog en smule salg af efterårstøj) til at forøge vores position. Efteråret kommer nok alligevel.

Kinnevik er en gammel travet i SKAGENS porteføljer. Vi foretog vores første investering i Kinnevik helt tilbage i 1994. Selskabet har siden da skiftet ham endnu en gang. Værdierne ligger først og fremmest i e-handelsselskaberne Zalando og Global Fashion Group samt de "gamle" værdier i teleselskaberne Millicom og Tele2. Sidstnævnte har haft en svag udvikling de seneste år, men den nuværende prisfastsættelse bør føre til en betydelig upside. Vi tror, at Kinnevik fortsat vil opbygge værdier gennem nye investeringer samt frasalg af eksisterende virksomheder. De vigtigste drivkræfter vil være, at selskabets e-handelsvirksomheder videreudvikles.

Vi øgede også vores ejerandel i Norwegian Air og Danske Bank efter svaghed i aktierne.

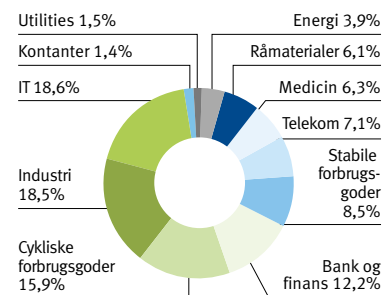
SKAGEN Veksts portefølje prisfastsættes ved udgangen af tredje kvartal til 12,7 gange indeværende års indtjening, hvilket er betydelig lavere end det generelle marked, der ligger på 17,3 gange. Porteføljen er nu prisfastsat til 1,5 gange de bogførte nettoværdier. Også dette er langt under markedets 2,1. Vi anser os derfor som godt positioneret til at gå både det kommende præsidentvalg i USA og andre udfordringer i møde.

SKAGEN VEKST PORTEFØLJEÆNDRINGER 3. KV. 2016 (% AF FORVALTET KAPITAL)			
5 største positive bidragydere		5 største køb	
Oriflame Holding	0,87%	Hennes & Mauritz AB	2,24%
SAP	0,79%	Kinnevik	1,16%
Norsk Hydro	0,76%	Shire	0,83%
Samsung Electronics	0,68%	Norwegian Air Shuttle	0,75%
eBay	0,64%	Danske Bank	0,56%
5 største negative bidragydere		5 største salg	
Ericsson	-0,32%	Norsk Hydro	-2,01%
Roche Holding	-0,29%	Samsung Electronics	-1,97%
Hennes & Mauritz AB	-0,26%	Oriflame Holding	-1,96%
Telia	-0,25%	Phillips	-1,46%
Bonheur	-0,18%	SAP	-0,59%

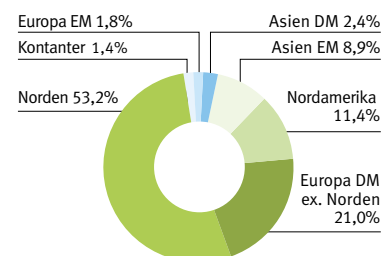


*For mere information om fondens referenceindeks se s. 35

BRANCHEFORDDELING SKAGEN VEKST



GEOGRAFISK FORDELING SKAGEN VEKST



Værdipapir	Sektor	Antal	Købsværdi NOK*	Markedsværdi NOK*	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Information Technology	49 630	296 541	464 241	167 700	6,57%	Seoul
Continental AG	Consumer Discretionary	252 000	139 867	419 608	279 741	5,94%	Frankfurt
SAP SE	Information Technology	515 000	238 067	370 365	132 298	5,24%	Frankfurt
Citigroup Inc	Financials	943 700	337 135	351 702	14 566	4,98%	New York
Norwegian Air Shuttle ASA	Industrials	1 188 040	170 372	347 621	177 248	4,92%	Oslobørsen
Carlsberg AS-B	Consumer Staples	432 000	272 000	328 735	56 735	4,65%	København
Kinnevik AB-B	Telecommunication Services	1 425 000	296 078	288 888	-7 190	4,09%	Stockholm
Norsk Hydro ASA	Materials	8 000 000	205 706	275 600	69 894	3,90%	Oslobørsen
Ericsson LM-B SHS	Information Technology	4 522 950	349 543	259 544	-89 999	3,67%	Stockholm
Hennes & Mauritz AB	Consumer Discretionary	1 100 000	289 108	247 779	-41 329	3,51%	Stockholm
ABB Ltd	Industrials	1 300 000	171 569	232 086	60 517	3,28%	Stockholm
Telia Co AB	Telecommunication Services	5 880 000	270 096	209 291	-60 804	2,96%	Stockholm
Roche Holding AG-Genusschein	Health Care	106 000	229 901	209 250	-20 652	2,96%	Zürich
Danske Bank A/S	Financials	890 000	129 646	206 978	77 332	2,93%	København
eBay Inc	Information Technology	690 000	137 899	180 161	42 261	2,55%	NASDAQ
Koninklijke Philips NV	Industrials	750 000	152 748	176 115	23 368	2,49%	Amsterdam
Volvo AB	Consumer Discretionary	1 885 000	159 470	171 069	11 599	2,42%	Stockholm
Kia Motors Corporation	Consumer Discretionary	425 000	130 536	129 896	-640	1,84%	Seoul
SKF AB - B Shares	Industrials	908 000	140 010	124 493	-15 517	1,76%	Stockholm
Oriflame Holding AG	Consumer Staples	425 000	54 629	124 017	69 388	1,76%	Stockholm
Kemira OYJ	Materials	1 119 000	107 832	120 003	12 172	1,70%	Helsingfors
Bonheur ASA	Energy	2 420 511	224 825	116 669	-108 156	1,65%	Oslobørsen
SBI Holdings Inc	Financials	1 139 000	96 714	107 394	10 680	1,52%	Tokyo
Catena AB	Real Estate	800 000	70 593	105 739	35 146	1,50%	Stockholm
Sberbank of Russia Pref	Financials	7 580 000	109 840	101 496	-8 343	1,44%	Moskva
Philips Lighting NV	Industrials	471 792	92 014	100 071	8 057	1,42%	Amsterdam
Swatch Group AG	Consumer Discretionary	44 000	115 141	99 013	-16 128	1,40%	Zürich
Shire Plc-ADR	Health Care	60 000	94 024	92 823	-1 202	1,31%	NASDAQ
Wilh. Wilhelmsen Holding ASA	Industrials	539 701	38 599	91 209	52 611	1,29%	Oslobørsen
Golden Ocean Group Ltd	Industrials	2 642 660	65 732	86 151	20 419	1,22%	Oslobørsen
Lundin Petroleum AB	Energy	471 000	46 434	68 567	22 133	0,97%	Stockholm
Medi-Stim ASA	Health Care	1 070 072	13 385	66 880	53 495	0,95%	Oslobørsen
Cal-Maine Foods Inc	Consumer Staples	189 600	88 481	59 848	-28 632	0,85%	New York
Nippon Seiki Co Ltd	Consumer Discretionary	393 000	49 406	59 517	10 112	0,84%	Tokyo
Sodastream International Ltd	Consumer Staples	277 183	63 016	58 569	-4 447	0,83%	NASDAQ
H Lundbeck A/S	Health Care	220 000	42 146	57 807	15 661	0,82%	København
Danieli & Officine Meccaniche SpA	Industrials	527 390	67 936	55 660	-12 275	0,79%	Italien
Credit Suisse Group AG	Financials	500 000	99 213	51 427	-47 786	0,73%	Zürich
HitecVision AS	Financials	792 668	7 191	40 585	33 394	0,57%	Onoterat
Strongpoint ASA	Information Technology	3 555 227	40 680	39 641	-1 040	0,56%	Oslobørsen
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	Energy	35 000 000	65 216	37 128	-28 088	0,53%	Hong Kong
Solar AS - B Shs	Industrials	77 576	29 955	35 139	5 185	0,50%	København
Solstad Offshore ASA	Energy	2 006 645	100 573	31 103	-69 470	0,44%	Oslobørsen
CF Industries Holdings Inc	Materials	158 900	31 989	30 917	-1 072	0,44%	New York
Golar LNG Ltd	Industrials	180 000	55 641	30 264	-25 378	0,43%	NASDAQ
Rec Silicon ASA	Energy	21 000 000	31 267	23 394	-7 873	0,33%	Oslobørsen
Yazicilar Holding AS	Consumer Staples	654 669	22 383	22 659	276	0,32%	Istanbul
PhotoCure ASA	Health Care	427 092	17 228	17 041	-187	0,24%	Oslobørsen
Goodtech ASA	Industrials	1 950 949	44 407	16 193	-28 214	0,23%	Oslobørsen
TTS Group ASA	Industrials	3 035 946	30 321	9 381	-20 940	0,13%	Oslobørsen
Nordic Mining ASA	Materials	8 797 128	9 924	6 598	-3 327	0,09%	Oslo Axess
I.M. Skaugen SE	Industrials	1 554 152	18 891	3 233	-15 658	0,05%	Oslobørsen
Solstad Offshore ASA Tegningsrett	Energy	311 208	0	934	934	0,01%	Oslobørsen
Total equity portfolio*			6 161 918	6 960 492	798 573	98,51%	
Disponibel likviditet				105 377		1,49%	
Total share capital				7 065 869		100,00%	

* Numbers in 1 000 NOK.



SKAGEN Focus

På jagt efter exceptionelle investeringer

- › Fonden har holdt fast i investeringsprocessen og solgt ud af aktier, som nåede vores kursmål
- › Markedsuro først i kvartalet tillod, at fonden gik ind i nye positioner på attraktive niveauer

1 2 3 4 5 **RISIKO** 7

Fondens startdato 26. maj 2015

Akk. afkast siden start* -7,7 %

Forvaltningskapital 1.108 mio. DKK

Antal kendte investorer 4.194

AFKAST	KV3 16*	12 M*
SKAGEN Focus	9,5 %	17,0 %
MSCI World ACTR Index	4,6 %	11,0 %

* Pr. 30. september 2016.

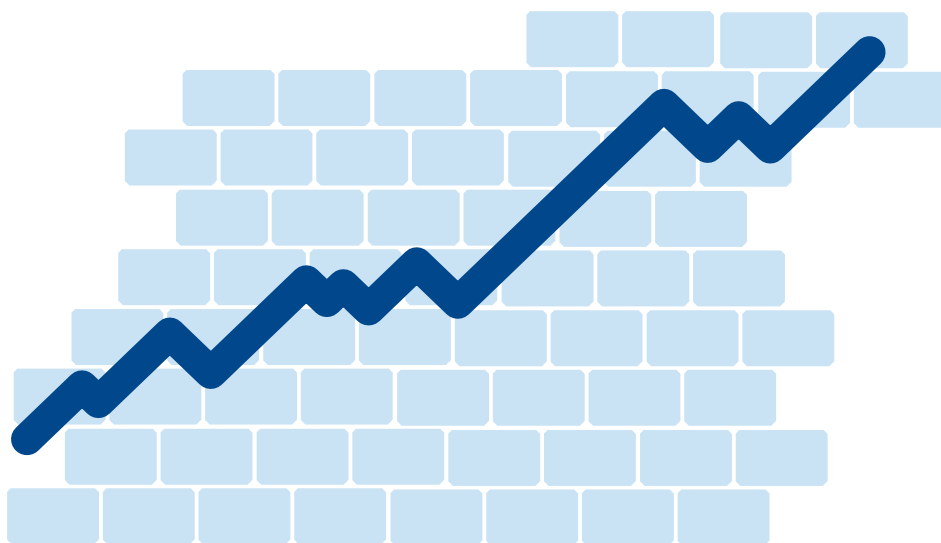


PORTEFØLJEFORVALTERE

Filip Weintraub, Jonas Edholm og David Harris*

* Junior porteføljeformidler

Hunden Rap, 1899. Af P.S. Krøyer. Maleriet er manipuleret og tilhører Skagens Kunstmuseer.



Et tilfredsstillende kvartal

SKAGEN Focus kan demonstrere tilfredsstillende resultater i årets tredje kvartal på 9,5 procent.

I vores opdatering vil vi først og fremmest fokusere på vores individuelle aktiepositioner. Det er dog interessant at bemærke, at de generelle aktiemarkeder handles på høje niveauer trods alle de begivenheder, som kunne eller burde have stresset investorerne. Det er begivenheder som Donald Trumps fortsatte optur, forvirrende centralbankbeslutninger, dårlige tyske banker, en nordkoreansk atomprøvesprængning og endelig et OPEC-frembragt rally i oliepriserne.

På trods af ovenstående formåede aktiemarkederne efter uroen omkring Brexit sidst i juni at komme bemærkelsesværdigt stærkt igen med 4,6 procent i tredje kvartal. Vækstmarkederne, som vi gik meningsfuldt ind i med en bottom up-proces i første halvår, var endnu mere solide. Dette kvartal minder os om det gamle Wall Street-udtryk: "The market was climbing the wall of worry".

SKAGEN FOCUS PORTEFØLJEÆNDRINGER 3. KV. 2016 (% AF FORVALTET KAPITAL)

5 største positive bidragydere		5 største køb	
South32	1,27%	Taiheiyo Cement	4,76%
SK Hynix	0,87%	Crown Confectionery	2,60%
Infineon Technologies	0,80%	Teva Pharmaceutical Industries	2,36%
Omega Protein	0,76%	AIG	1,95%
Jbs	0,73%	Schaeffler	1,42%
5 største negative bidragydere		5 største salg	
Crown Confectionery	-0,60%	Hyundai Motor	-2,37%
Pilgrim's Pride	-0,55%	Omega Protein	-2,08%
Teva Pharmaceutical Industries	-0,53%	Jenoptik	-1,78%
Magforce	-0,46%	JBS	-1,23%
Taiheiyo Cement	-0,26%	Aercap Holdings	-1,11%



Cement og natklubber?

I starten af kvartalet, trods markedernes forvirrede tilstand, lykkedes det os at øge nogle få af vores positioner betydeligt på meget attraktive kurser. Vi øgede vores relativt nye position i Philips Lighting. Målt i indtjeningsvækst lå selskabet på fondens top ti ved kvartalets slutning. Det var i et forfærdeligt klima mislykket at sælge selskabet til en strategisk køber, og Royal Philips var nødsaget til at børsintroducere Philips Lighting til, hvad vi anså for en meget lav kurs. Vi har fortsat øget positionen til en kurs under introduktionskursen.

Vi har også øget vores position i autoreservedelsproducenten Schaeffler. Ud over at have nedbragt gælden på sin balance med over 3 milliarder EUR på et år og fået et imponerende forventet frit cashflow, handles selskabet stadig til meget attraktiv værdifastsættelse. Schaeffler bevægede sig også op i fondens top ti-segment i kvartalet. Vi har i mellemtiden reduceret vores position i Infineon, som er kommet stærkt igen efter svaghedstegn i forbindelse med Volkswagen-skandalen for mindre end et år siden. Aktiekursen er nu all time high, og vi kan stadig se en upside i selskabet.

Vores kerneaktivitet i SKAGEN Focus er som altid at analysere selskabsspecifikke variable og specifikke investeringscase-forhold, idet vi også tager diversificering af porteføljerisikoen i betragtning. Vores performance var derfor drevet af en forskelligartet gruppe aktier. Det er afgørende for vores investeringsproces, at vi bevarer disciplinen med hensyn til at fastsætte kursmål og overholde dem. Dette førte til, at vi realiserede en række af årets vinderpositioner,

herunder Pan American Silver, Air Asia og Haitai. De første to lå underdrejet i 2015, men alle tre er steget med over 100 procent i år. Vi skiftede vores eksponering mod Pan American Silver ud med vores mineselskab South32 med hovedsæde i Australien, og det viste sig at være en lukrativ beslutning.

Natklub med høj performance

For nogle af vores læsere (tak for joken, kære kunde) lyder navnet South32 mest som en oversmart natklub. Men faktisk er der tale om et australsk mineselskab til en værdi af 10 milliarder USD, som fortsat er gået under radaren hos de fleste investorer. South32 blev udskilt fra BHP Billiton i maj 2015 og består af BHP's ikke-strategiske aktiver, som i realiteten er højkvalitets-aktiver. Selskabets omkostningsstruktur savnede optimering, og i det første år som selvstændig virksomhed blev omkostningerne reduceret med 25 procent. Nettogæld i balancen blev vendt til solid positiv likviditet, og der kunne også betales udbytte, hvilket er ganske uhørt i råvareuniverset nu om stunder. Aktien har omsider reageret og steg over 56 procent i lokal valuta i kvartalet og over 120 procent for året som helhed.

Et andet såkaldt "price taker"-selskab er vores hukommelsesproducent SK Hynix, som kom fremragende igen i kvartalet. Vi har gennem længere tid haft mistanke om, at markedet har været for negativt over for udsigterne for DRAM-hukommelse efter et dramatisk mangeårigt fald, og dette blev bekræftet af, at udbud-/efterspørgsels-dynamikken begyndte at blive bedre. SK Hynix steg over 24 procent i perioden.



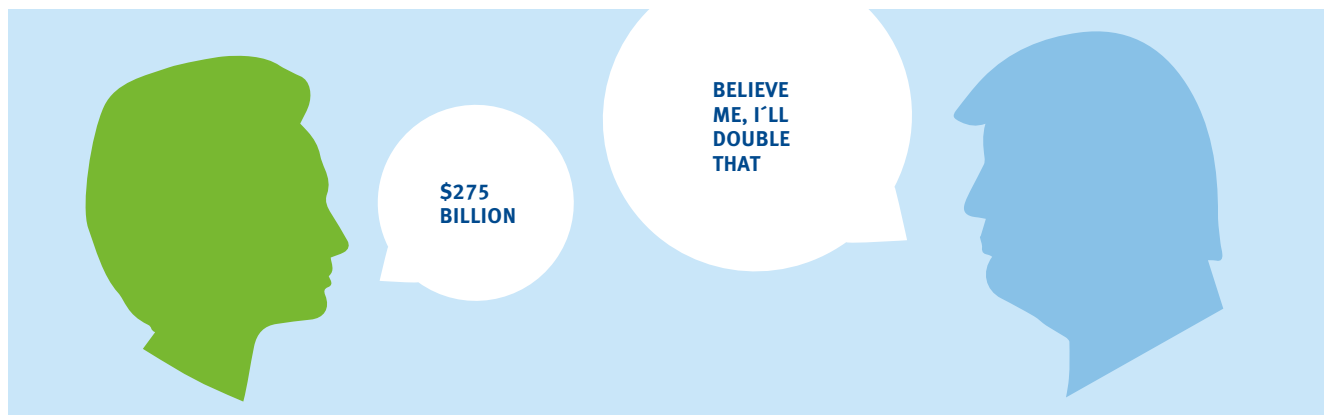
"Bad Cow Disease"-risiko?

Vi købte sidste år en position i fødevarer-selskabet JBS med hovedsæde i Brasilien. Selskabet er det fjerdestørste fødevarer-selskab i verden målt på indtjening. Investeringsmuligheden i JBS bygger på en vigende værdifastsættelse på baggrund af en fundamentalt grundløs regeringsundersøgelse med fokus på JBS' holdingselskab, og overdreven valutakurssikring i selska-

bet. Selskabet er nu på vej til at notere sine aktiver i USA, hvilket vi tror vil bidrage til at lukke forskellen i værdifastsættelse i forhold til konkurrenter som Tyson Foods.

Vores relaterede position i den amerikanske kyllingeproducent Pilgrim's Pride, som JBS ejer 76 procent af aktierne i, var imidlertid en af de svageste bidragsydere i kvartalet. Vi har en fornemmelse af, at den overordnede selskabsstruktur kan

forenkles yderligere på mellemlang sigt. Samtidig lader markedet til at indregne nedgangen i cyklusen for kyllinger rigeligt – den umiddelbare interesse for aktien er stor, og det lover godt for fremtiden. Den kombinerede JBS-/PPC-position er den næststørste position i fonden og udgør 7,3 procent af aktiverne.



En konkret og overset mulighed

Det japanske cementmarked har i mange år været temmelig meget i bund og har lidt under vigende efterspørgsel. Markedet har gennemgået en betydelig konsolidering de seneste 20 år. Kun tre store spillere er tilbage, og her er Taiheiyō Cement den største med en markedsandel på 40 procent. Vi har etableret en position i selskabet i kvartalet.

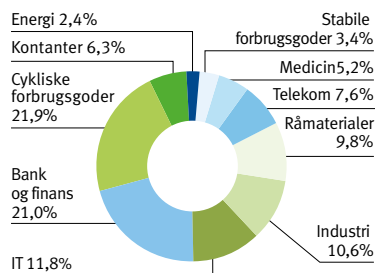
Værdifastsættelsen af selskabet peger tilsyneladende på en yderligere forringelse af cementforholdene i Japan og ser fuldstændig bort fra selskabets voksende tilstedeværelse i USA. Taiheiyō opkøbte sidste år Martin & Mariettas californiske

cementvirksomhed og kan blive en af de største aftagere af stigningen i USA's offentlige udgifter til infrastruktur, som ironisk nok er den eneste politik, præsidentkandidaterne Trump og Clinton kan enes om. Mange USA-relaterede navne inden for cement handles til multipler, som er over det dobbelte af Taiheiyōs, efter kursstigninger på over 50 procent i år. Vi mener, at Olympiaden i Tokyo i 2020 vil medføre et cyklisk opsving i efterspørgslen på cement inden for de næste få år, mens den nuværende udnyttelse af branchekapaciteten allerede er 90 procent. Vores position i Taiheiyō udgjorde 4 procent af fonden ved kvartalets slutning.

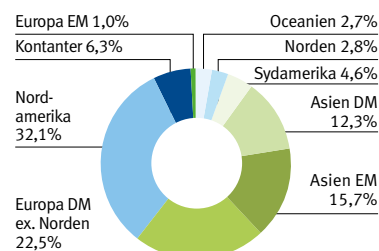
Vi vil fortsat lede efter unikke selskabsforhold, som understøtter den 50 procents upside på kursen, vi kræver i en portefølje med en række diversificerede risikofaktorer. De nuværende markedsforhold, hvor nogle dele af markedet er særdeles populære – for eksempel de langsigtede ”vækst”-aktier, omfattende handel med ETF'er og indeksforvaltning – skaber attraktive muligheder for kursdrevne aktive investorer som os.

Tak for din fortsatte tillid – vi vil fortsætte med at arbejde hårdt på at bevare den i fremtiden.

BRANCHEFORDELING SKAGEN FOCUS



GEOGRAFISK FORDELING SKAGEN FOCUS

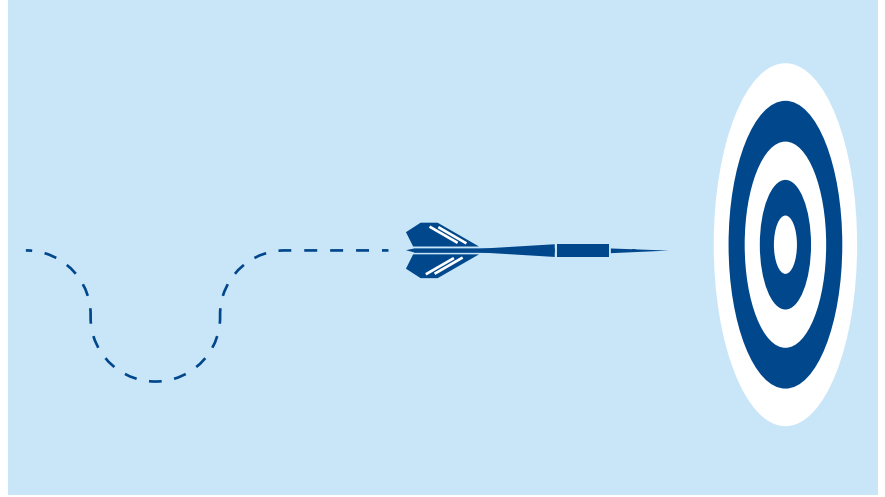


NØGLETLER FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN FOCUS (PR. 30/9 2016)						
Selskab	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2016E	P/E 2017E	P/BV seneste	Kursmål
American International Group Inc	7,5%	59,30	14,7	10,7	0,7	90
Jbs SA	4,6%	11,80	48,8	7,6	1,4	22
Softbank Group Corp	4,6%	6 522,00	7,5	10,8	3,1	9 600
Infineon Technologies AG	4,2%	15,90	22,4	19,7	3,7	20
SK Hynix Inc	4,1%	40 200,00	15,4	10,6	1,4	65 000
SBI Holdings Inc	4,0%	1 196,00	9,2	8,5	0,7	3 000
Taiheiyō Cement Corp	3,7%	289,00	8,0	8,7	1,7	420
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	3,6%	46,00	8,8	7,7	1,7	90
Schaeffler AG	3,5%	14,10	9,2	8,6	2,2	19
Philips Lighting NV	3,2%	23,70	12,2	10,5	1,4	30
Vægtet top 10	42,9%		11,9	9,8	1,3	
Vægtet top 35	93,6%					
Kontant	6,4%					
Total	100,0%					

*JBS er største aktionær i Pilgrim's Pride, som udgør 2,7 procent af fonden. Den kombinerede vægt af disse to positioner er 7,3 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	212 000	102 236	99 967	-2 269	7,49%	New York
Jbs SA	Consumer Staples	2 110 000	50 468	61 405	10 937	4,60%	Sao Paulo
Softbank Group Corp	Telecommunication Services	118 300	54 401	60 882	6 482	4,56%	Tokyo
Infineon Technologies AG	Information Technology	393 000	45 805	55 526	9 721	4,16%	Frankfurt
SK Hynix Inc	Information Technology	188 000	45 159	54 805	9 646	4,11%	Seoul
SBI Holdings Inc	Financials	568 000	59 955	53 605	-6 350	4,02%	Tokyo
Taiheiyo Cement Corp	Materials	2 160 000	53 227	49 258	-3 969	3,69%	Tokyo
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	Health Care	130 000	56 411	47 833	-8 579	3,58%	NASDAQ
Schaeffler AG	Industrials	368 033	47 287	46 247	-1 041	3,47%	Frankfurt
Philips Lighting NV	Industrials	201 193	39 205	42 657	3 453	3,20%	Amsterdam
Aryzta AG	Consumer Staples	117 707	45 073	41 448	-3 625	3,11%	Zürich
China Telecom Corp Ltd	Telecommunication Services	9 914 000	49 123	39 942	-9 181	2,99%	Hong Kong
Citizens Financial Group Inc	Financials	198 000	42 464	38 983	-3 482	2,92%	New York
Carlsberg AS-B	Consumer Staples	49 600	35 727	37 811	2 084	2,83%	Köpenhamn
South32 Ltd	Materials	2 415 601	29 705	35 597	5 892	2,67%	Sydney
Pilgrim's Pride Corp	Consumer Staples	210 000	40 963	35 235	-5 728	2,64%	New York
Alphabet Inc Class C	Information Technology	5 500	33 807	34 150	343	2,56%	NASDAQ
TerraVia Holdings Inc	Materials	1 436 525	30 157	32 210	2 053	2,41%	NASDAQ
Fila Korea Ltd	Consumer Discretionary	45 500	32 637	31 477	-1 160	2,36%	Seoul
E-MART Inc	Consumer Staples	27 000	33 624	30 837	-2 786	2,31%	Seoul
Omega Protein Corp	Consumer Staples	155 300	23 339	29 148	5 810	2,18%	New York
Synchrony Financial	Financials	129 572	33 194	28 758	-4 436	2,16%	New York
CIT Group Inc	Financials	98 000	33 812	28 303	-5 509	2,12%	New York
Jenoptik AG	Industrials	190 909	20 449	27 591	7 141	2,07%	Xetra
First Quantum Minerals Ltd	Materials	370 000	14 676	24 367	9 691	1,83%	Toronto
Stock Spirits Group Plc	Consumer Staples	1 410 375	30 671	22 917	-7 753	1,72%	London
Crown Confectionery Co Ltd	Consumer Staples	100 000	29 067	21 320	-7 747	1,60%	Seoul
Magforce AG	Health Care	595 989	29 829	20 878	-8 951	1,56%	Xetra
Aercap Holdings NV	Financials	58 210	18 126	17 714	-411	1,33%	New York
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	Energy	16 500 000	31 962	17 512	-14 450	1,31%	Hong Kong
Whiting Petroleum Corp	Energy	210 000	30 239	14 923	-15 316	1,12%	New York
Rentech Inc	Industrials	623 816	31 949	14 212	-17 737	1,07%	New York
Fourlis Holdings SA	Consumer Discretionary	400 251	10 037	13 769	3 732	1,03%	Aten
Massimo Zanetti Beverage Group SpA	Consumer Staples	195 564	15 008	12 560	-2 448	0,94%	Italien
FFP	Financials	20 606	12 994	12 262	-733	0,92%	Paris
Samsung SDI Co Ltd Pref	Information Technology	18 720	8 749	6 665	-2 084	0,50%	Seoul
Samsung SDI Co Ltd	Information Technology	9 000	7 139	6 265	-874	0,47%	Seoul
Total equity portfolio*			1 308 672	1 249 039	-59 634	93,61%	
Disponibel likviditet				85 237		6,39%	
Total share capital				1 334 276		100,00%	

* Numbers in 1 000 NOK.



SKAGEN m²

En andel i det globale ejendomsmarked

- › Fonden er efter et stærkt kvartal den bedste globale ejendomsfond indtil nu i år
- › Amerikanske CBL og argentinske IRSA er vindere i porteføljen
- › Ejendomme har fået sin egen selvstændige sektor, hvilket er godt på sigt

1	2	3	4	5	RISIKO	7
Fondens startdato	31. oktober 2012					
Akk. afkast siden start	28,1 %					
Forvaltningskapital	783 mio. DKK					
Antal kendte investorer	8,084					
AFKAST	KV3 16*					12 M*
SKAGEN m ²	6,0 %					14,6 %
MSCI ACWI Real Estate IMI	1,1 %					14,8 %

* Pr. 30. juni 2016.



PORTEFØLJEFORVALTERE

Michael Gobitschek og Harald Haukås

Arkitekten Ulrik Plesners første tilbygning til Brøndums hotel, 1892. Af Johan Peter von Wildenrad. Maleriet er manipuleret og tilhører Skagens Kunstmuseer.

Kommet stærkt igen

Tredje kvartal begyndte turbulent for fonden i kølvandet på Brexit-afstemningen.

Ikke på grund af, at vi havde stor eksponering mod det britiske ejendomsmarked – tværtimod – men fordi kapitalen strømmede ud af Europa, hvor vi er overvægtede. Pengene blev først og fremmest allokeret til USA, hvor vi desuden er undervægtede, både hvad angår aktier og valuta. Den negative trend vendte hurtigt derefter, pengene bevægede sig tilbage, og SKAGEN m² havde en meget stærk udvikling i juli og august. Fonden er ved udgangen af september tilbage i positivt territorium både relativt og absolut. Fra andet til tredje kvartal steg fonden 6,0 procentpoint i absolutte tal, og 4,9 procentpoint relativt. Det indebærer, at SKAGEN m² ultimo september er den bedste globale ejendomsfond siden starten af året.*

Ejendomme viser fortsat deres styrke

Mange af verdens toneangivende centralbanker med undtagelse af Storbritannien blev ved med at trykke på snooze-knappen ved ikke at stramme pengepolitikken. Det lave renteniveau ser ud til at forblive lavt i lang tid fremover, og investorerne bliver tvunget endnu længere ud på risikoskalaen, da rentemarkedet ikke opfylder afkastkravene.

Mindre risikable aktiver med højt udbytte som ejendomme er det naturlige valg, hvilket fortsat presser værdien op og trykker afkastkravet til ejendomme ned globalt. Modvægten var, at yderligere pengepolitiske stimulanser i for eksempel Europa blev lagt på is. Ejendomsselskaber viser fortsat styrke generelt og står definitivt på egne ben, med eller uden yderligere centralbankindgreb.

*Morningstar Norge, kategorien "Ejendom, Indirekte – Global"

NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN m² (PR. 30/9 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%
Vægtet top 10	42,6%		80%	2,4%	5,5%
Vægtet top 35	95,0%			3,3%	6,2%
Referenceindeks				3,6%	

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



Det svenske ejendomsmarked fortsætter med at styrke sig i alle segmenter. Stockholm (billedet) er nu det næst-hotteste marked målt i på de højeste lejepriser vækst efter San Francisco.

Attraktivt i Sverige og Norge

Stockholms kontormarked er et meget godt eksempel på denne styrke. Her er de højeste lejepriser på de bedste beliggenheder steget med cirka 29 procent om året, hvilket gør byen til den mest attraktive, målt i lejestigning, efter San Francisco.**

Svenske ejendomsmarkeder står fortsat klippefast i alle segmenter. En af verdens største aktører inden for alternative investeringer, amerikanske Blackstone, investerede i august i en af vores beholdninger, D. Carnegie & Co. På grund af budgivningsregler tvinges Blackstone til at byde på hele lejeboligoperatøren. Dette er et positivt signal og bekræfter vores tese om selskabets fortsatte potentiale. D. Carnegie & Co er fondens bedste bidrager både i absolutte og relative tal siden starten af året.

Selv norske ejendomme er trods de seneste års oliekrise solidt kørende. Selskabet Olav Thon blev handlet op i værdi, efter at en af hovedaktionærerne endelig afsluttede sin langvarige salgsproces.

** JLL Global Office Index. Top rents 2q15-2q16

Trægt for Abenomics

Den japanske ejendomsudvikler Mitsui Fudosan har det fortsat hårdt og faldt mest i perioden trods en stærk rapport for andet kvartal. Baggrunden er snarere makroøkonomisk end selskabsspecifik. Vedvarende problemer med at skabe inflation og stimulere økonomien betyder, at markedet stiller sig tvivlende over for, om Abenomics vil komme til at hjælpe eller vælte landets økonomi.

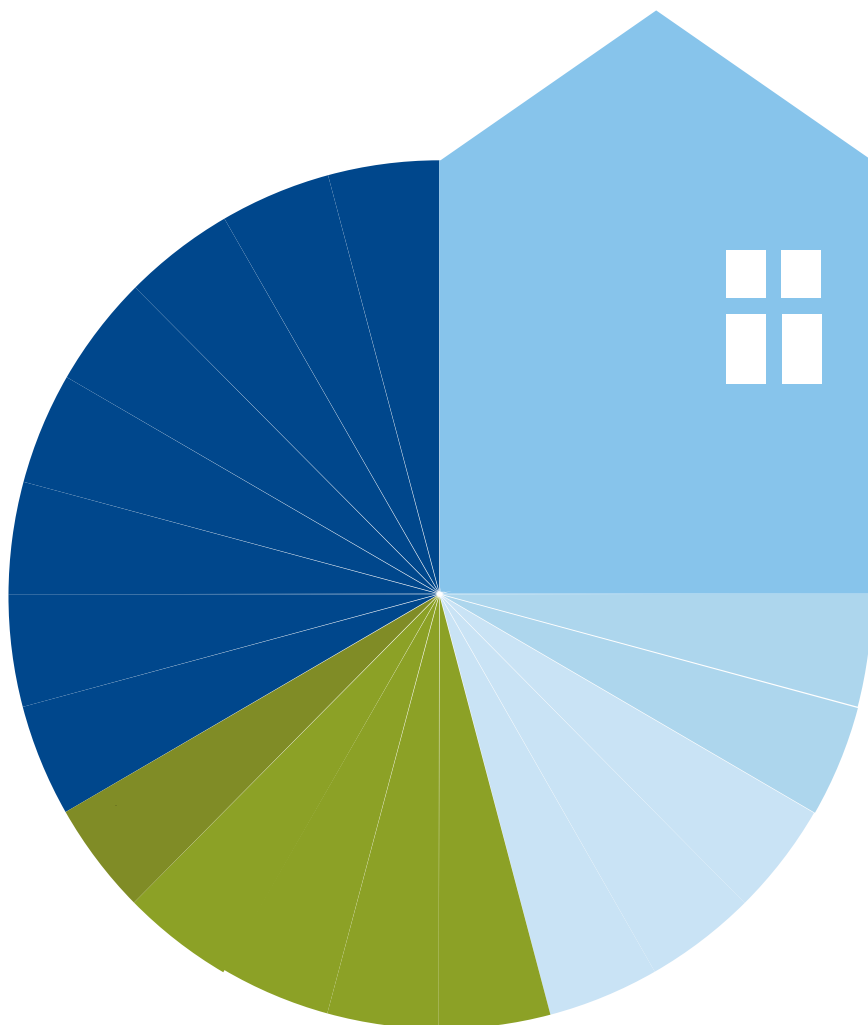
Ejendomsmarkedet i Tokyo kører stadig på højtryk inden for alle segmenter, hvilket selskabet drager fordel af med sin diversificerede forretningsmodel, hvor kapital hurtigt kan allokere internt mellem de forskellige segmenter og markeder, som de opererer i. Mitsui Fudosan handles til historisk lave niveauer, og vi tror fortsat stærkt på selskabet.

Et selskab ind og to ud

Efter at Brexit blev en realitet, og børsen faldt sammen, købte vi British Land tilbage med betydelig rabat i forhold til indre værdi. Rabatten blev forøget ved, at en række store ejendomsfonde lukkede for ind- og udtag, hvilket også var en påmindelse om fordelene ved at investere i likvide ejendomsaktiver som for eksempel SKAGEN m².

Mange af vores positioner i vækstmarkederne præsterede godt i kvartalet efter flere års ørkenvandring. Perioden har også været præget af, at usædvanligt mange ejendomsselskaber meldte pas på at rejse ny kapital fra aktionærerne til en værdifastsættelse højere end substansværdien – hvilket lader til at fortsætte.

Vi solgte kun to selskaber fra i kvartalet, nemlig brasilianske BR Properties i en langtrukket budproces, hvor vi kunne se en begrænset upside. Vi solgte også den indonesiske industrigrundudvikler Bekasi Fajar, som blev negativt ramt af de seneste års opskruede direkte investeringer i landet. Salgene er også et resultat af fortsat porteføljekonsolidering.





Plagede selskaber kvartalets vindere

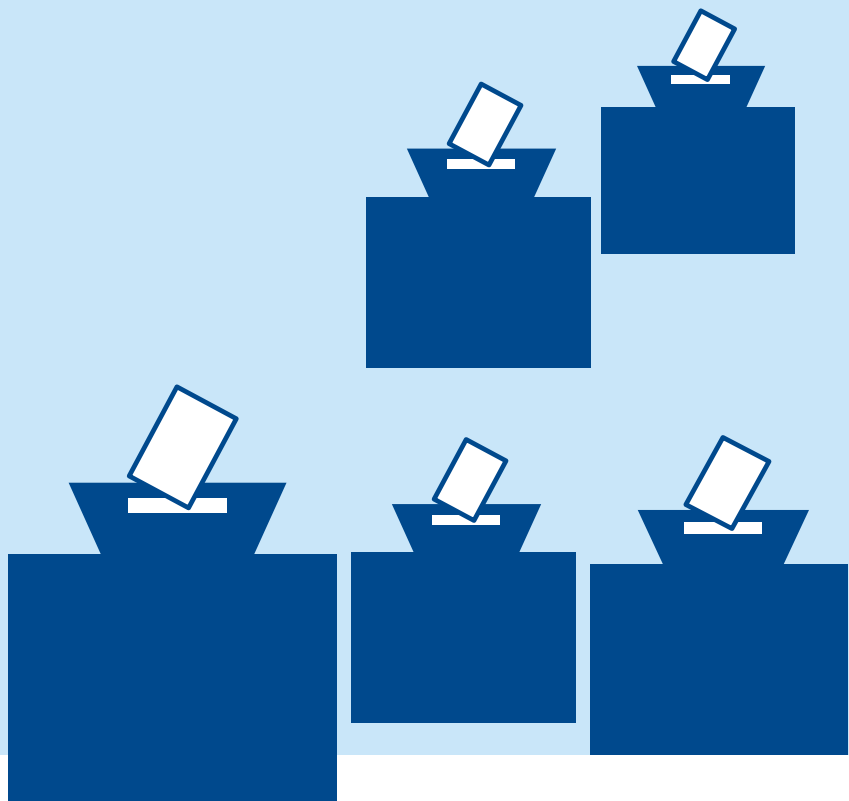
Det amerikanske ejendomsselskab CBL blev kvartalets vinder efter at have faldet mest ned i året. Baggrunden for den dårlige udvikling det første halve år var først og fremmest anklager om manipulerede ledighedstal i forbindelse med refinansiering af lån. Anklagerne viste sig imidlertid at være grundløse, og selskabet blev frikendt fra anklagerne. Dette udløste et rally på cirka 50 procent, før aktien tog en ny pause i slutningen af september.

Også argentinske IRSA blev ved at overbevise markedet om, at anklagerne fra investorer, som spekulerede i et fald, var grundløse. Det syntes vi også og købte derfor flere aktier. De tiltag, som selskabet gennemførte, var blandt andet at konsolidere datterselskaber, refinansiere gæld og fortsætte med at udvikle virksomheden i positiv retning. Som land går Argentina også i den rigtige retning trods udfordringer. Selskabet er en af årets vindere i fonden.

Ejendomme selvstændig sektor

September 2016 var en historisk måned for ejendomme, som blev udskilt fra finanssektoren og blev en selvstændig og elleve sektor i GICS-klassificeringen. Dette var en unik begivenhed, siden sektorinddelingen blev indført i 1999, og berørte begge de store indekser MSCI og S&P 500. Udskilningen førte til in- og outflow af kapital i begge sektorer. Reallokeringen kunne mærkes i USA, hvorimod effekten i Europa var neutral.

Den vigtigste virkning er langsigtet, idet aktivklassen ejendomme vil blive bedre belyst i medierne og af analytikere og investorer. Dette vil understrege fordelene ved at investere i ejendomme og deres særlige egenskaber som aktivklasse. Det er desuden logisk, at ejendomme ikke bliver blandet sammen med banker og forsikringselskaber.



Interessant efterår forude

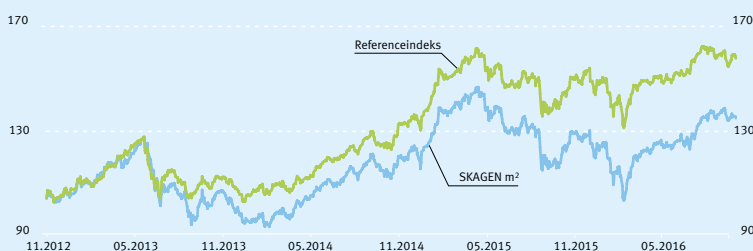
De kommende måneder bliver spændende med præsidentvalg i USA og en række valg i Europa. Desuden forventes en amerikansk renteforhøjelse. Man kan med en fodboldmetafor sige, at vi i nogen tid har fået flere spillere på midtbanen og i forsvaret for at tage højde for øget volatilitet. SKAGEN m² er

godt rustet mod usikkerhed og har mange lovende selskaber i porteføljen, som vi gerne øger, når købslejligheden opstår.

SKAGEN m² PORTEFØLJEÆNDRINGER 3. KV. 2016 (% AF FORVALTET KAPITAL)

5 største positive bidragydere		5 største køb	
CBL & Associates Properties	0,82%	British Land	2,00%
Olav Thon Eiendomsselskap	0,72%	Inmobiliaria Colonial	0,58%
IRSA	0,38%	Axiare Patromonio	0,49%
Ashford Hospitality Trust	0,33%	Mitsui Fudosan Co	0,48%
Catena	0,33%	D Carnegie & Co	0,22%
5 største negative bidragydere		5 største salg	
Mitsui Fudosan Co	-0,54%	HCP	-2,60%
Inmobiliaria Colonial	-0,28%	Brandywine Realty Trust	-1,66%
General Growth Properties	-0,20%	Bekasi Fajar Industrial Estate	-0,73%
Big Yellow Group	-0,19%	SOHO China	-0,72%
Keck Seng Investments	-0,15%	General Growth Properties	-0,52%

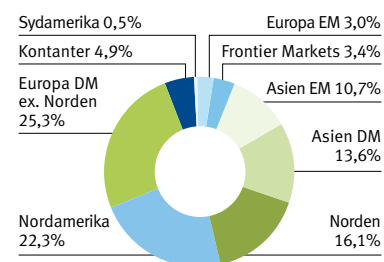
KURSHISTORIK SKAGEN m²



Securities	Sektor	Antal	Købsværdi NOK *	Markedsværdi NOK *	Urealiseret gevinst/tab *	Procentvis fordeling	Børs
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	Real Estate Companies incl. REITs	325 350	42 807	53 683	10 876	5,68%	Oslobørsen
SL Green Realty Corp	Real Estate Companies incl. REITs	54 500	42 027	46 924	4 897	4,97%	New York
Inmobiliaria Colonial SA	Real Estate Companies incl. REITs	787 580	44 929	45 543	614	4,82%	Madrid
Mitsui Fudosan Co Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	259 000	52 211	43 644	-8 566	4,62%	Tokyo
Global Logistic Properties Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	3 837 700	51 806	42 055	-9 751	4,45%	Singapore
D Carnegie & Co AB	Real Estate Companies incl. REITs	404 084	28 039	41 381	13 342	4,38%	Stockholm
Mercialys SA	Real Estate Companies incl. REITs	205 282	32 614	39 403	6 790	4,17%	Paris
Catena AB	Real Estate Companies incl. REITs	297 842	34 699	39 325	4 627	4,16%	Stockholm
CBL & Associates Properties Inc	Real Estate Companies incl. REITs	366 000	45 344	35 561	-9 782	3,77%	New York
Deutsche Wohnen AG	Real Estate Companies incl. REITs	113 000	24 825	32 748	7 923	3,47%	Frankfurt
Irsa Sa ADR	Real Estate Companies incl. REITs	212 000	22 306	32 317	10 011	3,42%	New York
Columbia Property Trust Inc	Real Estate Companies incl. REITs	148 000	25 316	26 500	1 185	2,81%	New York
Axiare Patrimonio SOCIMI SA	Real Estate Companies incl. REITs	235 000	24 186	24 633	447	2,61%	Madrid
Dic Asset AG	Real Estate Companies incl. REITs	304 000	20 380	24 378	3 999	2,58%	Xetra
Ashford Hospitality Trust	Real Estate Companies incl. REITs	475 000	31 417	22 896	-8 521	2,42%	New York
PS Business Parks Inc	Real Estate Companies incl. REITs	25 000	15 943	22 634	6 691	2,40%	New York
Big Yellow Group Plc	Real Estate Companies incl. REITs	280 000	25 490	22 531	-2 959	2,39%	London
Nomura Real Estate Master Fund Inc	Real Estate Companies incl. REITs	1 483	15 041	19 777	4 736	2,09%	Tokyo
Shangri-La Asia Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	2 150 000	22 641	18 831	-3 810	1,99%	Hong Kong
British Land Co Plc	Real Estate Companies incl. REITs	280 000	18 560	18 315	-244	1,94%	London
CA Immobilien Anlagen AG	Real Estate Companies incl. REITs	120 000	16 969	18 313	1 343	1,94%	Wien
Atrium Ljungberg AB	Real Estate Companies incl. REITs	128 327	13 063	18 129	5 066	1,92%	Stockholm
General Growth Properties Inc	Real Estate Companies incl. REITs	81 000	18 857	17 812	-1 044	1,89%	New York
SM Prime Holdings Inc	Real Estate Companies incl. REITs	3 811 800	11 039	17 748	6 708	1,88%	Filippinerna
Melia Hotels International	Real Estate Companies incl. REITs	177 000	15 586	17 536	1 950	1,86%	Madrid
Phoenix Mills Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	355 160	13 637	16 446	2 809	1,74%	Indien
Emlak Konut Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Real Estate Companies incl. REITs	1 835 000	16 136	14 857	-1 279	1,57%	Istanbul
First Real Estate Investment Trust	Real Estate Companies incl. REITs	1 827 494	13 439	14 511	1 072	1,54%	Singapore
Ashford Hospitality Prime Inc	Real Estate Companies incl. REITs	127 400	12 143	14 349	2 206	1,52%	New York
CapitaLand Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	750 000	13 330	14 064	734	1,49%	Singapore
Grivalia Properties Reic AE	Real Estate Companies incl. REITs	225 485	15 181	13 570	-1 611	1,44%	Aten
Obero Realty Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	329 090	9 428	11 534	2 106	1,22%	Indien
Ascendas India Trust	Real Estate Companies incl. REITs	1 780 200	7 454	11 267	3 813	1,19%	Singapore
Soho China Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	2 568 500	13 794	11 089	-2 705	1,17%	Hong Kong
Brandywine Realty Trust	Real Estate Companies incl. REITs	88 000	10 328	10 984	656	1,16%	New York
Keck Seng Investments	Real Estate Companies incl. REITs	1 618 000	12 276	9 253	-3 024	0,98%	Hong Kong
Ashford Inc	Real Estate Companies incl. REITs	18 000	12 572	6 763	-5 809	0,72%	New York
HCP Inc	Real Estate Companies incl. REITs	20 100	6 458	6 179	-279	0,65%	New York
General Shopping Finance	Real Estate Companies incl. REITs	950 000	5 159	5 073	-85	0,54%	Euroclear
Total equity portfolio*			857 428	902 556	45 128	95,56%	
Disposable liquidity				41 931		4,44%	
Total share capital				944 488		100,00%	

* Numbers in 1 000 NOK.

GEOGRAFISK FÖRDELNING SKAGEN m²



Muligheder i en tid med udfordringer

Verden står foran en række politiske og økonomiske udfordringer. Men begivenheder som det amerikanske valg, briternes skilsmisse fra EU og Kinas vaskende vækst betyder også mulighed for at tjene penge, forudsat at udfaldene ikke bliver som markedet forventer, og man vælger rigtigt – og i tide.

Bliver det Donald Trump eller Hillary Clinton, der flytter ind i Det Hvide Hus i det nye år? I skrivende stund har Hillary et forspring i meningsmålingerne. Men når dette læses kan stemningen være vendt. Udfaldet er uklart, og man bør absolut tage højde for, at en rapkæftet ejendomsudvikler og reality tv-stjerne om nogle få måneder kan nyde en cigar i Det Ovale Kontor.

Men vil Trump som præsident være en katastrofe? Næppe. De færreste af os har forståelse for hans udtalelser i valgkampen. Han fremstår vulgær, selvoptaget, ignorant og principløs. Men hvis Trump bliver præsident, vil hans stab formentlig dække over de to første karaktertræk.

Hans ignorance er værre. Hans udtalelser omkring international handel, hvor han påstår, at USA taber på at have et handelsunderskud med Kina, er noget vrøvl, selvom det er sagt af nogle, der burde vide bedre. ”Vi har til ingen nytte talt med Kina i mange år, mens landets handelsoverskud er steget ... Absurd nok sagde den kinesiske premierminister for nylig, at landets valuta ikke er overvurderet ... Kina skal trues med en importtold på 25 procent.” Lyder det som et citat fra Trump? Udtalelsen kommer fra Paul Krugman, professor og nobelprismodtager i økonomi. Selv lavt uddannede rådgivere vil sandsynligvis påpege over for Trump, at protektionisme vil få den amerikanske økonomi til at skrumpes. Og det kan godt være, at disse, og mange andre initiativer fra Trump, kun er beregnet til at fremprovokere bedre aftaler.

Jeg kan ikke udelukke, at Trump kan ændre mening og ender med snarere færre end flere restriktioner på den frie bevægelighed for varer, tjenesteydelser, kapital og arbejdskraft. Han er trods alt en snu

forretningsmand. Ligesom Richard Nixon, der overraskede alle ved at trække Maos Kina ind i den diplomatiske varme, kan Trump godt finde på at få Rusland med på en frihandelsaftale. Og jeg kan ikke udelukke, at en tur eller to til Beijing kan ændre Trumps syn radikalt på de kinesisk-amerikanske handelsforbindelser. Pointen er, at hvis Trump bliver præsident, er det mest sandsynligt, at hans politik overrasker positivt. Hans mangel på principper kan vise sig at været et aktiv.

Fortsat usikkerhed omkring Brexit

Briterne har besluttet sig for at forlade EU, men skilsmissen vil tage tid og kan ende med en forsoning. Formelt set har Storbritannien endnu ikke søgt om skilsmisse. Det forventes at ske i marts næste år. Derefter følger to års forhandlinger. I mellemtiden vil der være parlamentsvalg både i England og Tyskland og præsidentvalg i Frankrig. Både EU og Storbritannien vil ændre sig i forhandlingsperioden, og Brexit kan se anderledes ud, når først forhandlingerne er i gang. Jeg kan ikke helt udelukke, at det ender med genforening. Vi må ikke glemme, at folkeafstemningen kun var rådgivende, og at Storbritanniens uskrevne grundlov giver al magt til parlamentet. Hvis du tror, at løbet er kørt, skal du være klar til en overraskelse.

Stagnerende kinesisk vækst

Kina står overfor en hård landing? Her er jeg i tvivl. Gennem fire årtier har Riget i Midten haft en enorm indtjeningsudvikling - til glæde for kinesere og forbrugere over hele verden. Væksten er for tiden stagnerende. Alt andet var uventet. Takket være kommunismen kunne Kina vokse så hurtigt og så længe, fordi landet startede

på et meget lavt niveau, da det begyndte at liberalisere økonomien i slutningen af 70'erne. Med et højt indkomstniveau er det langt sværere at være i stand til at generere nye høje vækstrater uanset den økonomiske politik. Det er ofte sagt, at Kinas økonomiske model skal lægges om. De skal skrue ned for investeringerne og op for forbruget. Det er misforstået. Intet land bliver rigere ved at forbruge mere. Højere forbrug, som Kina vitterligt har haft i årtier, er succeshistorien om, at mere arbejde skaber mere kapital, og at ressourcer bruges på en stadig mere effektiv måde.

Kinas problem er en alt for stor offentlig sektor med mange offentligt ejede virksomheder, som ikke drives rentabelt. Virksomheder, som holdes i gang af lovbestemte kreditbeslutninger. En egentlig ændring af den kinesiske økonomi kræver faktisk kun, at man færdiggør, hvad Deng Xiaoping begyndte; fortsat med privatisering, deregulering og afbureaukratisering. Dette vil resultere i mere vækst, ikke mindre.

Spørgsmålet er, om regeringen er villig til at tage yderligere skridt i den retning. Hvis de modsætter sig og forsøger at bevare den tabsgivende offentlige sektor med statsstøttet kredit, vil det ende i fiasko. Jeg frygter det sidste, men håber, at jeg tager fejl.



– Torgeir Høien
Porteføljeforvalter SKAGEN Tellus



SKAGEN Tellus

Åbner døren til globale renter

- › Kursgevinster og kuponrente bidrog til kursen
- › Kroatien var bedste investering i kvartalet
- › Vi investerede i britiske statsobligationer efter pundet blev svækket

1 2 3 **RISIKO** 5 6 7

Fondens startdato	29. september 2006
Akk. afkast siden start	74,37 %
Forvaltningskapital	887 mio. DKK
Antal kendte investorer	2.727

AFKAST	KV3 16*	12 M*
SKAGEN Tellus	0,39 %	4,89 %
JP Morgan GBI Broad Index Unhedged	-0,71 %	8,42 %

* Pr. 30. september 2016.



PORTEFØLJEFORVALTERE

Jane Tvedt, Torgeir Høien og Sondre Solvoll Bakketun

Interiør. Brøndums aneks. Ca. 1920. Af Anna Ancher. Maleriet er manipuleret og tilhører Skagens Kunstmuseer.

Trump og Brexit

SKAGEN Tellus havde et afkast på 0,39 procent i tredje kvartal mod -0,71 procent for indekset.

Kursgevinster og kuponrente var med til at løfte kursen, hvorimod valutabevægelserne trak afkastet i den modsatte retning.

Kroatien var den bedste investering i kvartalet, men renterne faldt også i Spanien og Slovenien, hvilket bidrog til kursgevinster i fonden. En betydelig del af fonden er investeret i Sydeuropa, både inden- og udenfor euroområdet. Vores analyser peger på, at både højere vækst og kvantitative lettelser fra den europæiske centralbank vil betyde rentefald i den del af Europa. Til trods for allerede faldende renter er der fortsat betydelige renteforskelle i Sydeuropa og Tyskland. Økonomisk vækst, bedre offentlige finanser og pengepolitik vil formentlig betyde, at denne divergens formindskes yderligere – mens den tyske statsrente stort set forbliver på nuværende niveau i nogen tid fremover.

Investeringerne i USA og Mexico påvirkede fondens afkast negativt i kvartalet. Pesoen har bevæget sig i takt med Donald Trumps popularitet i den amerikanske præsidentvalgkamp - jo stærkere, han står i meningsmålingerne, jo svagere er pesoen. Efter valget i november vil situationen sandsynligvis langsomt falde til ro - uanset valgresultat - og pesoen vil styrkes.

Det britiske pund blev svækket kraftigt i kølvandet på Brexit-afstemningen. Derfor valgte vi at investere i korte britiske statspapirer. Svækkelsen af pundet skyldes usikkerheden omkring konsekvenserne af adskillelsesprocessen fra EU, der kan tage to-tre år, og den endelige Brexit-skilsmisseaftale. Efter svage tillidsindikatorer lige efter folkeafstemningen, er udviklingen overraskende hurtigt vendt. Optimismen er vendt tilbage, både for forbrugere og virksomheder. Vi mener, at pundet snart vil følge trop og appreciere.



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
STATSOBLIGATIONER										
Canadian Government	01.11.2016	1,00	10 000	65 014	610,86	252	61 086	61 338	-3 929	5,74%
Chilean Government	05.08.2020	5,50	4 410 000	54 659	1,30	451	57 135	57 587	2 476	5,39%
Croatia Government Int Bond	30.05.2022	3,87	8 300	74 798	971,10	972	80 602	81 574	5 804	7,63%
European Bank Recon & Dev	19.03.2018	5,75	200 000	25 846	11,92	739	23 841	24 579	-2 005	2,30%
German Government	10.03.2017	0,00	2 000	18 779	899,75	0	17 995	17 995	-784	1,68%
Hellenic Republic Government	24.02.2035	3,00	9 000	53 134	535,14	1 449	48 162	49 611	-4 972	4,64%
Lithuanian Government	01.02.2022	6,62	5 500	42 570	990,20	478	54 461	54 939	11 891	5,14%
Mexican Government	15.12.2016	7,25	120 000	54 693	41,42	1 066	49 700	50 766	-4 993	4,75%
New Zealand Government	17.04.2023	5,50	8 000	54 358	705,04	1 176	56 403	57 579	2 045	5,39%
Norwegian Government	19.05.2017	4,25	80 000	83 898	102,34	1 248	81 870	83 118	-2 028	7,78%
Peruvian Government	12.08.2037	6,90	25 000	59 712	254,25	539	63 563	64 102	3 852	6,00%
Portugese Government	15.10.2025	2,87	7 000	66 651	880,95	1 731	61 667	63 398	-4 984	5,93%
Slovenia Government	30.03.2026	5,12	3 500	41 766	1 270,83	811	44 479	45 290	2 713	4,24%
Spanish Government	30.04.2025	1,60	6 000	55 241	962,60	361	57 756	58 117	2 514	5,44%
UK Government	23.01.2017	1,75	5 000	54 509	1 043,39	173	52 169	52 342	-2 340	4,90%
UK Government	07.09.2017	1,00	5 000	54 636	1 046,73	33	52 337	52 370	-2 299	4,90%
US Government	30.06.2017	0,62	10 800	88 468	800,92	135	86 500	86 635	-1 968	8,11%
US Government	30.11.2016	0,87	10 000	87 347	801,48	234	80 148	80 383	-7 199	7,52%
Total Bond Portfolio				1 036 081		11 849	1 029 874	1 041 723	-6 206	97,49%
Disposable liquidity				27 826		0	26 860	26 860	-966	2,51%
TOTAL				1 063 907		11 849	1 056 735	1 068 584	-7 172	100,00%

Key numbers

Effective yield	2,12%	Duration**	3,75
-----------------	-------	------------	------

* 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 prisfastsat mod den gældende rentekurve på tidspunktet for opgørelsen

Ser udover Europas grænser

SKAGEN Credit EUR

De bedste virksomhedsobligationer fra den globale frugthave

- › Et positivt kvartal for fonden
- › Obligationer i EUR og GBP er blevet dyre
- › Fondens brede mandat tillader os at lede efter de bedste globale muligheder

	1	2	RISIKO	4	5	6	7
Fondens startdato	30. maj 2014						
Akk. afkast siden start	0,29 %						
Forvaltningskapital	78 mio. DKK						
Antal kendte investorer	46						

AFKAST	KV3 16*	12 M*
SKAGEN Credit	2,47 %	6,19 %
3 Month EURIBOR	0,01 %	-0,38 %

* Pr. 30. september 2016.



PORTEFØLJEFORVALTERE

Ola Sjöstrand og Tomas Nordbø Middlethon

Æbletræer, 1907. Af Michael Ancher. Maleriet er manipuleret og tilhører Skagens Kunstmuseer.

Fonden havde et godt tredje kvartal, hvor næsten alle obligationer i porteføljen steg i værdi. Den nervøse markedsstemning, vi var vidne til omkring Brexit-afstemningen, vendte til det positive i juli. Humøret steg, og spreadet på virksomhedsobligationer blev lavere, hvilket førte til stigende obligationskurser.

Den Europæiske Centralbank og Bank of England er begge begyndt at købe virksomhedsobligationer med sigte på at reducere selskabers låneomkostninger i obligationsmarkedet. Dette vil også betyde, at selskaber kan få adgang til billig finansiering og dermed stimulere økonomien. Bestræbelserne har blandt andet medført, at EUR-obligationer og GBP-obligationer ikke bliver kursfastsat korrekt – det er ikke usædvanligt, at markedskræfterne fastsætter kurserne. Risiko-/afkast-forholdet er derfor ikke altid i balance. De to centralbanker køber obligationer alene pga. geografi (eurozonen og Storbritannien). Der bliver altså ikke foretaget nogen form for vurdering med hensyn til, om selskabernes kreditkvalitet er forbedret eller forværret.

Fordelen ved et bredt mandat

De attraktive investeringsmuligheder i EUR-virksomhedsobligationsmarkedet er færre – risiko-/afkast-forholdet betaler sig ganske enkelt ikke, når obligationer med den samme risiko kan give højere rente og/eller spread i andre valutaer. Vi har derfor valgt at reducere de EUR-noterede obligationer i porteføljen. Det har på det seneste været lettere at finde god værdi i USD-obligationer, og visse obligationer udstedt i skandinavisk valuta ser også attraktive ud.

Vigtige køb og salg i kvartalet

Vi solgte vores EUR-obligationer i Volkswagen og realiserede et godt afkast. Diesel-skandalen betød, at selskabets obligationer i starten af året blev handlet på niveauer, som ikke svarede til den faktiske risiko. En stor del af usikkerheden er nu forsvundet, og vi valgte derfor at gå ud af positionen.

Vi fik også glæde af vores beholdning i det amerikanske kosmetikselskab Avon, efter at selskabet begyndte at tilbagekøbe sine egne obligationer til attraktive niveauer.

Vores USD-obligationer udstedt af den nigerianske Diamond Bank blev også solgt. Den ret så ustabile og uforudsigelige økonomiske situation i Nigeria har betydet, at Diamond Banks obligationskurser korrelerer mindre med bankens kreditkvalitet og i alt for høj grad beror på andre faktorer. En del af provenuet blev anvendt til en USD-obligation udstedt af tyske Schaeffler, som producerer bilkomponenter. Selskabet havde stærke kreditparametre, som var mere eller mindre skjulte, på grund af den organisatoriske struktur. Men allerede i september – et år tidligere, end vi havde forventet – afklarede Schaeffler situationen og fik omgående en højere kreditvurdering.

Udsigterne

Med centralbankernes engagement i Europa og Storbritannien findes der nu færre muligheder i markederne for virksomhedsobligationer udstedt i EUR og GBP. Betyder dette, at virksomhedsobligationers afkast fremover generelt vil være vigende? Der er selvfølgelig ikke noget enkelt svar på herpå, men et vigtigt aspekt er, om man har mulighed for at investere i obligationsmarkederne uden for Europa. Virksomhedsobligationer i USD, CAD, AUD og endda i NOK og SEK skaber bedre afkast og er alle lette at få fat i.

I SKAGEN Credit har vi mulighed for at udvælge de obligationer, som giver de bedste risikostjerede afkast – geografi, valuta, sektor og rating er af mindre betydning. Vi er derfor godt positioneret til at skabe fremragende afkast til vores kunder fremover.

SKAGEN CREDIT EUR	Number of units	Market value EUR	%
SKAGEN Credit	882	10 404	99,19
Liquidity		85	0,81
Total share capital		10 490	100,00

Degree of currency hedging 99.66%, Share of SKAGEN Credit 32.33%
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 Security	Currency	Maturity	Face value	Coupon	Market value NOK	Share of fund (%)
Gazprom OAO	USD	11.04.2018	900	8,15	8 058	2,80
Petrobras Global Finance BV	USD	01.03.2018	600	5,88	4 981	1,73
Petrobras Global Finance BV	USD	20.01.2020	300	5,75	2 494	0,87
Seadrill Ltd	USD	15.09.2017	700	6,13	2 446	0,85
Petrobras Global Finance BV	USD	27.01.2021	200	5,38	1 600	0,56
Total Energy					17 559	8,24
Glencore Canada Financial Corp	GBP	27.05.2020	500	7,38	6 194	2,15
INEOS	EUR	01.05.2023	600	4,00	5 494	1,91
Glencore Funding LLC	USD	30.05.2023	600	4,13	4 840	1,68
Glencore Funding LLC	USD	29.04.2019	500	3,13	4 073	1,41
Total Raw Materials					16 390	7,69
Color Group AS	NOK	18.09.2019	9 000	6,33	9 422	3,27
Schaeffler Finance BV	USD	15.05.2023	1 100	4,75	9 171	3,18
DSV A/S	DKK	18.03.2022	6 000	1,66	7 366	2,56
Tallink Group AS	NOK	18.10.2018	6 000	6,00	6 318	2,19
Stena AB	EUR	01.02.2019	620	5,88	5 861	2,03
Norwegian Air Shuttle AS	EUR	11.12.2019	500	7,25	4 780	1,66
Heathrow Funding Ltd	GBP	20.03.2020	300	6,00	3 693	1,28
Heathrow Funding Ltd	GBP	10.09.2018	300	6,25	3 414	1,18
Bombardier Inc	USD	16.03.2020	400	7,75	3 294	1,14
Bombardier Inc	USD	14.10.2022	400	6,00	2 961	1,03
Noble Group Ltd	USD	29.01.2020	350	6,75	2 297	0,80
Norwegian Air Shuttle AS	NOK	03.07.2017	2 000	4,76	2 004	0,70
PostNL NV	GBP	14.08.2018	168	7,50	1 976	0,69
Total Industrials					48 186	22,62
Best Buy Co Inc	USD	15.03.2021	900	5,50	7 994	2,77
Jaguar Land Rover Automotive Plc	GBP	01.03.2023	600	3,88	6 471	2,25
Samvardhana Motherson Automotive	EUR	15.07.2021	600	4,13	5 521	1,92
Fiat Finance & Trade SA	EUR	15.03.2018	400	6,63	3 990	1,38
Samvardhana Motherson Automotive	USD	16.12.2021	400	4,88	3 344	1,16
Fiat Chrysler Finance Europe	EUR	22.03.2021	300	4,75	3 007	1,04
Total Consumer discretionary					32 051	15,05
JBS Investments GmbH	USD	28.10.2020	900	7,75	7 787	2,70
Cosan	USD	14.03.2023	700	5,00	5 482	1,90
Safeway Ltd	GBP	10.01.2017	400	6,00	4 376	1,52
Lennar Corp	USD	17.06.2019	500	4,50	4 227	1,47
Avon Products Inc	USD	01.03.2019	250	6,50	1 952	0,92
Total Consumer staples					17 794	8,35
Insurance Australia Group Ltd	GBP	21.12.2026	800	5,63	8 635	3,00
Länsförsäkringar Bank AB	SEK	27.04.2026	9 000	1,81	8 632	3,00
Danske Bank AS	GBP	29.09.2021	600	5,38	6 612	2,29
Amlin Plc	GBP	18.12.2026	600	6,50	6 555	2,27
Bank of Baroda	USD	23.07.2019	750	4,88	6 442	2,24
Standard Chartered PLC	EUR	23.11.2022	400	3,63	3 963	1,38
Standard Chartered Bank	GBP	03.04.2018	200	7,75	2 342	0,81
Banco Est Rio Grande Sul	USD	02.02.2022	250	7,38	1 980	0,69
Total Financials					42 237	19,83
Rollta Americas LLC	USD	24.07.2019	400	-	380	0,13
Total IT					509	0,24
VimpelCom Holdings BV	USD	01.03.2022	850	7,50	7 672	2,66
Bharti Airtel International	USD	20.05.2024	700	5,35	6 259	2,17
Frontier Communications Corp	USD	15.09.2022	550	10,50	4 675	1,62
Bharti Airtel International	EUR	20.05.2021	400	3,38	3 956	1,37
Total Telecom					16 777	7,88
BKK AS	NOK	22.05.2020	13 000	1,76	13 003	4,51
EDP Finance BV	USD	01.10.2019	1 400	4,90	12 193	4,23
Total Utilities					18 889	8,87
American Tower Corp	USD	15.02.2019	300	3,40	2 502	0,87
Total Real estate					18 889	8,87
TOTAL SECURITIES PORTFOLIO					210 392	98,77
IRS EUR 20180620	EUR	20.06.2018	3 000		-398	-0,14
IRS EUR 20210511	EUR	11.05.2021	600		-208	-0,08
IRS GBP 20180129	GBP	29.01.2018	1 200		-258	-0,09
IRS GBP 20230523	GBP	23.05.2023	400		-190	-0,07
IRS USD 20180620	USD	20.06.2018	3 500		-337	-0,11
IRS USD 20190820	USD	20.08.2019	2 000		-328	-0,11
IRS USD 20210622	USD	22.06.2021	1 000		-327	-0,12
IRS USD 20220927	USD	27.09.2022	1 500		-49	-0,02
IRS USD 20230905	USD	05.09.2023	1 000		-42	-0,02
Derivatives					-2 136	-0,74
Liquidity					39 553	13,72
Total share capital					288 156	100,00

Afkast, risiko og risikojusteret afkast

Afkast*

Pr. 30.09.2016	NAV Seneste år	NAV Seneste 2 år	NAV Seneste 5 år	NAV Seneste 7 år	NAV Seneste 10 år	NAV Levetid
SKAGEN Vekst A	10,9%	0,7%	8,7%	6,4%	3,7%	13,3%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	8,8%	6,9%	13,6%	12,4%	6,7%	9,6%
SKAGEN Global A	10,2%	2,8%	11,3%	9,8%	6,1%	14,0%
MSCI World AC	11,0%	8,2%	14,5%	11,8%	5,2%	4,1%
SKAGEN Kon-Tiki A	13,3%	-0,1%	6,1%	6,2%	6,9%	13,0%
MSCI Emerging Markets	15,9%	3,0%	6,9%	6,2%	5,2%	7,5%
SKAGEN m ² A	14,6%	8,4%				6,5%
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	14,8%	14,1%				11,7%
SKAGEN Focus A						-5,8%
MSCI World AC	11,0%					-3,5%
SKAGEN Avkastning	9,19%	-2,77%	1,13%	2,61%	2,71%	4,94%
Statsobligasjonsind. 3.00	6,82%	-2,67%	-0,46%	2,36%	2,86%	4,86%
SKAGEN Tellus A	4,89%	2,72%	5,38%	5,90%	5,32%	5,31%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR	8,42%	9,35%	4,46%	5,70%	5,35%	5,34%
SKAGEN Credit EUR A	6,19%	0,28%				0,12%
3 Month EURIBOR	-0,38%	-0,07%				-0,15%

Risiko og præstationsmåling

Pr. 30.09.2016	SKAGEN Vekst	SKAGEN Global	SKAGEN Kon-Tiki	SKAGEN Avkastning	SKAGEN Tellus
RISIKO- OG PRÆSTATIONSMÅL SENESTE 5 ÅR					
Standard Deviation NAV	0,13	0,13	0,15	0,08	0,06
Standard Deviation Benchmark	0,12	0,11	0,14	0,07	0,08
Tracking Error	0,06	0,05	0,05	0,02	0,06
Beta	0,95	1,15	0,99	1,06	0,54
Active Share	92%	92%	92%		
VALUE AT RISK 5 ÅR					
Alfa	-0,04	-0,05	-0,01	0,02	0,03
Sharpe Arithmetic	0,64	0,80	0,39	0,15	0,87
Sharpe Ratio Benchmark	1,05	1,25	0,46	-0,06	0,57
Information Ratio Arithmetic	-0,71	-0,55	-0,15	0,67	0,15
Pr. 30.09.2016	SKAGEN Vekst	SKAGEN Global	SKAGEN Kon-Tiki	SKAGEN Focus	SKAGEN m ²
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 indekser.

Benchmarkindeks for SKAGEN Vekst var indtil 2014 et vægnet 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 procent tilnærmet sandsynlighed for, at det årlige afkast ligger i området plus/minus en standardafvigelse. Sandsynligheden for, at afkastet afviger med over to standardafvigelser fra forventet afkast er cirka fem procent. En høj standardafvigelse kan betyde høj risiko.

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

Relativ volatilitet (tracking error) er standardafvigelsen fra det årlige merafkast i forhold til indekset i den pågældende periode. Relativ volatilitet måler forvalterens evne til at frembringe et jævnt merafkast i forhold til 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).

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



De ansatte på kontoret
i København

SKAGEN Fondene er en ledende nordisk investeringsforening. Forvaltningselskabet 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.




Design: Werdsemd

Sprog: Adverbium, Kom fu,

Grafisk produktion: Rosendahls A/S

Forside: *To fiskere*, 1898. Af Michael Ancher. Maleriet er manipuleret og tilhører Skagens Kunstmuseer.

 /company/skagenfondene
 /skagenfondenedk
 /skagentvdanmark
 /skagenfondenedk

 Hjemmemarked
 Internationalt marked
 Markedsføringstilladelse



SKAGEN
fondene