

MARKEDSRAPPORT

SKAGEN



AKTIEUDVÆGELSE ER ET HÅNDVÆRK OG EN KUNSTART
– OG KRÆVER DERFOR TÅLMODIGHED

Et positivt resultat efter et dramatisk år

2016 blev overordnet set et godt år for afkastene i SKAGEN Fondene. Samtlige af vores fonde leverede positive absolutte afkast, hvilket ikke mindst skyldtes et stærkt andet halvår. Desuden sluttede vores tre aktiefonde SKAGEN Focus, SKAGEN m2 og SKAGEN Vekst komfortabelt foran deres respektive benchmark. Det samme gjaldt for samtlige af vores obligationsfonde. Det betød, at seks ud af vores otte fonde prægede toppen af listerne over årets bedst performerende aktie- og obligationsfonde i Danmark*. Vi så bl.a., hvordan vores nye koncentrerede fond, SKAGEN Focus, endte helt i top for globale aktiefonde i Danmark, ligesom vores ejendomsaktiefond SKAGEN M2 gav konkurrenterne baghjul i både Danmark og Norge. Et resultat, som vi er godt tilfredse med.

I 2017 kommer der uden tvivl til at være ekstra stort fokus på SKAGEN Global og SKAGEN Kon-Tiki. Selvom SKAGEN Kon-Tiki leverede et absolut afkast på 12,5 procent og hentede godt ind på benchmark sidst på året, var det ikke helt nok til at slå markedet. Det er vi ikke vant til i en fond, der har slået markedet i 11 år ud af 14. Det samme gælder for SKAGEN Global, der har slået markedet i 15 år ud af 20. Med et absolut afkast på 4,4 procent endte fonden et stykke efter benchmark. Begge porteføljeteam har arbejdet intensivt med at trimme porteføljerne og tilføje nye investeringsidéer med et entydigt mål om at forbedre sidste års resultater.

Set med SKAGENs øjne var det ekstra spændende at følge udviklingen i de nye markeder (MSCI Emerging Markets), der i 2016 slog de udviklede markeder (MSCI All Country World) med 3,4 procentpoint. Det er første gang i fem år, at det er sket. På trods af den stærke kursudvikling i de nye markeder, er prisfastsættelsen i forhold til den forventede indtjening stadig historisk lav, sammenlignet med de udviklede

markeder. Det giver os en stærk indikation på, at det kommende år rummer gode muligheder for den aktive og værdibaserede kapitalforvalter.

2016 blev også året, hvor vi hentede to spændende kapaciteter til topledelsen i SKAGEN AS. I september måned kunne Alexandra Morris således sætte sig i stolen som ny investeringsdirektør. Hun har mere end 20 års erfaring fra finansbranchen, som porteføljeformaler og senest som investeringsdirektør i DNB Asset Management. Vi glæder os til at tage hul på et nyt investeringsår med hende ved roret.

Alexandra er ikke den eneste nye topleder, vi har hentet til SKAGEN. Øyvind Schanke tiltræder den 1. februar som ny administrerende direktør. Øyvind Schanke er internationalt kendt og respekteret for de resultater, han har opnået i Den Norske Oliefond. Jeg er overbevist om, at han har erfaringen til at gennemføre SKAGENs langsigtede strategi.

Vi glæder os til at tage hul på et nyt og spændende investeringsår.

**Kilde: Morningstar i Berlingske Business 14. januar 2017, side 10-11*



– Jens Elkjær
Adm. direktør i Danmark



Fotos: Bloomberg

22

SKAGEN Focus investerede i Telecom Italia i slutningen af året. Selskabets aktier kom under pres fra konkurrenterne Iliad og Enel. På billedet: Fodgængere udenfor en Teliacom Italia butik i Milano.



Fotos: Bloomberg

12 + 18

Den amerikanske finansgigant Citigroup var en af de bedste bidragydere i SKAGEN Global og SKAGEN Vekst i fjerde kvartal.



Fotos: Bloomberg

33

Den absolut største bidragyder i SKAGEN Credit var det multinationale råvarehandel- og mineselskab, Glencore. På billedet: Ansatte arbejder i Glencore Bracemac-McLeod zinkminen i Malartic, Quebec i Canada.

LEDER

Et positivt resultat efter et dramatisk år > 2
Jens Elkjær

PORTEFØLJEFORVALT- TERNES BERETNING

INDLEDNING

Et håndværk og en kunst > 5
Alexandra Morris

AKTIEFONDE

SKAGEN Kon-Tiki > 10
En stærk afslutning på et vanskeligt år for aktive forvaltere

SKAGEN Global > 12
Et udfordrende år med muligheder

SKAGEN Vekst > 18
Nye tider for valueaktier

SKAGEN Focus > 22
Markedets to ansigter

SKAGEN m² > 26
Et godt år for m²

OBLIGATIONSFONDE

Makrokommentar > 30
Trumfer fornuften protektionismen?

SKAGEN Tellus > 31
Året med de forfejlede meningsmålinger

SKAGEN Credit EUR > 33
SFondens mandat giver pote

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

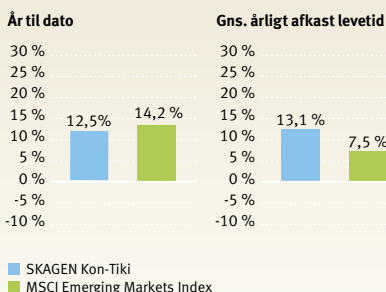
Tallene på denne side er opgjort den 30. december 2016. Alle afkasttal er vedrørende andelsklasse A og opgjort i DKK.

Aktiefond

Obligationsfond

SKAGEN KON-TIKI

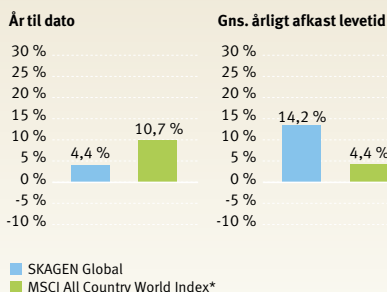
Forvalter: Knut Harald Nilsson
Start: 5. april 2002



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

SKAGEN GLOBAL

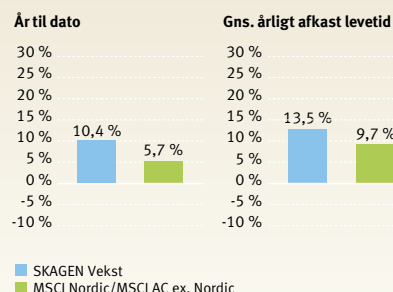
Forvalter: Knut Gezelius
Start: 7. august 1997



* Før 1.1.2010 var indeks MSCI World (NOK)

SKAGEN VEKST

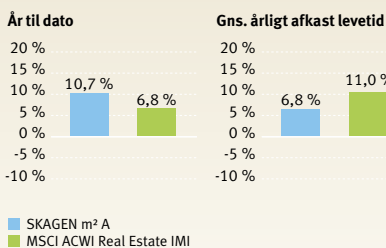
Forvalter: Ole Søbereg og Geir Tjetland
Start: 1. december 1993



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

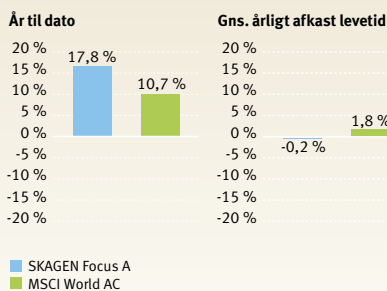
SKAGEN m²

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



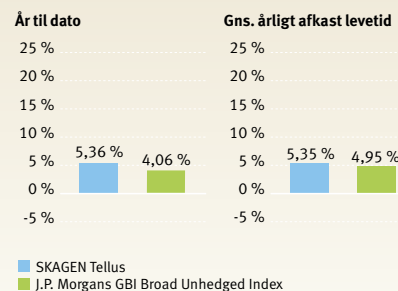
SKAGEN Focus

Forvalter: Filip Weintraub
Start: 26. maj 2015



SKAGEN TELLUS

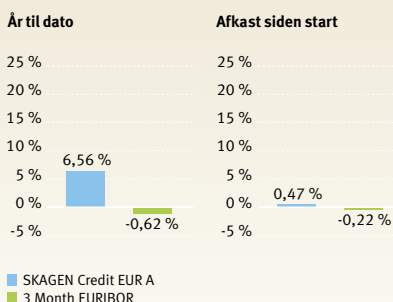
Forvalter: Jane Tvedt
Start: 29. september 2006



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

SKAGEN CREDIT EUR

Forvalter: Ola Sjöstrand
Start: 30. maj 2014



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

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

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



Foto: Bloomberg

Janet Yellen, centralbankchef for den amerikanske centralbank, holder pressekonference efter Federal Open Market Committee-mødet i december 2016. Fed hævdede renten i 2016 og varslede øgede låneomkostninger i 2017. Årsagerne var stigende inflationsforventningerne og et arbejdsmarkedet, der strammer til.



Foto: Bloomberg

Marine Le Pen, leder af det franske nationalparti, taler her med journalister under starten på partiets valgkamp i Paris. Anti-EU formand Le Pen satser på at gentage Trumps succes med at samle utilfredse hvide vælgere og ændre den politiske orden. Hun har ført i meningsmålingerne siden første runde.



Foto: Bloomberg

Storbritanniens premierminister, Theresa May, har udtalt, at den britiske regering ikke kun vil trække sig ud af EU, men også fra det indre marked. På billeder forlader hun Downing Street 10 for at fremlægge sin Brexit plan.

Porteføljeforvalternes beretning

Introduktion

- › 2016 var et godt år for de fleste af vores fonde med seks ud af otte fonde foran indeks.
- › 2017 ser ud til at blive et spændende år, og den globale økonomi er kommet godt fra start.
- › Europa forventes at gøre det bedre i år. Store usikkerhedsmomenter er tidsrammen og følgerne af Brexit-processen. Forårets præsidentvalg i Frankrig kan også medføre usikkerhed.
- › Den amerikanske centralbank vil sandsynligvis hæve styringsrenten. De startede i december, og signalerede at der kan komme yderligere rentesignalerne.
- › Det lysner i vækstmarkederne, og vi tror, at det kan være det bedste sted at være investeret i 2017.

SKAGEN Fondene er helt igennem en aktiv kapitalforvalter. Vi skeler ikke til benchmark og gemmer os hverken bag de største aktier eller benchmark-taktik - ligesom vores forvaltere heller ikke forsøger at tilpasse sig omverdenen. Vi har stor erfaring og en lang tradition inden for aktiv forvaltning.

Det er blandt grundene til, at jeg valgte at blive en del af SKAGEN, som råder over et team bestående af nogle af de bedste porteføljemanagere i Skandinavien og samtidig kan fremvise langsigtede historiske resultater.

Aktive porteføljeforvaltere har været igennem en hård periode på det seneste. Afkast under benchmark og outflow har været normen i de senere år, og tendensen fortsatte i 2016. Omgivet af alle disse ændringer, som vores branche i øjeblikket står overfor, fortsætter vi imidlertid med at fokusere på det, vi kan, nemlig aktieudvælgelse.

Et håndværk og en kunst

Aktieudvælgelse er både et håndværk og en kunst. Begge dele er lige vigtigt, og det ene kan ikke udfolde sig uden det andet.

– Alexandra Morris
Investeringsdirektør

Håndværket består i at trække på sin uddannelse samt erfaring og anvende disse redskaber til at forstå komplekse forretningscases, regnskaber og værdiansættelsesmetodik. Det er evnen til at se på alle sider af investeringscasen og således ikke overse nogle relevante muligheder eller risici, som kan være væsentlige i forhold til konklusionen.

Kunsten består i at se ind i fremtiden og forstå den menneskelige dimension på de finansielle markeder, eksisterende og potentielle porteføljeselskabers ledelse, bestyrelse og ejere, såvel som deres kunders fremtidige præferencer og det modsatte. Kunsten ligger også i at se verdensøkonomien i fugleperspektiv og træffe gode beslutninger på detaljeret selskabs- og porteføljeniveau.

At kombinere kunst og håndværk er en virksomhedsfuld

cocktail. Deter ingredienserne i SKAGENs succes sammen med vores value-baserede tilgang til aktieudvælgelse, vores utraditionelle metoder til at identificere investeringsmuligheder samt vores målrettede vilje til at levere de bedst mulige afkast til vores investorer.

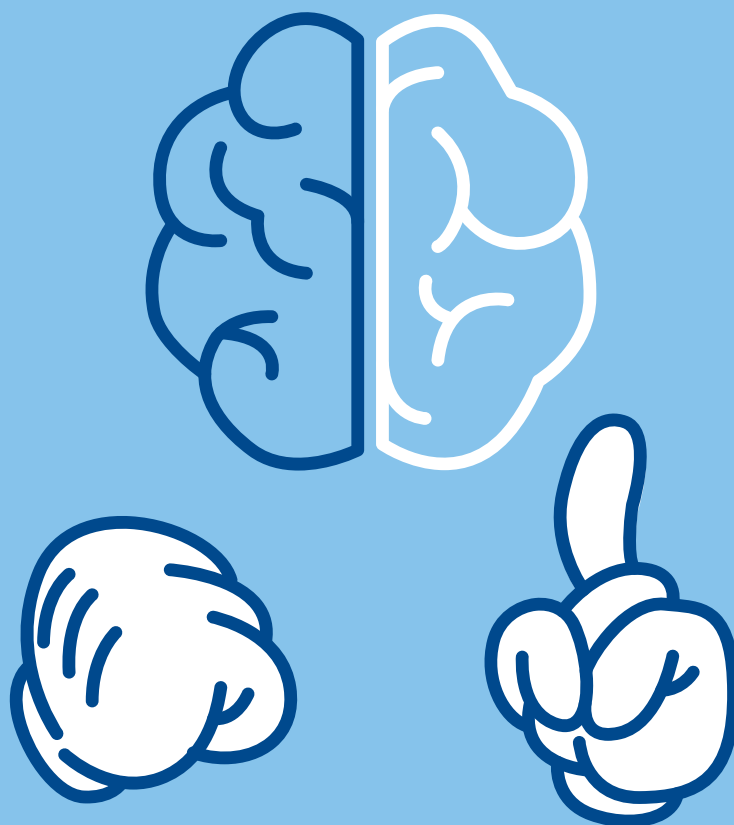
Efter mine første fire måneder hos SKAGEN kan jeg fremhæve en række forhold, som tilsammen udgør vores hovedstyrker, og de kan illustreres som følger:

Seks ud af otte fonde ligger foran benchmark

2016 var et godt år for de fleste af vores fonde, og de fleste investeringschefer ville være tilfredse med at se, at seks ud af otte fonde klarer sig bedre end deres respektive benchmark. I SKAGEN overordnet sluttede 8 ud af 11 fonde foran benchmark. Ikke desto mindre vil vi som virksomhed altid arbejde hårdt for at levere det bedste resultat til vores investorer.

SKAGEN Kon-Tiki har slået sit benchmark i 11 ud af 15 år. Fondens resultat har imidlertid ligget efter benchmark de seneste tre år. De fire bedste selskaber i porteføljen leverede 2 mia. NOK til vores investorer i 2016. Disse





selskaber var det brasilianske energiselskab, Cosan, den russiske dagligvarekæde, X5, den brasilianske bank, Banrisul, samt koreanske Samsung Electronics. SKAGEN Kon-Tiki er begyndt at trække fra igen, og andet halvår af 2016 var markant bedre end første halvår, hvor fonden slog sit benchmark. 2016 var også året, hvor Kristoffer Stensrud valgte at overlade ledelsen af fonden til Knut Harald Nilsson. Knut Harald har forvaltet fonden sammen med Kristoffer igennem de seneste 10 år.

SKAGEN Global, som fylder 20 år i år, har slået sit benchmark i 15 ud af 19 år. Igennem disse næsten 20 år har fonden leveret et gennemsnitligt årligt afkast på mere end 14 procent. Mens 2015 var et godt år for fonden, hvor den slog sit benchmark, var det ikke muligt for os at følge trop i 2016. I første halvår kom Brexit bag på os, og i andet halvår førte kapitalbevægelsen væk fra sundhedssektoren og nogle uheldige selskabsnyheder til svage afkast fra Roche og Teva. Dette er en barsk påmindelse om, at det er helt afgørende at undgå tabere, hvis porteføl-

jen skal levere gode afkast. Som aktive porteføljeformidlere ved vi, at vi vil afvige fra benchmark - både på positiv- og negativsiden. Vi har tiltro til, at 2017 vil være et år på positivsiden.

Jeg vil gerne understrege, at det i 2017 har allerhøjeste prioritet at få SKAGEN Kon-Tiki og SKAGEN Global tilbage på det spor, hvor fondene slår deres benchmark.

SKAGEN Vækst investerer ca. halvdel af sine aktiver i Norden og den øvrige halvdel globalt. Fondens er vokset med en faktor 20, siden den blev lanceret i 1993. I 2016 slog SKAGEN Vækst sit benchmark, hvilket kan tilskrives fondens investeringer i selskaber som svenske Oriflame, Samsung Electronics og aluminiumsselskabet Norsk Hydro.

Vores globale ejendomsaktiefond SKAGEN m2 klarede sig også godt i 2016. SKAGEN m2 havde nogle mindre begyndervanskeligheder, da fonden blev lanceret for fire år siden. En succesrig udskiftning af porteføljeformidlere og en gennemgang af porteføljen har bragt fonden sikkert tilbage på sporet. SKAGEN

m2 er et spændende produkt for kunder, der ønsker international eksponering til ejendomme.

Sidst, men ikke mindst, vil jeg gerne gennemgå det nyeste medlem af vores familie af aktiefonde. SKAGEN Focus er en koncentreret global aktiefond med et meget veldefineret mandat og en veldefineret strategi. Fondens leverede et formidabelt afkast sidste år, hvorved den slog sit benchmark betydeligt.

SKAGEN tilbyder en række obligationsfonde, hvoraf mange har været en del af SKAGEN-familien i adskillige år. Vores obligationsfonde leverer konsistent fremragende afkast - ikke bare i forhold til deres respektive benchmark - men også i forhold til konkurrenternes sammenlignelige fonde. SKAGEN Tellus og SKAGEN Avkastning har da også gjort sig fortjent til henholdsvis 5 og 4 stjerner hos Morningstar.

Du kan læse mere om vores obligations- og aktiefonde i porteføljeberetningerne.

Apply skill,
knowledge
and experience

Investigate all
sides

Conclude
rationally



Intuition

Understand
the human
dimension

Bird's eye
perspective

Et lovende år

2017 tegner til at blive et spændende år, og den globale økonomi har fået en god start på året. Den amerikanske økonomi er stærk, og landets nye præsident vil være på plads i slutningen af januar. Hvad dette kommer til at betyde for investorerne, har vi til gode at se.

Det, vi ved, er, at Europa forventes at klare sig bedre i år i kølvandet på oprydningen i de italienske banker og en forbedret eksport som følge af den svagere euro. De store ubesvarede spørgsmål er, hvornår og hvilke effekter Storbritanniens aktivering af Artikel 50 og opstarten af Brexit-processen vil få. Den britiske premierminister har signaleret, at den formelle proces vil begynde i slutningen af marts. Når den britiske regering rent faktisk afslutter et halvt århundredes udenrigs- og økonomisk politik, så vil det være en prøvelse for det europæiske samarbejde.

Foråret vil sandsynligvis også blive præget af støj i forbindelse med valget i Frankrig. Man skal dog stadig ikke glem-

me, at den amerikanske centralbank kan vælge at fortsætte renteforhøjelserne. Fed hævede renten allerede i december og har signaleret, at der kan komme flere rentestigninger. Endvidere er der andre vigtige begivenheder såsom valgene i Tyskland og det kinesiske kommunistpartis kongres i andet halvår af 2017.

Hvad præsident Trump vil, eller ikke vil, gøre, for så vidt angår protektionisme, er langt fra afklaret. Vil han benytte sig af afledningsmanøvrer for at få maksimal omtale, eller vil han rent faktisk implementere importtold og eksportsubsidier eller andre større tiltag, der vil lægge en dæmper på verdenshandlen? Det nuværende forretningsklima på vækstmarkederne er i bedring. En handelskrig ville sætte en stopper for denne udvikling.

Bortset fra disse mørke skyer er himlen blevet lysere over de nye markeder. Efter en årrække med lavere indtjening som følge af høj omkostningsinflation og lav efterspørgsel, går de nye markeder nu en bedre fremtid i møde. Omkostningerne falder, og efterspørgslen er begyndt at

stige, hvilket i sig selv er meget positivt for virksomhederne. Hvis vi kombinerer dette med den lave prisfastsættelse på aktierne, er der grundlag for at forvente positive afkast på de nye markeder. Efter vores vurdering kan det falde sådan ud, at de nye markeder vil vise sig at være det bedste sted at have sine midler investeret i 2017; kombinationen af en forbedret indtjening og en rekordlav værdifastsættelse er bestemt en potent cocktail.



Foto: Bloomberg

Donald Trump

En af de største ubekendte faktorer i starten af 2017, vil være om den nyvalgte amerikanske præsident vil forfølge den protektionistiske politik. Bruger han blot udmeldingerne til at skabe store overskrifter eller vil han rent faktisk implementere importskatter, eksportstøtte eller andre vigtige foranstaltninger, der kan forhindre den frie globale handel?



Foto: Dhiraj Singh/Bloomberg

Emerging markets

Efter flere år med faldende afkast på grund af høj omkostningsinflation og lav efterspørgsel, er vækstmarkederne nu i bedring. Vi mener, at de kan være det bedste sted at investere i 2017. Kombinationen af forbedret indtjening og en rekordlav prisfastsættelse byder på gode muligheder. På billedet sidder to ansatte i Tiny Owl i en samtale i virksomhedens hovedkvarter i Mumbai, Indien. Tiny Owl er en app, der hjælper folk i byen med at finde nærliggende restauranter. Tjenesten har nu 2.000 bestillinger dagligt og har fanget flere venturefondes interesse, herunder Sequia Capital.



SKAGEN Kon-Tiki

Viser vej i nyt farvand

- › For første gang siden 2012 slog de nye markeder de udviklede markeder
- › Et vanskeligt år for aktive forvaltere sluttede i positivt, til fordel for value-aktier
- › Den russiske detailhandler, X5, en af kvartalets og årets bedste bidragsyder

1 2 3 4 5 **RISIKO** 7

Fondens startdato	5. april 2002
Akk. afkast siden start	515,0 %
Forvaltningskapital	25.105 mio. DKK
Antal kendte investorer	67.035

AFKAST	KV4 16*	12 M*
SKAGEN Kon-Tiki	4,0 %	12,5 %
MSCI Emerging Markets	1,8 %	14,2 %

* Pr. 30. december 2016

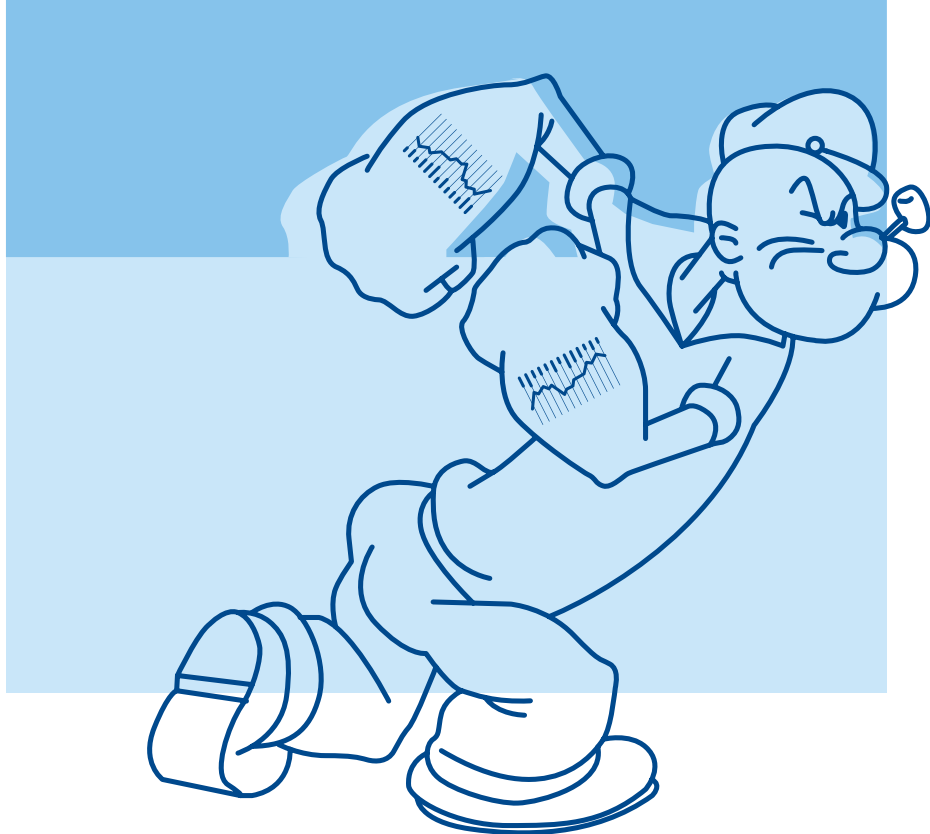


PORTEFØLJEFORVALTERE

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

* Udnævnt til Head of product specialists pr. 12.10.2016.

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

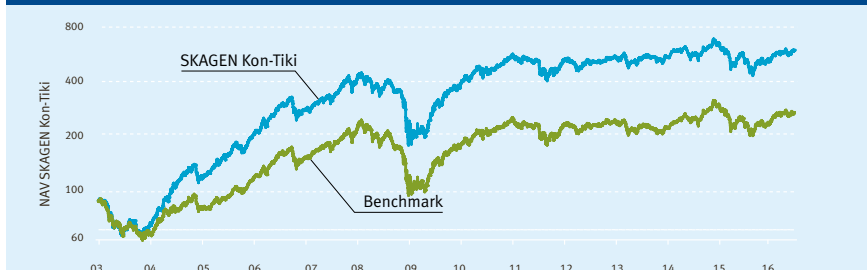


En stærk afslutning på et vanskeligt år for aktive forvaltere

2016 var et hårdt år for aktive forvaltere, hvor 58 store aktivt forvaltede fonde hjemmehørende på de nye markeder i gennemsnit klarede sig 3,3 procentpoint dårligere end deres respektive benchmark. I 2016 leverede SKAGEN Kon-Tiki et afkast på 12,5 procent mod benchmark på 14,2 procent. Dette resultat er ikke tilfredsstillende. Vores value-baserede investeringsfilosofi synes dog at være blevet taget til nåde ved udgangen af året, hvilket har udrustet os med optimisme her ved indgangen til 2017.

SKAGEN Kon-Tiki afsluttede 2016 solidt styrket med et afkast på 4,0 procent (i DKK) for fjerde kvartal. Dermed klarede fonden sig 1,8 procentpoint bedre end MSCI Emerging Markets-indekset. Et bredt udvalg af porteføljens aktier bidrog positivt til fondens resultat anført af Samsung Electronics, X5 Retail Group, CNH Industrial, Richter Gedeon og den nytilkomne Borr Drilling.

KURSHISTORIK SKAGEN KON-TIKI



For mere om information om fondens referenceindeks se s. 35



Foto: Pixabay

Vækstmarkederne slår de udviklede markeder for første gang siden 2012

2016 er det første år siden 2012, hvor de nye markeder klarede sig bedre end de udviklede markeder. Efter en årrække med skuffelser, oplevede vækstmarkederne en begyndende indtjeningsfremgang i løbet af sommeren. Dette giver plads til optimisme ved indgangen til 2017, eftersom værdifastsættelsen af aktierne på vækstmarkederne er betydeligt lavere end på de udviklede markeder målt på de to nøgletal P/E og P/BV, mens vores portefølje er værdiansat betydeligt lavere end de øvrige aktier på vækstmarkederne.

I 2016 havde valutakursudsving på tværs af vækstmarkederne en kraftig indvirkning på afkastene målt i lokalvaluta på de udviklede markeder. Den russiske rubel og den brasilianske cruzeiro real steg hhv. 37 og 41 procent, mens den tyrkiske lira faldt ca. 6 procent. Dette afspejlede sig i afkastene og bidrog til, at Rusland og Brasilien blev blandt de vækstmarkeder, der klarede sig bedst i 2016.

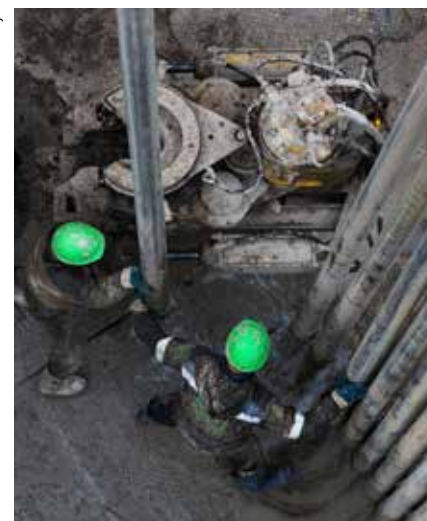
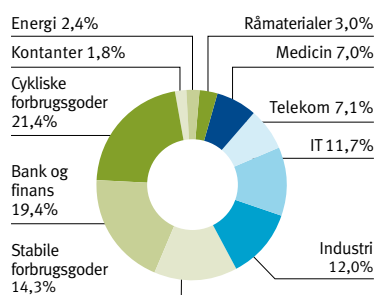
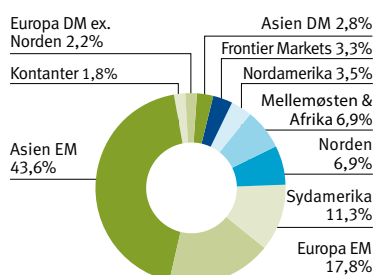


Foto: Bloomberg

BRANCHEFORDELING (AFRUNDET)



GEOGRAFISK FORDELING (AFRUNDET)



NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN KON-TIKI (PR. 30/12 2016)

Selskab	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2016E	P/E 2017E	P/BV seneste	Kursmål
Hyundai Motor	7,6	95 700	4,0	3,8	0,4	170 000
Samsung Electronics	7,5	1 433 000	9,2	8,4	1,1	1 700 000
Richter Gedeon	4,9	6 210	20,7	17,0	1,8	7 500
Mahindra & Mahindra	4,5	1 185	15,8	11,8	2,5	2 000
Naspers	4,5	146	32,6	22,5	5,7	218
X5 Retail Group	4,4	1 989	19,1	15,3	4,3	2 391
Sabancı Holding	4,2	9,15	6,3	5,7	0,8	14
Cosan Ltd.	3,4	24,6	8,2	7,0	1,0	33
State Bank of India	2,9	250	15,6	11,4	0,9	300
SBI Holdings	2,8	1 487	10,6	9,9	0,8	2 500
Kinnevik	2,4	218	43,7	36,4	0,8	312
ABB	2,4	192	18,3	16,7	3,6	200
Vægtet top 12	51,4		9,7	8,6	1,0	
Vægtet top 35	85,1		11,1	9,4	1,0	
Referenceindeks			13,4	12,0	1,4	

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

SKAGEN KON-TIKI PORTEFØLJEÆNDRINGER 4. KV. 2016 (% AF FORVALTET KAPITAL)

5 største positive bidragydere		5 største køb	
Samsung Electronics	0,80%	Aberdeen Asset Management	0,93%
X5 Retail Group	0,75%	Bolloré	0,47%
Borr Drilling Ltd	0,57%	Golar LNG	0,45%
CNH Industrial	0,51%	Borr Drilling Ltd	0,33%
Richter Gedeon	0,51%	Rumo Logística Operadora	0,22%
5 største negative bidragydere		5 største salg	
Mahindra & Mahindra	-0,51%	Frontline	-0,85%
Hacı Omer Sabancı Holding	-0,42%	DIA	-0,85%
Naspers	-0,39%	ABB	-0,76%
Hyundai Motor	-0,29%	Podravka	-0,71%
OCI	-0,14%	China Shipping Development	-0,57%

Opkøb og salg

Vi koncentrerer porteføljen yderligere i 2016. I starten af 2017 har porteføljen 60 selskaber imod 69 selskaber for et år siden. I fjerde kvartal solgte vi DIA og Podravka samt tre mindre positioner: REC Silicon, Toray Industries og Suzano.

Vi investerede i Aberdeen Asset Management og Borr Drilling. Aberdeen har sit hovedfokus på aktier udstedt af selskaber i vækstmarkederne. I lighed med øvrige EM-forvaltere har Aberdeen indkasseret en række tab igennem de seneste år. Selskabet har opnået gode resultater med M&A-aktiviteter og har en generøs udbyttepolitik. Vi forventer, at aktien vil stige igen, når vækstmarkederne igen bliver lukket ind i varmen.

Via Borr Drilling erhvervede vi to moderne flytbare boreplatforme til en pris svarende til en fjerdedel af deres konstruktionspris i 2013, og til en kurs 50 procent lavere end tilsvarende børsnoterede selskaber. Vi forventer, at Borr vil skabe yderligere værdi via opkøb i 2017. Borr giver os associationer til Seadrill, som vi investerede i tilbage i 2005. Fra en lille satsning, da aktiekursen var i bund, og frem til i dag har investeringen leveret et afkast til vores investorer på mere end 1 mia. norske kroner. Vi håber, at hovedkræfterne bag Seadrill vil være i stand til at gentage succesen.

De 35 største positioner i porteføljen udgør 85 procent. Positioner med en vægt på 1 procent eller mere udgør 88 procent af porteføljen. Porteføljen er koncentreret omkring vores bedste investeringsidéer, og vi har en active share på 92 procent. At fonden er meget koncentreret, gør det muligt at frigøre tid til at undersøge nye investeringsmuligheder med henblik på at sikre, at fonden kan levere det bedst mulige risikostrederede afkast.



Kunderne bruger vægte til at veje frugt og grønt i Perekrestok supermarkedet, som drives af X5 Retail Group, i Moskva, Rusland. X5 var en af de største bidragydere i fjerde kvartal og 2016 som helhed.

Vinderne

I 2016 så vi fortsat forbedring hos ledelsen i Samsung Electronics, som leverede fondens største positive afkast i kvartalet. Selskabet fremlagde en ambitiøs udbetalingsplan for, hvordan en stor del af værdien vil blive betalt til aktionærerne. Den driftsmæssige udsigt er solid med stærk fremgang inden for memorychips og skærme. Vi forventer også fornyet fremgang efter Note 7-hændelsen. Værdifastsættelsen er fortsat attraktiv på mindre end syv gange indtjeningen. Vi trimmede positionen i 2016, som følge af gode afkast.

En af de største bidragsydere i fjerde kvartal og 2016, var dagligvarekæden, X5 Retail Group, hvor vi reinvesterede i selskabet i 2013. På det tidspunkt var selskabet vurderet til 25 procent af salgsvolumen eller til ca. 50 procent af værdifastsættelsen af Magnit, som er markedsførende. X5 er i fin form, vinder markedsandele og vokser 25 procent om året i et fragmenteret marked. Alligevel er aktiekursen prisfastsat lavere end indenlandske og øvrige konkurrenter.

Den brasilianske X5-case lærte os, at et undervurderet selskab i et fragmenteret marked ofte skaber fantastiske muligheder. En model vi også anvendte da vi investerede i det markedsledende selskab, Cia Brasileira de Distribuicao (GPA). Brasilien minder om Rusland med en lav, men stigende industrikonsoleteringsgrad. Makroøkonomisk medvind understøtter virksomhedernes indtjening, og ledelserne har taget initiativ til at skabe fornyet vækst og indtjening. Selv efter at have givet et ganske rimeligt afkast i 2016, er GPA kun prisfastsat til 25 procent af salgsvolumen og mindre end fem gange cashflow.

Grundet øgede priser på sukker og ætanol, bidrog energifokuserede Cosan Ltd. betydeligt til afkastet i 2016. Gældsreduceringen har ændret investorernes syn på risikoen, og et fornyet fokus på effektivitet, kapitaltilførsel og kapitalstrukturen

blev godt modtaget. Spændet mellem indre værdi og markedskursen er reduceret fra et højt niveau, men vi mener fortsat, at det er for stort. Vi forventer, at sukker- og ætanolpriserne fortsat stiger på forventning om global sukkermangel og et begrænset udbud af ætanol i Brasilien.

Medicinalselskabet, Gedeon Richter, leverede solide afkast i kvartalet. Selskabet trods konkurrencepresset ved at fokusere på sundhedsprodukter med en højere indtjeningsmargin til kvinder samt fremstød i EM. Vi mener, at markedet undervurderer den forøgede indtjeningsvækst som følge af lanceringen af Vraylar og Esmya i USA. Der er også stort potentiale, hvis igangværende kliniske forsøg får et positivt udfald. Store investeringer i R&D skaber også nogle langsigtede muligheder.

Taberne

Hyundai Motor oplevede modvind i 2016. En langvarig fabriksstrejke i Korea bidrog til den negative stemning. Vi ser 2017 som et vendepunkt med hensyn til omsætning og indtjening hjulpet af de positive udsigter for efterspørgslen i EM, som står for 65 procent af salget. Nye bilmodeller forventes at bidrage positivt, da bilforretningen pt. er værdifastsat til en gang den årlige indtjening, vil revalueringspotentialet være betydeligt.

Sabancı Holding leverede et betydeligt negativt bidrag til afkastet i kvartalet. Det skyldes primært deprecieringen af liren. Selskabets største investering, Akbank, er en velkapitaliseret bank, og effektiviteten af aktiver inden for energisektoren har forbedret sig dramatisk igennem 2016. Vi ejer attraktivt prissatte aktiver til en rabat på 40 procent.

7,3 procent af porteføljen er allokert til Tyrkiet, som står over for en række politiske udfordringer: Vi støtter på ingen måde regeringens seneste træk, hvad angår menneskerettigheder. Markedet tilbyder imidlertid gode investeringsmuligheder i veldrevne virksomheder. Vi har set nærmere på poten-

tielle investeringer, men hensynet til vores overordnede risikoprofil har afholdt os fra at investere. De nuværende positioner består af en række lovende investeringscases med voksende indtjening og solide balancer. Den næststørste position, Yazicilar Holding, er prisfastsat 30 procent lavere end selskabets attraktive bryggeriaktiver alene, mens vi erhverver alle øvrige aktiver gratis. Vi vurderer, at handelsværdien er mere end dobbelt så høj som den nuværende aktiekurs.

Bilfabrikanten, Mahindra & Mahindra, bidrog negativt til afkastet i kvartalet. Regeringens beslutning om afskaffelsen af store pengesedler, har skabt et sammenbrud på mellemkort sigt, da forbrugere har stået i lange køer for at veksle udgående sedler. Vi mener, at det er et midlertidigt problem. Det vigtigste forretningsområde, landbrugsudstyr, nyder godt af øget efterspørgsel efter bedre afgrøder og lavere renter. Desuden lancerer bildivisionen produkter, som fint matcher Indisk efterspørgsel; primært små SUV'er.

Naspers kursudvikling skuffede i kvartalet, hvilket ophævede en stor del af årets kursstigninger. Selskabets position i det markedsførende kinesiske internet- og spilselskab, Tencent, er mere værd end Naspers egen markedsværdi. Markedet forventer derfor en værdiforringelse af deres positioner i en række vækstmarkeder inden for tv, online rubrikannoncer og rejsesites, som vil nyde godt af en mere udbredt brug af onlineløsninger. Trods den forsinkede indtjeningsskabelse og reducerede rentabilitet fra investeringer i nye områder, har fonden fået pæne afkast fra investeringen siden 2010, hvor vi første gang investerede. Fremtidsudsigterne er fortsat gode.

Vi takker vores investorer støtten igennem 2016 og håber, at I deler synspunktet, at vi går ind i 2017 med en konsolideret portefølje bestående af solide, undervurderede og underanalyserede selskaber med markant potentiale.

Værdipapir	Sektor	Antal	Købsværdi NOK *	Markedsværdi NOK *	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Information Technology	163 000	782 390	1 671 655	889 265	5,46%	Seoul
Richter Gedeon Nyrt	Health Care	8 134 857	885 803	1 485 466	599 663	4,85%	Budapest
Naspers Ltd	Consumer Discretionary	1 074 593	463 367	1 363 093	899 726	4,45%	Johannesburg
X5 Retail Group NV GDR	Consumer Staples	4 853 130	492 749	1 355 285	862 535	4,42%	London International
Haci Omer Sabanci Holding AS	Financials	56 848 322	1 240 691	1 272 568	31 877	4,15%	Istanbul
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	Consumer Discretionary	1 670 000	282 809	1 187 998	905 189	3,88%	Seoul
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	Consumer Discretionary	7 622 740	177 848	1 154 563	976 715	3,77%	London International
Hyundai Motor Co Pref (1p)	Consumer Discretionary	1 630 000	262 515	1 116 381	853 866	3,64%	Seoul
Cosan Ltd	Consumer Staples	16 220 419	907 123	1 048 325	141 201	3,42%	New York
State Bank of India	Financials	28 375 000	646 809	900 679	253 871	2,94%	Indien
SBI Holdings Inc	Financials	7 759 600	603 768	851 289	247 521	2,78%	Tokyo
Kinnevik AB-B	Telecommunication Services	3 582 146	609 581	740 616	131 035	2,42%	Stockholm
ABB Ltd	Industrials	4 068 279	335 329	739 018	403 690	2,41%	Stockholm
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	Financials	25 985 500	608 331	709 042	100 711	2,31%	Sao Paulo
CNH Industrial NV	Industrials	9 138 348	555 765	683 410	127 645	2,23%	New York
Great Wall Motor Co Ltd	Consumer Discretionary	79 522 500	83 910	639 075	555 164	2,09%	Hong Kong
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	Information Technology	119 489	117 733	609 785	492 051	1,99%	London International
Cia Brasileira de Distribuicao - Pref	Consumer Staples	4 205 800	643 971	608 827	-35 144	1,99%	Sao Paulo
LG Electronics Inc Pref	Consumer Discretionary	3 050 000	826 565	559 887	-266 679	1,83%	Seoul
Tech Mahindra Ltd	Information Technology	8 784 608	354 670	544 866	190 196	1,78%	Indien
Bharti Airtel Ltd	Telecommunication Services	14 022 628	536 370	543 752	7 382	1,77%	Indien
Samsung SDI Co Ltd	Information Technology	670 000	480 383	522 654	42 271	1,71%	Seoul
Indosat Tbk PT	Telecommunication Services	126 424 850	341 055	521 066	180 011	1,70%	Indonesien
Golar LNG Ltd	Industrials	2 022 557	614 659	399 290	-215 369	1,30%	NASDAQ
Korean Reinsurance Co	Financials	4 860 366	182 711	396 540	213 828	1,29%	Seoul
Cia Cervecerias Unidas SA ADR	Consumer Staples	2 193 449	387 122	396 029	8 907	1,29%	New York
Kiatnakin Bank Plc	Financials	27 066 000	242 098	384 053	141 955	1,25%	Bangkok
Rumo Logística Operadora	Industrials	23 535 800	284 054	382 084	98 029	1,25%	Sao Paulo
Sistema PJSC FC	Telecommunication Services	115 287 412	606 630	376 908	-229 722	1,23%	Moskva
JSE Ltd	Financials	3 514 971	136 477	363 649	227 172	1,19%	Johannesburg
China Shineway Pharmaceutical	Health Care	36 934 000	280 824	360 771	79 947	1,18%	Hong Kong
Yazicilar Holding AS	Consumer Staples	10 837 139	313 127	348 644	35 518	1,14%	Istanbul
LG Chem Ltd Pref	Materials	259 179	179 108	332 949	153 841	1,09%	Seoul
Marfrig Global Foods SA	Consumer Staples	18 537 800	291 987	323 982	31 995	1,06%	Sao Paulo
Enka Insaat Ve Sanayi AS	Industrials	24 246 616	218 014	319 136	101 122	1,04%	Istanbul
UPL Ltd	Materials	3 805 618	78 808	312 375	233 567	1,02%	Indien
Bollere SA	Industrials	10 155 415	277 287	308 775	31 488	1,01%	Paris
Tullow Oil Plc	Energy	9 241 978	821 783	307 388	-514 394	1,00%	London
Vietnam Enterprise Investments Ltd	Financials	9 000 000	257 177	282 875	25 698	0,92%	Dublin
Apollo Tyres Ltd	Consumer Discretionary	11 855 954	99 793	278 112	178 320	0,91%	Indien
Aberdeen Asset Management Plc	Financials	9 475 609	293 750	259 323	-34 426	0,85%	London
Mahindra & Mahindra Ltd	Consumer Discretionary	1 565 122	126 864	235 236	108 371	0,77%	Indien
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	Energy	224 088 000	369 048	231 326	-137 722	0,76%	Hong Kong
Lenovo Group Ltd	Information Technology	43 490 000	280 193	226 887	-53 306	0,74%	Hong Kong
LG Corp Pref	Industrials	808 430	118 669	225 931	107 262	0,74%	Seoul
OCI Co Ltd	Materials	396 454	301 427	223 296	-78 131	0,73%	Seoul
Norwegian Air Shuttle ASA	Industrials	700 000	65 751	200 900	135 149	0,66%	Oslobørsen
Eis Eczacibasi Ilac ve Sinai	Health Care	24 263 192	133 394	185 202	51 808	0,60%	Istanbul
Borr Drilling Ltd	Energy	6 250 000	105 500	181 250	75 750	0,59%	Onoterat
EFG-Hermes Holding SAE	Financials	13 778 665	237 808	165 576	-72 231	0,54%	Kairo
East African Breweries Ltd	Consumer Staples	7 471 622	123 086	155 649	32 562	0,51%	Nairobi
Massmart Holdings Ltd	Consumer Staples	1 932 340	147 925	153 535	5 610	0,50%	Johannesburg
Golden Ocean Group Ltd	Industrials	3 695 653	97 061	152 630	55 570	0,50%	Oslobørsen
Ghana Commercial Bank Ltd	Financials	18 001 604	90 783	129 231	38 448	0,42%	Ghana
VinaCapital Vietnam Opportunity Fund Ltd	Financials	4 392 100	92 364	128 002	35 638	0,42%	London
Eczacibasi Yatirim Holding	Health Care	5 044 098	40 038	109 582	69 543	0,36%	Istanbul
Cosco Shipping Energy Transportation	Industrials	21 964 000	121 846	105 566	-16 280	0,34%	Hong Kong
Euronav SA	Industrials	1 318 060	125 340	90 666	-34 674	0,30%	Brussel
Norfinance AS	Financials	578 397	57 840	63 661	5 821	0,21%	Onoterat
Frontline Ltd	Industrials	970 287	49 346	60 158	10 812	0,20%	Oslobørsen
Asia Cement China Holdings	Materials	22 407 000	82 610	44 520	-38 090	0,15%	Hong Kong
Deep Sea Supply Plc	Energy	17 250 931	171 047	23 979	-147 068	0,08%	Oslobørsen
Diamond Bank Plc	Financials	718 971 941	154 156	17 715	-136 441	0,06%	Lagos
Hyundai Motor Co GDR	Consumer Discretionary	33 510	10 090	11 261	1 172	0,04%	London
Euronav SA	Industrials	97 655	8 387	6 681	-1 706	0,02%	New York
EFG-Hermes Holding GDR	Financials	232 480	8 193	4 512	-3 682	0,01%	London International
Bollere SA	Industrials	24 818	682	737	54	0,00%	Paris
Total equity portfolio*			20 924 393	30 095 872	9 171 479	98,24%	
Disponibel likviditet				539 509		1,76%	
Total share capital				30 635 381		100,00%	

* Numbers in 1 000 NOK.

ESG – en forvaltningsmæssig forpligtelse

I 2016 fastholdt vi vores fokus på at integrere miljømæssige, sociale og ledelsesmæssige faktorer i investeringsprocesserne (ESG). Vi stemte ved 92 procent af generalforsamlingerne og samarbejdede med en række selskaber omkring ansvarlig ledelse. Vi mener, at dette fokus er en del af vores forvaltningsmæssige forpligtelse, ligesom det er væsentligt, fordi det reducerer risikoen.

SKAGEN Global

En verden af muligheder

- › Teamet købte op i nye attraktivt prisfaste selskaber i medicinal- og sundhedssektoren
- › Samsung blev en af fondens bedste absolutte bidragsydere på trods af batteriskandale
- › Øget global vækst og stigende renter i 2017 giver gode muligheder for den værdibaserede investor

1	2	3	4	5	RISIKO	7
Fondens startdato		7. august 1997				
Akk. afkast siden start		1205,5 %				
Forvaltningskapital		23.173 mio. DKK				
Antal kendte investorer		87.553				
AFKAST	KV4 16*	12 M*				
SKAGEN Global	6,4 %	4,4 %				
MSCI ACWI	4,4 %	10,7 %				

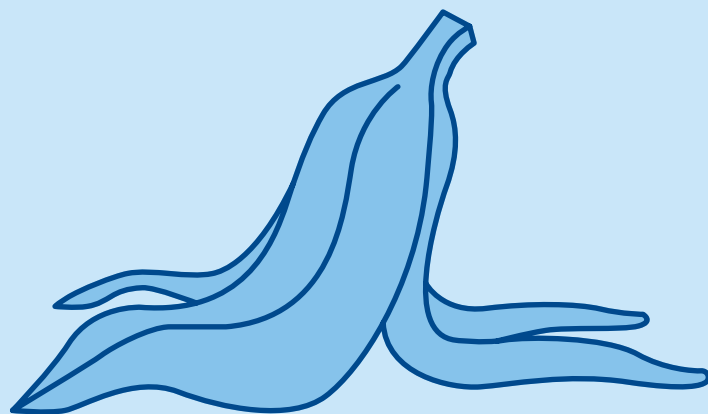
* Pr. 30. december 2016.



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.



Et udfordrende år med muligheder

2016 blev et blandet år for SKAGEN Global, hvor særligt investeringerne i medicinal- og sundsektoren samt i finanssektoren satte sit præg på udviklingen i porteføljen.

Til trods for alle dommedagsscenarierne valgte aktiemarkedet at fokusere på de positive aspekter ved valget af Donald Trump til det amerikanske præsidentvalg i november. Det førte til en stærk afslutning på året, som også investorerne i SKAGEN Global fik glæde af, med et afkast på 6,4 procent i årets sidste kvartal, hvilket betød at fonden endte året med et absolut afkast på 4,4 procent. Dette var noget under de 10,7 procent i afkast, som verdensindekset MSCI All Country World Index (SKAGEN Globals referenceindeks) kunne fremvise.

SKAGEN GLOBAL PORTEFØLJEÆNDRINGER 4. KV. 2016 (% AF FORVALTET KAPITAL)

5 største positive bidragsydere

Citigroup	1,50%
AIG	1,00%
General Electric	0,62%
Microsoft	0,60%
NN Group	0,49%

5 største køb

Medtronic Plc	2,88%
Unilever CVA	2,75%
China Mobile	1,94%
3M	1,50%
Cms Energy Corp	1,29%

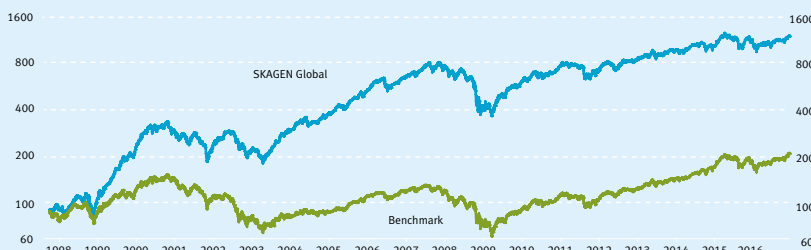
5 største negative bidragsydere

Teva Pharmaceutical Industries	-0,38%
Medtronic Plc	-0,22%
Cheung Kong Holdings	-0,19%
China Mobile	-0,17%
Ntt Docomo	-0,17%

5 største salg

Sanofi	-2,44%
Citigroup	-2,13%
AIG	-2,04%
Volvo	-1,42%
Goldman Sachs	-1,21%

KURSHISTORIK SKAGEN GLOBAL



*For mere information om fondens referenceindeks se s. 35



Foto: Bloomberg

Bidragssydere

Forhåbninger om lavere selskabsskat i USA, tiltagende økonomisk vækst, stigende inflation og højere renteniveau var den væsentligste drivkraft bag kvartalets kraftige kursopgang. Denne cocktail er specielt gode nyheder for finanssektoren, der samtidig har hørt til blandt de billigske sektorer i mange år. Dette sås også i SKAGEN Global, hvor de to amerikanske finansselskaber, Citibank og AIG, blev fondens største bidragssydere til det absolutte afkast i fjerde kvartal. Selvom beholdningerne i Citibank og AIG er reduceret, er begge selskaber fortsat store positioner i SKAGEN Global. Markedet undervurderer fortsat, hvor meget fri kapital disse selskaber vil være i stand til at generere og tilbagebetale til aktionærerne de kommende 5 år – specielt hvis vi for alvor begynder at se et højere renteniveau. På tabssiden finder man to selskaber inden for medicinal- og sundhedssektoren; Teva Pharmaceutical og Medtronic, der begge sænkede forventningerne til den fremtidige indtjening.



Positive

For 2016 som helhed blev det koreanske elektronikselskab, Samsung Electronics, og det amerikanske industriselskab, Johnson Controls, fondens bedste bidragssydere til det absolutte afkast. Selvom Samsung Galaxy Note 7 blev ramt af batteriproblemer, gik den operationelle udvikling i Samsung Electronics i den rigtig retning, ligesom det koreanske selskab fortsatte de aktionærvenlige tiltag, der blev vel modtaget af aktiemarkedet. Sammenlægningen af Tyco International og Johnson Controls, kombineret med forhåbninger om højere infrastruktur og investeringer i USA, var hovedårsagen til Johnson Controls stærke afkast i 2016.



Negative

På tabssiden for 2016 finder vi igen to selskaber indenfor medicinal- og sundhedssektoren; Teva Pharmaceutical og Roche. Mens begge selskaber blev ramt af en generel større skepsis omkring fremtidsudsigterne for sektoren som helhed, havde specielt Teva et turbulent år med en række selskabsspecifikke nyheder. Vi synes dog, at markedet har overreageret på de negative nyheder i medicinal- og sundhedssektoren og har valgt at gå imod strømmen og øge vores eksponering over året igennem såvel eksisterende som nye positioner.

Porteføljeaktivitet

I december solgte vi os helt ud af den amerikanske investeringsbank Goldman Sachs, da aktien nåede vores kursmål. Siden vi købte de første aktier i juni 2011, har aktien leveret et afkast på 90 procent målt i en stærk lokal valuta (USD). Det er det dobbelte af, hvad verdensindekset har leveret i samme valuta. I den forbindelse er det værd at huske tilbage på det utal af negative artikler og rapporter, som har været skrevet om finanssektoren i kølvandet på finanskrisen. Alt fra modvind på grund af strengere regulering over til de negative effekter af lave renter er blevet fremhævet som faktorer for, hvorfor finansselskaber var billige. Udviklingen i Goldman Sachs-aktien de sidste fem år viser endnu engang værdien af at turde gå imod strømmen og købe selskaber billigt – især hvis selskaberne er flinke til at allokere kapital, som Goldman i den grad har været. Med en stærk afslutning på året, så vi også flere af SKAGEN Globals andre aktier nå vores kursmål. Vi solgte os derfor helt ud af den svenske lastbilsproducent Volvo, den britiske supermarkedskæde WM Morrison Supermarkets, samt det svenske mineselskab Lundin Mining. Endelig solgte vi også den amerikanske leverandør af bilsæder, Adient, efter vi modtog aktier i børsnoteringen som følge af vores ejerskab af Johnson Controls. På købsiden investerede SKAGEN Global i tre nye selskaber (Medtronic, CMS Energy og Novo Nordisk).



Foto: Novo Nordisk



Foto: Medtronic

Novo Nordisk

Såvel sektor som sektorspecifikke nyheder bidrog til et miserabelt år for aktionærerne i den danske medicinalvirksomhed Novo Nordisk. Det gav os i december en unik mulighed for at købe et af verdens førende selskaber indenfor diabetesbehandling til en særdeles attraktiv værdiansættelse. Med et voksende marked og en stærk portefølje af nye og eksisterende produkter forventer vi, at Novo Nordisk vil kunne fortsætte med at levere en voksende fri kontantstrøm, der betales tilbage til aktionærerne. Dette tror markedet tydeligvis ikke er tilfældet, da vi køber aktien til en værdiansættelse (baseret på fri kontantstrøm) tilsvarende selskaber med en langt dårligere forretningsmodel og betydeligt lavere vækstudsigter.

Medtronic

Siden opstarten i 1949 har det amerikanske selskab Medtronic, udviklet sig til en global leverandør af medicinalt udstyr. Vi mener, markedet undervurderer selskabets muligheder for at forbedre indtjeningen ved egen kraft, specielt set i lyset af, at synergier efter købet af konkurrenten, Covidien, endnu ikke har materialiseret sig. Derudover kan vi godt lide kombinationen af en stærk balance og en høj fri kontantstrøm.



Fotos: Bloomberg



Foto: Bloomberg

Fremtidsudsiger

Det globale aktiemarked (MSCI All Country World Index) handles nu til 15,5 gange den forventede indtjening i 2017, som er noget højere end det historiske gennemsnit. En del af forklaringen på dette skyldes det lave renteniveau, men man skal naturligvis ikke glemme, at det globale aktiemarked er steget kraftigt siden finanskrisen. Som andelshaver i SKAGEN Global køber man imidlertid ikke det generelle marked. Vi finder forsat lommer i aktiemarkedet, som er attraktivt prisfastsat. Gennem nøje grundlæggende selskabsanalyser vælger SKAGEN Global

mellem 40 og 50 undervurderede globale aktier, som tilbyder et attraktivt risikostyret afkast. Fondens 35 største positioner repræsenterede ved udgangen af året 91 procent af den totale portefølje og har i gennemsnit 31 procent upside til vores kursmål. Til trods for et vanskeligt 2016 for SKAGEN Global, har SKAGENS investeringsfilosofi vist sig at give stærke afkast på lang sigt, og fonden har slået sit referenceindeks i 15 af 20 år. Med udsigterne til højere økonomisk vækst kombineret med et højere renteniveau, ser 2017 ud til at kunne blive et godt år for en værdibaseret investor som SKAGEN.

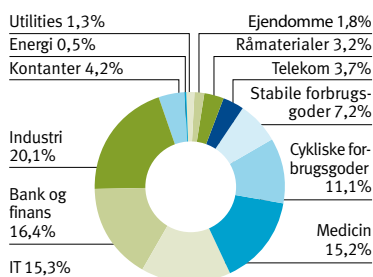
CMS Energy

Forsyningsselskabet CMS Energy opererer bare i den regulatorisk venlige amerikanske stat Michigan. En fantastisk ledelse og en stærk balance, kombineret med indtjening- og udbyttevækst, er alle faktorer, den nuværende værdiansættelse ikke fuldt ud reflekterer. Vi ser således aktien som attraktivt på absolut niveau, men i særdeleshed i forhold til, hvad tilsvarende typer af selskaber handles til i det nuværende miljø.

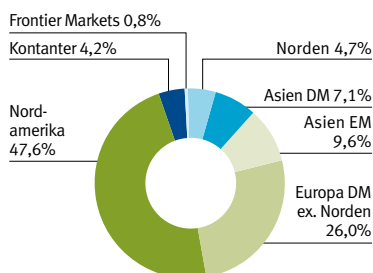
Værdipapir	Sektor	Antal	Købsværdi NOK*	Markedsværdi NOK*	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
American International Group Inc	Financials	2 772 001	903 797	1 557 998	654 201	5,51%	New York
Unilever NV-Cva	Consumer Staples	4 073 553	1 380 056	1 446 159	66 103	5,11%	Amsterdam
Citigroup Inc	Financials	2 696 167	710 004	1 378 943	668 939	4,88%	New York
CK Hutchison Holdings Ltd	Industrials	13 582 098	1 230 262	1 325 192	94 930	4,69%	Hong Kong
General Electric Co	Industrials	4 796 440	979 757	1 304 368	324 610	4,61%	New York
Roche Holding AG-Genusschein	Health Care	631 458	941 586	1 243 653	302 067	4,40%	Zürich
Microsoft Corp	Information Technology	2 142 570	513 419	1 145 777	632 358	4,05%	NASDAQ
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Information Technology	109 204	265 260	1 119 947	854 688	3,96%	Seoul
3M Co	Industrials	689 340	987 116	1 059 341	72 225	3,75%	New York
Merck & Co Inc	Health Care	2 077 710	958 769	1 052 623	93 854	3,72%	New York
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	Health Care	2 899 630	1 098 551	904 575	-193 976	3,20%	NASDAQ
NN Group NV	Financials	2 932 306	631 611	856 835	225 224	3,03%	Amsterdam
Comcast Corp	Consumer Discretionary	1 363 151	609 839	810 031	200 191	2,86%	NASDAQ
China Mobile Ltd	Telecommunication Services	8 611 990	829 969	785 775	-44 194	2,78%	Hong Kong
G4S Plc	Industrials	30 479 929	873 654	761 862	-111 792	2,69%	London
Cap Gemini SA	Information Technology	1 016 719	691 728	739 612	47 884	2,61%	Paris
Medtronic Plc	Health Care	1 178 946	783 954	722 688	-61 266	2,56%	New York
Alphabet Inc Class C	Information Technology	103 881	526 006	689 995	163 989	2,44%	NASDAQ
Dollar General Corp	Consumer Discretionary	1 008 115	614 456	642 608	28 152	2,27%	New York
Carlsberg AS-B	Consumer Staples	787 337	544 224	585 744	41 520	2,07%	København
Akzo Nobel NV	Materials	741 798	373 426	399 851	26 425	1,41%	Amsterdam
Kingfisher Plc	Consumer Discretionary	10 354 978	395 989	385 819	-10 169	1,36%	London
Cms Energy Corp	Utilities	997 835	351 010	357 400	6 391	1,26%	New York
Toyota Industries Corp	Consumer Discretionary	847 628	250 053	348 327	98 275	1,23%	Tokyo
Ageas	Financials	1 015 112	383 434	346 511	-36 924	1,23%	Brussel
Skechers USA Inc	Consumer Discretionary	1 552 387	350 724	328 379	-22 345	1,16%	New York
Hiscox Ltd	Financials	2 874 906	320 338	310 985	-9 353	1,10%	London
ServiceMaster Global Holdings Inc	Consumer Discretionary	945 676	288 194	306 572	18 378	1,08%	New York
Autoliv Inc SDR	Industrials	314 457	245 577	306 161	60 585	1,08%	Stockholm
Mayr-Melnhof Karton AG	Materials	333 933	172 249	305 202	132 954	1,08%	Wien
Koninklijke Philips NV	Industrials	1 159 386	273 903	305 158	31 256	1,08%	Amsterdam
Novo Nordisk A/S-B	Health Care	955 307	286 438	296 992	10 555	1,05%	København
Autoliv Inc	Industrials	304 442	239 248	296 451	57 203	1,05%	New York
Columbia Property Trust Inc	Real Estate	1 589 780	289 144	295 655	6 511	1,05%	New York
Baidu Inc ADR	Information Technology	200 160	291 968	283 204	-8 764	1,00%	NASDAQ
China Mobile Ltd ADR	Telecommunication Services	573 692	280 607	258 853	-21 754	0,92%	New York
Irsa Sa ADR	Real Estate	1 423 572	118 580	225 909	107 329	0,80%	New York
Lenovo Group Ltd	Information Technology	38 742 506	283 916	202 120	-81 797	0,71%	Hong Kong
Sony Corp Sponsored ADR	Consumer Discretionary	790 981	186 328	190 802	4 475	0,67%	New York
Koninklijke DSM NV	Materials	366 587	177 218	189 516	12 298	0,67%	Amsterdam
Johnson Controls International Plc	Industrials	477 751	55 476	169 351	113 874	0,60%	New York
Amerco	Industrials	51 405	146 849	163 501	16 652	0,58%	NASDAQ
State Bank Of India GDR	Financials	496 529	91 101	157 035	65 934	0,56%	Indien
Samsung Electronics Co Ltd	Information Technology	11 108	94 970	143 253	48 283	0,51%	Seoul
Lundin Petroleum AB	Energy	713 723	79 668	133 909	54 241	0,47%	Stockholm
Sony Corp	Consumer Discretionary	545 656	123 454	131 843	8 389	0,47%	Tokyo
Sanofi	Health Care	104 889	69 730	73 207	3 478	0,26%	Paris
State Bank of India	Financials	1 261 856	32 513	40 054	7 541	0,14%	Indien
Total equity portfolio*			22 326 119	27 085 746	4 759 627	95,76%	
Disponibel likviditet				1 198 273		4,24%	
Total share capital				28 284 019		100,00%	

* Numbers in 1 000 NOK.

BRANCHEFORDELING (AFRUNDET)



GEOGRAFISK FORDELING (AFRUNDET)



NØGLETLER FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN GLOBAL (PR. 30/12 2016)

Selskab	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2016E	P/E 2017E	P/BV seneste	Kursmål
AlG	5,5	65,3	17,2	12,0	0,8	90
Unilever	5,1	39,1	21,1	19,5	7,7	44
Citigroup	4,9	59,4	12,6	11,4	0,8	70
CK Hutchison	4,7	87,9	10,8	9,8	0,9	140
General Electric	4,6	31,6	21,2	19,0	3,4	36
Samsung Electronic	4,5	1 433 000	9,4	7,6	1,1	1 650 000
Roche	4,4	232,6	15,8	14,8	10,7	360
Microsoft	4,1	62,1	20,9	19,0	6,9	68
3M	3,7	178,6	21,9	20,7	8,9	230
Merck	3,7	58,9	15,6	15,3	3,7	76
Vægtet top 10	45,2		15,3	13,3	1,7	28 %
Vægtet top 35	91,0		15,0	13,5	1,6	31 %
Referenceindeks			17,5	15,5	2,1	

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



SKAGEN Vekst

Udforsker den smalle sti til velstand

- › Merafkast i et turbulent år
- › Finans var bedste bidragyder i fjerde kvartal
- › Øget interesse for valueaktier

1	2	3	4	5	RISIKO	7
Fondens startdato		1. december 1993				
Akk. afkast siden start		1773,2 %				
Forvaltningskapital		6.113 mio. DKK				
Antal kendte investorer		69.309				

AFKAST	KV4 16*	12 M*
SKAGEN Vekst	7,3 %	10,4 %
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	5,3 %	5,7 %

* Pr. 30. december 2016.

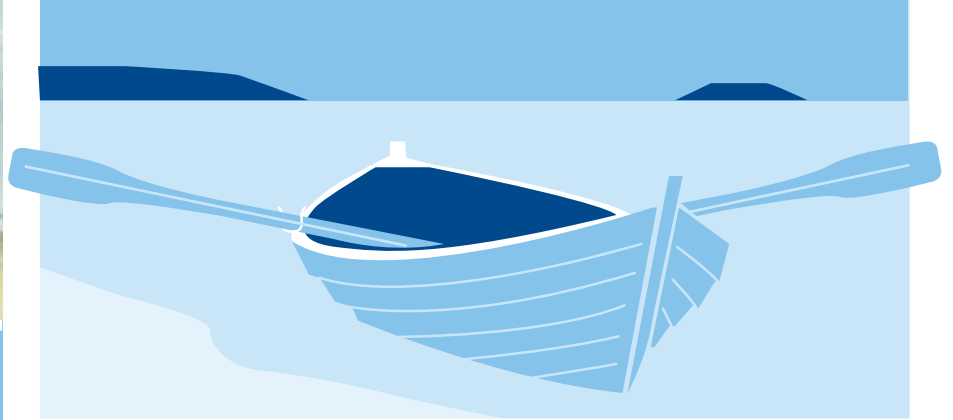


PORTEFØLJEFORVALTERE

Geir Tjetland, Ole Søbereg og Alexander Stensrud*

* Junior porteføljeforvalter

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



Nye tider for valueaktier

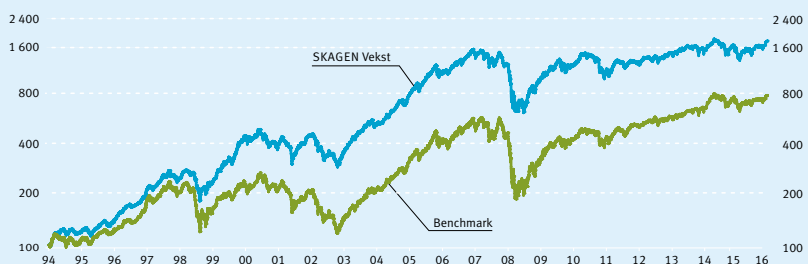
I 2016 oplevede vi en øget interesse for valueaktier på bekostning af vækstaktier. Efter et turbulent år vil det være gode nyheder, hvis denne trend fortsætter.

Sikke et aktieår vi netop har lagt bag os. Et år, der meget vel kunne have været en del af Roald Dahls "Tales of the Unexpected". I fonden valgte vi at bevare roen i forhold til de store politiske begivenheder omkring Brexit-valget i England og præsidentvalget i USA. De på forhånd "utænkelige" udfald endte med at blive realiteter. Det medførte negative bevægelser i aktiemarkedet – i nogle få timer. Derefter har aktiemarkedet udviklet sig stærkt igennem resten af året, og afkastet i SKAGEN Vekst blev 15,6 procent i andet halvår. I fjerde kvartal var fondens afkast 7,3 procent, og afkastet for hele året sluttede i 10,4 procent. Alle perioder væsentligt bedre end referenceindekset.

SKAGEN VEKST PORTEFØLJEÆNDRINGER 4. KV. 2016 (% AF FORVALTET KAPITAL)

5 største positive bidragydere		5 største køb	
Citigroup	1,60%	Novo Nordisk	1,52%
Bonheur	0,91%	Gazprom OAO	1,16%
Norsk Hydro	0,78%	Hennes & Mauritz AB	0,50%
Samsung Electronics	0,71%	Golar LNG	0,44%
Sodastream International	0,58%	Norwegian Air Shuttle	0,43%
5 største negative bidragydere		5 største salg	
Ericsson	-0,43%	Oriflame Holding	-1,75%
Solstad Offshore	-0,13%	Philips	-1,45%
Catena	-0,13%	Citigroup	-1,31%
Oriflame Holding	-0,12%	Nippon Seiki	-1,00%
Kia Motors	-0,11%	ABB	-0,93%

KURSHISTORIK SKAGEN VEKST



*For mere information om fondens referenceindeks se s. 35



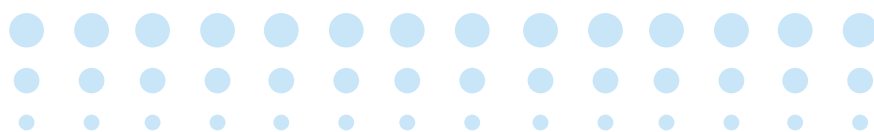
Foto: Pixabay



Foto: Pixabay

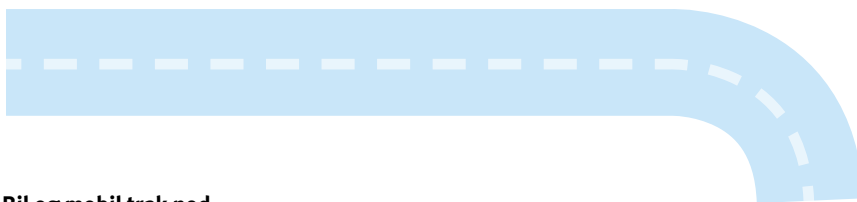
Gunstige udsigter for Citigroup

I fjerde kvartal var fondens bedste bidragyder amerikanske Citigroup efter en kurstigning på næsten 27 procent. Efter en periode med store udsving steg aktien næsten 15 procent over hele året. Rentestigningen i USA vil fremover medføre bedre indtjening for banken, og ifølge selskabet vil en rentestigning på 100 basispunkter forøge indtjeningen med 1,3 mia. USD uden øgede omkostninger. USA's kommende præsident har et udtalt mål om at reducere selskabsskatten. Det vil være positivt for Citigroup, da det vil betyde øget opkøbsaktivitet blandt amerikanske selskaber og dermed øgede rådgivningsindtægter for banken. Vi tror, at banken formår at tjene 7 USD pr. aktie i 2018. Noget, som fortsat giver betydelig upside for kurstigningen.



Sodastream

Sodastream, som mange har stående i køkkenet, havde en kurstigning på 50 procent i kvartalet og en samlet stigning på hele 142 procent i 2016. Vi ser fortsat potentiale, da selskabet vokser kraftigt i Tyskland, Norden, Frankrig og Japan. I USA begynder salget også at stige efter Sodastream re-positionerede sig fra at være en "sodavandsmaskine" til at være et produkt, der producerer kulsyreholdigt vand.



Bil og mobil trak ned

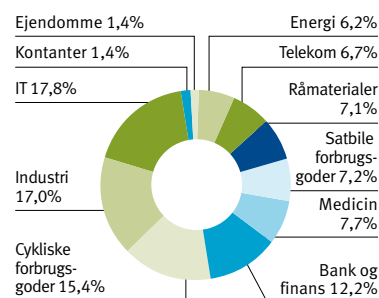
På den negative side finder vi først og fremmest svenske Ericsson, som havde en negativ udvikling i fjerde kvartal og faldt med 30 procent for hele året. Selskabet er en global ledende leverandør af infrastruktur og service til mobiltelefonindustrien. Vi forventer, at selskabets igangværende plan om omkostningsreduktion, samt at selskabets kunder står foran store investeringer i ny infrastruktur, vil påvirke selskabet positivt. Øget brug af video og smartphones generelt fører til en flaskehals i kapaciteten. Det betyder, at teleselskaberne igen skal øge investeringerne for at tilbyde deres kunder god kvalitet. Forhåbentlig vil det komme Ericsson til gode.

Vores selskaber indenfor bilindustrien havde også en hård periode. Særligt Continental, men også Kia, var betydelige, negative bidragsydere.

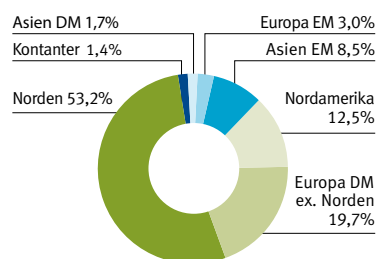
Bonheur

Fred Olsen-selskabet, Bonheur, bidrog godt til afkastet i kvartalet efter en kurstigning på 50 procent. Flere investorer begynder at få øjnene op for selskabets værdier inden for vedvarende energi (vindenergi). Vi mener, at vi betaler 30 øre for en kroners værdi, og at disse værdier før eller siden vil blive indregnet i kursen. Selskabet er gældfrit, men der er naturligt en moralsk forpligtelse i at hjælpe datterselskabet Fred Olsen Energy, hvis behovet skulle opstå. Bonheur børsnoterede Fred Olsen Energy i 1997 og Fred Olsen Production i 2007, og ved indgangen til det nye år er vores nytårsønske en børsnotering af Fornybar Energi i 2017.

BRANCHEFORDELING (AFRUNDET)



GEOGRAFISK FORDELING (AFRUNDET)





Fotograf: Andrey Rudakov/Bloomberg

Medarbejdere går under olieledningerne til to store tanke, der tilhører Gazprom i Salymar Rusland. Gazprom er tilbage i porteføljen efter faldende gaspriser medførte lav interesse fra investorerne.

Gode bidrag fra gamle klassikere

Også russiske Sberbank bidrog godt både i kvartalet og for hele året efter en stigning på 70 procent. Banken fortsætter med at levere imponerende egenkapitalafkast på mere end 20 procent. Vi kan også rigtig godt lide, at Sberbank fortsætter med at reducere omkostningerne i form af færre filialer. Mere end 6 procent af filialerne blev

lukket i 2016. Banken har stadig mere end 15.000 filialer, så vi mener, at der er mere potentiale.

Vi kan heller ikke undgå at nævne to gamle klassikere, når vi opsummerer kvartalets og årets bidragydere. Både Samsung Electronics og Norsk Hydro bidrog til fondens afkast i de to perioder. Samsung sluttede året med en kursstigning på 31

procent på trods af den uro omkring lanceringen og tilbagetrækningen af Galaxy Note 7. Norsk Hydro oplevede en solid kursstigning efter pessimismen omkring forventet overkapacitet af aluminium skiftede til mindre udbudskapacitet og højere forventninger på efterspørgslen.



Foto: Pixabay

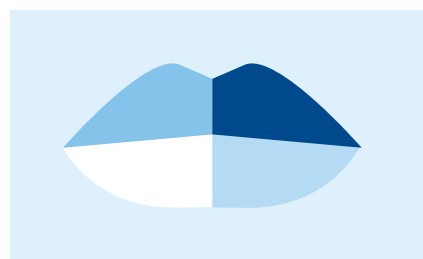
Ansatte i en Samsung stand i Hong Kong. Samsung stopper produktionen af Galaxy Note 7 smartphones efter store problemer. På trods af dette var Samsung Electronics en af de bedste bidragydere til fondens afkast i fjerde kvartal og 2016.

Gamle kendinge tilbage

Novo Nordisk er igen tilbage i porteføljen. Selskabet er verdensledende inden for behandling af diabetes og har derudover en stærk position inden for blødersygdommen hæmofili. Selskabet har mistet meget af sin "must have"-status i aktiemarkedet i løbet af sidste år, da den traditionelle vækst på 10 procent i omsætningen og 15-20 procent i indtjening blev nedjusteret til henholdsvis 5 og 10 procent. Efter aktien var faldet mere end 30 procent, syntes vi igen, tiden var inde til at investere i selskabet. Livstilssygdomme som diabetes og fedme er desværre fortsat i stigning, og Novo Nordisk vil opleve en stærk efterspørgsel efter sine produkter i lang tid fremover.

Faldende gaspriser og begrænset investorinteresse fik os igen til at investere i russiske Gazprom. Selskabet er verdens største eksportør af gas, har en solid ressourcebase, uovertruffen markedstilgang og gode transportsystemer. I lyset af prisstigningerne på kul og andre traditionelle energikilder fremstår Gazprom meget attraktiv. Derudover anser vi Gazprom for at være den fortrukne partner for Rusland, når det gælder nye områder. Her er et stort potentiale, da mindre end 10 procent af de russiske reserver er udviklet på nuværende tidspunkt. På investeringstidspunktet betalte vi fem gange indtjeningen og kun 30 procent af bogførte værdier. Det meste af den russiske risiko burde derfor allerede være indregnet ind i aktiekursen.

Vi øgede også vores positioner i Hennes & Mauritz og Golar LNG.



Kursmålet for kosmetik er nået

Oriflame blev solgt helt ud af porteføljen i løbet af fjerde kvartal. Oriflame var fondens bedste bidragyder i 2016 med en realiseret gevinst lige omkring 125 mio. NOK. Efter aktiekursen tredoblede sig i løbet af året, blev den, i vores øjne, for dyr, da forventningerne om fortsat stærk vækst var indregnet i aktiekursen.

I december solgte vi japanske Nippon Seiki helt ud af porteføljen. De producerer bilinstrumenter og skærme. Selskabet har stort set leveret som forventet, siden vi investerede i selskabet i efteråret 2013, og vi kunne realisere en gevinst på 47 procent. Tæt på vores målsætning om 50 procent i afkast over en tidshorison på 2-3 år.

Derudover solgte vi danske Solar AS ud, mens vi reducerede vores positioner i Philips og ABB, da vores kursmål begynder at nærme sig.

Værdipapir	Sektor	Antal	Købsværdi NOK*	Markedsværdi NOK*	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Information Technology	47 000	280 827	482 011	201 184	6,46%	Seoul
Continental AG	Consumer Discretionary	252 000	139 867	420 154	280 287	5,63%	Frankfurt
SAP SE	Information Technology	515 000	238 067	387 070	149 003	5,19%	Frankfurt
Norwegian Air Shuttle ASA	Industrials	1 300 000	200 616	373 100	172 484	5,00%	Oslobørsen
Citigroup Inc	Financials	725 000	259 005	370 861	111 856	4,97%	New York
Carlsberg AS-B	Consumer Staples	460 000	291 973	342 220	50 247	4,59%	København
Norsk Hydro ASA	Materials	8 000 000	205 706	330 400	124 694	4,43%	Oslobørsen
Hennes & Mauritz AB	Consumer Discretionary	1 250 000	324 719	299 994	-24 725	4,02%	Stockholm
Kinnevik AB-B	Telecommunication Services	1 425 000	296 078	294 622	-1 456	3,95%	Stockholm
Ericsson LM-B SHS	Information Technology	4 522 950	349 543	229 177	-120 366	3,07%	Stockholm
Roche Holding AG-Genusschein	Health Care	106 000	229 901	208 766	-21 135	2,80%	Zürich
Telia Co AB	Telecommunication Services	5 880 000	270 096	204 436	-65 660	2,74%	Stockholm
Bonheur ASA	Energy	2 777 795	242 405	200 696	-41 710	2,69%	Oslobørsen
Volvo AB	Consumer Discretionary	1 885 000	159 470	189 954	30 484	2,55%	Stockholm
Danske Bank A/S	Financials	725 000	105 611	189 553	83 943	2,54%	København
eBay Inc	Information Technology	690 000	137 899	176 360	38 460	2,36%	NASDAQ
ABB Ltd	Industrials	942 440	124 379	171 198	46 818	2,29%	Stockholm
Kemira Oyj	Materials	1 350 000	130 354	148 626	18 272	1,99%	Helsingfors
SKF AB - B Shares	Industrials	908 000	140 010	144 130	4 121	1,93%	Stockholm
SBI Holdings Inc	Financials	1 139 000	96 714	124 957	28 243	1,67%	Tokyo
Kia Motors Corporation	Consumer Discretionary	425 000	130 536	119 383	-11 154	1,60%	Seoul
Sberbank of Russia Pref	Financials	6 500 000	94 190	119 000	24 810	1,59%	Moskva
Swatch Group AG	Consumer Discretionary	44 000	115 141	117 990	2 849	1,58%	Zürich
Philips Lighting NV	Industrials	550 000	108 892	116 809	7 917	1,57%	Amsterdam
Golden Ocean Group Ltd	Industrials	2 642 660	65 732	109 142	43 410	1,46%	Oslobørsen
Novo Nordisk A/S-B	Health Care	350 000	107 526	108 810	1 284	1,46%	København
Wilh. Wilhelmsen Holding ASA	Industrials	522 647	37 379	103 484	66 105	1,39%	Oslobørsen
Catena AB	Real Estate	830 100	74 311	101 025	26 714	1,35%	Stockholm
Sodastream International Ltd	Consumer Staples	294 500	66 049	100 059	34 010	1,34%	NASDAQ
Shire Plc-ADR	Health Care	66 000	103 606	96 785	-6 821	1,30%	NASDAQ
Lundin Petroleum AB	Energy	471 000	46 434	88 369	41 935	1,18%	Stockholm
Gazprom Oao ADR	Energy	2 000 000	82 281	86 919	4 638	1,16%	London Int
Koninklijke Philips NV	Industrials	325 000	66 191	85 542	19 352	1,15%	Amsterdam
H Lundbeck A/S	Health Care	220 000	42 146	77 149	35 004	1,03%	København
Danieli & Officine Meccaniche SpA	Industrials	527 390	67 936	72 470	4 534	0,97%	Italien
Cal-Maine Foods Inc	Consumer Staples	189 600	88 481	72 038	-16 442	0,97%	New York
Golar LNG Ltd	Industrials	340 400	86 992	67 201	-19 791	0,90%	NASDAQ
Medi-Stim ASA	Health Care	850 072	10 633	62 480	51 847	0,84%	Oslobørsen
Credit Suisse Group AG	Financials	500 000	99 213	61 854	-37 360	0,83%	Zürich
Strongpoint ASA	Information Technology	3 429 227	39 239	55 553	16 315	0,74%	Oslobørsen
CF Industries Holdings Inc	Materials	180 000	36 066	48 780	12 714	0,65%	New York
HitecVision AS	Financials	792 668	7 191	44 389	37 199	0,59%	Onoterat
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	Energy	35 000 000	65 216	36 131	-29 085	0,48%	Hong Kong
Solstad Offshore ASA	Energy	2 417 853	105 713	27 805	-77 908	0,37%	Oslobørsen
Rec Silicon ASA	Energy	21 000 000	31 267	23 940	-7 327	0,32%	Oslobørsen
Yazicilar Holding AS	Consumer Staples	654 669	22 383	21 062	-1 321	0,28%	Istanbul
PhotoCure ASA	Health Care	399 267	16 106	16 769	663	0,22%	Oslobørsen
Goodtech ASA	Industrials	1 950 949	44 407	13 657	-30 751	0,18%	Oslobørsen
TTS Group ASA	Industrials	2 411 069	24 080	9 114	-14 966	0,12%	Oslobørsen
Nordic Mining ASA	Materials	900 000	6 092	3 672	-2 420	0,05%	Oslo Axxess
I.M. Skaugen SE	Industrials	1 554 152	18 891	3 606	-15 285	0,05%	Oslobørsen
Total equity portfolio*			6 133 559	7 359 272	1 225 714	98,62%	
Disponibel likviditet				102 659		1,38%	
Total share capital				7 461 931		100,00%	

* Numbers in 1 000 NOK.

NØGLE TAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN VEKST (PR. 30/12 2016)

Selskab	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2016E	P/E 2017E	P/E 2018E	P/BV seneste	Kursmål
Samsung Electronics Pref	6,5 %	1 433 000	9,9	8,4	8,0	1,2	1 680 000
Continental AG	5,6 %	184	13,5	11,3	10,5	2,8	265
SAP SE	5,2 %	83	21,6	19,5	17,7	4,4	102
Norwegian Air Shuttle ASA	5,0 %	287	9,9	6,4	5,2	2,9	500
Citigroup Inc	5,0 %	59	11,2	10,5	9,4	0,8	75
Carlsberg AS-B	4,6 %	610	16,7	14,8	13,4	2,0	847
Norsk Hydro ASA	4,4 %	41	15,3	12,5	11,8	1,1	45
Hennes & Mauritz AB	4,0 %	253	20,3	16,9	14,9	7,7	400
Kinnevik AB-B	4,0 %	218	54,6	36,4	34,1	0,8	295
Ericsson LM-B SHS	3,1 %	54	21,2	15,4	12,0	1,3	75
Vægtet top 10	47,3 %		14,6	11,8	10,5	1,6	36 %
Vægtet top 35	90,8 %		13,6	11,1	9,7	1,5	36 %
Referenceindeks			18,1	16,1	14,6	2,1	

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

Øget interesse for valueinvesteringer

Ved indgangen til et nyt aktieår prisfastsættes SKAGEN Veksts portefølje 13,6 gange årets indtjening. Dette er betydeligt lavere end markedets 18 gange indtjeningen. Porteføljen består af 52 selskaber, hvor de 35 største positioner udgør 90 procent af porteføljen. I løbet af 2016 blev ca. en fjerdedel af fonden reinvesteret eller omfordelt. Det indikerer, at en investering i SKAGEN Vekst ejes i ca. 4 år. I løbet af sidste år så vi en stigende interesse i valueaktier på bekostning af vækstaktier og såkaldte stabile indtjeningsaktier. Vi forventer, at denne trend fortsætter. Det er positivt for SKAGEN Vekst og SKAGENS investeringsfilosofi som helhed i det kommende år.



SKAGEN Focus

På jagt efter exceptionelle investeringer

- › I 2016 viste markedet mange ansigter med en dramatisk kovending i 4. kvartal
- › Finans og råvarer leverede de største positive bidrag til fondens afkast i fjerde kvartal
- › Vi solgte fire ud af fondens topfem bidragsydere i 2016, da de nåede vores kursmål

	1	2	3	4	5	RISIKO	7
Fondens startdato	26. maj 2015						
Akk. afkast siden start*	-0,3 %						
Forvaltningskapital	1.389 mio. DKK						
Antal kendte investorer	4.934						

AFKAST	KV4 16*	12 M*
SKAGEN Focus	8,1 %	17,8 %
MSCI World AC TR Index	7,9 %	10,7 %

* Pr. 30. december 2016.



PORTEFØLJEFORVALTERE

Filip Weintraub, Jonas Edholm og David Harris*

* Junior porteføljeforvalter

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



Markedets to ansigter

2016 var et år, hvor markedet viste mange ansigter og var præget af forskelligartede trends. SKAGEN Focus leverede et absolut afkast på 17,8 procent, hvilket var pænt højere end det gennemsnitlige afkast på de globale aktiemarkeder.

Årets sidste kvartal bragte en bemærkelsesværdig forandring af landskabet på de finansielle markeder med sig. Dette skyldtes primært udviklingen på de amerikanske børser. I denne markedsrapport fokuserer vi på fjerde kvartal. Se venligst de tidligere offentliggjorte kvartalsrapporter i 2016 for information om udviklingen i de øvrige kvartaler.

Akkurat ligesom Batman-skurken Two-Face har markedet vist ét, temmelig forudsigeligt, ansigt siden de kvantitative lempelser blev introduceret af de fleste centralbanker globalt i 2010. Den hidtil usete monetære stimulus har medført ultralave renter globalt og endda negative renter i nogle lande. I takt med, at renterne er faldet til disse absurde niveauer, er betydelige mængder af kapital strømmet ind på aktiemarkeder til sektorer med "obligationslignende egenskaber", såsom stabilt forbrug, telekom og high yield-aktier. Kapitalbevægelsen henimod ETF'ere (exchange traded funds) og fonde med lav volatilitet har været en stærk drivkraft bag dette. Som vi meldte meget klart ud ved lanceringen af fonden, så vi meget ringe værdi inden for disse markedssegmenter, hvor nogle af disse efter vores vurdering var betragteligt overvurderede. Endvidere har vi siden fondens lancering haft en lav eksponering mod vækstmarkederne, men i løbet af andet kvartal forøgede vi vores eksponering en del, fordi vi identificerede attraktiv værdi via en række individuelle aktier inden for vækstmarkedssegmentet i andet kvartal.

Vi vil dog mene, at selv forud for Trumps valgsejr var der tegn på sammenbrud i dette mønster. Råvareselskaber og relaterede selskaber blev styrket på et tidligt tidspunkt. Katalysatoren for den fuldstændige kovending i markederne var valgresultatet i USA - i hvert tilfælde ifølge medierne. Pludselig blev markederne besatte af reflation, dvs. højere inflation, højere renter og potentielt højere vækst - primært i USA. Obligationsrenterne steg, og aktiesegmenter, som var blevet forbigået i 5-6 år, udviste accelererende stigninger. Dette var fx tilfældet for finansaktier, som er meget afhængige af en stejlere rentekurve.

Foto: Bloomberg



Finans og råvarer på toppen efter markedsrotation

Hvordan var SKAGEN Focus positioneret under den temmelig dramatiske rotation? Siden lanceringen af fonden har den i varierende grad været eksponeret mod råvare- og finansaktier, og begge segmenter har nydt godt af det nye aktiemiljø. De største positive bidragsydere til kvartalsafkastet findes i disse sektorer.

Vores største position er forsikringsselskabet AIG, som var et af de selskaber, der klarede sig bedst i fjerde kvartal målt på absolut afkast. Ved årsskiftet tegnede AIG sig for 8 procent af porteføljen, og vi vurderer fortsat, at aktien repræsenterer betydelig værdi, idet den handler til en værdi, der ligger betydeligt lavere end den bogførte værdi, samtidig med at selskabet har igangsat en solid restruktureringsproces.

Vores amerikanske mid-cap regionale bank Citizens Financial har været i porteføljen siden opstart. På dette tidspunkt var banken et dårligt forvaltet aktiv med potentiale til mere end en fordobling af egenkapitalforrentningen i forhold til hovedkonkurrenternes egenkapitalforrentning. Selskabet var fundamentalt blevet grundigt styrket, men det tog en del tid, inden dette gav udslag i aktiekursen. Aktiens solide afslutning på året samt markedets interesse i refationsscenarioet bevirkede, at aktien nåede sit kursmål, hvorfor vi solgte aktien ved udgangen af 2016. Synchrony Financial, en udbyder af private label-kreditkort, som tidligere var plaget af forbrugernes kreditfrygt, steg kraftigt i fjerde kvartal, eftersom selskabet helt klart vil nyde godt af deregulering og forbedrede vækstudsigter i USA. Aktien handler til en kurs, der ligger betydeligt under vores vurdering af dens markedsværdi.

SKAGEN FOCUS PORTEFØLJEÆNDRINGER 4. KV. 2016 (% AF FORVALTET KAPITAL)

5 største positive bidragsydere

AIG	1,40%
Whiting Petroleum	1,09%
Citizens Financial Group	1,06%
First Quantum Minerals	0,77%
Taiheiyo Cement	0,74%

5 største negative bidragsydere

TerraVia Holdings	-1,31%
Fila Korea	-0,78%
Teva Pharmaceutical Industries	-0,60%
Rentech	-0,25%
Pilgrim's Pride	-0,11%

5 største køb

Tesoro	4,58%
Telecom Italia Spa	3,50%
Adient	3,07%
E-MART	2,95%
Ence Energia y Celulosa	2,70%

5 største salg

Citizens Financial Group	-4,04%
South32	-2,94%
First Quantum Minerals	-2,61%
Crown Confectionery	-1,63%
Aercap Holdings	-1,44%

NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN FOCUS (PR. 30/12 2016)

Selskab	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2016E	P/E 2017E	P/BV seneste	Kursmål
American International Group Inc	7,9 %	65,31	17,2	12,0	0,8	90
Jbs SA	4,7 %	11,40	63,7	7,4	1,3	22
Telecom Italia Spa	4,6 %	0,84	12,7	12,7	0,8	1,2
E-MART Inc	4,4 %	183 000,00	15,2	13,2	0,7	270 000
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	4,3 %	36,25	7,1	6,7	1,0	90
SBI Holdings Inc	4,0 %	1 487,00	13,3	13,4	0,8	3 000
Softbank Group Corp	3,9 %	7 765,00	9,4	12,8	3,7	9 600
Tesoro Corp	3,9 %	87,45	17,7	14,0	1,9	120
Taiheiyo Cement Corp	3,6 %	370,00	8,7	11,6	1,4	495
Whiting Petroleum Corp	3,4 %	12,02	n/a	n/a	0,7	35
Vægtet top 10	44,6 %		17,8	12,5	1,0	
Vægtet top 33	95,4 %					
Kontant	4,6 %					
Total	100,0 %					

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



Foto: Tesoro

Tesoro

Selskabet er det fjerdestørste uafhængige raffineri i det vestlige USA. Tesoro ejer og driver syv olieraffinerier og en stor detail/marketingvirksomhed med et stort netværk af benzinstationer. Selskabet har en stærk markedsposition og har således næsten en lokal monopolstatus inden for sit geografiske område. På baggrund af den nuværende aktiekurs mener vi, at markedet implicit undervurderer raffineriforretningen sammenlignet med de andre aktører i sektoren og i forhold til selskabets fair value.

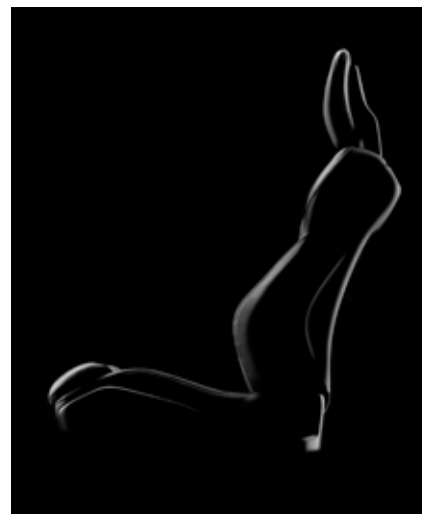


Foto: Adient

Adient

Den amerikanske leverandør af autoreservedele, Adient, er global markedsleder inden for autosæder og interiørkomponenter til personbiler, erhvervskøretøjer og mindre godsvogne. Adient har et utal af kinesiske joint ventures, som leverer sædeprodukter til det kinesiske marked. Selskabet indsatte for nylig et nyt ledelseshold, som kommer fra Visteon - en anden leverandør af autoreservedele. Vi ser et stort potentiale for at forbedre indtjeningen og kapitaliseringen af selskabets joint venture-struktur på mellemlangt sigt.



Fotos: Pixabay

Sten, saks, papir ... og noget olie

I gennem 2016 lå porteføljens råvareeksponering konstant under 10 procent, men selskaberne var meget forskelligartede. Vi investerede først i det værdifulde råvareselskab PanAmerican Silver (saks), dernæst i det diversificerede mineselskab South32 (sten), et nyligt "spin-off", som omsider blev opdaget af investorerne. Endelig købte vi en position i First Quantum, som er den mest effektive kobberproducent i sektoren. Alle tre positioner leverede et afkast på mere end 100 procent i 2016. Denne realiserede gevinst, blev mod slutningen af året investeret i papir- og energiproducenter som i papirproducenten Ence (papir) og i en række energiselskaber.

Porteføjljens eksponering mod energi har været begrænset henover året, og det nedtrykte marked har fået prisfastsættelsen på mange energiselskaber til at kollapse. I fjerde kvartal forøgede vi positionen i den amerikanske landbaserede boreoperatør Whiting Petroleum. Med en dårlig timing opkøbte selskabet en anden boreoperatør, Kodiak, i december 2014, og man opbyggede en usædvanlig stor gældsbyrde. På det tidspunkt var der selvsagt ingen, der kunne forudse kollapset i olieprisen, og selskabet har brugt de sidste to år på at reducere omkostninger, reducere deres anlægsinvesteringer, udvikle og implementere mere effektiv teknik til udvinding af

olie samt reducere den betydelige gældsbyrde. Ved udgangen af kvartalet udgjorde positionen 3 procent. Et andet selskab inden for energisektoren er det amerikanske olieraffinaderi Tesoro, hvor vi netop har foretaget en investering. Disse to positioner repræsenterer nogle konservative investeringer, idet olieprisen implicit er af dækket, eftersom Whiting repræsenterer en lang række olieeksponeringer, og Tesoro, alt andet lige, vil nyde godt af en lavere oliepris via et højere såkaldt "crack spread".

Etvæsentligt element i investeringsprocessen er at forblive disciplineret med hensyn til forudsætningerne i den oprindelige investeringscase og kursmål. Adskillige positioner nåede vores kursmål i løbet af fjerde kvartal. Det gjorde blandt andre det canadiske kobbermineselskab First Quantum, det australske mineselskab South 32 og banken Citizens Financials. Fire ud af fem af de aktier, som har leveret de største positive bidrag til fondens afkast i 2016, er afhændet. Som følge heraf er fondens eksponering mod metal og minedrift den laveste siden fonden blev lanceret. Provenuet fra salget er primært blevet investeret i nye positioner, herunder i den amerikanske leverandør af autoreservedele Adient, som er den førende leverandør i verden af autosæder. Vi investerede i selskabet ved udgangen af 2016, efter at selskabet var blevet solgt fra Johnson Control.



Frakobling fra fair value

I slutningen af året foretog vi en førstegangsinvestering i Telecom Italia i kølvandet på kursfaldene på selskaber med en stabil indtjening grundet den politiske risiko og svaghedstegn i banksektoren i Italien. Virksomhedens aktiekurs kom også under pres fra den forventede konkurrence fra mobiloperatøren Iliad og leverandøren af lyslederkabelteknik, Enel. Lyslederkabelteknikken er ikke særlig udbredt i Italien. Den er på niveau med udviklingen i vækstmarkederne. Da vi investerede i Telecom Italia, blev aktien handlet til 5 gange sit cashflow. Aktien ser ud til at være undervurderet, og der er håndgribelige faktorer, som kan forøge aktiens værdi på sigt. Vivendi - det franske mediekonglomerat - er med sin 25 procent ejerandel den nye hovedaktionær i selskabet. Vivendi presser på for et hovedeftersyn af virksomheden og omkostningsbesparelser. De har for nylig indsat en ny CEO - et tidligere bestyrelsesmedlem, Flavio Cattaneo, og han er stærkt motiveret for at levere en effektiviseringsplan frem mod 2018. Endvidere er det forventede fremtidige konkurrencepres mere end indregnet i aktiekursen. Telecom Italia udgør 4,5 procent af porteføljen ved årsskiftet.

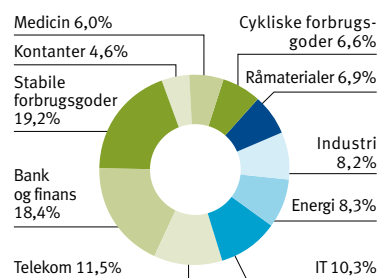
Vi har fortsat til gode at se, om markedet endnu en gang vil skifte ansigt på den korte bane. Vi mener, at SKAGEN Focus ved udgangen af året indeholder en enormt undervurderet portefølje bestående af 33 selskaber, som forhåbentligt vil levere et godt risikojusteret absolut afkast, uanset markedets skiftende ansigt.

Vi takker jer for jeres tillid i 2016.

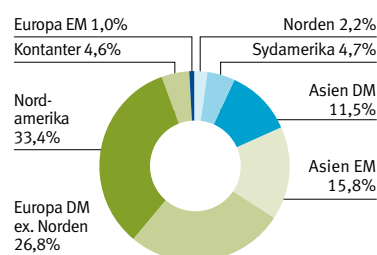
Værdipapir	Sektor	Antal	Købsværdi NOK*	Markedsværdi NOK*	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
American International Group Inc	Financials	238 000	116 420	133 808	17 388	7,89%	New York
Jbs SA	Consumer Staples	2 625 000	64 115	79 122	15 007	4,67%	Sao Paulo
E-MART Inc	Consumer Staples	56 800	72 973	74 390	1 417	4,39%	Seoul
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	Health Care	235 000	90 514	73 331	-17 183	4,32%	NASDAQ
SBI Holdings Inc	Financials	613 000	64 995	67 251	2 256	3,97%	Tokyo
Softbank Group Corp	Telecommunication Services	116 300	54 774	66 627	11 853	3,93%	Tokyo
Tesororo Corp	Energy	88 000	61 032	66 235	5 203	3,91%	New York
Taiheiyo Cement Corp	Materials	2 210 000	54 577	60 328	5 751	3,56%	Tokyo
Whiting Petroleum Corp	Energy	555 000	44 709	57 363	12 654	3,38%	New York
Philips Lighting NV	Industrials	255 361	49 650	54 234	4 584	3,20%	Amsterdam
Telecom Italia Spa	Telecommunication Services	7 100 000	46 710	53 937	7 227	3,18%	Italien
Aryzta AG	Consumer Staples	137 707	52 371	52 295	-75	3,08%	Zürich
China Telecom Corp Ltd	Telecommunication Services	13 014 000	61 548	51 715	-9 833	3,05%	Hong Kong
Schaeffler AG	Industrials	398 033	50 708	50 775	67	2,99%	Frankfurt
Fila Korea Ltd	Consumer Discretionary	100 600	62 751	50 757	-11 993	2,99%	Seoul
CIT Group Inc	Financials	138 000	47 505	50 699	3 194	2,99%	New York
Infineon Technologies AG	Information Technology	335 000	39 426	50 199	10 773	2,96%	Frankfurt
Alphabet Inc Class C	Information Technology	7 500	47 059	49 852	2 792	2,94%	NASDAQ
SK Hynix Inc	Information Technology	140 000	31 931	44 787	12 856	2,64%	Seoul
Ence Energia y Celulosa SA	Materials	1 909 208	36 032	43 494	7 462	2,56%	Madrid
Adient Plc	Consumer Discretionary	85 555	40 905	43 146	2 241	2,54%	New York
Synchrony Financial	Financials	134 572	35 879	42 016	6 137	2,48%	New York
Carlsberg AS-B	Consumer Staples	49 600	35 727	36 900	1 173	2,18%	København
Stock Spirits Group Plc	Consumer Staples	1 760 375	36 885	33 844	-3 041	2,00%	London
Jenoptik AG	Industrials	225 909	25 484	33 677	8 193	1,99%	Xetra
Magforce AG	Health Care	672 154	32 822	27 751	-5 071	1,64%	Xetra
Telecom Italia Rsp	Telecommunication Services	3 750 000	20 218	23 382	3 164	1,38%	Italien
Samsung SDI Co Ltd	Information Technology	29 000	20 778	22 622	1 845	1,33%	Seoul
Pilgrim's Pride Corp	Consumer Staples	115 000	21 760	18 804	-2 956	1,11%	New York
FFP	Financials	26 858	16 862	17 612	750	1,04%	Paris
Fourtis Holdings SA	Consumer Discretionary	474 628	12 707	17 576	4 869	1,04%	Aten
Omega Protein Corp	Consumer Staples	80 491	12 515	17 317	4 803	1,02%	New York
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	Energy	16 500 000	31 962	17 033	-14 929	1,00%	Hong Kong
TerraVia Holdings Inc	Materials	1 436 525	30 157	13 599	-16 558	0,80%	NASDAQ
Massimo Zanetti Beverage Group SpA	Consumer Staples	213 933	16 138	13 485	-2 653	0,80%	Italien
Samsung SDI Co Ltd Pref	Information Technology	18 720	8 749	7 315	-1 434	0,43%	Seoul
Total equity portfolio*			1 549 346	1 617 277	67 930	95,37%	
Disponibel likviditet				78 431		4,63%	
Total share capital				1 695 707		100,00%	

* Numbers in 1 000 NOK.

BRANCHEFORDELING (AFRUNDET)



GEOGRAFISK FORDELING (AFRUNDET)





SKAGEN m²

En andel i det globale ejendomsmarked

- › De to bedste bidragsydere var D. Carnegie & Co og IRSA
- › SKAGEN m² har øget eksponeringen mod Norden det seneste år
- › Vi er optimistiske for dem, som er langsigtede

1	2	3	4	5	RISIKO	7
Fondens startdato	31. oktober 2012					
Akk. afkast siden start	31,6 %					
Forvaltningskapital	786 mio. DKK					
Antal kendte investorer	8,006					

AFKAST	KV4 16*	12 M*
SKAGEN m ²	2,7 %	10,7 %
MSCI ACWI Real Estate IMI	0,2 %	6,8 %

* Pr. 30. december 2016.



PORTEFØLJEFORVALTERE

Michael Gobitschek og Harald Haukås

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



Årets bedste

SKAGEN m² blev rangeret som den bedste globale ejendomsaktiefond i Europa af Morningstar og Citywire*. 2016 blev et rigtig godt år for SKAGEN m², hvor særligt andet halvår bidrog til fondens positive afkast.

Året var præget af en række overraskende valgresultater. Desuden var det et år, hvor den forventede rentestigning i USA tog fart efter Trumps valgsejr. Før det, oplevede vi, hvordan markedet var helt uforberedt på Brexit. Den efterfølgende markedsreaktion bekræftede dette. Det, at markedet ikke var forberedt på Brexit, betød imidlertid, at investorerne var bedre forberedt på Trumps sejr. Selvom valgresultatet var uventet, havde markedet på forkant indregnet frygten for, hvad en sejr til Trump ville betyde. Det betød, at da det frygtede valgresultat var en realitet, så var markedet tilnærmelsesvist tilpasset. Efterfølgende så vi en klassisk stigning i aktiekurserne. Opsvinget finder sted samtidig med, at vi har set en stærk stigning i de lange renter både i USA og Europa.

Det gode spørgsmål er nu, er om man bør investere i ejendomme i en tid, hvor renterne stiger.

Mange husker stadig tydeligt krakket i ejendomsaktierne under finanskrisen. Den store forskel fra dengang til nu er gearingen. Forud for finanskrisen var ejendomsselskaber typisk belånt med 50-75 procent målt i forhold til ejendomsværdierne. Dette tal er i dag reduceret til 25-50 procent, hvoraf den største majoritet har en gearing i niveauet 30-40 procent. Det betyder, at selskaberne mere end nogensinde før er bedre forberedt på stigende renteudgifter og reducerede ejendomsvurderinger. Vinderne ved stigende renter er virksomheder, som udsteder fortløbende obligationer, der handles i markedet. Vores amerikanske vinder, PS Business Park, er sådan et selskab. Selskabet har senest udstedt en fortløbende obligation den 12.10.2016 til en rente på 5,2 procent. Da renten steg, faldt kursen fra pari til 82 efter to måneder. I og med at lånet handles i markedet, kan selskabet bruge sin frie kontantbeholdning til at købe lånet tilbage med betydelig rabat og dermed gevinst. Dette er et selskab, som vil få fordel af inflation og stigende renter på begge sider af balancen.

*Relateret til noterede ejendomsaktier



Foto: IRSA

Vores bidragsydere

Vores to bedste bidragsydere, både absolut og relativt, var D. Carnegie & Co og IRSA. Førstnævnte er et svensk lejlighedsselskab, delvist grundlagt på resterne af Acta i Sverige. Stor indvandring samt efterspørgsel på lejligheder i Stockholm, som følge af huslejeregulering og generel urbanisering, medførte en betydelig revurdering af lejlighederne. Selskabet gennemførte et omfattende oprustningsprogram, som giver et afkast i niveauet 8-9 procent på investeret kapital, hvilket er betydeligt højere end afkastkravet på 4-5 procent. Det medfører betydelige revurderingsgevinster. Argentinske IRSA er

eksponeret mod New York, Argentina og Israel. Det seneste år har virksomheden reduceret eksponeringen mod New York og øget eksponeringen mod Israel via opkøb af et israelsk investeringsselskab, som er under restrukturering. IRSA har været udsat for spekulationer om, hvorvidt de måtte konsolidere gælden i det israelske selskab, som var et konkursbo. Konsolidering eller ej er ikke pointen, men om hvorvidt moderselskabet er ansvarligt for datterselskabets gæld. Vi benyttede muligheden for at øge vores position, da aktiekursen faldt. Aktien steg mere end 100 procent oven på spekulationerne. En medvirkende faktor til dette

skyldes også, at Argentina har bevæget sig i en positiv retning både politisk og økonomisk. Lige nu ser de ud til at kunne forhandle sig ud af landets håbløse gæld.

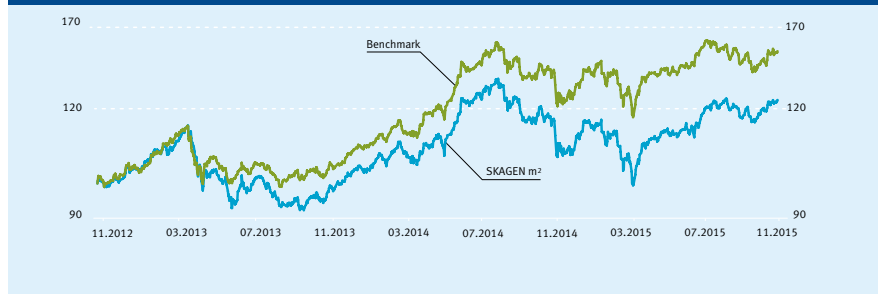
2016 var et år med få tabere, hvor ingen af dem var store. Vores største relative taber var Big Yellow Group, som viste sig ikke at besidde den stabilitet, som mange havde forventet. En stor del af tabet er knyttet til det britiske pund. Mitsui Fudosan faldt oven på skuffende forventninger til Abenomics. Tabet var dog begrænset grundet positionens størrelse.

NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN m² (PR. 30/12 2016)

Selskab	Postens størrelse %	Kurs	P/NAV sidste	Dividend Yield 2016E	EBITDA 2016E/EV
D Carnegie & Co	5,6 %	109	112 %	0 %	3,6 %
SL Green Realty	5,3 %	107,56	75 %	2,6 %	6,4 %
Olav Thon	5,2 %	160	75 %	1,3 %	6,6 %
Inmobiliaria Colonial	5,1 %	6,58	90 %	3,0 %	3,1 %
Catena	5,0 %	128,5	97 %	2,5 %	5,2 %
Mitsui Fudosan	4,8 %	2705	69 %	1,2 %	6,1 %
Deutsche Wohnen	4,6 %	29,84	107 %	2,5 %	3,7 %
Global Logistic Properties	4,6 %	2,2	73 %	3,2 %	3,9 %
CBL Properties	3,9 %	11,5	60 %	9,2 %	9,5 %
Mercialys	3,9 %	19,24	90 %	6,0 %	4,7 %
Vægtet top 10	48,0 %		85 %	2,8%	4,7%
Vægtet top 35	95,0 %			2,9%	5,5%
Referenceindeks				3,8% actual	

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

KURSHISTORIK SKAGEN m²





Skattemæssig modvind

SKAGEN m² har øget eksponeringen mod Norden det seneste år. Det har bidraget positivt til afkastet. Derudover fokuserer vi på virksomheder, som skaber langsigtet værdi. Ejendomsaktiefonde modtager højere udbytte end andre fonde. Det skyldes både virksomhedernes natur, stabile kontantstrømme og det såkaldte REIT skatteregime.

REIT skatteregime blev etableret i USA i 60'erne for at gøre det mere attraktivt for privatpersoner at investere i ejendomme. Skatteregimet betyder, at virksomhederne ikke betaler indtægtsskat, hvis de udbetaler 90 procent af deres skattepligtige overskud i udbytte til investorerne. Skattebetalingen sker dermed hos investoren. En ulempe ved dette er, at mange selskaber, som ønsker at ekspandere, skal finansiere deres vækst via emissioner frem for at tilbageholde optjent kapital. Det betyder, at virksomhederne udbetaler udbytte med den ene hånd for derefter at rejse kapital via emissioner med den anden. Det er ikke en optimal fordeling af kapitalen. Dertil kommer, at virksomhederne betaler omkostninger til mæglere, og investorerne beskattes af udbyttet. For en norskregistreret aktiefond er det derudover en stor ulempe at modtage udbytte fremfor kursstigninger, da norske aktiefonde skal betale skat af udbytter (efter administrationsgebyrer er fratrukket) modtaget af selskaber, som er hjemmehørende uden for EØS.

Men norskregistrerede aktiefonde betaler imidlertid ikke skat af udbytter fra nordiske selskaber, og ifølge EØS-domstolen skal udbytter fra virksomheder til aktiefonde i EØS-området være skattefrie. Forvaltningsselskaberne har kæmpet en hård kamp for at undgå kildeskat i EØS-lande, og det ser nu ud til at lykkes.

Dette skatteregime var gældende for SKAGEN m² indtil i sommer, hvor der kom en ny lovbestemmelse fra de norske skattemyndigheder, som desværre medfører beskatning af udbytter fra europæiske REITs til norske aktiefonde. Det betyder, at vi i SKAGEN m² i endnu større grad vil investere i Non-REITs selskaber i europæiske lande, som ikke opkræver kildeskat i strid med EØS-domstolen. Det vil uanset være fornuftigt, da der ikke er en skattemæssig upside knyttet til den potentielle skattereduktion, når det gælder REITs, da skatten allerede er nul. Ulempen er, at mange lande vil forsøge at udvide deres skattegrundlag.

Når vi ser frem mod 2017 med stigende renter, er det selskaber med lav gæld og inflationsbeskyttede aktiver, der er attraktive. Det gælder særligt ejendomsselskaber, hvor inflationsbeskyttelsen er inkluderet i lejekontrakterne. Selvom rentekomkostningerne stiger, kan man forvente, at dette kompenseres via huslejestigning.

I en kortere periode kan ejendomsaktier falde grundet øgede afkastkrav. Dette til trods er vi fortsat, som langsigtede investorer, positive over for ejendomsaktier, og vi ser ingen grund til, at aktieinvestorer skal agere anderledes, end når de køber fast ejendom – vær langsigtet.

Markedet prisfastsætter det meste på forhånd. Det er derfor vanskeligt at tjene penge på at være smart. Noget som investorer, der solgte af frygt for en Trump-sejr, fik at føle. De fik ret i deres antagelser, men deres investeringsstrategi slog fejl. Lad det være lærepengene. De investorer, som opnår de bedste resultater, er investeret længe og altid.

SKAGEN m² PORTEFØLJEÆNDRINGER 4. KV. 2016 (% AF FORVALTET KAPITAL)

5 største positive bidragydere

Ashford Hospitality Trust	0,90%
Mitsui Fudosan Co	0,90%
Global Logistic Properties	0,81%
Axiare Patrimonio	0,51%
SL Green Realty	0,44%

5 største negative bidragydere

Catena	-0,35%
Mercialys	-0,31%
Deutsche Wohnen	-0,21%
Big Yellow Group	-0,18%
Olav Thon Eiendomsselskap	-0,18%

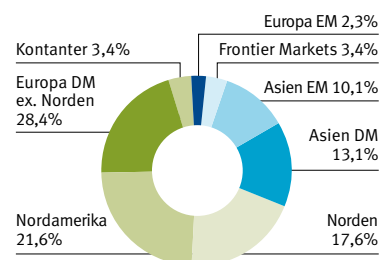
5 største køb

Deutsche Wohnen	1,87%
Catena	1,26%
D Carnegie & Co	1,13%
Beni Stabili	1,08%
General Growth Properties	0,42%

5 største salg

Brandywine Realty Trust	-1,16%
Ashford Hospitality Trust	-0,78%
Emlak	-0,76%
Nomura Real Estate Master Fund	-0,71%
Global Logistic Properties	-0,61%

GEOGRAFISK FORDELING (AFRUNDET)



Værdipapir	Sektor	Antal	Købsværdi NOK *	Markedsværdi NOK *	Urealiseret gevinst/tab *	Procentvis fordeling	Børs
D Carnegie & Co AB	Real Estate Companies incl. REITs	516 251	38 680	53 295	14 614	5,55%	Stockholm
SL Green Realty Corp	Real Estate Companies incl. REITs	54 562	42 821	50 505	7 684	5,26%	New York
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	Real Estate Companies incl. REITs	313 000	41 676	50 080	8 404	5,22%	Oslobørsen
Inmobiliaria Colonial SA	Real Estate Companies incl. REITs	817 580	46 591	48 849	2 258	5,09%	Madrid
Catena AB	Real Estate Companies incl. REITs	395 888	46 552	48 181	1 629	5,02%	Stockholm
Mitsui Fudosan Co Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	233 000	47 403	46 500	-903	4,84%	Tokyo
Deutsche Wohnen AG	Real Estate Companies incl. REITs	163 000	38 178	44 145	5 968	4,60%	Frankfurt
Global Logistic Properties Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	3 337 700	45 715	43 734	-1 981	4,56%	Singapore
CBL & Associates Properties Inc	Real Estate Companies incl. REITs	380 000	46 404	37 608	-8 797	3,92%	New York
Mercialys SA	Real Estate Companies incl. REITs	215 282	34 249	37 603	3 354	3,92%	Paris
Irsa Sa ADR	Real Estate Companies incl. REITs	208 973	22 506	32 965	10 459	3,43%	New York
Columbia Property Trust Inc	Real Estate Companies incl. REITs	149 000	25 483	27 710	2 227	2,89%	New York
Axiare Patrimonio SOCIMI SA	Real Estate Companies incl. REITs	198 943	20 649	24 954	4 305	2,60%	Madrid
Dic Asset AG	Real Estate Companies incl. REITs	300 000	20 376	24 778	4 402	2,58%	Xetra
PS Business Parks Inc	Real Estate Companies incl. REITs	24 000	15 274	24 056	8 781	2,51%	New York
Ashford Hospitality Trust	Real Estate Companies incl. REITs	350 000	22 330	23 373	1 044	2,43%	New York
Big Yellow Group Plc	Real Estate Companies incl. REITs	310 000	27 582	22 603	-4 979	2,35%	London
British Land Co Plc	Real Estate Companies incl. REITs	325 000	21 199	21 761	562	2,27%	London
General Growth Properties Inc	Real Estate Companies incl. REITs	100 000	22 824	21 506	-1 318	2,24%	New York
CA Immobilien Anlagen AG	Real Estate Companies incl. REITs	118 662	16 793	18 810	2 017	1,96%	Wien
SM Prime Holdings Inc	Real Estate Companies incl. REITs	3 811 800	11 039	18 749	7 710	1,95%	Filippinerna
Ashford Hospitality Prime Inc	Real Estate Companies incl. REITs	158 000	15 439	18 560	3 122	1,93%	New York
Melia Hotels International	Real Estate Companies incl. REITs	182 000	16 044	18 303	2 258	1,91%	Madrid
Atrium Ljungberg AB	Real Estate Companies incl. REITs	128 327	13 063	17 295	4 232	1,80%	Stockholm
Shangri-La Asia Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	1 900 000	20 104	17 252	-2 853	1,80%	Hong Kong
Phoenix Mills Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	355 160	13 637	16 903	3 267	1,76%	Indien
Grivalia Properties Reic AE	Real Estate Companies incl. REITs	225 485	15 181	15 676	495	1,63%	Aten
First Real Estate Investment Trust	Real Estate Companies incl. REITs	1 856 811	13 670	13 990	319	1,46%	Singapore
CapitaLand Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	750 000	13 330	13 490	160	1,41%	Singapore
Nomura Real Estate Master Fund Inc	Real Estate Companies incl. REITs	983	10 429	12 822	2 393	1,34%	Tokyo
Beni Stabili SpA	Real Estate Companies incl. REITs	2 282 917	10 232	11 251	1 019	1,17%	Milano
Soho China Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	2 568 500	13 794	10 891	-2 903	1,13%	Hong Kong
Ascendas India Trust	Real Estate Companies incl. REITs	1 780 200	7 454	10 762	3 308	1,12%	Singapore
Keck Seng Investments	Real Estate Companies incl. REITs	1 550 000	11 743	9 635	-2 108	1,00%	Hong Kong
Oberoi Realty Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	214 090	6 591	8 022	1 431	0,84%	Indien
Emlak Konut Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Real Estate Companies incl. REITs	885 000	7 123	6 474	-650	0,67%	Istanbul
Ashford Inc	Real Estate Companies incl. REITs	10 900	7 573	4 047	-3 527	0,42%	New York
Total equity portfolio*			849 730	927 134	77 404	96,58%	
Disposable liquidity				32 829		3,42%	
Total share capital				959 963		100,00%	

* Numbers in 1 000 NOK.

Trumfer fornuften protektionismen?

Den største usikkerhedsfaktor, som vi er vidende om ved indgangen til 2017, er, om præsident Trump vil føre en protektionistisk politik eller ej. Protektionisme kan nemlig lede USA og verden ind i en ny, dyb recession.

Jeg hører ikke til dem, som frygtede, at verden vil gå under økonomisk, hvis Donald Trump blev valgt som præsident i USA. Jeg tog ikke alle hans underfundige valgkampudspil alvorligt, og jeg antog, at han, godt flankeret af sin nærmeste stab, sit kabinet, den amerikanske Kongres og Højesteret, ville ende op med at føre en politik, som ikke afveg markant fra, hvad vi tidligere har set.

Reaktionen efter valget tyder på, at mange deler den opfattelse. Aktiemarkederne udvikler sig positivt i både USA og stort set resten af verden. Det må betyde, at den typiske investor tror på en politik, som må formodes at understøtte virksomhedernes indtjening. Og på nogle politikområder kommer Trump og Kongressen sandsynligvis til at levere en erhvervsvenlig politik. USA har et stort behov for deregulering. Faren er, at Trump erstatter regulering med direktiver. Erfaringerne med, hvad amerikanerne kalder «jawboning»- offentlig pres for at få erhvervsledere til at lystre kommandoerne fra Det Hvide Hus, er ikke gode. Dette blev praktiseret af Herbert Hoover i 1930'erne og af Lyndon B. Johnson i 1960'erne.

Det amerikanske skattesystem er indviklet og ineffektivt. En skattereform med lavere satser kan resultere i øget vækst – og en periode med højere budgetunderskud. For der er meget lidt, der tyder på, at Trump og de folkevalgte nedtrapper væksten i de offentlige udgifter. Meget tyder på et øget offentligt forbrug. Økonomerne er uenige om, hvorvidt øget offentligt forbrug af varer og tjenesteydelse vil få en positiv eller negativ effekt på økonomien. Meget afhænger af, hvad pengene bruges til. Hvis de ekstra dollars går til nyttige investeringer, vil et øget offentligt forbrug få en positiv effekt.

Den store fare er, at valgkampens protektionistiske retorik bliver til virkelighed. Indtil videre har Trumps efterfølgende udnævnelser og udspil været mere protektionistiske, end jeg havde forventet. Det kan diskuteres, hvorvidt han har til hensigt at bygge økonomiske mure omkring USA, eller om han truer med dette, for at andre lande skal sænke

deres barrierer. Hvis det er det sidste, vi ender op med, står vi over for en periode med øget globalisering.

Der er imidlertid grund til at tage det alvorligt, når Trump i lighed med nogle af sine centrale økonomiske rådgivere tror, at den jævne amerikaner vil få et større udbytte af, at landet isoleres lidt mere fra omverdenen økonomisk. Og her kan han desværre gøre meget på egen hånd. Kongressen skal vedtage en ny handelslovgivning for at forhindre Trump i at hæve toldsatserne. I mellemtiden kan andre lande reagere på USA's protektionistiske tiltag.

At protektionisme ikke er vejen til velstand, er så godt forklaret og dokumenteret, at jeg egentlig ikke har noget at tilføje. Men en måde at anskueliggøre frihandelens fordele på er at påpege, at udenrigshandel kun er en produktionsteknologi.

Se på Norge. Hver dag pumpes der store mængder af olie op fra kontinentalsoklen. Økonomisk set er dette bare en smart måde at producere biler, briller og bananer på. Tænk dig, at olien lastes på et skib, som så sendes til ækvator. Ved ækvator sker der noget mystisk, idet olien forvandles til biler, briller og bananer. Skibene vender hjem, varerne læses og sælges til nordmænd, som om olieselskabernes selv havde produceret dem.

Hvis dette havde været tilfældet, ville offshore-produktionen blive anset for at være en del af norsk industri og landbrugsproduktion – og vi nordmænd kunne have brystet os af, hvor gode vi var til at producere alverdens eksotiske varer på egen hånd.

Det, der faktisk sker, er et varebytte med udlændinge, som involverer eksport og import, hvilket er økonomisk irrelevant. Pointen er, at vi kan skaffe os bedre og billigere biler ved at producere dem ved hjælp af olie frem for via norske industriarbejdspladser.

Protektionisme betyder en dårligere produktionsteknologi. At "beskytte" amerikanere mod rimelige kinesiske og mexicanske varer er som at forbyde Boeing og GM at benytte IT i deres produktionshaller. Produktionsomkostningerne ville stige markant, og

værdiskabelsen ville være meget lavere, end den ellers kunne være.

Et argument imod frihandel, som bruges stadig oftere, er, at selv om det giver et generelt løft til velstanden, vil der altid være nogen, der taber på, at de bliver udkonkurreret af udlændinge. Selvfølgelig, og det er netop det forhold, som forklarer, hvorfor protektionistiske idéer altid i visse kredse kan vinde gehør. Men hvorfor skal vi fælde tårer over kapitalejere, som må indkassere et tab, eller over arbejdere, som må finde sig et nyt job? Det er essensen i kapitalismen, at velstandsudviklingen drives af ressourcebesparende innovation. Alternativet er en økonomi, som står stille på stedet. Og det er jo ikke det, som de fleste ønsker.

Der er ingen grund til at skelne mellem handel internt i et land og handel mellem lande. Lyse, som leverer Altibox-fiberbredbånd, kostede min nabo hans videoforretning. Skulle Altibox aldrig have set dagens lys, eller burde min nabo kompenseres? Nu tjener han penge på en bowlinghal. Én grund til, at folk fra min landsby har råd til at bowle mere end tidligere, er, at de nu kan skaffe sig adgang til film billigere fra Lyse.

Trump, som er blevet milliardær på handel og vandel i ind- og udland, burde forstå, at arbejdsdeling, specialisering og fri udveksling af varer og tjenesteydelse er det, der tjener den jævne amerikaner bedst. Det er trist, hvis global økonomi bevæger sig ind i en ny recession, fordi Trump og hans rådgivere ikke gider at sætte sig ind i Adam Smith og David Ricardos teorier. Præsidenten bør læse uddrag af deres bøger, næste gang han besøger sit golfsted i deres skotske hjemland.



– Torgeir Høien
Porteføljeformaler SKAGEN Tellus



SKAGEN Tellus

Åbner døren til globale renter

- › Tror på rentestigning i USA og Japan
- › Peru, USA, Chile, Kroatien og Grækenland bidrog mest til absolut afkast
- › Godt betalt for lav rentefølsomhed

1	2	3	RISIKO	5	6	7
Fondens startdato	29. september 2006					
Akk. afkast siden start	70,60 %					
Forvaltningskapital	860 mio. DKK					
Antal kendte investorer	2.680					

AFKAST	KV4 16*	12 M*
SKAGEN Tellus	1,62 %	5,36 %
JP Morgan GBI Broad Index Unhedged	-2,51 %	4,06 %

* Pr. 30. december 2016.



PORTEFØLJEFORVALTERE

Jane Tvedt, Torgeir Høien og Sondre Solvoll Bakketun

Interiør. Brændums anneks. Ca. 1920. Af Anna Ancher. Maleriet er manipuleret og tilhører Skagens Kunstmuseer.

Året med de forfejlede meningsmålinger

2016 var året, hvor vi stoppede med at stole på meningsmålingerne.

SKAGEN Tellus havde et afkast på 5,36 procent i 2016 mod indekset, som steg 4,06 procent. SKAGEN Tellus' referencevaluta er EUR, hvor afkastet var 5,7 procent mod 4,4 procent for indekset.

I juni blev vi taget på sengen af briternes ja til at forlade EU. I november var chokket mindst lige så stort, da Donald Trump vandt præsidentvalget i USA. Finansmarkedernes reaktioner på disse begivenheder var næsten lige så overraskende. Markedsuroen efter Brexit-afstemningen varede knap et par dage, alt imens Trumps sejr medførte en stigning i renterne og en stærkere dollar. Stik imod, hvad de fleste havde forventet.

I 2016 har fonden været investeret baseret på vores holdning om, at de lange renter i USA, Japan og Centraleuropa ville forblive på nuværende niveau eller stige. Derudover tog vi rentevarighed i lande, hvor der var god sandsynlighed for fald i kreditpræmierne fremover, som i Kroatien, Grækenland og Portugal. Eller i lande som Peru og Chile, hvor den effektive rente fortsat er attraktiv. Vores investeringer i USA, Norge, Canada og Storbritannien har lav renterisiko og er baseret på antagelsen om, at valutaen vil blive styrket.

Det var investeringerne i Peru, USA, Chile, Kroatien og Grækenland, der bidrog mest til afkastet i 2016. Disse investeringer bidrog med 4 procentpoint i EUR. I Peru og Chile bidrog både rentefald og stærkere valuta til afkastet. I USA var det en stærkere dollar, som gav udslag, mens fald i de lange renter gav kursgevinst på investeringerne i Kroatien og Grækenland.

Frygten for, at Trumps protektionistiske retorik er mere end blot ord, har medført en kraftig svækkelse af den mexicanske peso. Det bidrog til et negativt afkast på vores mexicanske investering. I Portugal betød en svagere økonomi og mindre fokus på reformer hos den nye regering stigende renter og medførte et lille tab på investeringen.

Vores holdning til de lange renter har ført til, at vi i hele 2016 har haft en forholdsvis lav rentevarighed i forhold til indekset med henholdsvis 3,9 år mod 7,7 år i gennemsnit over året. Derudover har vi hele året været undervægtet i Japan. Faldet i de lange renter samt den stærkere yen betød, at fonden ikke kunne følge med indekset i første halvår. I sidste halvår, og særligt efter Trumps valgsejr, fik vi betaling for den lavere rentefølsomhed eftersom vi fik en kraftig stigning i de lange renter. En svækkelse i yennen bidrog også til, at fonden i andet halvår havde et merafkast på 5 procentpoint i forhold til indekset.

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	01.03.2018	1,25	8 000	49 891	646,05	213	51 684	51 897	1 793	4,94%
Chilean Government	05.08.2020	5,50	4 410 000	54 659	1,35	1 257	59 557	60 814	4 898	5,79%
Dominican Republic	10.05.2024	11,50	150 000	28 449	19,65	443	29 473	29 916	1 024	2,85%
Croatia Government Int Bond	30.05.2022	3,87	8 300	74 798	978,68	1 711	81 231	82 942	6 433	7,90%
Hellenic Republic Government	24.02.2035	3,00	9 000	53 134	589,92	2 076	53 093	55 169	-41	5,25%
Portugese Government	15.10.2025	2,87	7 000	66 651	862,66	380	60 386	60 767	-6 265	5,79%
Slovenia Government	30.03.2026	5,12	3 500	41 766	1 252,46	1 227	43 836	45 063	2 070	4,29%
Spanish Government	30.04.2025	1,60	6 000	55 241	939,47	582	56 368	56 950	1 127	5,42%
UK Government	23.01.2017	1,75	5 000	54 509	1 064,61	407	53 230	53 638	-1 278	5,11%
UK Government	07.09.2017	1,00	5 000	54 636	1 070,84	167	53 542	53 709	-1 094	5,12%
European Bank Recon & Dev	19.03.2018	5,75	200 000	25 846	12,68	1 143	25 352	26 495	-494	2,52%
Mexican Government	15.06.2017	5,00	120 000	50 145	41,60	105	49 919	50 024	-226	4,76%
Norwegian Government	19.05.2017	4,25	80 000	83 898	101,39	2 096	81 112	83 207	-2 786	7,93%
New Zealand Government	17.04.2023	5,50	8 000	54 358	687,54	551	55 003	55 554	645	5,29%
Peruvian Government	12.08.2037	6,90	25 000	59 712	257,04	1 684	64 260	65 944	4 549	6,28%
Lithuanian Government	01.02.2022	6,62	2 000	15 480	1 000,43	472	20 009	20 481	4 528	1,95%
US Government	31.03.2017	0,50	10 000	85 616	860,55	108	86 055	86 163	439	8,21%
US Government	30.06.2017	0,62	10 800	88 468	860,53	289	92 938	93 227	4 470	8,88%
Total Bond Portfolio				997 258		14 911	1 017 049	1 031 960	19 791	98,29%
Disposable liquidity				17 897			17 972	17 972	74	1,71%
TOTAL				1 015 155		14 911	1 035 020	1 049 931	19 865	100,00%

Key numbers

Effective yield 4,59% Duration* 3,73

* 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



SKAGEN Credit EUR

De bedste virksomhedsobligationer
fra den globale frugthave

- › 2016 bekræftede, at fondens mandat betaler sig
- › Glencore var bedste bidragyder i fonden
- › Lavere kreditspænd betyder, at det nu er vigtigere end nogensinde før at udvælge de rigtige virksomhedsobligationer

	1	2	RISIKO	4	5	6	7
Fondens startdato	30. maj 2014						
Akk. afkast siden start	1,22 %						
Forvaltningskapital	101 mio. DKK						
Antal kendte investorer	638						
AFKAST	KV4 16*	12 M*					
SKAGEN Credit	0,92 %	6,56 %					
3 Month EURIBOR	-0,23 %	-0,62 %					

* Pr. 30. december 2016.



PORTEFØLJEFORVALTERE

Ola Sjöstrand og Tomas
Nordbø Middlethon

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

Fondens mandat giver pote

2016 var et godt år for SKAGEN Credit, idet fonden leverede et afkast på 6,56 procent imod et tab på 0,62 procent for benchmark-indekset. Afkastet var imidlertid ikke det eneste, vi glædede os over.

Det forgangne år bekræftede nemlig også, at fondens mandat lønner sig; afkast og udsving i markedet blev skabt på baggrund af ændringer i kreditspændene – intet andet. 2016 kom dramatisk fra start. Næsten samtlige high-yield- og vækstmarkedsobligationer faldt betydeligt i årets første 6 uger. Udviklingen vendte dog hurtigt, og i løbet af en måned blev tabene indhentet.

I løbet af den korte periode bevægede samtlige obligationer sig mere eller mindre i takt med markedet, uanset deres kreditvurdering. Det samme gjorde sig gældende for vores positioner, som havde tabt 4 procent, da markedet nåede bunden.

Siden midt marts har fonden udviklet sig stabilt. Uroen omkring Brexit varede kun nogle få uger. I kølvandet på den uventede sejr til Trump, steg renterne i USA. Eftersom mange virksomhedsobligationer rundt omkring i verden er udstedt i USD, faldt kursen på en lang række obligationer i slutningen af året. Omkring 40 procent af vores portefølje er denomineret i USD, men fordi renteswaps reducerer porteføljens renterisiko, blev fondens resultat ikke påvirket af kursfaldene.

Overreaktion i markedet

Det multinationale engelsk-schweiziske råvarehandel- og mineselskab, Glencore, leverede klart det største positive bidrag til fondens afkast. Selskabet løb ind i problemer i 2015 primært som følge af et fald i råvarepriserne. Selskabets kreditvurdering kom under pres, og kursen på Glencores udestående obligationer faldt kraftigt. Glencore handlede hurtigt og beslutsomt og implementerede adskillige tiltag for at bevare selskabets kreditvurdering. De overbeviste os i høj grad om, og vi købte yderligere op i selskabet henover året. Ved indgangen til 2017 er situationen i Glencore normaliseret. Det er et godt eksempel på, hvordan markedet kan overreagere.

Petrobras leverede også et betydeligt bidrag til fondens positive resultat. Selskabet foretog et kæmpe comeback i 2016 og demonstrerede sin evne til at fremskaffe kapital selv i hårde tider. Situationen i Petrobras er i meget høj grad forbundet med Brasilien som helhed, og der er stadig lang vej igen her.

Vigtigheden af at udvælge de rigtige obligationer

De globale kreditspænd på virksomhedsobligationer er nu på et niveau, der ligger under det femårige gennemsnit, og de er ikke så attraktive, som de var for et år siden. Det er derfor ikke sandsynligt at afkastet på virksomhedsobligationer i 2017 bliver lige så højt som i 2016. De lavere spænd betyder ikke nødvendigvis, at man skal afholde sig fra at investere i virksomhedsobligationer. Der kan stadig findes en lang række obligationer med en attraktiv prisfastsættelse. I en kontekst med generelt lave kreditspænd, er det endnu vigtigere at udvælge de rigtige virksomhedsobligationer fremfor blot at investere i et indeks.

I løbet af de sidste måneder af 2016, var der flere positioner, som nåede niveauer, hvor risikoen ikke længere kunne opvejes af det forventede afkast. Vi solgte derfor nogle af vores positioner helt fra og justerede andre positioner, således at fonden nu samlet set har et lavere risikoniveau. Provenuet har vi investeret i obligationer med en kort løbetid, høj kreditvurdering samt solid likviditet. Når situationen ændrer sig, og muligheden opstår, vil vi ikke betænke os på igen at forøge risikoen i porteføljen.

SKAGEN CREDIT EUR	Number of units	Market value EUR	%
SKAGEN Credit	638	13.444	99,32
Liquidity		91	0,68
Total share capital		13.536	100,00

Degree of currency hedging 95,71%, Share of SKAGEN Credit 36,11%
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	8.415	2,51
Petrobras Global Finance BV	USD	01.03.2018	600	5,88	5.407	1,61
Petrobras Global Finance BV	USD	20.01.2020	300	5,75	2.678	0,80
Seadrill Ltd	USD	15.09.2017	300	6,13	1.369	0,41
Total Energy					17.869	5,34
Glencore Canada Financial Corp	GBP	27.05.2020	500	7,38	6.194	2,15
Glencore Funding LLC	USD	29.04.2019	500	3,13	4.073	1,41
Total Raw Materials					18.556	5,54
DSV A/S	DKK	18.03.2022	8.000	-	10.058	3,00
Schaeffler Finance BV	USD	15.05.2023	1.100	4,75	9.820	2,93
Tallink Group AS	NOK	18.10.2018	6.000	6,11	6.337	1,89
Heathrow Funding Ltd	GBP	10.09.2018	500	6,25	5.877	1,76
Color Group AS	NOK	18.09.2019	5.000	6,40	5.247	1,57
Heathrow Funding Ltd	GBP	20.03.2020	300	6,00	3.797	1,13
Bombardier Inc	USD	16.03.2020	400	7,75	3.695	1,10
Bombardier Inc	USD	14.10.2022	200	6,00	1.667	0,50
Total Industrials					46.499	13,88
Jaguar Land Rover Automotive Plc	GBP	01.03.2023	1.000	3,88	11.132	3,32
Best Buy Co Inc	USD	15.03.2021	900	5,50	8.624	2,58
Samvardhana Motherson Automotive	EUR	15.07.2021	600	4,13	5.713	1,71
Fiat Finance & Trade SA	EUR	15.03.2018	400	6,63	4.081	1,22
Samvardhana Motherson Automotive	USD	16.12.2021	400	4,88	3.464	1,03
Fiat Chrysler Finance Europe	EUR	22.03.2021	300	4,75	3.105	0,93
Volvo Car AB	SEK	07.03.2022	3.000	2,50	2.885	0,86
Total Consumer discretionary					39.003	11,65
JBS Investments GmbH	USD	28.10.2020	1.100	7,75	10.206	3,05
Cosan	USD	14.03.2023	1.200	5,00	10.071	3,01
Safeway Ltd	GBP	10.01.2017	400	6,00	4.506	1,35
Lennar Corp	USD	17.06.2019	500	4,50	4.477	1,34
Total Consumer staples					29.260	8,74
Sparebank 1 Telemark	NOK	15.06.2017	15.000	1,55	15.012	4,48
Länsförsäkringar Bank AB	SEK	27.04.2026	9.000	1,84	8.771	2,62
Sparebank 1 Nord-Norge	NOK	26.05.2017	7.000	1,47	7.010	2,09
Bank of Baroda	USD	23.07.2019	750	4,88	6.922	2,07
Danske Bank AS	GBP	29.09.2021	600	5,38	6.811	2,03
Turkiye Halk Bankasi AS	USD	13.07.2021	800	5,00	6.607	1,97
Standard Chartered PLC	EUR	23.11.2022	600	3,63	5.844	1,75
Standard Chartered Bank	GBP	03.04.2018	200	7,75	2.417	0,72
Banco Est Rio Grande Sul	USD	02.02.2022	250	7,38	2.024	0,60
Total Financials					61.419	18,34
Rollta Americas LLC	USD	24.07.2019	400	-	766	0,23
Total IT					766	0,23
VimpelCom Holdings BV	USD	01.03.2022	850	7,50	8.325	2,49
Bharti Airtel International	USD	20.05.2024	700	5,35	6.352	1,90
Bharti Airtel International	EUR	20.05.2021	500	3,38	5.006	1,49
Frontier Communications Corp	USD	15.09.2022	300	10,50	2.806	0,84
Total Telecom					22.489	6,72
BKK AS	NOK	22.05.2020	16.000	1,78	16.012	4,78
EDP Finance BV	USD	01.10.2019	1.600	4,90	14.608	4,36
Agder Energi AS	NOK	04.04.2018	10.000	2,15	10.106	3,02
EDP Finance BV	USD	14.01.2021	200	5,25	1.867	0,56
Total Utilities					42.593	12,72
Entra ASA	NOK	10.04.2017	10.000	2,38	10.073	3,01
American Tower Corp	USD	15.02.2019	300	3,40	2.672	0,80
Total Real estate					12.746	3,81
TOTAL SECURITIES PORTFOLIO					291.201	86,97
IRS EUR 20180620	EUR	20.06.2018	3.000		-366	-0,11
IRS EUR 20210511	EUR	11.05.2021	600		-164	-0,04
IRS GBP 20180129	GBP	29.01.2018	1.200		-252	-0,08
IRS GBP 20230523	GBP	23.05.2023	400		-71	-0,02
IRS USD 20180620	USD	20.06.2018	3.500		-68	-0,02
IRS USD 20190820	USD	20.08.2019	2.000		-147	-0,04
IRS USD 20210622	USD	22.06.2021	1.000		-12	-
IRS USD 20220927	USD	27.09.2022	1.500		484	0,15
IRS USD 20230905	USD	05.09.2023	1.000		387	0,11
Derivatives					-209	-0,05
Liquidity					43.897	13,11
Total share capital					334.889	100,00

Afkast, risiko og risikojusteret afkast

Afkast*

Pr. 30.12.2016	NAV Seneste år	NAV Seneste 2 år	NAV Seneste 5 år	NAV Seneste 7 år	NAV Seneste 10 år	NAV Levetid
SKAGEN Vekst A	10,4%	5,9%	8,6%	5,9%	3,1%	13,5%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	5,7%	9,0%	12,4%	10,7%	5,4%	9,7%
SKAGEN Global A	4,4%	6,7%	10,3%	9,6%	5,8%	14,2%
MSCI World AC	10,7%	9,8%	14,0%	12,1%	5,5%	4,4%
SKAGEN Kon-Tiki A	12,5%	2,4%	4,8%	5,1%	6,0%	13,1%
MSCI Emerging Markets	14,2%	4,1%	5,6%	5,0%	4,1%	7,5%
SKAGEN m2 A	10,7%	5,8%				6,8%
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	6,8%	8,5%				11,0%
SKAGEN Focus A	17,8%					-0,2%
MSCI World AC	10,7%					1,8%
SKAGEN Avkastning	8,68%	1,83%	0,53%	2,13%	2,36%	4,83%
Statsobligasjonsind. 3.00	6,05%	0,89%	-1,13%	1,64%	2,67%	4,73%
SKAGEN Tellus A	5,36%	2,26%	5,20%	5,94%	5,35%	5,35%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR	4,06%	6,16%	3,29%	5,26%	5,32%	4,95%
SKAGEN Credit EUR A	6,56%	1,96%				0,47%
3 Month EURIBOR	-0,62%	-0,23%				-0,22%

Risiko og præstationsmåling

Pr. 30.12.2016	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	0,07
Tracking Error	0,06	0,05	0,05	0,02	0,06
Beta	0,98	1,14	1,00	1,07	0,54
VALUE AT RISK 5 ÅR					
Alfa	-0,03	-0,05	-0,01	0,02	0,03
Sharpe Arithmetic	0,65	0,77	0,33	0,08	0,86
Sharpe Ratio Benchmark	1,02	1,25	0,40	-0,15	0,45
Information Ratio Arithmetic	-0,55	-0,67	-0,15	0,86	0,33
Pr. 30.12.2016	SKAGEN Vekst	SKAGEN Global	SKAGEN Kon-Tiki	SKAGEN Focus	SKAGEN m ²
Active Share	90%	92%	92%	98%	94%

*Alle afkasttal over 12 måneder er annualiseret.

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

Benchmarkindeks for SKAGEN Kon-Tiki var MSCI World Index (Daily Traded Net Total Return) indtil 2004. Siden da MSCI Emerging Markets Index (Daily Traded Net Total Return). Afkastdata for benchmarket til SKAGEN Kon-Tiki er derfor en kombination af disse to 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. Forvaltnings-selskabet bag fondene blev grundlagt i 1993 i Stavanger, Norge. SKAGEN Fondene åbnede kontor i Danmark i december 2006.

SKAGEN i Danmark

Kundeservice er åben mandag til fredag klokken 9-17.

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

Hovedkontor

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

Redaktion:




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

Design: Werdsemd

Grafisk produktion: Rosendahls A/S

Forside: *Fiskere trækker vod på Skagen Sønderstrand, 1882. Af P.S. Krøyer. Maleriet er manipuleret og tilhører Skagens Kunstmuseer.*

 /company/skagenfondene
 /skagenfondenedk
 /skagentvdanmark
 /skagenfondenedk

 Hjemmemarked
 Internationalt marked
 Markedsføringstilladelse



SKAGEN
fondene