

MARKEDSRAPPORT

# SKAGEN



**TÅLMODIGHED BETALER SIG**  
Det lysner i de nye markeder og valueaktier er på vej tilbage

# Begyndelsen på et spændende år

På trods af, at 2017 kun lige er begyndt, har året allerede gjort sig fortjent til en særlig plads i historiebøgerne.

Vi vidste på forhånd, at Donald Trump, Theresa May, Vladimir Putin og andre markante politiske ledere ville præge begivenhederne. Alligevel har den amerikanske præsidents evne til at rode sig ud i problemer vist sig at være større end først antaget. Præsidentens manglende greb om det republikanske parti førte blandt andet til, at de varslede ændringer i Obamacare ikke blev gennemført. Realiteterne har også ramt Storbritannien, efter at statsminister Theresa May aktiverede Artikel 50 og dermed påbegyndte den historiske proces med at melde øriget ud af EU. Dertil venter de afgørende valg i Tyskland og Italien i løbet af året. Resultaterne af disse og ovenstående begivenheder kan give genklang langt ind i 2017 og fremover.

Derudover vil første kvartal i 2017 også blive husket som året, hvor den globale økonomi gik ind i sit ottende år med stigende aktiekurser. Spørgsmålet, vi ofte modtager, er derfor; hvor længe kan det fortsætte?

De fleste indikatorer peger stadig på et stærkt økonomisk fundament i verdensøkonomien med plads til fortsat positiv udvikling. Ledigheden falder, optimismen og forbruget stiger. På den anden side går vi en usikker tid i møde rent geopolitisk, hvilket vi ved, at markederne kan reagere voldsomt på. Samtidig befinder værdifastsættelsen sig i flere markeder på rekordhøje niveauer. Eksempelvis brød Dow Jones Industrial-indekset igennem 21.000 i marts måned med en hastighed, der ikke er set siden 1999. Amerikanske selskaber er blevet væsentligt dyrere under Donald Trump. Det er vigtigere end nogensinde før med en grundig analyse af de underliggende værdier i selskaberne, hvis du vil

optimere sandsynligheden for, at det er substans og ikke luft, der ligger til grund for kurserne i dine investeringer.

Man kunne foranlediges til at tro, at den store geopolitiske usikkerhed ville påvirke markederne og vores fonde negativt. Men den gode udvikling ser ud til at fortsætte med støt stigende markeder og all-time-high aktiekurser. Den solide fremgang gælder også vores fonde, der fortsætter den gode udvikling fra sidste år, både absolut og relativt, ind i årets første kvartal. På 12 måneders sigt er syv ud af vores otte fonde i Danmark foran sit respektive indeks. Det er positivt at se, hvordan valueaktierne ser ud til at have fået momentum, ligesom de nye markeder klarer sig bedre end de udviklede markeder i endnu et kvartal.

Jeg forstår udmærket behovet for et klart bud på fremtiden. I virkeligheden er det dog ikke et spørgsmål, vi beskæftiger os særlig meget med hos SKAGEN Fondene. Det vigtigste for forvalterne i SKAGEN er at positionere fondene bedst muligt, uanset om markedet skal op eller ned. Det gør vi ved at udvælge de selskaber, hvor potentialet i selskaberne er attraktivt i forhold til prisen. Et princip, som ser ud til at være afgørende i den tid, vi står overfor.



– Jens Elkjær  
Adm. direktør i Danmark



Fotos: Bloomberg

22

Italiens næststørste bank, Unicredit, er et nyt selskab i SKAGEN Focus.



Fotos: Bloomberg

10

Naspers kom stærkt igen i første kvartal. Aktiekursen afspejler alene resultatet fra selskabets 34 procents ejerandel i kinesiske Tencent (på billedet), hvilket kom SKAGEN Kon-Tiki til gode i kvartalet.



Fotos: Bloomberg

10 + 14 + 22

Syd Koreas største bilproducent havde et godt første kvartal og forvalterne i SKAGEN Kon-Tiki, SKAGEN Global og SKAGEN Focus har store forventninger til aktien i 2017.

## LEDER

Begyndelsen på et spændende år  
Jens Elkjær

> 2

## PORTEFØLJEFORVALT- TERNES BERETNING

### INDLEDNING

Stærke aktiemarkeder  
i første kvartal  
Alexandra Morris

> 5

## AKTIEFONDE

SKAGEN Kon-Tiki  
Tålmodighed blev  
omskiftet belønnet

> 10

SKAGEN Global  
Hold fokus

> 14

SKAGEN Vækst  
Frygten gav sig

> 18

SKAGEN Focus  
Aktiemarkederne forcerer  
en mur af bekymring

> 22

SKAGEN m<sup>2</sup>  
Vækstmarkederne  
løftede porteføljen

> 26

## OBLIGATIONSFONDE

Makrokommentar  
Trump mod udviklingen

> 30

SKAGEN Tellus  
Trump-euforien  
på tilbagetog

> 31

SKAGEN Credit EUR  
Godt afkast trods  
lavere risiko

> 33

## 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.

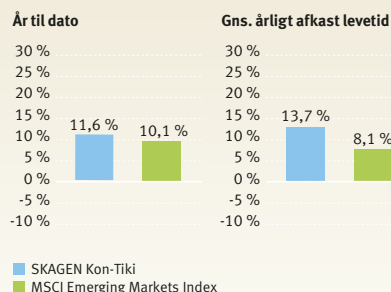
# Udvikling

Tallene på denne side er opgjort den 31. marts 2017.  
Alle afkasttal er vedrørende andelsklasse A og opgjort i DKK.

Aktiefond    Obligationsfond

## SKAGEN KON-TIKI

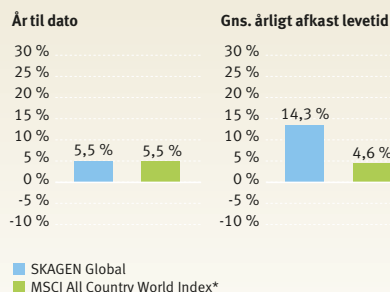
**Forvalter:** Knut Harald Nilsson  
**Start:** 5. april 2002



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

## SKAGEN GLOBAL

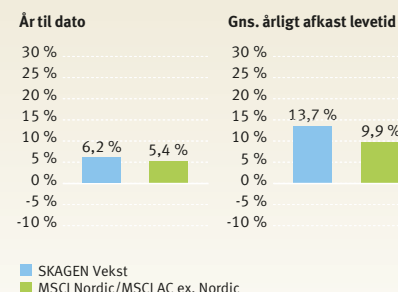
**Forvalter:** Knut Gezelius  
**Start:** 7. august 1997



\* Før 1.1.2010 var indeks MSCI World (NOK)

## SKAGEN VEKST

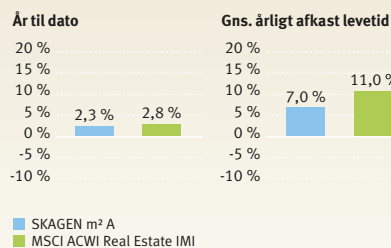
**Forvalter:** Geir Tjetland  
**Start:** 1. december 1993



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

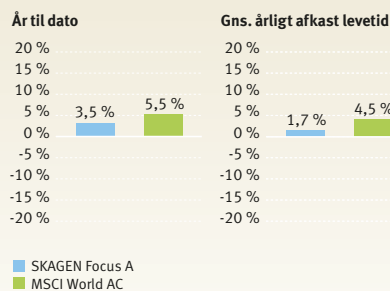
## SKAGEN m<sup>2</sup>

**Forvalter:** Michael Gobitschek  
**Start:** 31. oktober 2012



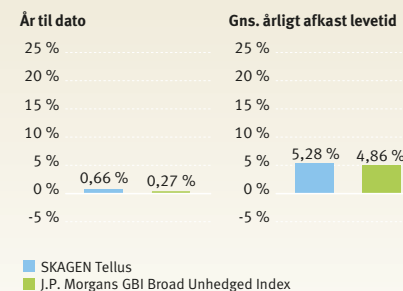
## SKAGEN Focus

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



## SKAGEN TELLUS

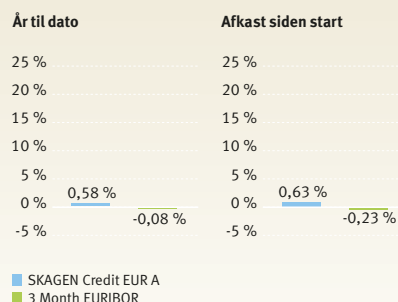
**Forvalter:** Jane Tvedt  
**Start:** 29. september 2006



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



Foto: Bloomberg



**Hyundai Motors blev omsider vækket til live igen** i første kvartal. Med hensyn til aktiens kurspotentialer, vurderer vi, at Hyundai vil brage derudaf på alle cylindre i resten af 2017.

Foto: Bloomberg



**Korea er et vigtigt land for SKAGEN.** Der forventes vigtige reformer efter valget i maj.



**Op eller ned?** Nogle mener, at tiden er moden for en korrektion. Andre, at der er grobund for yderligere overskud i fremtiden.

## Porteføljeforvalternes beretning

# Introduktion

- › Første kvartal var godt i både de nye markeder og de udviklede markeder, hvor kun energisektoren leverede negativt.
- › Aktiefondene kunne ved udgangen af kvartalet fremvise afkast på mellem 2,3 procent og 11,6 procent.
- › Specielt to temaer, som har optaget os igennem årets første tre måneder.
  - › Udviklingen på aktiemarkedet fremover.
  - › Vækstmarkedsreformerne – med særligt fokus på Korea.
- › Husk vores vigtigste regel om opsparring og investering; det lønner sig altid at være langsigtet investor.

# Stærke aktiemarkeder i første kvartal

Første kvartal var et meget stærkt kvartal, både på de udviklede og de nye markeder. Samtlige af vores aktie- og obligationsfonde leverede solide afkast i det forgangne kvartal. Aktiefondene kunne ved udgangen af kvartalet fremvise afkast på mellem 2,3 procent (SKAGEN M2) og 11,6 procent (SKAGEN Kon-Tiki).

– Alexandra Morris  
Investeringsdirektør

Ser vi på udviklingen inden for de enkelte sektorer, var det alene energisektoren, som leverede et negativt afkast for perioden – og dette på de udviklede markeder. Udviklingen påvirkede den norske børs, som ikke bevægede sig ud af stedet.

På baggrund af den gode opstart på året er det værd at gøre sig nogle tanker om udviklingen fremadrettet. Der er specielt to temaer, som har optaget os igennem årets første tre måneder. Det første er selvfølgelig udviklingen på aktiemarkedet fremover. Det andet tema er vækstmarkedsreformerne – med særligt fokus på Korea.

## Op - eller ned?

For at begynde med det første punkt, må vi indrømme, at det er et vanskeligt tema. Sandheden er, at ingen ved, hvordan aktiemarkedet vil udvikle sig på kort sigt, ikke engang porteføljeforvaltere med mangeårig erfaring.

I skrivende stund strides eksperterne. Nogle mener, at otte år med mere eller min-

dre uafbrudt opgang siden finanskrisen er længe nok, og at tiden er moden til en korrektion. Andre peger på, at den underliggende vækst i verdensøkonomien er stærk – noget som giver grobund for yderligere fremgang i den kommende tid.

Vi kan faktisk komme med flere argumenter for begge syn – både i opadgående og nedadgående retning.

## Hvad kan få markedet til at falde tilbage?

1. Det amerikanske aktiemarked er næsten steget lineært siden bunden i 2009. Det er det næstlængste uafbrudte opsving nogensinde. Markedet er modent til en korrektion.

2. Aktiemarkedet er steget mere end virksomhedernes indtjening. Aktierne er dermed steget målt på nøgletallet kurs/resultat pr. aktie (EPS). Det amerikanske marked har ikke været så højt prisfastsat siden IT-boblen omkring årtusindeskiftet.

3. «Alle» har positive forventninger til markedet. Den amerikanske volatilitetsin-

dikator, VIX, også kaldet «Frygt-indekset», har aldrig været så lavt igennem så lang en periode. Med sådanne lave niveauer skal der meget lidt til. Den mindste negative nyhed og alle løber mod døren og vil sælge ud af deres aktiebeholdning.

4. Den politiske situation er betændt mange steder i verden, og usikkerheden breder sig. I Korea sidder den nyligt afsatte præsident i fængsel, og landet venter på et nyvalg i den kommende måned. I Europa giver Brexit og valget i Frankrig anledning til uro. Valget i Tyrkiet og Iran bidrager også til usikkerheden. Og sidst, men ikke mindst, hvad agter Trump at gøre?

## Hvad kan så få aktiemarkedet til at stige yderligere?

1. Selv om summen af alle børsnoterede selskaber i verdensindekset når nye højder, er gennemsnittet af selskabernes værdi fortsat 26 procent mindre, end da selskabernes kurser lå på deres højeste niveauer. Der er derfor mange selskaber,



som ikke har deltaget i det brede opsving, og som derfor kan bidrage til, at aktiemarkedet når nye højder. Aktiemarkedet er altså et paradys for aktive forvaltere, som fokuserer på aktieudvælgelse af enkelt-selskaber.

2. De fleste økonomiske indikatorer viser en stærk underliggende udvikling. Arbejdsløsheden falder, optimismen stiger, og det gør forbruget også. Det er derfor forventeligt, at selskabernes indtjening vil stige og igen indhente aktiekurserne. Aktierne er derfor ikke så dyre, som de umiddelbart ser ud til.

3. Det lave frygtindeks er tegn på, at verdensøkonomien har genvundet sit momentum. Både vækstmarkederne og de udviklede markeder er stærke.

4. Og politikken? Er der nogen, der vil påstå, at der ikke har været usikkerhed på den politiske scene rundt om i verden? Eurokrisen, invasionen på Krim-halvøen, Kim Jong-Uns kontinuerlige prøvesprængninger i Nordkorea ...

Konklusionen er, at ingen ved noget om, hvad der vil ske på den korte bane. På lang sigt viser historien derimod, at markedet skal stige yderligere, hvad enten vi vil opleve en korrektion i nær fremtid eller ej.

#### **Investeringspsykologi**

Vi har forståelse for investorenes ønske om at gå efter de bedste fonde eller om at forsøge at undgå de dårligste dage på aktiemarkedet - noget som ofte er værre følelsesmæssigt end ikke at være med på de bedste dage.

Udfordringen er, at de dårligste dage ofte kommer samlet og er mindst lige så vanskelige at forudse som de bedste dage. Men husk, at eftersom det næsten er en helt umulig opgave at spå om, hvornår de gode dage indfinder sig, så lønner det sig på sigt at holde fast i sin aktiebeholdning og således undlade at omlægge sin portefølje alt for ofte.

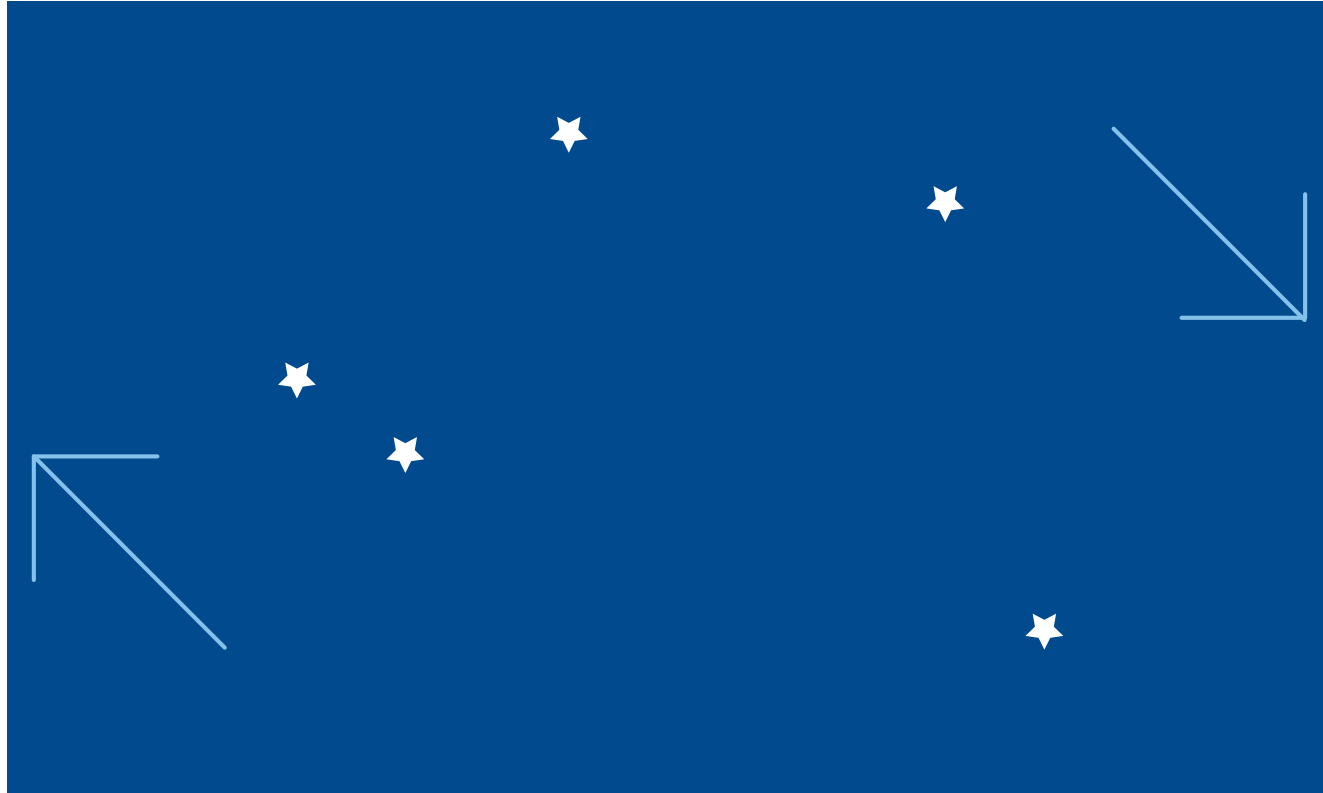
Det er derfor vigtigt ikke at lade frygt eller grådighed tage overhånd. Ved at give

efter for trangen til at søge over i de fonde, som har givet de største afkast på det allerseneste, eller at forsøge at ramme top og bund, kan tidspunktet for investeringerne blive påvirket og mindre optimalt. Resultatet kan blive et dårligere afkast end det, en fond har leveret over tid. Eksempelvis er SKAGEN Vekst siden 1993 steget med 1.706 procent målt i danske kroner - et formidabelt afkast, som kunne være blevet meget lavere i tilfælde af hyppige omlægninger og dårlig timing.

Og husk vores vigtigste regel om opsparring; det lønner sig altid at være langsigtet investor, og mange kortsigtede handler kan reducere det langsigtede afkast for dig som investor.

#### **Vækstmarkedsreformer og Korea**

Så vender vi os imod det sidste af temaerne, som har optaget os i første kvartal. Det er et tema, som vi mener, vil kunne bidrage til at give vores investorer store gevinster fremover.



Nøgleordet er reformer. Vækstmarkederne byder på mange spændende investeringsmuligheder, og værdifastsættelserne er fortsat lave sammenlignet med de udviklede markeder efter flere år med faldende indtjening som følge af høj omkostningsinflation og lavere efterspørgsel. Nu er omkostningerne i selskaberne på vej ned, efterspørgslen er på vej op, og dette er samlet set meget positivt for selskaberne. Ved indgangen til 2017 sagde vi, at vi troede indeværende år ville blive et godt år for vækstmarkederne. Foreløbig holder dette stik.

I kombination med den generelle bedring i de underliggende økonomiske forhold, vil implementeringen af reformer i flere af de store vækstmarkedslande, såsom Indien og Kina, også bidrage positivt.

Et vigtigt land for SKAGEN er Korea, som også har reformer på dagsordenen. Vi har næsten 9 milliarder kroner under forvaltning investeret i små og store virksomheder der.

I Korea er der udskrevet nyvalg i maj, efter at præsidenten blev afsat.

SKAGEN sendte for nylig tre porteføljeformidlere, herunder undertegnede, til Sydkorea for at blive opdateret på situationen der. Efter besøget vurderede vi, at man er i færd med et generationsskifte i mange af de største selskaber. Familiedrevne konglomerater, de såkaldte 'chaebols', forekommer at

bevæge sig i den rigtige retning, for så vidt angår rettigheder til minoritetsaktionærer og repræsentation i styrende organer. Denne udvikling kommer i kølvandet på et politisk pres, som kan blive endnu mere udtalt efter valget.

Vi har allerede kunnet iagttage, at vores største investering i Korea, elektronik-selskabet Samsung, har oplevet en fantastisk udvikling på børsen – både på baggrund af selskabets gode resultater og på grund af store reformer inden for ejerstrukturen. Samsung har fortsat langt igen, men har absolut været spydspids inden for dette område. Dette lægger man mærke til – også hos andre børsnoterede selskaber i Korea.

I SKAGEN er vi forsigtigt optimistiske med hensyn til udviklingen, men vi forventer at disse processer vil tage tid. En radikal omvæltning er da heller ikke nødvendig, for at vores fonde skal kunne drage nytte af de mere end 20 års erfaring, vi har med investeringer i Korea og familiedrevne konglomerater.

'Chaebol'erne' har været en vigtig drivkraft bag udviklingen i selskaberne og landet siden 2. Verdenskrig, og i SKAGEN har vi kunnet drage nytte af disse fokuserede og stærke private ejere. En ændring kunne dog være ønskelig med henblik på at tiltrække flere internationale investorer, som anser de nuværende strukturer for vanskelige.

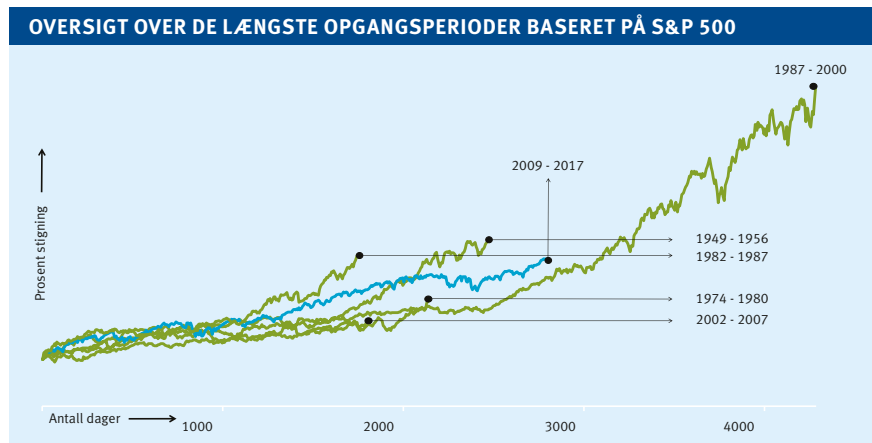






Foto: Bloomberg

**Den sydkoreanske elektronik gigant Samsung Electronics** bidrog godt til afkastet i aktiefondene SKAGEN Vekst, SKAGEN Kon-Tiki og SKAGEN Global i kvartalet. Virksomheden kom med fremragende årsresultater samt en optimistisk prognose. For nyligt lancerede de også en imponerende opdatering af flagskibet telefonen Galaxy S.



Foto: Bloomberg

**En trader på Chicago Børsen (CBOE)** iagttager nøje sine skærme og VIX-indeksets udvikling. VIX-indekset - det såkaldte «Frygt-indeks», har aldrig været så lavt igennem så lang en periode som på nuværende tidspunkt.



## SKAGEN Kon-Tiki

Viser vej i nyt farvand

- › Fonden opnåede en rekordhøj indre værdi og er 3 procentpoint foran referenceindekset de seneste 12 måneder
- › Porteføljen er blevet yderligere koncentreret og er nu nede på 56 positioner
- › Samsung leverede det største bidrag i kvartalet på bundsolide resultater

1 2 3 4 5 **RISIKO** 7

Fondens startdato	5. april 2002
Akk. afkast siden start	586,6 %
Forvaltningskapital	26.699 mio. DKK
Antal kendte investorer	66.808

AFKAST	KV1 17*	12 M*
SKAGEN Kon-Tiki	11,6 %	27,8 %
MSCI Emerging Markets	10,1 %	24,8 %

\* Pr. 31. marts 2017



### PORTEFØLJEFORVALTERE

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

\* Stoppet i SKAGEN pr. 01.04.2017

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



## Tålmodighed blev omsider belønnet

Vores mangeårige vurdering: At udsigterne for de nye markeder er mere lovende end for især de udviklede markeder, blev slået fast i første kvartal. Vi ser også fortsat tegn på, at value-investeringer bliver taget til nåde.

De nye markeder (EM) steg 10,1 procent i kvartalet imod 5,5 procent for de udviklede markeder (DM). Endvidere steg SKAGEN Kon-Tiki med intet mindre end 11,6 procent og er 3 procentpoint foran referenceindekset de seneste 12-måneder.

### Bedste kvartal i fem år

I et kvartal, hvor Trump truede med at lukke handelsaftaler ned, Sydkorea anklagede sin præsident for embedsmisbrug, Sydafrika fyrede sin finansminister, og Storbritannien tog det første spadestik til landets udtræden af den Europæiske Union, kunne EM-aktierne fremvise de bedste resultater i fem år.

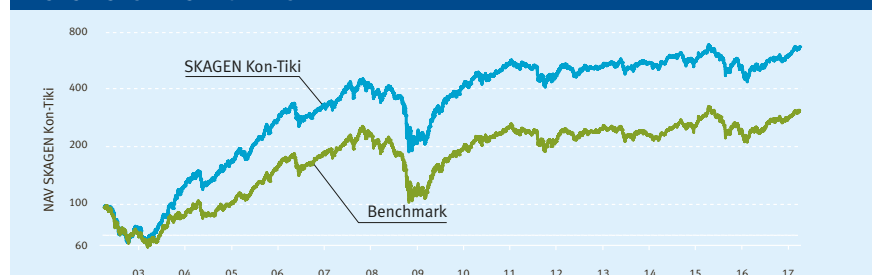
Aktiver, som ikke er denomineret i dollar, og som giver et højere afkast, vandt terræn, idet truslen om en mere aggressiv og stram pengepolitik fra den Amerikanske Centralbanks side synes at klinge af, og væksten især på EM fortsatte sit opsving. Mere stabile råvarepriser og en forbedret indtjening i virksomhederne har genopbygget investorenes tillid til EM igennem de seneste 12 måneder.

### Porteføljekonzentration

Vi koncentrerede porteføljen yderligere i kvartalet. Den er nu nede på 56 positioner. En reduktion fra 70 i begyndelsen af 2016. Vi afhændede positionerne i Cosco Shipping, Euronav og Frontline som følge af de vanskelige udbuds-/efterspørgselsforhold for tankskibe. Vi solgte også det svensk-schweiziske industriselskab ABB efter et positivt forløb. Endelig udskiftede vi beholdningen i Thai Bank Kiatakinn med en ny position i Bangkok Bank.

Bangkok Bank er den mest konjunkturfølsomme bank i Thailand med næsten tre fjerdedele af sine udlån eksponeret mod erhvervslån. Bankens kreditvurdering er blevet sænket på grund af en for ringe stigning i udlånsaktiviteten og forringelse af aktivernes soliditet henover de seneste kvartaler. Thailand er trådt ind i en ny investeringscykel, som skal være hoveddrivkraften bag at puste nyt liv i efterspørgslen efter erhvervslån - især hvis nogle større infrastrukturinvesteringer bliver gennemført. Thailand befinder sig i en overgangsfase, og de reformer, som bliver implementeret forud for det kommende valg, vil sandsynligvis understøtte Bangkok Bank.

### KURSHISTORIK SKAGEN KON-TIKI



For mere om information om fondens referenceindeks se s. 35

## VINDERNE

**Bundsolide resultater**

Samsung Electronics blev endnu en gang det selskab, der leverede det største positive bidrag til Kon-Tiki i kvartalet. I det samme kvartal, som Jay Y. Lee, tronfølgeren til formandskabet, blev arresteret, offentliggjorde Samsung et bundsolidt resultat for hele året og meget positive forventninger til fremtiden. Verdens største producent af hukommelseschips forventer, at balancen mellem udbud og efterspørgsel på DRAM fortsat vil være stram igennem 2017, hvilket fik selskabet til endnu en gang at opjustere sine estimater. Samsung annoncerede ligeledes et tilbagekøb, som lå ud over niveauet for vores forventninger. I skrivende stund afslører Samsung en imponerende opdatering af sit flagskib, Galaxy S, hvilket sandsynligvis vil bidrage til at reparere selskabets image.

**Genoplivning**

Efter at have handlet næsten sidelæns igennem to år, blev Hyundai Motors omsider vækket til live igen i første kvartal. Med hensyn til aktiens kurspotentiale, vurderer vi, at Hyundai vil brage derudaf på alle cylindre i resten af 2017. Vi forventer, at efterspørgslen vil blomstre op inden for EM-regionen, hvor Hyundai er overrepræsenteret, idet selskabet har stærke markedspositioner i fx Rusland, Brasilien og i Mellemøsten. Dette i kombination med lancering af nye produkter, og at SUV udgør en stigende andel af omsætningen, vil sandsynligvis løfte indtjeningen. Der er også tegn på en højere udbyttebetaling, og at aktietilbagekøb kan være overhængende, hvilket må forventes at resultere i en stigende aktiekurs. De øgede krav om gennemsigtig ledelse inden for de senere år kan betyde, at der vil introduceres tiltag for at bryde disse kæder af krydsejerskab blandt sydkoreanske konglomerater. Dette må også forventes at løfte aktiekursen.

**Potentiel privatisering**

Vores brasilianske bank, Banrisul, steg med imponerende 44 procent i fjerde kvartal på forventning om, at Rio Grande do Sul kunne få behov for at sælge sin 57 procent-ejerandel på grund af økonomiske udfordringer. Vi afhændede en del af vores beholdning i kølvandet på det flotte resultat, men selv dette flotte forløb er ikke afspejlet i aktiekursen, idet aktien handles til omkring 1 x P/B. I henhold til lovgivningen vil en potentiel privatisering af Banrisul kræve godkendelse af flertallet af statens befolkning via en officiel folkeafstemning. Det er vanskeligt at vurdere, om dette vil finde sted, hvorfor vi ikke kan indkalkulere dette i vores beregning af kursmålet.

**Stærkt comeback**

Naspers, som er vores sydafrikanske, børsnoterede og globalt diversificerede medieselskab, kom stærkt igen i første kvartal efter et ynkeligt resultat i fjerde kvartal. Aktiekursen afspejler alene resultatet fra selskabets 34 procent ejerandel i kinesiske Tencent, hvilket betyder, at kursrabatten ikke er blevet reduceret, på trods af at porteføljen af selskaber er blevet trimmet. Værdien af Naspers ejerandel i børsnoterede Tencent overstiger selskabets egen markedsværdi, hvorfor vi i praksis får de resterende aktiver gratis. Tager man i betragtning, at selskabet opererer i mere end 130 lande, driver en profitabel medievirksomhed på tværs af Afrika og har lovende interesser i hurtigt voksende lande, må man anse denne prisfastsættelse for brutal. Nogle af selskabets investeringer er nu modne til at blive kapitaliseret.

Vi vurderer, at markedet ikke indkalkulerer dette på grund af forskellige tidshorisonter. Markedsdeltagerne har en tendens til at stige grad at være kortsigtede, men vi har råd til at vente på attraktive opjusteringer af kurserne. Det er dog umuligt at spå om, hvornår dette finder sted. Siden vores første investering i Naspers i 2010, har vi forøget vores position mange gange. Vi vurderer stadig, at det langsigtede potentiale er lige så stort, som da vi placerede den første investering, når man ser på udviklingen i selskabets portefølje.

**NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN KON-TIKI (PR. 31/3 2017)**

Selskab	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2016	P/E 2017E	P/BV seneste	Kursmål
Hyundai Motor	7,4	99 300	4,7	4,0	0,4	170 000
Samsung Electronics	6,7	1 603 000	10,0	6,4	1,2	1 900 000
Naspers	4,9	172	38,3	26,5	6,7	223
Sabancı Holding	4,1	10	7,7	6,3	0,9	14
Mahindra & Mahindra	3,9	1 287	17,2	13,5	2,7	2 000
Richter Gedeon	3,8	6 621	20,1	18,1	1,8	7 500
X5 Retail Group	3,7	1 889	20,3	14,5	4,0	2 187
Cosan Ltd.	3,5	26,5	16,6	7,6	1,1	31
State Bank of India	3,4	293	19,6	13,3	1,0	350
SBI Holdings	2,8	1 552	9,7	10,3	0,8	2 500
Banrisul	2,7	14,8	9,2	7,4	0,9	18
Kinnevik	2,5	239	-19,1	39,9	0,9	312
<b>Vægtet top 12</b>	<b>49,3</b>		<b>11,3</b>	<b>8,3</b>	<b>1,0</b>	
<b>Vægtet top 35</b>	<b>84,2</b>		<b>14,9</b>	<b>9,9</b>	<b>1,1</b>	
<b>Referenceindeks</b>			<b>14,5</b>	<b>11,9</b>	<b>1,5</b>	

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

## TABERNE

Norwegian Air (NAS), som er det tredjestørste lavprisleflyselskab i Europa, leverede negative bidrag til porteføljens resultat. Den langsigtede case er stadig intakt. Deres langdistanceruter adskiller NAS fra andre lavprisleflyselskaber, og de etablerer derved en meget stærk strategisk position. Billige flyrejser i kombination med omkostningsdisciplin er en formel til succes, men resultaterne for fjerde kvartal slog fast, at vi alle har været en anelse for optimistiske med hensyn til udviklingen i omkostningerne.

Marfrig, verdens tredjestørste producent af oksekød, klarede sig godt i fjerde kvartal men det har været op ad bakke for selskabet i de sidste par måneder på grund af skuffende resultater og undersøgelsen af den berømte brasilianske kødskandale. Undersøgelsen centrerer sig omkring, at ledelsen i en række kødpakkeselskaber har bestukket fødevarinspektører til at hjælpe salget af ulovlige produkter på vej. Marfrig blev indirekte skudt ned på grund af tilknytningen (omend selskabet ikke blev stævnet), og selskabet blev således påvirket af nogle vigtige markeders beslutning om at stoppe kødimporten fra Brasilien.

Mens disse begivenheder forårsager nedbrud i sektoren på kort sigt, forventer vi, at fordelagtige underliggende trends inden for sektoren vil forblive intakt på mellemlangt og langt sigt. Der begynder at blive løst op for restriktionerne, og sektoren bevæger sig i den rigtige retning, ligesom udsigterne for den makroøkonomiske udvikling er i bedring. Dette vil kunne få en positiv effekt på aktiekursen.

JSE, Sydafrikas eneste autoriserede fuldgældige fondsbørs, forbinder købere og sælgere på de finansielle markeder. Anden halvdel af 2016 var hårdere end ventet med nedgang i omsætningen og accelererende omkostninger. Vi frasolgte næsten en tredjedel af vores position forud for den seneste korrektion. Presset på indtjeningen på kort sigt synes på nuværende tidspunkt at være mere end inddiskonteret, eftersom aktien handles til 13x indtjeningen for 2017 sammenlignet med sektoren, som handles til over 20x indtjeningen. Vi forventer, at ledelsen vil adressere omkostningssiden, samtidig med at der vil være et bedre indtjeningsgrundlag i andet halvår, hvorfor selskabet må formodes at kunne finde tilbage på vækstsporet.

Tullow Oil overraskede os i slutningen af kvartalet ved at lancere en stor aktieemission med fortegningsret for eksisterende aktionærer, hvilket medførte et fald i aktiekursen. Vi benyttede den lave kurs til at forøge vores beholdning i selskabet, som vi anser for at være blandt de olieeftersøgnings-selskaber, der har den højeste kvalitet på markedet. Aktieemissionen gør det muligt for selskabet at foretage en tilpasning, således at selskabet igen kan skabe vækst efter en lang periode med omkostningsbesparelser og reduktion i anlægsinvesteringerne. Selskabet vil nu have øget fleksibilitet til at forfølge udviklings- og efterforskningspotentiale uden at være underlagt pres for at skulle kapitalisere aktiver.



### Kortere ventetid

Vi føler os privilegerede over at have langsigtede investorer, der forstår vores investeringsfilosofi. Dette giver os mod til at fortsætte vores value-orienterede "gå-imod-mængden"-tilgang. Det nuværende miljø belønner os for vores aktive fokus på EM, efter flere år, hvor regionen har klaret sig ringere end DM. Vi befinder os muligvis også ved opstarten af en forhåbentlig længerevarende tendens henimod, at value-investeringer igen bliver lukket ind i varmen. Eller som Morgan Stanley hævdede i en nyligt offentliggjort rapport: "Value-investeringer stiller krav til tålmodigheden, men i øjeblikket har vi tiltro til, at ventetiden er kortere".

### SKAGEN KON-TIKI PORTEFØLJEÆNDRINGER 1. KV. 2017 (% AF FORVALTET KAPITAL)

#### 5 største positive bidragydere

Samsung Electronics	1,35%
Banrisul	1,21%
Hyundai Motor	0,79%
Naspers	0,77%
State Bank of India	0,65%

#### 5 største negative bidragydere

Tullow Oil	-0,23%
JSE	-0,19%
Norwegian Air Shuttle	-0,11%
Marfrig Global Foods	-0,07%
China Shineway Pharmaceutical	-0,04%

#### 5 største køb

Golar LNG	0,87%
Borr Drilling Ltd	0,78%
Bangkok Bank	0,60%
East African Breweries	0,37%

#### 5 største salg

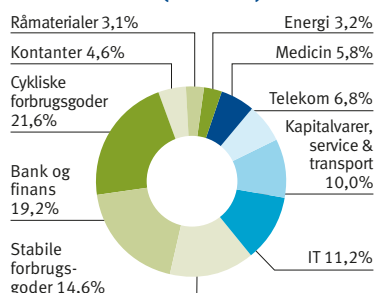
ABB	-2,52%
Samsung Electronics	-1,55%
Kiatnakin Bank	-1,35%
Richter Gedeon	-1,08%
Mahindra & Mahindra	-0,83%



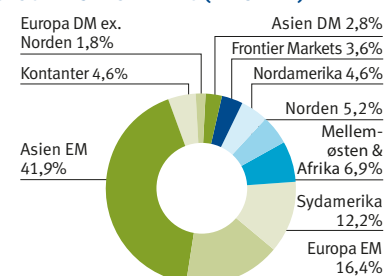
Værdipapir	Sektor	Antal	Købsværdi NOK *	Markedsværdi NOK *	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
Naspers Ltd	Consumer Discretionary	1 074 593	463 367	1 602 912	1 139 545	4,86 %	Johannesburg
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Information Technology	120 000	575 992	1 479 691	903 699	4,49 %	Seoul
Haci Omer Sabanci Holding AS	Financials	56 848 322	1 240 691	1 341 807	101 116	4,07 %	Istanbul
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	Consumer Discretionary	1 670 000	282 809	1 329 576	1 046 767	4,03 %	Seoul
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	Consumer Discretionary	7 387 691	172 364	1 267 278	1 094 914	3,84 %	London
Richter Gedeon Nyrt	Health Care	6 314 857	687 624	1 247 296	559 672	3,78 %	Budapest
X5 Retail Group NV GDR	Consumer Staples	4 201 932	426 632	1 217 585	790 953	3,69 %	London
Cosan Ltd	Consumer Staples	15 720 419	879 161	1 148 956	269 795	3,48 %	New York
State Bank of India	Financials	28 375 000	646 809	1 104 273	457 464	3,35 %	Indien
Hyundai Motor Co Pref (1p)	Consumer Discretionary	1 427 750	229 942	1 090 580	860 638	3,31 %	Seoul
SBI Holdings Inc	Financials	7 759 600	603 768	928 098	324 330	2,81 %	Tokyo
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	Financials	22 401 200	524 421	899 186	374 764	2,73 %	Sao Paulo
Kinnevik AB-B	Telecommunication Services	3 582 146	609 581	824 719	215 139	2,50 %	Stockholm
Great Wall Motor Co Ltd	Consumer Discretionary	79 522 500	83 910	779 078	695 168	2,36 %	Hong Kong
Cia Brasileira de Distribuicao - Pref	Consumer Staples	4 600 000	706 310	761 548	55 238	2,31 %	Sao Paulo
Golar LNG Ltd	Industrials	3 200 000	881 645	758 315	-123 331	2,30 %	NASDAQ
CNH Industrial NV	Industrials	9 138 348	555 765	754 326	198 561	2,29 %	New York
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	Information Technology	119 489	117 733	737 688	619 955	2,24 %	London
Samsung SDI Co Ltd	Information Technology	670 000	480 383	711 230	230 848	2,16 %	Seoul
LG Electronics Inc Pref	Consumer Discretionary	3 050 000	826 565	680 384	-146 181	2,06 %	Seoul
Tech Mahindra Ltd	Information Technology	8 784 608	354 670	535 005	180 335	1,62 %	Indien
Yazicilar Holding AS	Consumer Staples	10 837 139	313 127	522 327	209 201	1,58 %	Istanbul
Indosat Tbk PT	Telecommunication Services	113 720 150	306 782	514 243	207 461	1,56 %	Indonesien
Bharti Airtel Ltd	Telecommunication Services	10 697 281	409 175	496 688	87 514	1,51 %	Indien
Borr Drilling Ltd	Energy	14 250 000	343 203	495 188	151 984	1,50 %	Onoterat
Cia Cervecerias Unidas SA ADR	Consumer Staples	2 193 449	387 122	476 976	89 855	1,45 %	New York
Rumo Logística Operadora	Industrials	20 375 300	245 910	472 250	226 339	1,43 %	Sao Paulo
Korean Reinsurance Co	Financials	4 860 366	182 711	433 694	250 982	1,31 %	Seoul
Sistema PJSC FC	Telecommunication Services	115 287 412	606 630	395 404	-211 225	1,20 %	Moskva
LG Chem Ltd Pref	Materials	259 179	179 108	379 797	200 689	1,15 %	Seoul
UPL Ltd	Materials	3 695 650	76 531	356 325	279 794	1,08 %	Indien
Enka Insaat Ve Sanayi AS	Industrials	24 246 616	218 014	349 675	131 661	1,06 %	Istanbul
China Shineway Pharmaceutical	Health Care	36 934 000	280 824	347 530	66 707	1,05 %	Hong Kong
Bollere SA	Industrials	10 155 415	277 287	337 333	60 046	1,02 %	Paris
Apollo Tyres Ltd	Consumer Discretionary	11 855 954	99 793	328 201	228 408	0,99 %	Indien
Vietnam Enterprise Investments Ltd	Financials	9 000 000	257 177	318 705	61 527	0,97 %	Dublin
JSE Ltd	Financials	3 514 971	136 477	291 874	155 396	0,88 %	Johannesburg
Tullow Oil Plc	Energy	11 039 526	845 842	274 597	-571 245	0,83 %	London
Aberdeen Asset Management Plc	Financials	9 475 609	293 750	269 759	-23 990	0,82 %	London
East African Breweries Ltd	Consumer Staples	13 772 849	237 291	262 522	25 231	0,80 %	Nairobi
OCI Co Ltd	Materials	396 454	301 427	258 305	-43 122	0,78 %	Seoul
Marfrig Global Foods SA	Consumer Staples	16 221 400	255 501	256 225	723	0,78 %	Sao Paulo
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	Energy	224 088 000	369 048	255 507	-113 541	0,77 %	Hong Kong
Lenovo Group Ltd	Information Technology	43 490 000	280 193	246 494	-33 699	0,75 %	Hong Kong
LG Corp Pref	Industrials	808 430	118 669	245 638	126 969	0,74 %	Seoul
Eis Eczacibasi Ilac ve Sinai	Health Care	24 263 192	133 394	211 323	77 929	0,64 %	Istanbul
Golden Ocean Group Ltd	Industrials	3 195 653	83 929	208 516	124 587	0,63 %	Oslobørsen
Bangkok Bank PCL-Foreign Reg	Financials	4 407 600	183 217	205 363	22 147	0,62 %	Bangkok
Ghana Commercial Bank Ltd	Financials	18 001 604	90 783	186 285	95 502	0,56 %	Ghana
Massmart Holdings Ltd	Consumer Staples	1 932 340	147 925	170 071	22 146	0,52 %	Johannesburg
Norwegian Air Shuttle ASA	Industrials	700 000	65 751	165 550	99 799	0,50 %	Oslobørsen
EFG-Hermes Holding SAE	Financials	12 778 665	220 549	157 772	-62 777	0,48 %	Kairo
VinaCapital Vietnam Opportunity Fund Ltd	Financials	4 392 100	92 364	132 202	39 838	0,40 %	London
Eczacibasi Yatirim Holding	Health Care	5 044 098	40 038	116 676	76 638	0,35 %	Istanbul
Norfinance AS	Financials	619 203	61 920	62 911	991	0,19 %	Onoterat
Mahindra & Mahindra Ltd	Consumer Discretionary	165 122	13 384	28 186	14 801	0,09 %	Indien
Deep Sea Supply Plc	Energy	17 250 931	171 047	21 391	-149 656	0,06 %	Oslobørsen
Asia Cement China Holdings	Materials	7 630 500	28 132	19 428	-8 704	0,06 %	Hong Kong
Diamond Bank Plc	Financials	718 971 941	154 156	13 249	-140 907	0,04 %	Lagos
Hyundai Motor Co GDR	Consumer Discretionary	33 510	10 090	12 433	2 343	0,04 %	London
EFG-Hermes Holding GDR	Financials	232 480	8 193	5 547	-2 646	0,02 %	London
Bollere SA	Industrials	24 818	682	802	120	0,00 %	Paris
<b>Total equity portfolio*</b>			<b>19 877 288</b>	<b>31 502 492</b>	<b>11 625 204</b>	<b>95,50 %</b>	
Disponibel likviditet				1 483 290		4,50 %	
<b>Total share capital</b>				<b>32 985 782</b>		<b>100,00 %</b>	

\* Numbers in 1 000 NOK.

BRANCHEFORDELING (AFRUNDET)



GEOGRAFISK FORDELING (AFRUNDET)





# SKAGEN Global

En verden af muligheder

- › Optimisme prægede aktiemarkedet, men det er vigtigt fortsat at holde fokus
- › Unilever, som vi har stor tiltro til, leverede det største absolutte afkast
- › Forsyning er upopulært, men vi gik mod strømmen og købte spanske Red Electrica

1	2	3	4	5	RISIKO	7
Fondens startdato		7. august 1997				
Akk. afkast siden start		1277,9 %				
Forvaltningskapital		22.898 mio. DKK				
Antal kendte investorer		86.692				

AFKAST	KV1 17*	12 M*
SKAGEN Global	5,5 %	18,1 %
MSCI ACWI	5,5 %	22,3 %

\* Pr. 31. marts 2017.



## 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.

## Hold fokus

SKAGEN Global leverede et afkast på 5,5 procent i første kvartal, hvilket lå på linje med afkastet for referenceindekset. De tre største bidragsydere til porteføljens absolutte afkast var Unilever, G4S og Samsung Electronics.

Det Republikanske Parti i USA befinder sig nu i den usædvanlige situation, at partiet kontrollerer både Det Hvide Hus, Repræsentanternes Hus og Senatet. Men vil det virkelig være opskriften på en genoplivning af væksten i den globale økonomi eller endnu en guldalder for aktiemarkedet?

Mange markedseksperter forudser, at tingene forholder sig anderledes denne gang med Trump ved roret. Med hans ambitiøse plan for deregulering, lavere skatter og tilskyndelse til hjemtagelse af enorme udenlandske kassebeholdninger, har Trump angiveligt frigivet "dyriske instinkter" på aktiemarkedet.

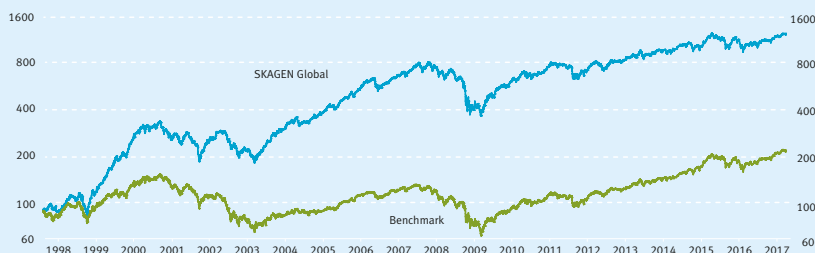
## SKAGEN GLOBAL PORTEFØLJEÆNDRINGER 1. KV. 2017 (% AF FORVALTET KAPITAL)

5 største positive bidragsydere	5 største køb
Unilever CVA 0,90%	Red Electrica 0,98%
G4S 0,80%	Hyundai Motor 0,90%
Samsung Electronics 0,77%	Golar LNG 0,44%
Roche Holding 0,62%	Novo Nordisk 0,09%
Akzo Nobel 0,45%	Dollar General 0,09%

5 største negative bidragsydere	5 største salg
Teva Pharmaceutical Industries -0,33%	Samsung Electronics -1,37%
General Electric -0,22%	Unilever CVA -1,21%
AIG -0,22%	G4S -1,06%
Autoliv -0,20%	AIG -0,87%
NN Group -0,14%	Comcast -0,67%

## KURSHISTORIK SKAGEN GLOBAL



\*For mere information om fondens referenceindeks se s. 35

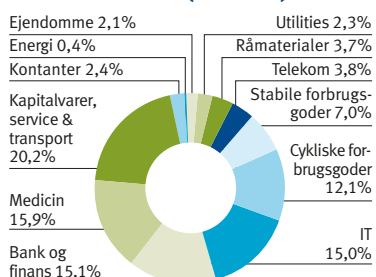


### Kontrær tilgang til investering

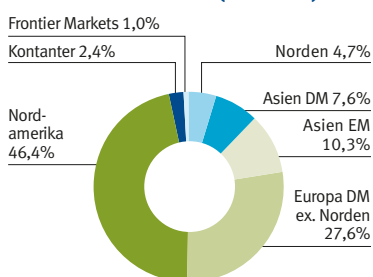
Vores kontrære tilgang betyder, at vi tænker os om en ekstra gang, før vi godtager, hvad der umiddelbart fremstår som etablerede sandheder. Selvom vi ikke er politiske analytikere – og er klar over, at det at forudsige Trump-administrationens indvirkning på de globale aktiemarkeder ligger uden for vores evner – mener vi, at forsigtighed er berettiget. Du husker måske, at markedet havde lignende høje forventninger til George W. Bush-administrationen i starten af 2001, da Republikanerne ligeledes kontrollerede store dele af Kongressen. I stedet blev vi i de følgende otte år vidne til dot.com-boblen der brast, selskabsskandalerne med Enron og WorldCom, der ironisk nok førte til en meget strengere regulering af forretningsaktiviteterne, og endeligt til den altødelæggende finanskrisen. Interessant nok oplevede vi i de efterfølgende otte år - under Obama med Demokraterne ved magten – et kraftigt stigende aktiemarked, skønt mange ”eksperter” havde forudsagt det modsatte med afsæt i den antageligvis mindre markedsorienterede politiske ledelse i Washington.

Denne historiske opsummering er ikke ment som en politisk erklæring. Vi ønsker ganske enkelt at illustrere risiciene ved top-down prognoser og vigtigheden af at bevare fokus. For at slå det helt fast; vores ledestjerne er fortsat SKAGENS gennemprøvede investeringsfilosofi samt bottom-up aktieudvælgelse.

#### BRANCHEFORDELING (AFRUNDET)



#### GEOGRAFISK FORDELING (AFRUNDET)



#### NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN GLOBAL (PR. 31/3 2017)

Selskab	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2016	P/E 2017E	P/BV seneste	Kursmål
CK Hutchison Holdings	5,0	95,6	11,2	10,4	0,9	140
Roche	4,8	255,8	17,6	16,5	9,1	360
Unilever	4,8	46,6	24,7	22,6	8,1	52
Citigroup	4,6	59,8	12,7	11,5	0,8	70
Aig	4,4	62,4	15,9	12,8	0,8	90
General Electric	4,3	29,8	20,0	18,3	3,4	36
Microsoft	4,2	65,9	23,6	22,3	7,4	68
3M	4,0	191,3	23,4	22,2	11,1	230
Merck	3,9	63,5	16,8	16,7	4,4	76
Samsung Electronics	3,9	1 603 000	10,0	6,9	1,2	1 700 000
<b>Vægtet top 10</b>	<b>43,9</b>		<b>16,0</b>	<b>14,0</b>	<b>1,8</b>	<b>24%</b>
<b>Vægtet top 35</b>	<b>90</b>		<b>15,6</b>	<b>14,5</b>	<b>1,7</b>	<b>29%</b>
<b>Referenceindeks</b>			<b>21,0</b>	<b>16,6</b>	<b>2,2</b>	

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

### Tre nye positioner

Fonden investerede i tre nye selskaber i første kvartal. Den koreanske bilfabrikant, Hyundai Motor, vendte tilbage til porteføljen efter 18 måneders fravær. Den store kontantbeholdning i balancen betyder, at bilproduktionen kun er implicit værdiansat med 1 x P/E. De koreanske 'chaebols' er også under stigende politisk pres for at implementere mere aktionærvenlige tiltag. At forudsige, hvornår disse tiltag finder sted, er så godt som umuligt. Men som langsigtede investorer med en investeringshorisont på 3-5 år, kan vi nyde godt af den attraktive kursforskel, som vil opstå i den forbindelse.

Forsyningssektoren er gået helt af mode, men SKAGEN Global gik imod strømmen og købte Red Electrica - et spansk mellemstort reguleret forsynings-selskab med solid indtjening og gennemsigthed med hensyn til udbyttebetaling. Et selskab, som har været ramt urimeligt hårdt under den seneste fokus på vækst og inflation.

Vi foretog en mindre investering i Golar LNG, som er en global leverandør af transportydelser inden for flydende naturgas (LNG). Selskabet vil sandsynligvis profitere på opstarten af flere eksportfaciliteter og udnyttelse af et LNG-projekt.



Foto: Bloomberg

### Lovende position leverer

Den hollandsk-britiske transnationale leverandør af forbrugsvarer, Unilever, har længe været et selskab, som SKAGEN har haft store forventninger til. Unilever har en attraktiv risiko-afkast-profil for den langsigtede investor. Selskabet var fondens største position (5,1 procent) midt i februar, da den amerikanske fødevarerproducent, Kraft Heinz, kontrolleret af value-investoren Warren Buffett, præsenterede et overtagestilbud på Unilever på USD 143 mia. Bestyrelsen i Unilever afslog tilbuddet, som var 18 procent over aktiekursen. Vi noterer os, at dette kun er et indledende tilbud med det formål at få Unilever til forhandlingsbordet, da selskabets reelle underliggende værdi klart er betydeligt højere. Det er en fornøjelse at se, at globale investorer med et godt omdømme, samt førende eksperter inden for sektoren, begynder at anerkende Unilever som et selskab, der er betragteligt undervurderet. Unilever er fortsat blandt de tre største positioner i fonden.



Foto: Bloomberg

### Overgår forventningerne

Samsung Electronics fortsatte med at overgå forventningerne, og selskabets præferenceaktier steg 12 procent i lokalvaluta i første kvartal. På det seneste har den politiske uro med arrestationen af Samsungs næstformand, Jay Y. Lee, og afsættelsen af den sydkoreanske præsident, Park Geun Hye, stjålet overskrifterne. Givet fondens eksponering mod Korea, mener vi, at det er vigtigt at følge udviklingen tæt og sætte vores lid primært til analyser. To af SKAGEN Globals forvaltere besøgte Korea ved to forskellige lejligheder i kvartalet med henblik på at få en bedre indsigt i det politiske landskab, mødes med ledelserne i vores porteføljeselskaber, samt for at se efter nye investeringsmuligheder. Vi mener fortsat, at der er potentiale i Samsung, men vi har reduceret vores beholdning, idet risiko-afkast-forholdet er mindre attraktivt nu, hvor kursen på selskabets præferenceaktier blev næsten fordoblet henover atten måneder.



Foto: Bloomberg

### Stærkt comeback

Efter et turbulent 2016 med Brexit og (ubegrundede) bekymringer om balancen, oplevede den globale sikkerhedsgigant, G4S, et stærkt comeback i 2017, idet aktien steg næsten 30 procent i lokalvaluta. Markedets bekymring om en reduktion i udbyttebetalingerne og en potentiel aktieemission er aftaget, efter at G4S offentliggjorde et solidt 2016-regnskab, som viste fremgang både i forhold til at vende udviklingen, men også i forhold til selskabets gældsætning. Vi har reduceret beholdningen en smule, efter at aktiekursen steg fra 164 pence på bunden i juni 2016 til 304 pence i slutningen af marts 2017.



### Fortsat modvind

Blandt positioner der bidrog negativt i kvartalet kan vi nævne det israelsk-baserede medicinalsselskab Teva, som oplevede vedholdende modvind. Selskabet tabte endnu en patentsag om sit flagskibsprodukt til behandling af multipel sklerose, Copaxone. CEO'en gik af, og det generiske prispress i USA forblev heftigt. Efter et kursfald på 11 procent i lokalvaluta, handles aktien (noteret i USA) nu til 6,7 indtjeningen i 2018, 9,4 x 2018 EV/EBITDA og har en udbytteprocent på 4,4 procent. Værdier, der kan frigøres, hvis Teva kan få reduceret sin gældsbyrde på USD 35 mia.

Amerikanske, General Electric haltedede også efter. Et udfordrende miljø i olie- og gassegmentet i kombination med et afdæmpet makroøkonomisk scenarie og en middelmådig eksekvering påvirkede aktien negativt. Selskabet rapporterede om endnu en stor hensættelse til reserverne, og CEO'en trådte tilbage. Aktien har klaret sig bedre end sit indeks siden vores første investering i 2012, men turnaround-casen har tabt momentum på det seneste.



### Tidløse principper

9. marts markerede 8-års dagen for, hvornår aktiemarkedet nåede bunden i forbindelse med finanskrisen. Det er bemærkelsesværdigt, at MSCI AC World-indekset har leveret et afkast på 261 procent mellem 6. marts 2009 og 31. marts 2017, målt i DKK. Vi anser markedstimning for at være formålsløst. Men ser vi på markedet i lyset af vores value-tilgang, er der tegn på, at mange aktier er blevet budt op til høje niveauer i dette flerårige kursrally. I SKAGEN Global vil vi basere vores investeringsbeslutninger på fundamental bottom-up analyse og på denne måde identificere skævt prisfastsatte aktier, der kan skabe værdi for vores investorer. Vi vil søge efter de bedste investeringscases globalt. Vi vil gå imod strømmen, hvis og når den rette mulighed viser sig. Som altid vil vores aktiviteter bero på tidløse principper inden for value-investering og sund fornuft, når vi sammensætter en robust portefølje af ca. 40 undervurderede aktier for langsigtede investorer.

Værdipapir	Sektor	Antal	Købsværdi NOK*	Markedsværdi NOK*	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
CK Hutchison Holdings Ltd	Industrials	13 387 098	1 212 599	1 416 746	204 147	5,01 %	Hong Kong
Roche Holding AG-Genussschein	Health Care	622 358	928 017	1 369 851	441 834	4,84 %	Zürich
Unilever NV-Cva	Consumer Staples	3 185 074	1 080 633	1 354 881	274 248	4,79 %	Amsterdam
Citigroup Inc	Financials	2 508 828	660 670	1 299 931	639 261	4,59 %	New York
American International Group Inc	Financials	2 333 001	760 663	1 251 459	490 796	4,42 %	New York
General Electric Co	Industrials	4 727 440	965 663	1 217 224	251 561	4,30 %	New York
Microsoft Corp	Information Technology	2 111 570	505 990	1 192 683	686 693	4,22 %	NASDAQ
3M Co	Industrials	679 340	972 796	1 121 927	149 131	3,96 %	New York
Merck & Co Inc	Health Care	2 047 710	944 925	1 115 764	170 839	3,94 %	New York
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Information Technology	88 705	215 467	1 093 800	878 333	3,87 %	Seoul
NN Group NV	Financials	2 890 306	622 564	808 778	186 214	2,86 %	Amsterdam
Medtronic Plc	Health Care	1 161 946	772 649	806 868	34 219	2,85 %	New York
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	Health Care	2 899 630	1 098 551	804 342	-294 209	2,84 %	NASDAQ
China Mobile Ltd	Telecommunication Services	8 487 990	818 019	799 147	-18 872	2,82 %	Hong Kong
Cap Gemini SA	Information Technology	1 001 919	681 658	795 722	114 063	2,81 %	Paris
G4S Plc	Industrials	20 928 729	599 886	686 098	86 212	2,42 %	London
Comcast Corp	Consumer Discretionary	2 117 719	473 707	682 750	209 043	2,41 %	NASDAQ
Alphabet Inc Class C	Information Technology	91 681	464 231	653 623	189 393	2,31 %	NASDAQ
Dollar General Corp	Consumer Discretionary	1 049 615	639 294	636 267	-3 027	2,25 %	New York
Carlsberg AS-B	Consumer Staples	787 337	544 224	624 256	80 032	2,21 %	København
Akzo Nobel NV	Materials	731 098	368 040	520 075	152 036	1,84 %	Amsterdam
Kingfisher Plc	Consumer Discretionary	10 814 178	411 612	379 931	-31 681	1,34 %	London
Cms Energy Corp	Utilities	983 635	346 014	378 061	32 046	1,34 %	New York
Skechers USA Inc	Consumer Discretionary	1 530 387	345 754	361 082	15 328	1,28 %	New York
Toyota Industries Corp	Consumer Discretionary	835 228	246 395	355 953	109 559	1,26 %	Tokyo
Ageas	Financials	1 030 112	388 500	345 815	-42 685	1,22 %	Bryssel
Hiscox Ltd	Financials	2 874 906	320 338	338 733	18 396	1,20 %	London
ServiceMaster Global Holdings Inc	Consumer Discretionary	931 876	283 988	332 647	48 658	1,18 %	New York
Mayr-Melnhof Karton AG	Materials	329 433	169 928	324 472	154 544	1,15 %	Wien
Koninklijke Philips NV	Industrials	1 142 686	269 957	314 872	44 914	1,11 %	Amsterdam
Novo Nordisk A/S-B	Health Care	1 049 207	311 768	311 762	-5	1,10 %	København
Columbia Property Trust Inc	Real Estate	1 567 080	282 397	298 931	16 534	1,06 %	New York
Baidu Inc ADR	Information Technology	197 310	287 810	291 274	3 464	1,03 %	NASDAQ
Irsa Sa ADR	Real Estate	1 351 774	112 599	290 579	177 980	1,03 %	New York
Red Eléctrica Corp SA	Utilities	1 716 955	278 202	283 821	5 619	1,00 %	Madrid
Autoliv Inc SDR	Industrials	309 857	241 984	272 625	30 640	0,96 %	Stockholm
China Mobile Ltd ADR	Telecommunication Services	565 492	276 596	267 770	-8 826	0,95 %	New York
Autoliv Inc	Industrials	300 042	235 790	264 027	28 237	0,93 %	New York
Sony Corp Sponsored ADR	Consumer Discretionary	779 981	183 736	225 611	41 875	0,80 %	New York
Lenovo Group Ltd	Information Technology	38 184 506	279 827	216 424	-63 403	0,76 %	Hong Kong
Koninklijke DSM NV	Materials	361 187	174 608	210 165	35 557	0,74 %	Amsterdam
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	Consumer Discretionary	250 025	174 291	199 058	24 767	0,70 %	Seoul
State Bank Of India GDR	Financials	496 529	91 101	190 628	99 527	0,67 %	London
Amerco	Industrials	50 675	144 763	165 576	20 813	0,59 %	NASDAQ
Sony Corp	Consumer Discretionary	537 856	121 690	156 102	34 413	0,55 %	Tokyo
Johnson Controls International Plc	Industrials	371 651	43 156	134 600	91 444	0,48 %	New York
Golar LNG Ltd	Industrials	563 264	124 677	133 479	8 801	0,47 %	NASDAQ
Lundin Petroleum AB	Energy	624 366	69 694	108 787	39 093	0,38 %	Stockholm
Hyundai Motor Co Pref (1p)	Consumer Discretionary	116 692	79 844	89 135	9 290	0,32 %	Seoul
Sanofi	Health Care	103 489	68 799	80 005	11 206	0,28 %	Paris
State Bank of India	Financials	1 261 856	32 513	49 108	16 595	0,17 %	Indien
<b>Total equity portfolio*</b>			<b>21 728 578</b>	<b>27 623 224</b>	<b>5 894 647</b>	<b>97,62 %</b>	
Disponibel likviditet				672 769		2,38 %	
<b>Total share capital</b>				<b>28 295 994</b>		<b>100,00 %</b>	

\* Numbers in 1 000 NOK.



## SKAGEN Vekst

Udforsker den smalle sti til velstand

- › Samsung bedste bidragsyder
- › Politisk frygt aftaget
- › Øget interesse for valueaktier

1 2 3 4 5 **RISIKO** 7

Fondens startdato	1. december 1993
Akk. afkast siden start	1888,8 %
Forvaltningskapital	6.389 mio. DKK
Antal kendte investorer	68.947

AFKAST	KV1 17*	12 M*
SKAGEN Vekst	6,2 %	21,7 %
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	5,4 %	17,0 %

\* Pr. 31. marts 2017.



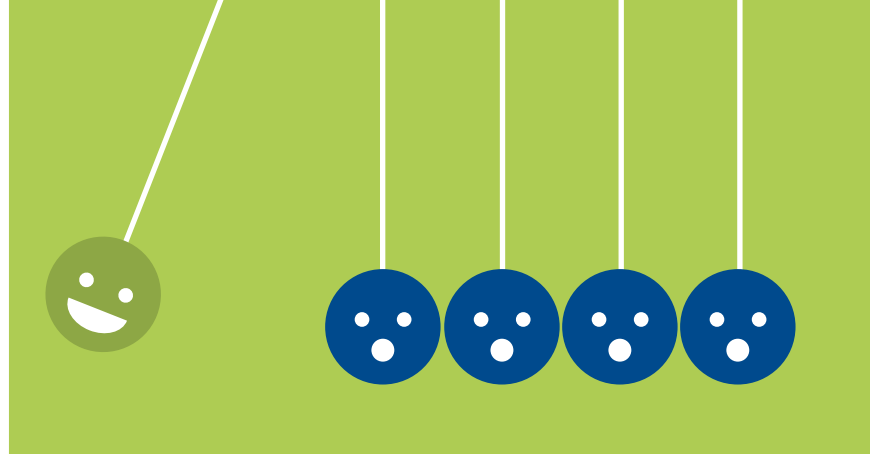
### PORTEFØLJEFORVALTERE

Geir Tjetland, Ole Sæberg\* og Alexander Stensrud\*\*

\* Stoppet i SKAGEN pr. 04.04.2017.

\*\* Junior porteføljeforvalter

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



## Frygten gav sig

Optimismen fortsatte ind i første kvartal, og udviklingen er positiv. Særligt hvis interessen for valueaktier fortsætter, og forventningerne til stigende renter styrkes.

Bag os ligger et kvartal med generel god stigning i de globale aktiemarkeder. Frygten omkring de politiske valg i foråret aftog hurtigt, og efterårets optimistiske aktiemarkeder fortsatte ind i årets første kvartal. Uroen omkring de politiske valg i Europa har ladet vente på sig, og mange blev beroliget af valgresultatet i Holland.

SKAGEN Vekst havde i første kvartal et afkast på 6,2 procent, som var noget bedre end referenceindekset, som gav 5,4 procent.

### SKAGEN VEKST PORTEFØLJEÆNDRINGER 1. KV. 2017 (% AF FORVALTET KAPITAL)

5 største positive bidragsydere		5 største køb	
Samsung Electronics	1,13%	Novo Nordisk	2,19%
Norsk Hydro	0,88%	Teva Pharmaceutical Industries	1,59%
Golden Ocean Group	0,83%	Borr Drilling Ltd	1,19%
Continental	0,71%	Gazprom OAO	1,15%
Volvo	0,58 %	Fujitec	0,97%
5 største negative bidragsydere		5 største salg	
Norwegian Air Shuttle	-0,92%	SAP	-3,26%
Hennes & Mauritz AB	-0,33%	Norsk Hydro	-2,25%
Gazprom OAO	-0,20%	Samsung Electronics	-1,81%
Cal-Maine Foods	-0,16%	Danske Bank	-1,41%
Lundin Petroleum	-0,07%	Medestim	-0,83%

### KURSHISTORIK SKAGEN VEKST



\*For mere information om fondens referenceindeks se s. 35





**Norsk Hydro var igen en top bidragsyder** til fonden. Den vigtigste årsag var den stigende pris på aluminium. Billedet er taget på selskabets faciliteter i Høyanger, en af de første aluminiumsfabrikker i Norge.

### Selskaber som bidrog mest

Fondens bedste bidragsyder i første kvartal var velkendte Samsung efter en kursstigning på 12 procent i lokalvaluta. Dette er sket i en periode med stor politisk uro, samt fængslingen af selskabets direktør grundet relationer til den afsatte præsident. Stigningen skyldes stigende forventninger til forbedret selskabsledning, øget lønsomhed i halvlederdivisionen samt lanceringen af det nye flagskip, mobiltelefonen Galaxy S8. Vi har udnyttet denne periode med stigende forventninger til at reducere vores position en del.

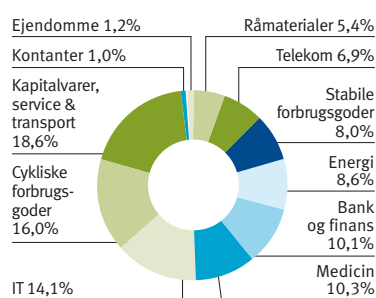
Fondens position i Golden Ocean blev etableret for ca. et år siden, da selskabet skulle refinansieres. Selskabet fik i den forbindelse et par års pusterum i forventningen om renteniveau såvel som skibsværdier ville stige fra historisk lave niveauer. I løbet af efteråret så vi de første tegn på dette, og senere har det vist sig yderligere.

Norsk Hydro blev igen en topbidragsyder i fonden, primært grundet stigende aluminiumspris. Forventningerne til yderligere reduceret kapacitet i Kina er drivkraften bag dette. Gennem kvartalet har vi reduceret vores position betydeligt i takt med, at kurspotentialet blev mindre og mindre.

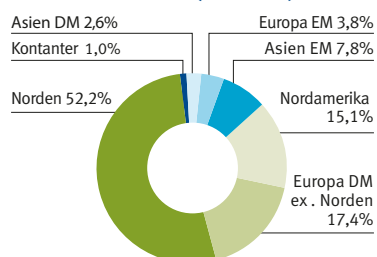
En af fondens bedste bidragsydere igennem de seneste fem år, Continental, kom delvis tilbage oven på sidste års svage udvikling. Selskabet fortsætter stabilt med en fem-procent årlig tilvækst, samtidig med at de fremviser god lønsomhed. Continental er nu fondens største investering med en position på lidt mere end 6 procent af porteføljen. Vi tror, at selskabet inden 2020 formår at nå 50 mia. euro i omsætning og ser fortsat betydelig upside i værdifastsættelsen.

Blandt fondens andre positive bidragsydere i årets første kvartal kan nævnes Ericsson, eBay og SodaStream.

### BRANCHEFORDDELING (AFRUNDET)



### GEOGRAFISK FORDELING (AFRUNDET)



### Selskaber der bedrog negativt

På den negative side finder vi først og fremmest Norwegian. Selskabets aktiekurs faldt næsten 18 procent i kvartalet. Det skyldes hovedsagligt markedets frygt for selskabets høje finansielle gearing forbundet med deres køb af et par hundrede fly samt prispresset på billetterne som følge af øget kapacitet i Europa. Vi mener, at gældsbyrden er mere end håndterbar, særligt med tanke på selskabets fleksibilitet, der har med salg/leaseback på dele af flåden at gøre. Operationelt er vi stadig imponerede. Ikke mindst over den succes som selskabet har opnået på deres langdistancesatsning. Det er turbulent at være investeret i Norwegian, men vi har ikke mistet troen på, at selskabet vil kunne tjene 50 kroner pr. aktie to-tre år frem i tiden.

Verdens største tøjkedde, Hennes & Mauritz, var også en af fondens negative bidragsydere med et fald på ca. 10 procent. Selskabet har i en årrække haft en negativ udvikling i bruttomarginen. Vi mener, at det er i gang med at blive stabiliseret efter en forbedring de sidste to kvartaler. Store varelagre, og dermed mange varer, som må sælges med rabat, er en bekymring, men vi tror, at selskabet er i gang med at vende denne tendens og vil fortsætte med 10-15 procent om året med dertilhørende god lønsomhed.



Foto: Bloomberg

**Farmaselskabet Teva kom tilbage i porteføljen** i løbet af første kvartal. Vi tror på, at virksomheden kan skabe betydelige indtægter i de kommende år og reducere gælden.

### Nye selskaber og øgede positioner

Vi investerede i Fredriksens nye rig-satsning, Northern Drilling. Indtil videre er dette et rent "asset play" med køb af nybyggede West Mira samt optionen til at købe et andet nybyggeri, Bolista. Som vi har set mange gange tidligere med Fredriksen-selskaber, kan dette være starten på et nyt eventyr. Vi ser heller ikke bort fra, at selskabet kan benytte dagens lave stål-værdier til flere køb.

Derudover har vi investeret i et andet rig-selskab, BORR Drilling. Selskabet har taget næste skridt ved at købe hele jack-

up flåden fra Transocean og er med købet af disse 15 platforme allerede blevet en betydelig operationel aktør.

Farma-selskabet Teva har igen fundet vej tilbage i porteføljen i løbet af første kvartal. Selskabet har næsten halveret sin værdi siden starten af 2016, da investorer er frustrerede over selskabets drift og øgede gældsforpligtigelser efter opkøb. Vi mener, at Teva vil kunne generere fem mia. dollar i kontantstrømme de næste år og dermed kunne reducere gældsbyrden med fire mia. dollar pr. år. Den største risiko er knyttet til salget af multipel sklero-

se-produktet Copaxone, og hvorvidt salget af dette produkt reduceres hurtigere end vores forventninger.

Vi investerede også i den japanske elevatortorproducent Fujitec i kvartalet. Selskabet har en global markedsandel på lidt over to procent, men er først og fremmest til stede i Asien. Vores investering i Fujitec skyldes først og fremmest lav prisfastsættelse, en stærk balance og ikke mindst, at selskabet prisfastsættes til en brøkdel af sammenlignelige selskaber som Kone og Schindler.

I løbet af kvartalet øgede vi også vores positioner i Kia Motors og Gazprom.



### Frasalg og reducerede positioner

Den kinesiske polysilicon-producent, GCL-Poly Energy, blev solgt helt ud af porteføljen. Den igangværende handelskrig mellem Kina og USA har kun skabt tabere. Selvom GCL-Poly Energy var bedst positioneret til at udnytte det gunstige prisklima i Kina, materialiserede dette sig ikke synligt i indtjeningen. Selskabet var aldrig nogen stor position i fonden, men nåede heller ikke et tilfredsstillende afkast.

Norske Medistim blev også solgt helt ud af porteføljen. Medistim har været en solid bidragsyder i fonden, hvilket en firedob-

ling siden slut 2012 vidner om. Selskabet er veldrevet og har gode produkter, men kursmålet er nået, og pengene er reinvesteret i Novo Nordisk.

Det tyske selskab SAP har længe været en stor position i SKAGEN Vekst. Vi ramte næsten vores kursmål i løbet af vinteren, og vi har mere end halveret positionen. Af samme årsag har vi derudover reduceret beholdningerne i Volvo, ABB og Danske Bank.

Nu, ved indgangen til lysere og varmere tider, prisfastsættes SKAGEN Veksts portefølje til 1,3 gange bogførte værdier og

13,6 gange selskabernes indtjening. Begge tal væsentligt lavere end det generelle marked. Som nævnt i den seneste Markedsrapport, så har vi igennem sidste år set en stigende interesse for valueaktier på bekostning af værdiaktier og såkaldte stabile indtjeningsaktier. Denne tendens er delvis fortsat ind i dette år og kan forventes at fortsætte – særligt, hvis forventningerne til stigende renter styrkes.

Værdipapir	Sektor	Antal	Købsværdi NOK*	Markedsværdi NOK*	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
Continental AG	Consumer Discretionary	252 000	139 867	475 003	335 136	6,02 %	Frankfurt
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Information Technology	35 000	209 126	431 576	222 450	5,47 %	Seoul
Carlsberg AS-B	Consumer Staples	505 000	325 613	400 399	74 786	5,07 %	København
Norwegian Air Shuttle ASA	Industrials	1 500 000	253 455	354 750	101 295	4,50 %	Oslobørsen
Citigroup Inc	Financials	650 000	232 211	336 793	104 581	4,27 %	New York
Kinnevik AB-B	Telecommunication Services	1 425 000	296 078	328 079	32 001	4,16 %	Stockholm
Hennes & Mauritz AB	Consumer Discretionary	1 250 000	324 719	274 680	-50 039	3,48 %	Stockholm
Ericsson LM-B SHS	Information Technology	4 700 000	358 266	269 730	-88 537	3,42 %	Stockholm
Novo Nordisk A/S-B	Health Care	900 000	270 863	267 427	-3 436	3,39 %	København
Roche Holding AG-Genusschein	Health Care	106 000	229 901	233 313	3 412	2,96 %	Zürich
Norsk Hydro ASA	Materials	4 564 560	117 370	227 589	110 219	2,88 %	Oslobørsen
Telia Co AB	Telecommunication Services	5 880 000	270 096	212 709	-57 387	2,70 %	Stockholm
Bonheur ASA	Energy	2 777 795	242 405	204 862	-37 543	2,60 %	Oslobørsen
Golden Ocean Group Ltd	Industrials	3 080 000	92 828	200 970	108 142	2,55 %	Oslobørsen
eBay Inc	Information Technology	690 000	137 899	200 889	62 990	2,55 %	NASDAQ
Volvo AB	Consumer Discretionary	1 500 000	126 899	189 919	63 019	2,41 %	Stockholm
Kia Motors Corporation	Consumer Discretionary	650 000	191 411	185 250	-6 161	2,35 %	Seoul
SAP SE	Information Technology	200 000	92 453	168 390	75 937	2,13 %	Frankfurt
Gazprom Oao ADR	Energy	4 100 000	168 035	157 513	-10 521	2,00 %	London
SKF AB - B Shares	Industrials	908 000	140 010	154 887	14 877	1,96 %	Stockholm
ABB Ltd	Industrials	750 000	98 982	150 665	51 683	1,91 %	Stockholm
Kemira OYJ	Materials	1 350 000	130 354	142 327	11 974	1,80 %	Helsingfors
SBI Holdings Inc	Financials	1 139 000	96 714	136 232	39 518	1,73 %	Tokyo
Swatch Group AG	Consumer Discretionary	44 000	115 141	135 253	20 112	1,71 %	Zürich
Philips Lighting NV	Industrials	550 000	108 892	134 634	25 742	1,71 %	Amsterdam
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	Health Care	420 000	118 796	116 506	-2 290	1,48 %	NASDAQ
Wilh. Wilhelmsen Holding ASA	Industrials	512 647	36 664	116 371	79 707	1,47 %	Oslobørsen
Cal-Maine Foods Inc	Consumer Staples	363 497	144 702	115 566	-29 137	1,46 %	New York
Shire Plc-ADR	Health Care	75 000	116 398	113 009	-3 388	1,43 %	NASDAQ
Sberbank of Russia Pref	Financials	6 000 000	86 944	110 148	23 203	1,40 %	Moskva
Borr Drilling Ltd	Energy	3 000 000	89 139	104 250	15 111	1,32 %	Onoterat
Danske Bank A/S	Financials	350 000	50 984	102 876	51 891	1,30 %	København
Catena AB	Real Estate	746 924	66 865	94 498	27 633	1,20 %	Stockholm
Koninklijke Philips NV	Industrials	325 000	66 191	89 555	23 364	1,14 %	Amsterdam
Northern Drilling Ltd	Energy	1 440 000	61 591	87 840	26 249	1,11 %	Onoterat
Golar LNG Ltd	Industrials	360 000	91 128	85 310	-5 817	1,08 %	NASDAQ
Sodastream International Ltd	Consumer Staples	202 946	45 516	83 412	37 896	1,06 %	NASDAQ
Danieli & Officine Meccaniche SpA	Industrials	527 390	67 936	74 587	6 652	0,95 %	Italien
Lundin Petroleum AB	Energy	421 000	41 505	73 353	31 849	0,93 %	Stockholm
H Lundbeck A/S	Health Care	180 000	34 483	72 070	37 587	0,91 %	København
Fujitec Co Ltd	Industrials	750 000	72 494	70 631	-1 863	0,90 %	Tokyo
Credit Suisse Group AG	Financials	500 000	99 213	63 919	-35 295	0,81 %	Zürich
CF Industries Holdings Inc	Materials	210 000	43 701	52 888	9 187	0,67 %	New York
HitecVision AS	Financials	792 668	7 191	46 926	39 735	0,59 %	Onoterat
Strongpoint ASA	Information Technology	2 500 623	28 613	39 010	10 397	0,49 %	Oslobørsen
Yazicilar Holding AS	Consumer Staples	654 669	22 383	31 554	9 171	0,40 %	Istanbul
Solstad Offshore ASA	Energy	2 417 853	105 713	28 410	-77 303	0,36 %	Oslobørsen
Rec Silicon ASA	Energy	21 000 000	31 267	21 630	-9 637	0,27 %	Oslobørsen
Goodtech ASA	Industrials	1 950 949	44 407	13 637	-30 770	0,17 %	Oslobørsen
I.M. Skaugen SE	Industrials	1 500 000	18 232	10 650	-7 582	0,13 %	Oslobørsen
PhotoCure ASA	Health Care	266 582	10 754	9 304	-1 450	0,12 %	Oslobørsen
TTS Group ASA	Industrials	2 411 069	24 080	8 849	-15 232	0,11 %	Oslobørsen
<b>Total equity portfolio*</b>			<b>6 396 478</b>	<b>7 810 596</b>	<b>1 414 118</b>	<b>98,99 %</b>	
Disponibel likviditet				79 680		1,01 %	
<b>Total share capital</b>				<b>7 890 276</b>		<b>100,00 %</b>	

\* Numbers in 1 000 NOK.

## NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN VEKST (PR. 31/3 2017)

Selskab	Postens størrelse %						Kursmål
	Kurs	P/E 2016	P/E 2017E	P/E 2018E	P/BV seneste		
Continental AG	206	14,9	12,9	11,7	3,1	265	
Samsung Electronics	1 603 000	11,1	9,4	8,9	1,3	1 680 000	
Carlsberg AS-B	644	20,3	17,6	16,8	1,9	847	
Norwegian Air Shuttle	237	8,2	6,8	5,3	2,1	500	
Citigroup Inc	60	11,4	10,1	8,8	0,8	75	
Kinnevik AB-B	239	59,8*	39,8	37,3	0,9	295	
Hennes & Mauritz AB	229	20,3	15,3	13,5	6,2	400	
Ericsson LM-B SHS	60	103,1	25	15,2	1,4	75	
Novo Nordisk	240	15,9	14,9	13,5	13,3	325	
Roche Holding	256	17,1	16	14,2	10,4	350	
<b>Vægtet top 10</b>	<b>42,7%</b>	<b>13,2</b>	<b>11,2</b>	<b>9,8</b>	<b>1,3</b>	<b>44%</b>	
<b>Vægtet top 35</b>	<b>89,0%</b>	<b>13,8</b>	<b>11,5</b>	<b>9,6</b>	<b>1,3</b>	<b>38%</b>	
<b>Referenceindeks</b>		<b>16,6</b>	<b>14,9</b>	<b>13,5</b>	<b>2,2</b>		

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

\* Justeret for udbytte.





## SKAGEN Focus

På jagt efter exceptionelle investeringer

- › Vi investerede i det syd-afrikanske guldmineselskab Gold Fields
- › Den koreanske discount-detailkæde, E-mart, leverede kvartalets bedste afkast
- › Vi fastholder vores disciplinerede investeringsproces med fokus på størrelse og kursmål

1	2	3	4	5	RISIKO	7
Fondens startdato	26. maj 2015					
Akk. afkast siden start*	3,2 %					
Forvaltningskapital	1.747 mio. DKK					
Antal kendte investorer	5.491					
<b>AFKAST</b>	<b>KV1 17*</b>					<b>12 M*</b>
SKAGEN Focus	3,5 %					29,3 %
MSCI World AC TR Index	5,5 %					22,3 %

\* Pr. 31. marts 2017.



### PORTEFØLJEFORVALTERE

Filip Weintraub, Jonas Edholm og David Harris\*

\* Junior porteføljeforvalter

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



Foto: Bloomberg

## Aktiemarkedene forcerer en mur af bekymring

På et bagtæppe af hård retorik fra centralbankernes side og en betydelig grad af usikkerhed på markederne, leverede SKAGEN Focus et solidt absolut afkast på 3,5 procent i første kvartal.

Inflationens tilbagevenden, efter at være blevet erklæret mere eller mindre død, trak overskrifter i begyndelsen af året. Dette har også været fulgt op med en stadig stigende hård retorik fra verdens centralbanker. Den Amerikanske Centralbank implementerede den længe ventede rentestigning på 25 basispunkter i første kvartal. Som kvartalet skred frem, faldt interessen af inflationen gradvist, og mange markedsdeltagere var af den opfattelse, at en ny politisk kurs - især fra Præsident Trumps side - nok ville tage noget længere tid end ventet at få implementeret - hvis en sådan overhovedet blev til noget.

På trods af dette forcerede de globale aktiemarkeder en mur af bekymring, som havde rod i en række usikkerhedsmomenter. Disse består blandt andet af protektionistiske tiltag, så som indførelsen af en grænseskat i USA samt generelt højere renter, især i USA.

Vi var vidne til en renæssance inden for mange industrielle metaller i 2016, men disse markedssegmenter er siden falmet eller i bedste fald stagneret. Energisektoren klarede sig ringe, idet olieprisen faldt markant, som følge af at stigningen i udbuddet fra USA oversteg reduktionen i produktionen fra OPEC-landenes side. Dette var årsagen til, at vores eneste olieproduktionsselskab, Whiting Petroleum, klarede sig dårligt. Vores anden eksponering inden for energisektoren - det USA-baserede raffinaderi, Tesoro, burde logisk set nyde godt af de lavere oliepriser, men aktien levede ikke op til vores forventninger i denne kontekst.

### En gylden mulighed

Efter sidste år at have solgt positionerne i First Quantum, South32 og Pan America Silver, blev vores eksponering mod metal- og minesegmenterne betydeligt reduceret. Vi har dog igen vendt blikket mod segmentet og har investeret i det sydafrikanske guldmineselskab Gold Fields. Gold Fields er et af de største guldudvindingsselskaber i verden med en produktionskapacitet på 2,2 millioner ounces og reserver på mere end 50 millioner ounces. Selskabet har hovedkvarter i Sydafrika, men størstedelen af aktiverne er placeret i Australien, Sydamerika og Vestafrika. Selskabet ejer ét aktiv i Sydafrika via South Deep, som potentielt er et af de største guldreserver i verden. Analytikere ser ud til at have en pessimistisk holdning til den australske aktivbase og til det langsigtede produktionspotentiale for South Deep. Den nuværende prisfastsættelse afspejler en negativ værdi for South Deep, på trods af at de fleste aktivspecifikke investeringer er foretaget, og produktionen potentielt har nået et vendepunkt. Gold Fields udgør i øjeblikket for 2,5 procent af porteføljen.



### Rotation inden for finans - viva Italia!

Nogle af vores mangeårige kunder husker måske, at Unicredit købte vores gamle ven, Bank Austria, for næsten ti år siden til en betydelig overkurs. Vi har nu mulighed for at tilbagekøbe aktivet til en ekstrem lav kurs inklusive nogle italienske bankforretninger. Det italienske bankmarked har været plaget af misligholdte lån, hvoraf de fleste har været lån overtaget fra før 2007. En restruktureringsbølge har nu ramt det italienske bankmarked, herunder fusioner blandt de små banker, konkurser og rekapitalisering af de større banker. Det italienske bankmarked har været fragmenteret, men vi vurderer, at dette nu er ved at ændre sig til det bedre, eftersom markedet bliver mere koncentreret, og de aktører, der er tilbage, mere profitable.

Unicredit er den andenstørste bank i Italien efter Intesa, og banken har ligeledes betydelige aktiviteter i Central- og Østeuropa samt Tyrkiet. Selskabet har for nyligt været igennem en rekapitalisering, hvor der blev tilvejebragt EUR 13 mia. I den forbindelse placerede vi en investering i Unicredit, som ligeledes solgte nogle af sine ikke-kerneaktiver fra for EUR 7 mia. for at styrke sit kapitalgrundlag. Ifølge selskabets strategiske plan skal omkostningerne reduceres markant, og 25 procent af selskabets datterselskaber skal lukkes. Hvis strategien eksekveres på rette vis, kan Unicredit via denne restruktureringsøvelse vise sig at blive blandt de mest effektive banker i Europa. Unicredit udgør p.t. 2,7 procent af porteføljen.

### SKAGEN FOCUS PORTEFØLJEÆNDringer 1. KV. 2017 (% AF FORVALTET KAPITAL)

#### 5 største positive bidragydere

E-MART	0,84%
Samsung SDI	0,66%
Jenoptik	0,60%
Adient	0,57%
Philips Lighting	0,52%

#### 5 største negative bidragydere

Aryzta	-0,90%
Whiting Petroleum	-0,78%
Teva Pharmaceutical Industries	-0,42%
AIG	-0,30%
Tesoro	-0,27%

#### 5 største køb

Hyundai Motor	3,83%
UniCredit	3,23%
Gold Fields Ltd	2,96%
Tesoro	1,88%
Carlsberg	1,54%

#### 5 største salg

Ence Energia y Celulosa	-2,96%
Jenoptik	-2,67%
Adient	-1,21%
SK Hynix	-0,46%
FFP	-0,06%

### NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN FOCUS (PR. 31/3 2017)

Selskab	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2016	P/E 2017E	P/BV seneste	Kursmål
American International Group Inc	7,1%	62,4	12,8	10,5	0,8	90
Telecom Italia Spa	4,5%	0,8	12,0	11,2	0,8	1,2
E-MART Inc	4,5%	205 500	13,9	12,3	0,7	270 000
Tesoro Corp	4,3%	81,1	14,4	11,7	1,7	120
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	3,8%	32,1	6,6	6,7	1,2	90
Philips Lighting NV	3,7%	26,8	11,3	10,7	1,5	30
SBI Holdings Inc	3,7%	1 552	13,9	14,0	0,8	3 000
Taiheiyō Cement Corp	3,7%	372	8,7	11,6	1,3	495
Jbs SA	3,6%	10,2	6,9	5,9	1,2	22
Softbank Group Corp	3,6%	7 862	9,2	12,2	2,8	9 600
<b>Vægtet top 10</b>	<b>42,3%</b>		<b>17,8</b>	<b>12,5</b>	<b>1,1</b>	
<b>Vægtet top 33</b>	<b>95,2 %</b>					
<b>Kontant</b>	<b>4,8 %</b>					
<b>Total</b>	<b>100,0%</b>					

JBS er største aktionær i Pilgrim's Pride, som udgør 1,0 % af fonden. Disse to positioner bør ses som en med en total vægt på 4,6 %.

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

### Restrukturering af koreansk detailkæde

Den største bidragsyder i kvartalet var den koreanske discount detailkæde, E-mart, som er et selskab, der primært har forretninger i storcentre. Selskabet har kæmpet imod en svækkelse af kerneaktivitetsområder samt stigende konkurrence fra nye onlineaktører. Selskabets aktier steg, da flere tegn på forbedringer af driften blev synlige. Selskabets datterselskaber, herunder døgnkiosksegmentet og aktiviteterne i Kina, fremlagde regnskaber, der var bedre end sidste år, idet selskaberne gradvist trækker sig ud af urentable aktiviteter. Investorerne undervurderer muligvis stadig den positive indvirkning fra E-mart storcentre (online-aktiviteterne) og handelskonceptet på mellemlangt sigt. Aktien udgør fortsat 4,5 procent af porteføljen, og vi kan fortsat se et solidt positivt potentiale i forhold til vores kursmål.





Foto: Bloomberg

**Tysk industriselskab med fokus på laserteknologi rammer kursmål**

Vi afhændede vores position i det tyske industriselskab, Jenoptik. Aktierne er steget med mere end 40 procent alene i 2017, og aktien handler til en kurs, der er mere end fordoblet i forhold til den kurs, vi købte til for 18 måneder siden.

Vi solgte vores position i Ence - en spansk celluloseproducent - i kølvandet på et særdeles solidt kursstigningsforløb, siden vi placerede en investering i selskabet for seks måneder siden. Dette henleder opmærksomheden på vores disciplinerede investeringsproces for så vidt angår positionsstørrelse og kursmål.

Vi oplevede turbulens i det schweiziske specialbageriselskab, Aryzta, som leverede endnu en skuffende indtjeningsprognose. I kølvandet på dette udviklingsforløb blev ledelsen omsider fyret, og den nyligt valgte formand, McGann, forekommer at have et fast tag om selskabet og processen med at indsætte en ny ledelse. Aryzta har nu en klar målsætning om at reducere gælden med EUR 1 mia. frem imod 2019 og potentielt sælge den kontroversielle Picard-position.

Vi investerede igen i den koreanske bilproducent, Hyundai Motors - helt præcis via præferenceaktier, som handles med en betydelig rabat i forhold til de ligeledes meget attraktivt prisfaste almindelige aktier. Vi vurderer, at selskabet kan være på vej ud i en større omstrukturingsproces og muligvis kan tiltrække aktionæraktivister på mellemlangt sigt.

I slutningen af kvartalet bestod SKAGEN Focus-porteføljen af 35 aktier, hvoraf 11 procent er small-cap positioner og 45 procent mid-cap positioner. Fælles for samtlige positioner er, at de er betydeligt undervurderede med selskabsspecifikt potentiale til at opleve kursstigninger inden for to til tre år.

Vi takker investorerne for jeres støtte og tillid!



Foto: Bloomberg

**Samsung SDI**

Selskabet blev grundlagt i 1970 som Samsung-NEC, og selskabet erhvervede Cheil Industries i 2014. Selskabet har adskillige forretningsområder inden for små batterier såvel som elværktøj, støvsugere, elcykler og hybridbiler. Batterier til elbiler tegner sig for ca. 9 procent af salget og inkluderer prismatiske og cylindriske litiumcellebatterier til brug i elektriske og hybridbiler.



Foto: Bloomberg

**FFP**

FFP er et investeringsselskab med en diversificeret portefølje af aktiver, hvoraf de fleste er børsnoterede. Selskabet kontrolleres af Peugeot-familien (80 procent), og det største aktiv er en position i Peugeot. Selskabet har gradvist diversificeret sine aktiviteter væk fra sin position i Peugeot og har nu en større eksponering mod andre områder, såsom sundhed og industri. 90 procent af porteføljen er børsnoterede aktier, og aktien handles med en markant rabat i forhold til dens indre værdi.



Foto: Adient

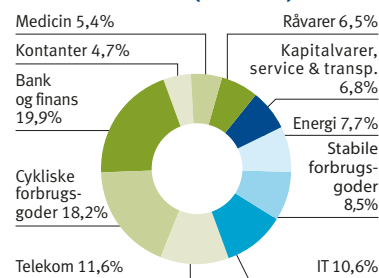
**Adient**

Adient er førende på det globale marked for sæder og interiørkomponenter til personbiler, erhvervskøretøjer og godsvogne. Selskabet blev solgt fra det amerikanske selskab, Johnson Control, i oktober 2016. Selskabet ejer et utal af kinesiske joint ventures, som ikke er konsolideret i selskabets regnskaber, men som leverer en betydelig aktieindkomst. Ledelsesteamet, som blev rekrutteret for nyligt fra konkurrenten Visteon, har tidligere gennemført en vellykket kapitalisering af aktiverne i et selskab med en lignende struktur.

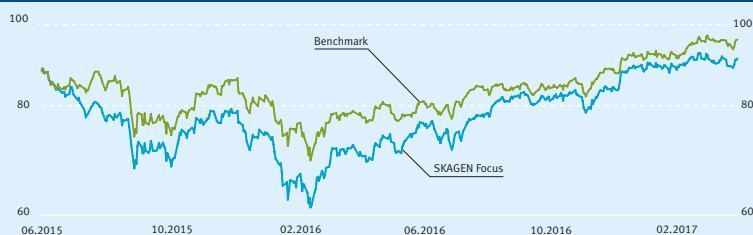
Værdipapir	Sektor	Antal	Købsværdi NOK*	Markedsværdi NOK*	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
American International Group Inc	Financials	283 812	141 390	152 241	10 851	7,06 %	New York
E-MART Inc	Consumer Staples	60 800	78 474	96 111	17 637	4,45 %	Seoul
Tesoro Corp	Energy	133 500	92 831	92 681	-150	4,30 %	New York
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	Health Care	295 000	107 435	81 831	-25 603	3,79 %	NASDAQ
Philips Lighting NV	Industrials	325 361	64 205	79 645	15 439	3,69 %	Amsterdam
SBI Holdings Inc	Financials	663 000	70 676	79 299	8 623	3,68 %	Tokyo
Taiheiy Cement Corp	Materials	2 760 000	70 281	79 125	8 844	3,67 %	Tokyo
Jbs SA	Consumer Staples	2 775 000	68 763	78 025	9 262	3,62 %	Sao Paulo
Softbank Group Corp	Telecommunication Services	126 300	60 935	76 524	15 590	3,55 %	Tokyo
China Telecom Corp Ltd	Telecommunication Services	18 014 000	81 749	75 578	-6 171	3,50 %	Hong Kong
Schaeffler AG	Industrials	448 033	56 998	67 767	10 769	3,14 %	Frankfurt
Carlsberg AS-B	Consumer Staples	84 600	61 827	67 077	5 250	3,11 %	Köpenhamn
Telecom Italia Spa	Telecommunication Services	8 650 000	58 054	66 966	8 912	3,10 %	Italien
Fila Korea Ltd	Consumer Discretionary	120 600	72 644	65 031	-7 612	3,01 %	Seoul
Alphabet Inc Class C	Information Technology	9 000	57 054	64 164	7 110	2,97 %	NASDAQ
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	Consumer Discretionary	80 000	65 022	63 692	-1 330	2,95 %	Seoul
CIT Group Inc	Financials	168 000	58 251	62 144	3 893	2,88 %	New York
Infineon Technologies AG	Information Technology	335 000	39 310	58 961	19 652	2,73 %	Frankfurt
UniCredit SpA	Financials	437 000	54 801	57 791	2 990	2,68 %	Italien
Synchrony Financial	Financials	189 572	52 302	55 674	3 372	2,58 %	New York
Whiting Petroleum Corp	Energy	675 000	56 226	53 222	-3 004	2,47 %	New York
Gold Fields Ltd	Materials	1 750 000	50 130	52 832	2 702	2,45 %	Johannesburg
SK Hynix Inc	Information Technology	120 000	27 227	46 615	19 389	2,16 %	Seoul
Samsung SDI Co Ltd	Information Technology	43 000	32 070	45 646	13 576	2,12 %	Seoul
Stock Spirits Group Plc	Consumer Staples	2 175 375	44 872	43 361	-1 511	2,01 %	London
Aryzta AG	Consumer Staples	145 707	47 796	40 133	-7 664	1,86 %	Zürich
Magforce AG	Health Care	672 154	32 822	35 185	2 363	1,63 %	Xetra
Adient Plc	Consumer Discretionary	55 555	27 670	34 288	6 619	1,59 %	New York
Omega Protein Corp	Consumer Staples	185 491	29 841	31 460	1 619	1,46 %	New York
Telecom Italia Rsp	Telecommunication Services	4 850 000	26 964	30 443	3 479	1,41 %	Italien
Pilgrim's Pride Corp	Consumer Staples	115 000	21 760	22 080	321	1,02 %	New York
FFP	Financials	26 704	17 449	21 878	4 429	1,01 %	Paris
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	Energy	18 500 000	34 072	21 094	-12 978	0,98 %	Hong Kong
Fourtlls Holdings SA	Consumer Discretionary	500 373	13 677	20 541	6 864	0,95 %	Aten
Massimo Zanetti Beverage Group SpA	Consumer Staples	213 933	16 138	15 187	-951	0,70 %	Italien
Samsung SDI Co Ltd Pref	Information Technology	23 330	10 600	10 732	132	0,50 %	Seoul
TerraVia Holdings Inc	Materials	1 436 525	30 157	9 212	-20 945	0,43 %	NASDAQ
<b>Total equity portfolio*</b>			<b>1 932 469</b>	<b>2 054 236</b>	<b>121 767</b>	<b>95,21 %</b>	
Disponibel likviditet				103 372		4,79 %	
<b>Total share capital</b>				<b>2 157 608</b>		<b>100,00 %</b>	

\* Numbers in 1 000 NOK.

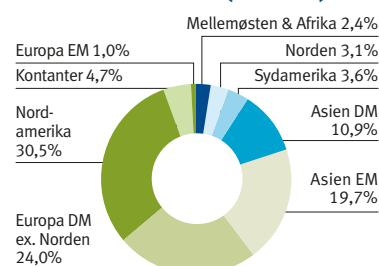
**BRANCHEFDELING (AFRUNDET)**



**KURSHISTORIK SKAGEN FOCUS**



**GEOGRAFISK FDELING (AFRUNDET)**





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

En andel i det globale ejendomsmarked

- › Vækstmarkederne skabte medvind gennem første kvartal
- › Porteføljen indeholder overvejende selskaber med vækstpotentiale og stabilt cashflow
- › Selskaberne rustede til rentestigninger

1	2	3	4	5	RISIKO	7
Fondens startdato	31. oktober 2012					
Akk. afkast siden start	34,6 %					
Forvaltningskapital	760 mio. DKK					
Antal kendte investorer	7.847					
<b>AFKAST</b>	<b>KV1 17*</b>	<b>12 M*</b>				
SKAGEN m <sup>2</sup>	2,3 %	15,8 %				
MSCI ACWI Real Estate IMI	2,8 %	10,6 %				

\* Pr. 31. marts 2017.



### PORTEFØLJEFORVALTERE

Michael Gobitschek og Harald Haukås\*

\* Stoppet i SKAGEN pr. 04.04.2017.

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



## Vækstmarkederne løftede porteføljen

SKAGEN m<sup>2</sup> steg 1,9 procent i kvartalet. Siden årsskiftet har usikkerheden omkring USA's præsident Donald Trump, parlaments- og præsidentvalg og centralbankernes tiltag skabt usikkerhed på ejendomsmarkedene. Læg dertil det faktum, at børsmarkederne har oplevet en opadgående tendens i mere end otte år.

Heldigvis er det altid selskabernes egne evner til at skabe værdi til aktionærerne, som har betydning over tid. Generelt klarer ejendomsselskaberne sig godt, idet huslejerne fortsat stiger, og passiverne er betydeligt sundere og mere diversificerede, end de har været længe. Mange ledelsesteam har taget ved lære af den seneste krise og lagt en stor indsats for dagen for at gøre balancerne mere modstandsdygtige.

### Mere end bare renteniveauet

Efter at de lange renter begyndte at stige i midten af 2016, begyndte investorerne at sælge ud af deres ejendomsaktier. Forklaringen er naturligvis mere nuanceret end som så. Over tid er der også andre faktorer, der spiller ind i forhold til et ejendomsselskabs værdiskabelse. En høj rente indikerer som regel også en god økonomi, hvilket skaber efterspørgsel og højere huslejer. Så længe indtjeningen er god og stiger, kompenserer dette for eventuelle værditab drevet af højere krav til afkast. Porteføljen er fortsat domineret af - og vi prioriterer især - selskaber, som har et vækstpotentiale via for eksempel renovering eller nybyggeri, dog således at porteføljen til enhver tid indeholder aktiver, som genererer cashflow. Investering i ejendomme er realværdibevarende - uanset om inflationen er høj eller lav, fastholdes værdien. Hvis rentestigningen skyldes inflation, er den generelle bekymring ganske uberettiget, da dette kan neutraliseres i form af højere husleje til udlejer. Hvis realrenten stiger, er det værre, men det er der intet, der tyder på lige nu – tværtimod.



### Selskaber med vækstpotentiale

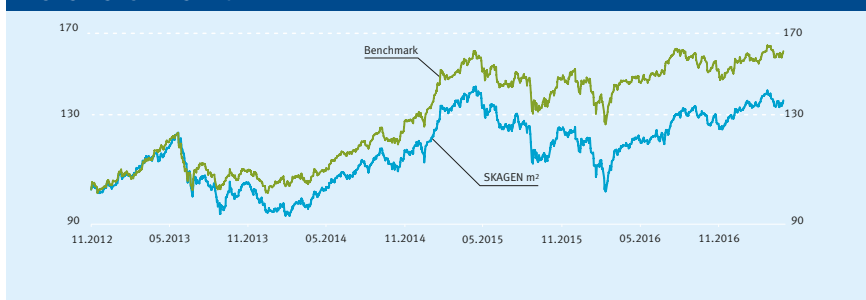
Ejendomsmarkedet blev mere påvirket af makroøkonomiske overvejelser om, hvor den økonomiske udvikling og renterne er på vej hen, end det er tilfældet inden for andre sektorer. I særdeleshed, når der er væksteufori omkring eventuelle inflationære reformer i USA. Dette har bidraget til, at mange globale ejendomsaktier er blevet værdiansat på attraktive niveauer i forhold til de fald, vi så sidste efterår. I mange tilfælde handles selskaberne med en stor præmie i forhold til indeværende års reelle værdi, ofte med et stærkt cashflow og en afbalanceret gældssammensætning. Dette indebærer implicit, at markedet forventer, at værdien på aktiverne vil falde. SKAGEN m2 er af den opfattelse, at ejendomsværdierne i mange tilfælde vil fortsætte med at stige baseret på stigende og efterspørgselsdrevne huslejeniveauer, billigere finansiering og sandsynligvis yderligere pres på afkastkravet, som har en tidsmæssig forsinkelse. I visse tilfælde handles selskaberne med en præmie i forhold til den indre værdi, hvilket kan være berettiget, så længe værdien af denne vokser hurtigere end afkastkravet.

#### NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN m<sup>2</sup> (PR. 31/3 2017)

Selskab	Postens størrelse %	Kurs	P/NAV sidste	Dividend Yield 2017E	EBITDA 2017E/EV
Olav Thon	5,3%	161	75%	1,4%	6,6%
SL Green	5,5%	105,6	75%	3,0%	5,4%
D Carnegie	5,5%	103	88%	0,0%	4,1%
Catena	5,5%	131,5	91%	4,2%	5,9%
Deutsche Wohnen	5,0%	30,8	104%	2,7%	3,5%
Inmobiliaria Colonial	5,2%	6,9	81%	3,2%	3,4%
Global Logistic Properties	4,2%	2,8	93%	2,5%	3,7%
Mitsui Fudosan	4,5%	2 374	61%	1,4%	6,7%
Irsa	4,3%	25	63%	0,6%	7,8%
GGP	3,9%	23,2	72%	4,0%	6,0%
<b>Vægtet top 10</b>	<b>49,0%</b>		<b>80%</b>	<b>2,3%</b>	<b>5,3%</b>
<b>Vægtet top 35</b>	<b>95,1%</b>			<b>3,2%</b>	<b>5,8%</b>
<b>Referenceindeks</b>				<b>3,5% actual</b>	

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

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



### Medvind fra vækstmarkederne

Kvartalets største bidragsydere blev verdens største logistikselvskab, Global Logistic Properties (GLP), som er børsnoteret i Singapore. Selskabet har annonceret et strategisk eftersyn og har åbnet op for flere potentielle tilbudsgivere. GLP, som har været meget undervurderet, handles nu på niveauer i nærheden af den bogførte værdi. Trods dette er der yderligere skjult værdi i selskabet, blandt andet via dets "byggegrunde-bank" og løbende projekter. I næste kvartal kender vi sandsynligvis udkommet.

En af de bedste aktier inden for de seneste år er det argentinske selskab IRSA, som fortsatte med at levere solide bidrag. Selskabet fortsætter med at udvikle sig i den rigtige retning både finansielt og operationelt, og samtidig er forventningerne til en bedre økonomi i Argentina store. I det forgangne kvartal steg hotelselskabet, Shangri-la, som er børsnoteret i Hongkong. I kombination med forbedrede driftsresultater, var forventningerne om en vending i det kinesiske hotelmarked en af grundene til stigningen.

Vi solgte vores position i den franske indkøbscenteroperatør, Mercialis, som bidrog solidt til porteføljens resultat. Vi vurderer dog, at der er usikkerhed om selskabets fortsatte cashflow-vækst. Vi tilkøbte en anden aktør på det kommercielle ejendomsmarked, finske Sponda, til en rigtig lav kurs langt under den indre værdi. Sponda er ved at omlægge ejendomsporteføljen og vil primært fokusere på kvalitet i det centrale Helsingfors.





### Årets tabere

Den aktie, der har klaret sig dårligst i år, er den amerikanske indkøbscenterkæde, CBL. Selskabet blev ramt af den dårlige stemning på markedet, som udviklede sig henover kvartalet, da flere detailhandelskæder, såsom JC Penny, Sears og Macys, annoncerede, at de ville lukke de fleste af deres varehuse ned. Dette skabte uro blandt investorerne, som begyndte at sælge ud af deres aktier i shoppingcentre af frygt for, at de til sidst ville få rentabilitetsproblemer som følge af det stigende antal ledige lejemaal.

En negativ nyhed var, at det amerikanske hotelselskab, Ashford Hospitality Trust, annoncerede overtagelse af canadiske Felcor til en præmie på 25 procent. Overtagelsen skal finansieres af en stor mængde nyudstedte aktier med en uforholdsmæssig udvanding af værdien til følge. Dette kom helt uventet for markedet, som havde håbet på, at selskabets cashflowposition skulle udbetales som aktieudbytte. I skrivende stund er det fortsat usikkert, om handlen går igennem, da den ikke understøttes af Felcore.

På grund af dårlig selskabsledelse solgte vi kraftigt ud i Ashford Prime i første kvartal og helt ud af vores position i Ashford Inc, som er forbundne selskaber.



### Potentiale i Mellem- og Østeuropa

Et af vores mest interessante nye selskaber er østrigske Immofinanz, som har aktiviteter inden for erhvervsjendomme, først og fremmest i Østrig, Tyskland og det tidligere Østeuropa. Selskabet handles med en betydelig rabat på grund af sin historie med ringe resultater, nedskrivninger, gæld og dårlig selskabsledelse. Mange af vanskelighederne stammer fra et indkøbscenter i Moskva, som nu er til salg. Immofinanz ejer 26 procent i et andet af selskaberne i SKAGEN m2, CA Immo, som man planlægger at fusionere med. Dette er under forudsætning af, at det russiske indkøbscenter sælges fra. Markedet er helt fokuseret på og dybt skeptisk i forhold til, om dette kommer til at ske, samt i givet fald til hvilken pris. Et andet alternativ er at udbetale disse aktiver til aktionærerne, omend dette er mindre attraktivt. Under alle omstændigheder har ledelsen lanceret et omstrukturingsprogram, som har til formål at skabe en bedre lønsomhed. Belægningsgraden forøges, kreditter refinansieres, og selskabet tilbagekøber egne aktier og har projekter i Tyskland, som om nogle år kommer til at generere cashflow. Alle disse foranstaltninger skal strømlines og øge likviditeten betydeligt.

Hvis en fusion med CA Immo bliver en realitet, vil der blive skabt et af Europas største kommercielle ejendomsselskaber med stor eksponering mod et Østeuropa i vækst. Selskaberne udgør et godt match, i og med at de opererer i de samme geografiske områder og inden for de samme segmenter. Endvidere har en aktivist-investor og en af verdens største hedgefonde vist interesse for dette - noget som burde være interessant.

### Tror på værdiskabende aktier

I indeværende år mener vi fortsat, at selskaber med indbyggede vækstkomponenter vil klare sig bedst. Der er tale om ledelsesteam, som sender aktiverne i spil. Først og fremmest via lejeindtægtsgivende investeringer - gerne i markeder med underudbud. Vi vurderer, at der fortsat er adgang til billig finansiering. Faktum er, at selskaberne generelt er godt rustede til rentestigninger. Vi forventer også at se flere selskabstransaktioner i det kommende år, som blandt andet vil være drevet af den store forskel i prisfastsættelsen mellem det direkte marked og aktiemarkedet. Dette har vi allerede set bevis på i porteføljen, og vi tror, at fænomenet vil blive mere udbredt.

Ovenstående analyse ligger til grund for den måde, vi har sammensat porteføljen på - noget vi blev betalt for i 2016, og strategien anses fortsat for at være meget rationel.

At investere i ejendomme handler om at sikre en god risikospredning både i porteføljen og via forskellige ejendomssegmenter, geografiske områder samt husleje- og låneniveauer. Spredningen mellem aktivklasser - mellem aktier og obligationer - bliver endnu vigtigere over tid. At investere i ejendomme på børsen er intet hundredemeterløb, det er et ultralangt maraton, og vi er først netop begyndt at løbe.



SKAGEN m<sup>2</sup> investerede i finske Sponda i kvartalet. Sponda vil primært fokusere på kvalitet i det centrale Helsingfors.



Værdipapir	Sektor	Antal	Købsværdi NOK *	Markedsværdi NOK *	Urealiseret gevinst/tab *	Procentvis fordeling	Børs
SL Green Realty Corp	Real Estate Companies incl. REITs	56 562	44 638	51 363	6 725	5,47 %	New York
Catena AB	Real Estate Companies incl. REITs	405 761	47 769	51 335	3 566	5,47 %	Stockholm
D Carnegie & Co AB	Real Estate Companies incl. REITs	516 251	38 680	51 159	12 478	5,45 %	Stockholm
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	Real Estate Companies incl. REITs	310 000	41 401	49 910	8 509	5,32 %	Oslobørsen
Inmobiliaria Colonial SA	Real Estate Companies incl. REITs	766 374	43 793	48 696	4 904	5,19 %	Madrid
Deutsche Wohnen AG	Real Estate Companies incl. REITs	170 000	40 139	48 124	7 985	5,13 %	Frankfurt
Mitsui Fudosan Co Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	233 000	47 403	42 628	-4 774	4,54 %	Tokyo
Global Logistic Properties Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	2 312 700	31 930	39 570	7 641	4,22 %	Singapore
Irsa Sa ADR	Real Estate Companies incl. REITs	178 171	20 304	38 300	17 996	4,08 %	New York
GGP Inc	Real Estate Companies incl. REITs	185 000	40 268	36 889	-3 380	3,93 %	New York
CA Immobilien Anlagen AG	Real Estate Companies incl. REITs	151 662	23 013	28 330	5 316	3,02 %	Wien
Columbia Property Trust Inc	Real Estate Companies incl. REITs	147 000	24 949	28 041	3 092	2,99 %	New York
Dic Asset AG	Real Estate Companies incl. REITs	300 000	20 376	25 619	5 244	2,73 %	Xetra
Shangri-La Asia Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	1 900 000	20 104	23 809	3 705	2,54 %	Hong Kong
PS Business Parks Inc	Real Estate Companies incl. REITs	24 000	15 274	23 546	8 272	2,51 %	New York
Immofinanz AG	Real Estate Companies incl. REITs	1 413 752	22 581	23 214	633	2,47 %	Wien
Sponda OYJ	Real Estate Companies incl. REITs	627 211	22 745	22 441	-304	2,39 %	Helsingfors
British Land Co Plc	Real Estate Companies incl. REITs	325 000	21 199	21 187	-12	2,26 %	London
Ashford Hospitality Trust	Real Estate Companies incl. REITs	375 000	23 319	20 511	-2 808	2,19 %	New York
Melia Hotels International	Real Estate Companies incl. REITs	172 000	15 200	20 329	5 129	2,17 %	Madrid
SM Prime Holdings Inc	Real Estate Companies incl. REITs	3 811 800	11 039	18 479	7 439	1,97 %	Filippinerna
Axiare Patrimonio SOCIMI SA	Real Estate Companies incl. REITs	144 000	15 313	18 382	3 069	1,96 %	Madrid
Phoenix Mills Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	355 160	13 637	17 828	4 191	1,90 %	Indien
Big Yellow Group Plc	Real Estate Companies incl. REITs	223 000	19 503	17 457	-2 046	1,86 %	London
Atrium Ljungberg AB	Real Estate Companies incl. REITs	131 044	13 414	17 197	3 783	1,83 %	Stockholm
Beni Stabili SpA	Real Estate Companies incl. REITs	3 032 917	13 674	16 364	2 690	1,74 %	Milano
CapitaLand Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	700 000	12 588	15 639	3 051	1,67 %	Singapore
Grivalia Properties Reic AE	Real Estate Companies incl. REITs	171 510	11 560	12 916	1 355	1,38 %	Aten
Ascendas India Trust	Real Estate Companies incl. REITs	1 780 200	7 454	12 326	4 872	1,31 %	Singapore
Soho China Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	2 568 500	13 794	11 828	-1 966	1,26 %	Hong Kong
Keck Seng Investments	Real Estate Companies incl. REITs	1 550 000	11 743	10 913	-830	1,16 %	Hong Kong
Obero Realty Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	214 090	6 591	10 463	3 872	1,11 %	Indien
First Real Estate Investment Trust	Real Estate Companies incl. REITs	938 405	7 127	7 566	439	0,81 %	Singapore
BUWOG AG	Real Estate Companies incl. REITs	18 000	3 460	3 863	403	0,41 %	Wien
Ashford Hospitality Prime Inc	Real Estate Companies incl. REITs	40 718	4 429	3 679	-749	0,39 %	New York
Entra ASA	Real Estate Companies incl. REITs	24 462	2 048	2 293	245	0,24 %	Oslobørsen
<b>Total equity portfolio*</b>			<b>772 457</b>	<b>892 196</b>	<b>119 739</b>	<b>95,06 %</b>	
Disponibel likviditet				46 367		4,94 %	
<b>Total share capital</b>				<b>938 563</b>		<b>100,00 %</b>	

\* Numbers in 1 000 NOK.

SKAGEN m<sup>2</sup> PORTEFØLJEÆNDRINGER 1. KV. 2017 (% AF FORVALTET KAPITAL)

5 største positive bidragydere

Global Logistic Properties	1,27%
IRSA	1,21%
Shangri-La Asia	0,69%
CA Immobilien Anlagen	0,39%
CapitaLand	0,33%

5 største køb

Sponda	2,37%
Immofinanz	2,35%
General Growth Properties	1,82%
CA Immobilien Anlagen	0,60%
BUWOG	0,36%

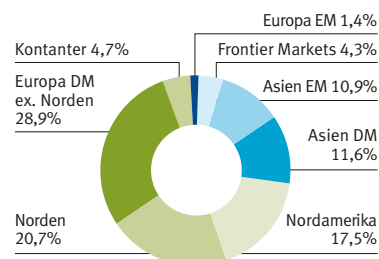
5 største negative bidragydere

CBL & Associates Properties	-0,77%
Ashford Hospitality Trust	-0,41%
Mercialys	-0,38%
Mitsui Fudosan Co	-0,38%
Ashford Hospitality Prime	-0,32%

5 største salg

Mercialys	-3,52%
CBL & Associates Properties	-3,21%
Global Logistic Properties	-1,70%
Nomura Real Estate Master Fund	-1,31%
Ashford Hospitality Prime	-1,25%

GEOGRAFISK FORDELING (AFRUNDET)



# Trump mod trenden

Markederne er gået overraskende godt efter valget af Donald Trump. Men kan det fortsætte? Løfter om skattelettelse, øgede offentlige investeringer og dereguleringer har overskygget protektionistisk retorik og har øget de økonomiske forventninger i USA - indtil videre.

Aktiemarkedet mødte lidt modvind i slutningen af første kvartal, hvor planerne for Trumps sundhedsreform ikke blev gennemført. Troen på, at Trump kan levere virksomhedsvenlig finanspolitik er dæmpet. Måske udebliver dereguleringen også. Men et mere grundlæggende problem er, at den amerikanske økonomi er inde i en periode med lav trendvækst. Den svage udvikling startede i 2005, altså før finanskrisen og recessionen i 2008-2009. Og det er svært at se, at Trump kan gøre noget ved denne udvikling.

Lav udvikling i væksten forklarer, hvorfor comebacket efter recessionen har været så svag. Hvis USA hurtigt var kommet ud af recessionen og havde fortsat udviklingen i væksten fra årtiet frem til 2005, ville BNP havde været 18 procent højere på nuværende tidspunkt. At væksten har været træg, selv efter ledigheden faldt til under 5 procent, skyldes at vækstfaktorerne er aftaget. BNP er vokset med 2,1 procent om året, siden recessionen ramte bunden i 2009. Men da meget af dette var indhentning efter en recession, som havde gjort, at BNP var faldet med 4 procent, er der grund til at tro, at udviklingen i væksten nu er lavere end 2 procent, måske kun 1,5 procent. Man skal tilbage til 70'erne for at finde en svagere vækstudvikling.

Hvorfor svagere vækstudvikling? I 2005 fik økonomiernes evne til at effektivisere sig et knæk. I tiåret frem til 2005 voksede effektiviteten - det vil sige økonomiernes evne til at producere varer og tjenesteydelser for en given mængde af kapital og arbejdskraft - i gennemsnit 1,7 procent om året. Siden 2005 har væksten været 0,4 procent om året. Det er uklart, hvad der forårsagede det negative skift. Det skete i flere avancerede økonomier. Skyldes det den måde, hvorpå effektiviteten måles? Forskning tyder ikke på, at det er blevet vanskeligere at måle effektiviteten nu end tidligere.

Lav effektivitet i væksten bliver direkte overført til svag vækst i arbejdsproduktiv-

teten, hvilket betyder, at højere beskæftigelse har begrænset effekt på BNP.

En anden årsag til lavere vækst er lavere arbejdsmarkedsdeltagelse, som begyndte omkring årtusindskiftet. Arbejdsmarkedsdeltagelsen - dem i arbejde eller på udkig efter et job - udgjorde 67,5 procent af den amerikanske befolkning i 2000. Siden da, og især efter 2005, er deltagelsen faldet og udgør nu 63 procent. Hvis deltagelsen stadig havde været 67,5 procent, ville der have været 11 millioner flere på det amerikanske arbejdsmarked. Selv svag vækst i produktiviteten havde givet et markant løft i BNP.

At arbejdskraftdeltagelsen ikke er steget efter recessionen viser, at den vigtigste forklaring er demografi. USA's befolkning bliver ældre. Andelen af befolkningen, der har den højeste erhvervsfrekvens, dem fra 25 til 64 år, vokser med 0,8 procent om året, hvilket er halvdelen af væksten i de seneste tre årtier frem til 2005. Frekvensen forventes at falde yderligere i de kommende år. Når ledigheden er faldet til 4,7 procent, betyder det, at BNP herefter ikke stiger væsentligt ved øget beskæftigelse.

Investeringerne faldt naturligt i 2008-2009 recessionen. Investeringerne er igen steget, men i et langsommere tempo end sædvanligvis efter en recession. Årsagen er svag effektivitet i væksten og lavere arbejdsmarkedsdeltagelse. Når økonomierne producerer færre ekstra varer og tjenesteydelser ved at bruge mere kapital, så dæmpes investeringerne. Og når færre står klar til at komme ind på arbejdsmarkedet, reduceres behovet for kapital.

Medmindre USA åbner dørene for indvandrere på vid gab, er der ikke meget, man kan gøre med demografi. Jo vigtigere bliver det at forsøge at øge effektiviteten i væksten. Men det er lettere sagt end gjort. Hvad kan Trump og Kongressen gøre for at vende udviklingen? Måske har svag effektivitetsvækst meget lidt at gøre med politik.

En ekspansiv finanspolitik - øgede offentlige investeringer og skattelettelse - kan have en positiv effekt på BNP, men der er meget lidt, der tyder på, at det vil få udviklingen i væksten til at stige. Deregulering som et forenklet skattesystem kan påvirke vækstudviklingen positivt, men der skal kraftige virkemidler til for at det kan medføre varig effektivitet i væksten. Protektionisme vil helt sikkert svække effektiviteten i væksten - højere takster er grus i det økonomiske maskineri. Der er begrænset grund til at tro, at politik vil vende udviklingen i BNP-væksten. Det er meget usikkert, hvad Kongressen ender med at vedtage, og effekten af potentielt positive politiske beslutninger er uklar.

Men det betyder ikke, at udviklingen i BNP-væksten ikke kan vende. I 1987 sagde nobelprismodtager Robert Solow, at IT-revolutionen var at se overalt, bortset fra i de økonomiske statistikker. Kort tid efter fik effektivitetsvæksten et løft. Trump kæmper med trenden, men det er ikke skrevet i sten.



– Torgeir Høien  
Porteføljeforvalter SKAGEN Tellus



## SKAGEN Tellus

Åbner døren til globale renter

- › Mexico er den største bidrager til fonden i kvartalet
- › SKAGEN Tellus afviger væsentligt fra indeks på flere parametre
- › Høj rentevarighed i lande med stort potentiale for rentefald eller med høj rente

1	2	3	RISIKO	5	6	7
Fondens startdato	29. september 2006					
Akk. afkast siden start	71,73 %					
Forvaltningskapital	788 mio. DKK					
Antal kendte investorer	2.527					

AFKAST	KV1 17*	12 M*
SKAGEN Tellus	0,66 %	6,02 %
JP Morgan GBI Broad Index Unhedged	0,27 %	2,72 %

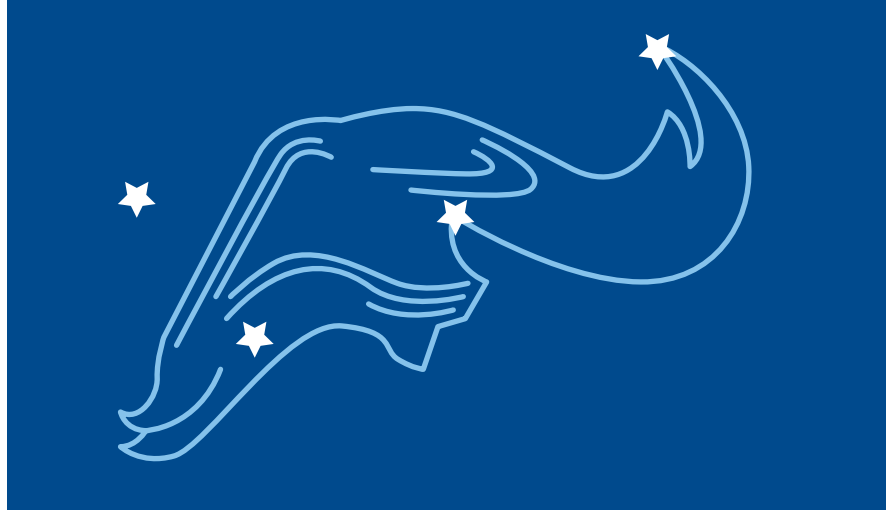
\*Pr. 31. marts 2017.



### PORTEFØLJEFORVALTERE

Jane Tvedt og Torgeir Høien

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



## Trump-euforien på tilbagetog

SKAGEN Tellus gav et afkast på 0,66 procent i årets første kvartal, imens referenceindekset lå lidt efter med en stigning på 0,27 procent.

Kvartalet var præget af en voksende mistillid til, hvorvidt Trump vil være i stand til at gennemføre sine valgløfter om handelsbarrierer. Det har været positivt for vækstøkonomiernes renter og valutaer. Særligt positivt har det været for Mexico og den mexicanske peso. Den mexicanske centralbanks initiativer for at modstå svækkelsen, samt en mindre tro på, at Trump ville være i stand til at udføre sin protektionistiske politik, har betydet en styrkelse af den mexicanske peso med otte procent i forhold til euroen i løbet af kvartalet. Mexico er den største bidrager til SKAGEN Tellus i denne periode. Peru er en anden latinamerikansk investering, der i høj grad har bidraget til afkastet.

SKAGEN Tellus er i sandhed en aktivt forvaltet fond. Vi afviger fra indekset, både når det gælder varighed, hvor vi tager renterisiko, og i forhold til hvilken valuta vi investerer i. Indekset har både høj renterisiko og valutaeksponering mod USA, Japan samt de store europæiske lande. SKAGEN Tellus afviger væsentligt fra dette.

Vi fortsatte med en forholdsvis lav rentefølsomhed i første kvartal. Vi tror, at den lange rente i store lande som USA, Tyskland og Japan har nået bunden, og mener, at risikoen for stigende renter er høj. Væksten er stigende, og deflationsrisikoen er overstået. Den amerikanske centralbank rykker tættere på en stram pengepolitik, og vi tror, at den europæiske centralbank er næst på listen. Det vil betyde stigende renter. Ved udgangen af marts var rentefølsomheden i fonden 3,1 år mod 7,6 år for indekset.

SKAGEN Tellus har høj varighed i lande, hvor renten er høj, eller hvor der er udsigt til faldende renter fremover. Latinamerika skiller sig ud i denne henseende. Her er der stadig mange lande med attraktive renter. Vores investeringer i Peru, Chile og Den Dominikanske Republik er alle motiveret af en attraktiv rente. Både Peru og Chile har bundsolide offentlige finanser og næsten ingen offentlig gæld - her får man en høj rente uden høj risiko. Den Dominikanske Republik har en stærk væksthistorik, hvilket giver en rente på mere end ti procent.

Vi har valgt at have en lav varighed i de lande, hvor vi mener, renten kan stige, samtidig med at vi tror på en styrket valuta. Eksempler på sådanne lande er Mexico, Storbritannien, Norge, Canada og USA.

Værdipapir	Forfalds- dato	Kupon	Nominelt ***	Kostpris ***	Markeds- kurs	Vedhæn- gende rente ***	Markeds- værdi ***	Markeds- værdi inkl. vedhæn- gende rente ***	Urealiseret gevinst/ tab ***	Andel af fonden
<b>STATSOBLIGATIONER</b>										
Canadian Government	01.03.2018	1,25	8 000	49 891	649,04	53	51 923	51 976	2 032	5,34 %
Chilean Government	05.08.2020	5,50	4 410 000	54 659	1,37	488	60 287	60 775	5 628	6,25 %
Dominican Republic	10.05.2024	11,50	150 000	28 449	19,38	1 228	29 075	30 303	626	3,12 %
Croatia Government Int Bond	30.05.2022	3,87	8 300	74 798	1 000,14	2 467	83 012	85 479	8 214	8,79 %
Portugese Government	15.10.2025	2,87	7 000	66 651	883,89	845	61 872	62 718	-4 779	6,45 %
Slovenia Government	30.03.2026	5,12	3 500	41 766	1 248,85	5	43 710	43 714	1 943	4,50 %
Spanish Government	30.04.2025	1,60	6 000	55 241	940,97	809	56 458	57 267	1 217	5,89 %
UK Government	25.08.2017	8,75	4 500	49 256	1 109,16	396	49 912	50 308	656	5,17 %
UK Government	07.09.2017	1,00	5 000	54 636	1 076,21	35	53 810	53 845	-826	5,54 %
European Bank Recon & Dev	19.03.2018	5,75	200 000	25 846	13,27	50	26 535	26 585	688	2,73 %
Mexican Government	15.06.2017	5,00	120 000	50 145	45,61	808	54 736	55 544	4 591	5,71 %
Norwegian Government	19.05.2017	4,25	95 000	99 059	100,46	3 495	95 441	98 937	-3 618	10,17 %
New Zealand Government	17.04.2023	5,50	8 000	54 358	690,50	1 212	55 240	56 452	882	5,81 %
Peruvian Government	12.08.2037	6,90	20 000	48 107	280,60	473	56 119	56 593	8 012	5,82 %
US Government	30.06.2017	0,62	7 800	64 786	858,84	104	66 989	67 093	2 204	6,90 %
US Government	30.09.2017	0,62	10 000	85 135	857,92	0	85 792	85 792	657	8,82 %
<b>Total Bond Portfolio</b>				<b>902 785</b>		<b>12 470</b>	<b>930 911</b>	<b>943 381</b>	<b>28 126</b>	<b>97,01 %</b>
Disponibel likviditet				28 850			29 059	29 059	208	2,99 %
<b>TOTAL</b>				<b>931 635</b>		<b>12 470</b>	<b>959 970</b>	<b>972 440</b>	<b>28 334</b>	<b>100,00 %</b>

**Key numbers**

Effective yield 3,42% Duration\* 3,10

\* 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 førtids-indfrielse.

Begrebet er baseret på en række teoretiske forudsætninger, herunder geninvestering af kuponbetalinger til samme rente.

Værdipapirer er vurderet til markedskurser pr. 31.03.2017.

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



# Godt afkast trods lavere risiko

## SKAGEN Credit EUR

De bedste virksomhedsobligationer fra den globale frugthave

- › Godt afkast via løbende kuponrente og indsnævring af kreditspænd
- › Det er vigtigere end nogensinde at udvælge de rigtige obligationer
- › Fonden er rustet til dårligere tider

1	2	RISIKO	4	5	6	7
Fondens startdato	30. maj 2014					
Akk. afkast siden start	1,80 %					
Forvaltningskapital	123 mio. DKK					
Antal kendte investorer	632					

AFKAST	KV1 17*	12 M*
SKAGEN Credit	0,58 %	6,51 %
3 Month EURIBOR	-0,08 %	-0,48 %

\* Pr. 31. marts 2017.



### PORTEFØLJEFORVALTER

Ola Sjöstrand

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

Det var et godt første kvartal. Kreditspændet faldt i de fleste af fondens investeringer, hvilket betød en stigning i fondens kurs. Indsnævring af kreditspændet kombineret med den nuværende kuponrente på obligationer gav et merafkast. SKAGEN Credit gav et afkast på 0,58 procent på trods af reduceret risikoniveau i fonden.

Den gennemsnitlige rating på investeringerne er i det forløbne år forbedret fra BB+ til BBB. Derudover er de gennemsnitlige udløb på investeringerne faldt fra 2,7 år til 2,4 år. Måske undrer mange sig over, hvorfor SKAGEN Credit reducerer risikoen nu, hvor alt ser så godt ud samt på et tidspunkt, hvor der bliver udstedt virksomhedsobligationer som aldrig før?

Virksomheder og andre obligationsudstedere har været meget aktive i årets første kvartal. Renteniveauerne, som udsteder betaler på deres obligationer, har ikke været så lave i lang tid. Det er derfor ikke overraskende, at alle der kan og har det mindste behov for at få billig finansiering udnytter det nuværende niveau. Mere overraskende er det, at der er investorer, som er interesserede i at købe så meget.

### Jagten på afkast

En forklaring på den store købsinteresse er, at renten generelt er så lav, at mange er villige til at tage mere risiko for at få renteafkast. Når de mest sikre obligationer, som f.eks. de korte tyske statsobligationer, giver negativ rente, så vælger mange at øge risikoen og i stedet købe de næstmest sikre obligationer. Når tilstrækkeligt mange ønsker at købe disse obligationer, så presses kursen op og handles til en negativ rente. Det forplanter sig længere nede på rating-skalaen og er dermed med til at presse kreditspændet ind på alle obligationstyper. Renten, eller rettere præmien, på virksomhedsobligationer er således i bund, fordi investorerne har fokus på afkastet frem for, at kreditkvaliteten forbedres.

### Obligationsudvælgelse

De lave niveauer presser dermed låneomkostningerne for "alle" virksomheder, og det har en yderst begrænset betydning for virksomhedens økonomiske situation eller fremtidsudsigter. Selektiv obligationsudvælgelse, hvor risikoen hænger forholdsmæssigt sammen med afkastet, er derfor vigtigere end nogensinde. Obligationer, der umiddelbart ser bedst ud, har ofte den største downside, og ukritisk investering i virksomhedsobligationer kan ikke anbefales. Et indeks skiller sjældent gode og dårlige virksomheder, og vægten af en obligation i et obligationsindeks er ofte baseret på den udestående obligationsmængde. Det vil sige, at jo mere virksomhederne låner via obligationsudstedelser, jo større vægt har obligationen i indekset uden skelen til kreditkvaliteten.

### Koncentreret portefølje

SKAGEN Credits ca. 40 obligationsinvesteringer er nøje udvalgt blandt verdens virksomhedsobligationer. De har ofte en særlig begivenhed/trigger, som vil øge værdien, eller også giver de af en eller anden grund bare et højere afkast i forhold til lignende obligationer. Pointen er, at hver enkelt obligation er analyseret og nøje udvalgt. Analysen kan være forkert og investeringen gå dårligt, men ved at udvælge de obligationer med merværdi er fonden positioneret til at modstå dårlige tider, samtidig med at fonden kan give et afkast svarende til risikoen.

SKAGEN CREDIT EUR	Number of units	Market value EUR	%
SKAGEN Credit	1326	14 486	93,82
Liquidity		1 020	6,18
<b>Total share capital</b>		<b>16 506</b>	<b>100,00</b>

Degree of currency hedging 96,63%, Share of SKAGEN Credit 41,38%  
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	700	8,15	6 612	1,92
Petrobras Global Finance BV	USD	01.03.2018	600	5,88	5 336	1,55
Petrobras Global Finance BV	USD	20.01.2020	300	5,75	2 743	0,80
Seadrill Ltd	USD	15.09.2017	300	6,13	1 039	0,30
<b>Total Energy</b>					<b>15 730</b>	<b>4,57</b>
Glencore Canada Financial Corp	GBP	27.05.2020	900	7,38	11 893	3,45
Glencore Funding LLC	USD	30.05.2023	800	4,13	7 121	2,07
<b>Total Raw Materials</b>					<b>19 014</b>	<b>5,52</b>
DSV A/S	DKK	18.03.2022	8 000	1,60	10 268	2,98
Schaeffler Finance BV	USD	15.05.2023	1 100	4,75	9 801	2,85
Tallink Group AS	NOK	18.10.2018	6 000	6,09	6 336	1,84
Heathrow Funding Ltd	GBP	20.03.2020	500	6,00	6 104	1,77
Heathrow Funding Ltd	GBP	10.09.2018	500	6,25	5 945	1,73
Color Group AS	NOK	18.09.2019	5 000	6,19	5 259	1,53
Bombardier Inc	USD	16.03.2020	400	7,75	3 698	1,07
Bombardier Inc	USD	14.10.2022	200	6,00	1 753	0,51
<b>Total Industrials</b>					<b>49 164</b>	<b>14,28</b>
Jaguar Land Rover Automotive Plc	GBP	01.03.2023	800	3,88	8 936	2,60
Best Buy Co Inc	USD	15.03.2021	900	5,50	8 380	2,43
Fiat Finance & Trade SA	EUR	15.03.2018	600	6,63	5 846	1,70
Samvardhana Motherson Automotive	EUR	15.07.2021	600	4,13	5 700	1,66
Jacob Holm & Sonner Holding AS	EUR	31.03.2022	500	3,42	4 632	1,35
Fiat Chrysler Finance Europe	EUR	22.03.2021	400	4,75	4 064	1,18
Samvardhana Motherson Automotive	USD	16.12.2021	400	4,88	3 603	1,05
Volvo Car AB	SEK	07.03.2022	3 000	1,86	2 966	0,86
<b>Total Consumer discretionary</b>					<b>44 126</b>	<b>12,81</b>
Cosan	USD	14.03.2023	1 200	5,00	10 359	3,01
JBS Investments GmbH	USD	28.10.2020	900	7,75	8 388	2,44
Lennar Corp	USD	17.06.2019	500	4,50	4 489	1,30
<b>Total Consumer staples</b>					<b>23 236</b>	<b>6,75</b>
Sparebank 1 Telemark	NOK	15.06.2017	15 000	1,55	15 080	4,38
Länsförsäkringar Bank AB	SEK	27.04.2026	9 000	1,77	9 027	2,62
Danske Bank AS	GBP	29.09.2021	700	5,38	8 151	2,37
Sparebank 1 Nord-Norge	NOK	26.05.2017	7 000	1,40	7 013	2,04
Bank of Baroda	USD	23.07.2019	750	4,88	6 818	1,98
Türkiye Halk Bankasi AS	USD	13.07.2021	800	5,00	6 684	1,94
Standard Chartered PLC	EUR	23.11.2022	500	3,63	5 078	1,47
Standard Chartered Bank	GBP	03.04.2018	200	7,75	2 453	0,71
<b>Total Financials</b>					<b>60 303</b>	<b>17,51</b>
Rolta Americas LLC	USD	24.07.2019	400	-	757	0,22
<b>Total IT</b>					<b>757</b>	<b>0,22</b>
Bharti Airtel International	USD	20.05.2024	700	5,35	6 503	1,89
VimpelCom Holdings BV	USD	01.03.2022	650	7,50	6 370	1,85
Bharti Airtel International	EUR	20.05.2021	400	3,38	4 098	1,19
Frontier Communications Corp	USD	15.09.2022	300	10,50	2 621	0,76
<b>Total Telecom</b>					<b>19 593</b>	<b>5,69</b>
BKK AS	NOK	22.05.2020	16 000	1,70	16 092	4,67
EDP Finance BV	USD	01.10.2019	1 600	4,90	14 792	4,30
Agder Energi AS	NOK	04.04.2018	10 000	2,16	10 062	2,92
EDP Finance BV	USD	14.01.2021	200	5,25	1 857	0,54
<b>Total Utilities</b>					<b>42 804</b>	<b>12,43</b>
Entra ASA	NOK	10.04.2017	10 000	2,37	10 055	2,92
SAGAX AB	EUR	09.09.2020	300	3,50	2 856	0,83
American Tower Corp	USD	15.02.2019	300	3,40	2 647	0,77
SAGAX AB	EUR	15.06.2021	100	4,50	982	0,29
<b>Total Real estate</b>					<b>16 539</b>	<b>4,80</b>
<b>TOTAL SECURITIES PORTFOLIO</b>					<b>291 266</b>	<b>84,58</b>
IRS EUR 20180620	EUR	20.06.2018	3 000		-377	-0,11
IRS EUR 20210511	EUR	11.05.2021	600		-152	-0,04
IRS GBP 20180129	GBP	29.01.2018	1 200		-172	-0,05
IRS GBP 20230523	GBP	23.05.2023	400		-89	-0,03
IRS USD 20180620	USD	20.06.2018	3 500		-121	-0,04
IRS USD 20190820	USD	20.08.2019	2 000		-36	-0,01
IRS USD 20210622	USD	22.06.2021	1 000		-29	-0,01
IRS USD 20220927	USD	27.09.2022	1 500		540	0,16
IRS USD 20230905	USD	05.09.2023	1 000		425	0,12
<b>Derivatives</b>					<b>-11</b>	<b>-</b>
<b>Liquidity</b>					<b>53 086</b>	<b>15,42</b>
<b>Total share capital</b>					<b>344 340</b>	<b>100,00</b>

# Afkast, risiko og risikojusteret afkast

## Afkast\*

Pr. 31.03.2017	NAV Seneste år	NAV Seneste 2 år	NAV Seneste 5 år	NAV Seneste 7 år	NAV Seneste 10 år	NAV Levetid
SKAGEN Vekst A	6,2%	4,3%	7,4%	5,3%	3,3%	13,7%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	5,4%	3,0%	11,2%	10,3%	5,4%	9,9%
SKAGEN Global A	5,5%	2,3%	9,2%	9,0%	6,0%	14,3%
MSCI World AC	5,5%	4,7%	13,3%	11,5%	5,9%	4,6%
SKAGEN Kon-Tiki A	11,6%	2,4%	5,2%	5,2%	7,0%	13,7%
MSCI Emerging Markets	10,1%	1,6%	5,4%	5,2%	5,0%	8,1%
SKAGEN m2 A	2,3%	-1,2%				7,0%
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	2,8%	1,2%				11,0%
SKAGEN Focus A	3,5%					1,7%
MSCI World AC	5,5%					4,5%
SKAGEN Avkastning	-0,48%	-1,60%	-0,38%	1,46%	2,00%	4,75%
Statsobligasjonsind. 3.00	-0,54%	-1,74%	-1,67%	0,75%	2,47%	4,66%
SKAGEN Tellus A	0,66%	-2,49%	4,78%	4,90%	5,15%	5,28%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR	0,27%	0,97%	3,94%	4,54%	5,29%	4,86%
SKAGEN Credit EUR A	0,58%	1,37%				0,63%
3 Month EURIBOR	-0,08%	-0,41%				-0,23%

## Risiko og præstationsmåling

Pr. 31.03.2017	SKAGEN Vekst	SKAGEN Global	SKAGEN Kon-Tiki	SKAGEN Avkastning	SKAGEN Tellus
<b>RISIKO- OG PRÆSTATIONSMÅL SENESTE 5 ÅR</b>					
Standard Deviation NAV	12,3 %	12,7 %	14,3 %	7,7 %	6,0 %
Standard Deviation Benchmark	11,2 %	10,5 %	13,3 %	7,1 %	7,3 %
Tracking Error	5,9 %	4,9 %	4,9 %	1,9 %	5,3 %
Beta	0,96	1,12	1,01	1,06	0,57
<b>VALUE AT RISK 5 ÅR</b>					
Alfa	-3,1 %	-5,1 %	-0,3 %	1,4 %	2,5 %
Sharpe Arithmetic	0,59	0,71	0,36	-0,03	0,81
Sharpe Ratio Benchmark	0,97	1,21	0,41	-0,21	0,55
Information Ratio Arithmetic	-0,60	-0,74	-0,04	0,69	0,15
Pr. 31.03.2017	SKAGEN Vekst	SKAGEN Global	SKAGEN Kon-Tiki	SKAGEN Focus	SKAGEN m <sup>2</sup>
Active Share	88%	92%	91%	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.

Design: Werdsemd

Grafisk produktion: Rosendahls A/S

Forside: *Høstarbejdere*, 1905. Af Anna Ancher. Maleriet er manipuleret og tilhører Skagens Kunstmuseer.

 /company/skagenfondene  
 /skagenfondenedk  
 /skagentvdanmark  
 /skagenfunds

 Hjemmemarked  
 Internationalt marked  
 Markedsføringstilladelse



**SKAGEN**  
fondene