

MARKNADSRAPPORT

# SKAGEN



I EN DYNAMISK  
VÄRLD

FOKUS PÅ VÄRDESKAPANDE

NUMMER 3 | OKTOBER 2015 | [www.skagenfonder.se](http://www.skagenfonder.se)

# Nyckeln framåt

Vi lever i märkliga tider. Aldrig tidigare har vi upplevt negativa styrräntor – och än lägre kan de bli innan Riksbanken beslutar sig för att det är dags att vända trenden och börja närma sig ett normalläge.

En omvänd situation hade vi i början av 90-talet då en räntenivå på 500 procent skapade panik för alla de som hade rörliga bolåneräntor. Dagens ränteläge eldar på ett allt större låntagande med eskalerande bopriser som följd. Många experter varnar nu för en bostadsbubbla.

Oavsett hur man manövrerar i denna okända terräng så har behovet av ett långsiktigt sparande inte minskat i betydelse.

## Skrivet i sten

Som tidigare påpekats har inte de senaste årens avkastning för våra aktiefonder varit lika bra som den brukar. Men att stora tunga amerikanska bolag, har varit populära under denna period ändrar inte vår värdebaserade investeringsfilosofi. Snarare tvärtom. Filosofin är skriven i sten, oavsett marknadsförhållanden. Att vi är långsiktiga ser vi som en förutsättning för att skapa goda resultat över tid. Som ett oberoende, privatägt fondbolag slipper vi lyckligtvis också förhålla oss till det kvartalstyranni som noterade bolag utsätts för.

Men vi kan inte bara förklara de svagare resultaten för våra aktiefonder med att värdebolag är impopulära. Inte alla bolagsval har utvecklats enligt förväntan under senare tid.

Några av de saker vi har gjort under året är att öka koncentrationen i våra portföljer. De företag som vi har mest förtroende för utgör nu en större andel av portföljen. Som bekant är det mycket svårare att sälja en aktie än att köpa den. Därför har vi också förbättrat investeringsdisciplinen. Våra portföljförvaltare har blivit bättre på att sälja när aktierna har nått sin målkurs.

## Hela världen som jaktmark

Att aktiekursen faller betyder naturligt nog inte att företaget nödvändigtvis blir billigare eller mer undervärderat. Det kan även förekomma så kallade värdefällor – och att bli kär i en aktie är riskabelt för en portföljförvaltare. Tidvis har vi underskattat den politiska risken och idégenereringen bland portföljförvaltarna kan bli ännu bättre.

Men att vi fortfarande har en majoritet av bolag som är noterade på fjolårets förlorarmarknader, tillväxtmarknaderna, beror inte på ovan nämnda förälskelse. Svagare ekonomisk tillväxt på dessa marknader, med Kina i spetsen, samt ökad skuldsättning och sjunkande lönsamhet bland företagen, har drabbat aktiekurserna på bred front.

Vi kan inte påpeka nog ofta att realekonomisk utveckling inte är samma sak som vilken riktning aktiekurserna tar. Och att aktiekurserna fluktuerar mycket mer än den underliggande värdetillväxten.

## Vägen framåt

Likasa att världen är global, utan naturliga skillnader mellan tillväxtmarknader och utvecklade marknader. Bolagen har hela världen som jaktmark. Och just det är nyckeln framåt. I ett klimat där råvaru- och energipriser faller blir vissa länder vinnare och andra förlorare. Men viktigast av allt, inom varje sektor kommer ett eller ett fåtal företag att bli vinnare. Dessa försöker vi att hitta, utan att betala så mycket att det blir på bekostnad av kapitalavkastningen.

Om vi nu, trots vår långsiktighet, ändå tar en titt på den senaste tiden så har våra fonder i stort sett utvecklats något bättre än sina jämförelseindex sedan midsommar. Om det vi ser är början på ett trendskifte, där dyra(re) tillväxtaktier blivit mindre populära och våra värden blir högre pris-satta, återstår att se.



Nu planerar vi som bäst för nästa års Nyårskonferens. Den 14 januari 2016 kommer bland annat dessa prominenta talare att delta:

**Ian Bremmer**, en av världens ledande geopolitiska experter som sägs ha fört in geopolitiken på Wall Street.

**Magnus Lindkvist**, trendspanare och framtidsanalytiker som utmanar vårt sätt att tänka och se på framtiden.

**Pippa Malmgren**, tidigare finansmarknadsrådgivare för Vita huset och medlem i USA:s Nationella ekonomiska råd.

**David Rosenberg**, chefekonom hos Gluskin Sheff och länge rankad som en av Wall Streets främsta prognosmakare.

Håll utkik efter mer info på [www.skagenfonder.se](http://www.skagenfonder.se).



– Per Wennberg  
VD, SKAGEN Fonder Sverige



30

**Makrokommentaren.** Hur mycket ska vi oroa oss över Kinas tillväxt? På bilden aktiekurser i Shanghai den 18 september 2015 – en vecka som slutade med ett kraftigt fall.



18

**Boost för el (I).** LG Chem (på bilden bolagets fabriksanläggning i Yeosu, Sydkorea) och Samsung SDI är innehav i SKAGEN Kon-Tiki som troligen kommer att gynnas av Volkswagenskandalen med ökad försäljning av elbilar framöver.



26

**Boost för el (II).** SKAGEN Focus köpte aktier i den tyska halvledartillverkaren Infineon som troligen kommer att gynnas av en övergång från förbränningsmotorer till hybrider.

Foton: Bloomberg

## LEDARE

**Nyckeln framåt** › 2  
Per Wennberg

## PORTFÖLJ- FÖRVALTARNAS BERÄTTELSE

## INTRODUKTION

**I en tid av förändring** › 5  
Låg exponering mot bolag vars aktiekurser stigit tack vare extrema penningpolitiska stimulanser. Det är den främsta förklaringen till den senaste tidens utveckling i våra fonder.

Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. Framtida avkastning kommer bland annat att bero på marknadens utveckling, förvaltarens skicklighet, fondens risk samt förvaltningsavgifter. Avkastningen kan bli negativ till följd av kursnedgångar. Faktablad och informationsbrochyrer (prospekt) för alla våra fonder finns på vår webbplats.

## AKTIEFONDER

**SKAGEN Vekst** › 10  
Svagt kvartal

**SKAGEN Global** › 14  
Fokus på nya företag

**SKAGEN Kon-Tiki** › 18  
Tillväxtmarknader utan tillväxt?

**SKAGEN m<sup>2</sup>** › 22  
Kinasyndromet

**SKAGEN Focus** › 26  
Bygger på svaga marknader

I rapporten redovisas belopp och avkastningssiffror i svenska kronor och kopplade till andelsklass A om inget annat står skrivet.

SKAGEN har som mål att säkerställa att all information i Marknadsrapporten är korrekt, men vill reservera sig för eventuella fel och utelämnanden. Uttalanden som reflekterar portföljförvaltarens syn är gjorda vid en bestämd tidpunkt – och kan förändras utan förvarning.

## RÄNTEFONDER

**Makrokommentar** › 30  
Kina angår oss alla

**SKAGEN Tellus** › 31  
Fruktad grekisk betalningsinställelse

**SKAGEN Credit** › 32  
Kraftig turbulens

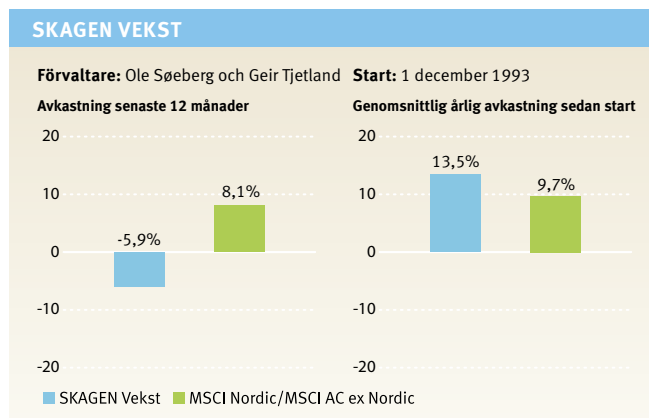
**SKAGEN Krona** › 34  
Lyckad kamp

## RÄKENSKAPER

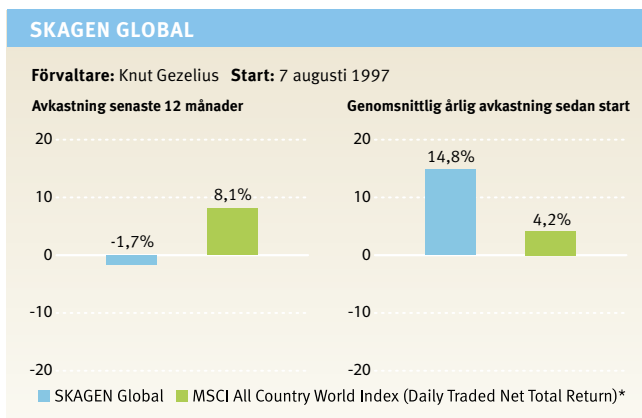
**Risk och avkastning** › 35

Rapporten är inte menad att uppfattas som en uppmaning till investeringsbeslut som köp eller försäljning av finansiella instrument. SKAGEN tar inte ansvar för direkta eller indirekta förluster eller utgifter som skylls på användandet av Marknadsrapporten. SKAGEN Fonder rekommenderar personer som vill investera i fonderna att ta kontakt med en kvalificerad kundrådgivare.

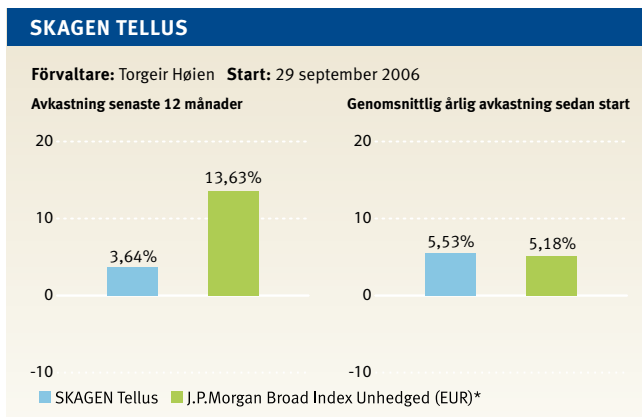
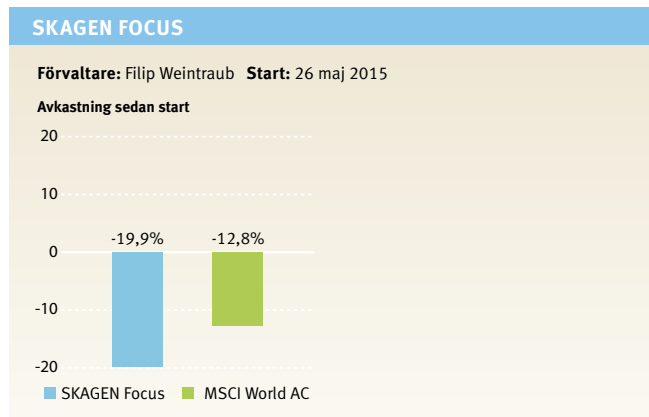
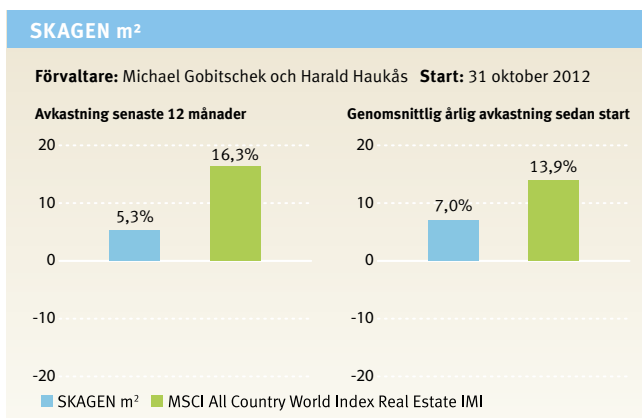
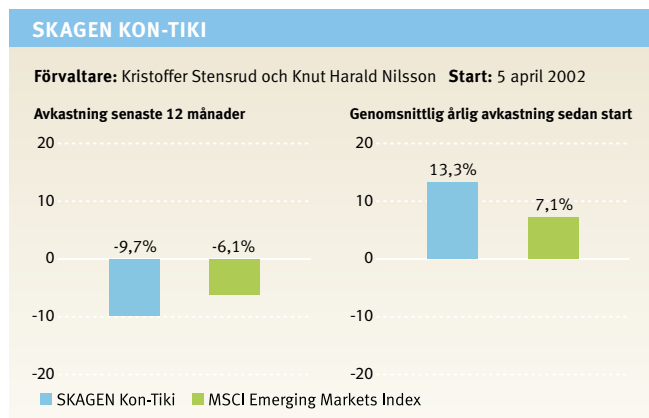
# FONDAVKASTNING PER DEN 30 SEPTEMBER 2015



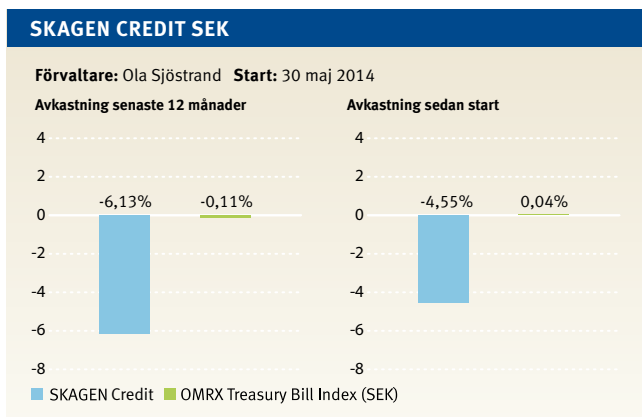
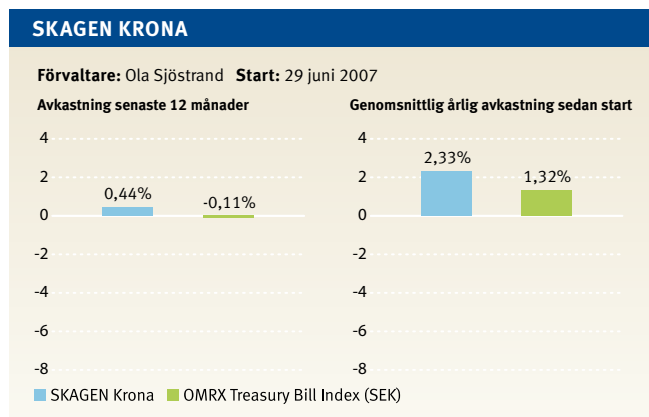
\* Från och med 1 jan 2014 ändrades fondens investeringsmandat från att investera minst 50% av kapitalet i Norge, till att investera minst 50% av kapitalet i de nordiska länderna. Det innebär att avkastningen före ändringen uppnåddes under andra förutsättningar än i dag. Fondens jämförelseindex före 1 jan 2014 var till lika delar sammansatt av Oslobörsens index (OSEBX) och MSCI All Country World. Jämförelseindex före 1 jan 2010 var Oslobörsens index (OSEBX).



\* Jämförelseindex före 1 jan 2010 MSCI World Index.



\* Jämförelseindex före 1 jan 2013 var Barclay's Capital Global Treasury Index 3-5 yrs.



Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. Framtida avkastning kommer bland annat att bero på marknadens utveckling, förvaltarens skicklighet, fondens risk samt förvaltningsavgifter. Avkastningen kan bli negativ till följd av kursnedgångar. Faktablad och informationsbroschyrer (prospekt) för alla våra fonder finns på vår webbplats.



Foto: Bloomberg

**Solen går upp** över joggare i West Kowloon-distriktet i Hongkong den 1 oktober 2015. I den tidigare brittiska kolonin har den största försäljningsvägen sedan 2011 uttraderat ett 1,6 biljoner dollar stort marknadsvärde. Detta efter att investerare oroats över den långsammare kinesiska tillväxten och kommande högre räntor i USA.



Foto: Bloomberg

**På SKAGEN** har vi skördat frukterna av att flera bolag har stöpt om sig till regionala eller globala ledare. Ett sådant bolag är Norwegian Air Shuttle. På bilden en passagerare vid en av Norwegian's självbetjäningsterminaler på flygplatsen i Gatwick.

## Portföljförvaltarnas berättelse

# Introduktion

- › SKAGENS aktiefonder gav en negativ avkastning på 8–16 procent under kvartalet. De utvecklade marknaderna backade 7,9 och tillväxtmarknaderna backade 16,9 procent. Svackan orsakades av lägre energi- och råvarupriser, som drog ned tillväxtmarknadernas valutor och börser.
- › Nu finns det anledning att fundera över framför allt två saker: 1) Irans kärnvapenöverenskommelse med en grupp stormakter som banat väg för en 35-procentig nedgång i oljepriserna och 2) ökad oro över Kinas ekonomi, en oklar ekonomisk utveckling i landet och tydliga kursras för kinesiska aktier efter en spekulationsdriven uppgång från sommaren 2014.
- › Men trots alla orosmoln ser vi lägre energipriser och fortsatt låga räntor som stimulanser för ekonomisk aktivitet i flertalet regioner.
- › På det hela taget räknar vi med att de stora svängningar vi sett på finansmarknaden sedan augusti kommer att hålla i sig under hösten. Svackan bör användas till att göra bra investeringar eftersom världsekonomin ser ut att växa mellan 3,0 till 3,6 procent under 2016, vilket skapar förutsättningar för hygglig avkastning nästa år.

# I en tid av förändring

Våra aktiefonder investerar i företag. Därför är det viktigt att veta att företagsledningens mål överensstämmer med våra och att den är fokuserad på att skapa värde.

OLE SØEBERG, INVESTERINGS DIREKTÖR

## Förändringsfaktorer

Sedan starten 1993 har SKAGEN varit känt för att skapa överavkastning med sin värdebaserade investeringsfilosofi och goda aktieval. Fonderna har en hög aktiv andel, vilket betyder att våra portfölj innehav skiljer sig väsentligt från indexkomponenterna.

Vi är dock inte nöjda med den senaste tidens utveckling. Den främsta förklaringen till underavkastningen är en låg exponering mot tillväxtföretag vars aktiekurser stigit tack vare extrema penningpolitiska stimulanser. Ett företag med en vinsttillväxt på 5–10 procent handlas i en nollräntemiljö till 25–30 gånger vinsten enbart på basis av matematisk jämvikt. Men med en värdebaserad investeringsfilosofi söker vi oss inte till den typen av placeringar. Dessutom har SKAGEN en betydande exponering mot tillväxtmarknaderna, vars ekonomier växer

snabbare och där företagen värderas lägre, men de har backat flera år i rad. Kinas tillväxt har varit det största orosmomentet men även i Brasilien och Ryssland har tillväxten gått i stå.

Så vad krävs för att situationen ska vända? Om den globala tillväxten steg från dagens 3 procent till drygt 4 procent skulle det öka investerarnas aptit på många av företagen i våra fonder. Högre tillväxt skulle sannolikt också tvinga centralbankerna att höja räntorna, vilket i sin tur skulle göra dyra tillväxtföretag mindre attraktiva.

SKAGEN strävar dock efter att skapa en hållbart god avkastning genom att tänka fritt och hitta bra företag. Vi köper företagen när de är felprissatta och använder sunt förnuft när det gäller tajming och storlek på innehaven.

Sedan jag blev investeringsdirektör i början av året har jag jobbat med port-

följförvaltningsteamet för att finjustera alla våra analys-, inspirations- och beslutsprocesser. Investeringarna i aktiefonderna måste ha minst 50 procents uppsida på 2–3 års sikt och en nedgångsrisk på högst 20 procent. Placeringarna görs utifrån en ingående analys av drivkrafter och risker som är förknippade med såväl ekonomi och politik som bolagsstyrning.

På senare år har resultatet dragits ned av att vi behållit en del mindre innehav som vi borde ha sålt tidigare. Nu lägger vi mycket större vikt vid att se till att någon med friska ögon alltid tittar på de investeringar som inte håller måttet. Om det visar sig att målet med en uppsida på 50 procent och en nedsiderisk på 20 procent verkar orealistiskt, säljer vi.

Mycket kan förändras i vårt investeringsarbete. Nedan berättar vi mer om det.



## En dynamisk värld

Våra aktiefonder investerar i företag. Därför är det viktigt att veta att företagsledningens mål överensstämmer med våra och att den är fokuserad på att skapa värde. Samma sak gäller i viss mån våra obligations- och penningmarknadsfonder.

Grundregeln som avgör om ett företag är bra är ganska enkel: Att se till att företaget växer på ett hållbart sätt och att det skapas en avkastning på investerat kapital som är högre än kapitalkostnaden. Företag

som följer den här enkla principen kommer att klara sig bra över tid.

## Kvicksand för företag

En kreativ entreprenör kan se möjligheter i nästan alla företag. Ta till exempel flygbranschen där statliga flygbolag förlorar marknadsandelar till alerta och kostnadsfokuserade aktörer som RyanAir och Norwegian. Den senare är en långsiktig investering i SKAGEN. Båda har skapat sig en nisch i branschen och är nu marknadsledande. Vilken chef som helst i ett statligt

flygbolag kunde ha förhindrat detta genom att helt enkelt köpa en lågprisbiljett, testa servicen och låta sig inspireras till att förändra det egna bolaget. Så varför gjorde man inte det?

Den här typen av passivitet beror ofta på man fastnat i gamla hjulspår. Det utmärker ofta företagskulturer som utvecklas långsamt och där det traditionella tillvägagångssättet har fungerat bra under lång tid. Men för att undvika att köra fast bör alla verksamheter med jämna mellanrum ställa sig frågan: Vilken



är vår kärnverksamhet? Varför gör vi det vi gör? Vart är vi på väg? Kan vi göra saker mer effektivt? Och kan vi skapa mer värde för våra ägare genom en bättre resursfördelning?

På SKAGEN har vi varit med och skördat frukterna i företag som utvecklats till regionala eller till och med globala ledare inom sina respektive branscher. Två sådana portföljföretag är Samsung Electronics inom halvledare och smarttelefoner och flygbolaget Norwegian som under 2015 väntas transportera fler passagerare än SAS.

Hur hittar vi då stora värdeskapare till våra aktiefonder?

### Dynamisk global aktiemarknad

Det finns ungefär 5 000 större företag noterade globalt enligt Bloomberg World Index. De hundra största sett till marknadsvärde motsvarar 29 procent av totalen och under de tolv senaste månaderna tjänade de strax under 1 000 miljarder amerikanska dollar efter skatt eller 29 procent av den totala intjäningen. Då återstår 4 900 andra företag med 71 procent av vinsten. Flera av dem kommer att tillhöra topp 100 om

fem, tio år. Samsung är i dag nummer 46 på listan medan Norwegian inte ens finns med bland de 5 000 största – än.

Möjligheterna är stora. Vi använder vår värdebaserade investeringsfilosofi och ovan nämnda grundkriterier för ett bra företag när vi letar efter lönsamma investeringar.

Vår erfarenhet säger oss att inget av de hundra största företagen lär ge upp sin placering frivilligt, utan en förändring kommer att drivas av marknadskrafter. Det kan till exempel handla om bättre och effektivare sätt att göra samma sak, ny teknik, nya konsumentpreferenser, produkter och tjänster eller en förändring i externa faktorer som påverkar företaget.

### Klar bild av kärnmarknaden

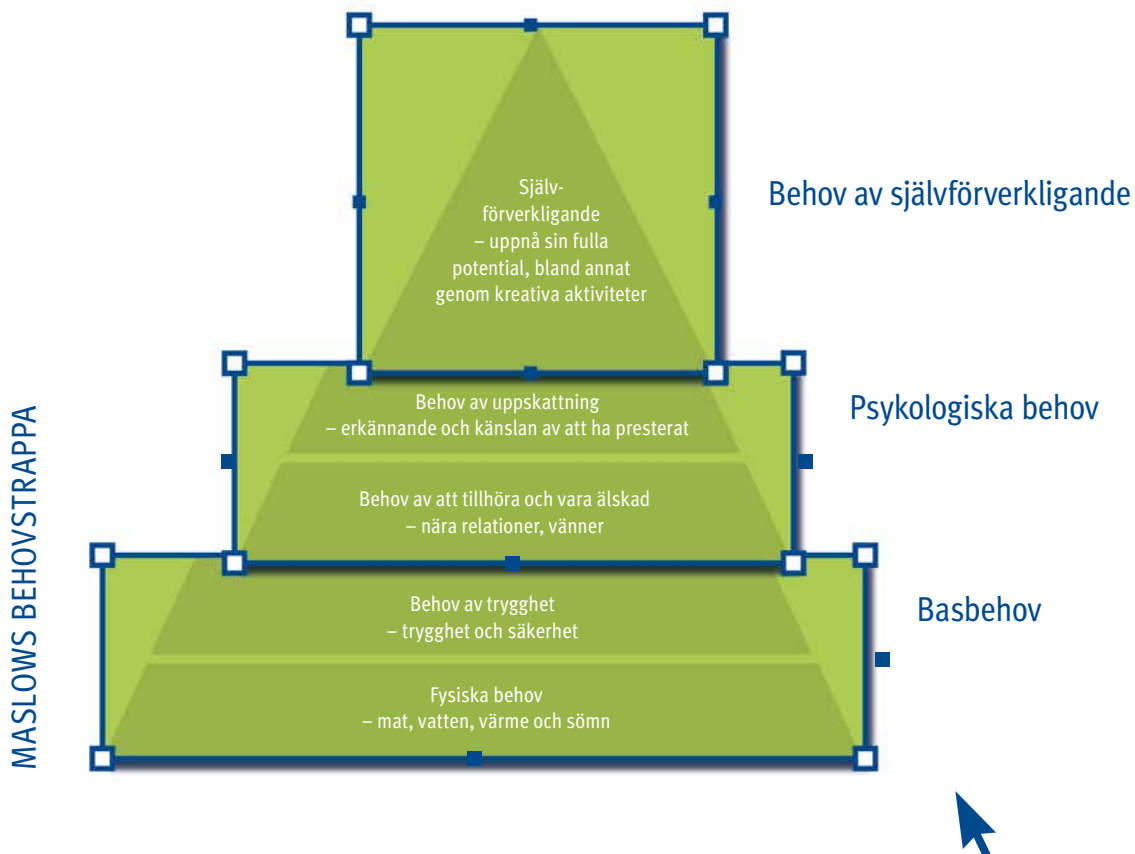
Vi menar att bra företag som fokuserar på sin kärnkompetens också är bra investeringar – särskilt om vi kan gå in i dem när de är felpriussatta.

Företag som pendlat upp och ned på vinnarlistan de senaste åren har påverkats av att vinsterna skiftat från kapitalintensiva branscher till områden som styrs mer av idéer och kreativitet, såsom varumärken,

programvara, läkemedel, medier och informationsteknik. Om vi tittar på börsutvecklingen sedan år 1900 är alkohol och tobak i topp, medan skeppsbyggare och rederier hör till bottenappen. Därför är det inget helt nytt fenomen att kapitalintensiva och konjunktur känsliga verksamheter ofta släpar efter de mindre kapitalintensiva och stabila.

Med det inte sagt att man helt ska avskrika alla kapitalintensiva branscher eftersom de kan vara kreativa på sitt sätt. Till exempel kan detta ske genom konsolideringar eller genom att dra nytta av deras redan omfattande infrastruktur för att skapa en tillfredsställande vinsttillväxt och bättre avkastning på kapitalet. Det här är ett aktivt område och en hel del transaktioner av det här slaget har gjorts de senaste två åren.

En annan viktig förutsättning för att bli ett ledande företag är en stark hemmabas, antingen i form av en stor inhemsk och homogen marknad som den amerikanska eller genom att verka inom en smal nisch med ett globalt fokus som exempelvis vissa läkemedelsföretag. Roche och Novo Nordisk är två bra exempel.



### Stater och ekonomisk dynamik

2002 hade SKAGEN en avvikande men tydlig uppfattning att Kina skulle bli en viktig global ekonomisk kraft. Numera är Kinas inverkan på världens energi- och råvarumarknader och dess roll som global tillverkare av konsumentprodukter allmänt bekant.

Andra regioner har också sett vilken betydelse Kina har, och även om medierna ofta målar upp ett dysfunktionellt EU finns det planer inom det europeiska samarbetet som, om de förverkligas, faktiskt kan göra EU till en mycket stark aktör framöver. Reformprogram för arbetsmarknad, pensioner och välfärd samt regleringar av kapitalmarknaden och infrastruktur syftar till att ge skjuts åt produktiviteten och marknadsutvecklingen i Europa. EU har nästan vant sig vid att BNP växer i snigelfart, men en förbättrad produktivitet skulle kunna ge ett uppsving åt den ekonomiska tillväxten under många år framöver.

Indien, Brasilien, Japan och andra stora ekonomiska regioner har också reformprogram på gång. När de kommer att genomföras och hur lyckosamma de blir är dock alltså osäkert. Men mycket är i görningen och utvecklingen lär sannolikt inte gå bakåt i alla fall.

Givetvis påverkas stämningen på finansmarknaderna av kortsiktiga ekonomiska svängningar men vi har en tydlig

uppfattning om vägen framåt och det har gynnat våra investeringsresultat över tid.

### Människor och den globala produktionsdynamiken

I en gränslös värld kan vi notera två viktiga trender som båda påverkas av ökat välstånd och demografiska förändringar.

Baby boom-generationen i mognare ekonomier har börjat lämna arbetsmarknaden och befolkningstillväxten krymper ner mot noll procent. Den här gruppen lever gott och många behöver bara underhålla de tillgångar de redan har. De efterfrågar framför allt immateriella tillgångar som underhållning, mat, dryck, hälsa, välbefinnande och resor. Man kan säga att basbehoven i Maslows hierarki är tillgodosedda.

Tillväxtmarknaderna må vara impopulära bland investerarna, men sex miljarder av världens konsumenter bor där. Varje dag får genomsnittspersonen i denna grupp det också bättre ekonomiskt och kan på så vis tillgodose fler basbehov.

Det ökade välståndet på tillväxtmarknaderna beror delvis på att företag på de utvecklade marknaderna flyttar sin produktion till regioner med lägre kostnader. Sedan 1980-talet har man flyttat tillverkning från USA till Mexiko, Kina och numera även till Vietnam. Utvecklingen på tillväxtmarknaderna gör också att människor får mer pengar i plånboken, vilket i sin tur

leder till ökad efterfrågan på mer materiella tillgångar som bilar, tv-apparater och kylskåp.

Dynamiken i befolkningen skapar två (om inte fler) olika trender framöver. I tillväxtekonomier ser man en stadigt växande efterfrågan på materiella tillgångar medan den ligger mer stilla på de mognare marknaderna. Där är det alltså i stället mer immateriella tillgångar som efterfrågas.

### Dynamiska SKAGEN

SKAGEN övervakar och analyserar de många globala krafter som påverkar regioner, sektorer, företag och inte minst finansmarknaderna. Resultatet av dessa observationer kombinerar vi med vår filosofi för värdeinvesteringar, aktiva aktieval, historiska mönster, avvikande och realistiska uppfattningar om den långsiktiga utvecklingen och en hel del sunt förnuft. Så har vi arbetat och nått framgångar under 23 år och det tänker vi fortsätta med i vår föränderliga värld.

Vi går in för att skapa en avkastning som är betydligt högre än vår kapitalkostnad precis på samma sätt som vi förväntar oss av företagen vi investerar i. Vi har en dynamisk strategi och i vår investeringsfilosofi tar vi vara på de drivkrafter vi ser runt om i världen som hela tiden öppnar nya och spännande investeringsmöjligheter.





Foto: Bloomberg

Vi känner ännu inte till alla möjliga konsekvenser av oljeprisfallet. Om historien kan vara vägvisare, kan det ta upp till fem kvartal för konsumenter att känna av effekterna.

## TILLBAKABLICK PÅ TREDJE KVARTALET

I början av 2015 såg vi en uppgångspotential på 8–14 procent för aktier som gynnades av faktorer såsom god tillväxt, låg eller ingen inflation och riklig likviditet. Den globala ekonomiska aktiviteten förutsågs växa med 3,5 procent i spåren av en tillväxt på 7 procent i Kina, 3 procent i USA och 1 procent i Europa och Japan.

- Nio månader in på året kan vi konstatera att aktiekurserna först steg brant för att sedan falla tillbaka. I lokala valutor räknat är många regioner alltså på minus.
- Under årets tredje kvartal föll globala aktier med 8,8 procent på grund av en nedgång på 16,9 procent på tillväxtmarknaderna. Efter nio månader har den globala tillväxttakten mattats av till 3,0 procent då många tillväxtekonomier, däribland Kina, har det tufft. Framför allt har det varit motigt för Brasilien, Nigeria och Ryssland på grund av lägre råvarupriser, som är en viktig svingfaktor för dessa ekonomier.
- Lägre råvaru- och energipriser kommer att gynna den privata konsumtionen i spåren av fallande bensinkostnader. 1986, när oljepriserna rasade med 60 procent, tog det fem kvartal innan konsumenterna började känna av effekterna, så om historien upprepas bör saker och ting ta fart framåt jul.

- Företagens vinstrapporter har hittills i år fått analytikerna på säljsidan att skruva ned 2015 års förväntade tillväxt för de utvecklade marknaderna från 11 procent till 8 procent. Under perioden 2016–2017 väntas tillväxten ligga på 10–11 procent baserat på en intäktsökning på 5 procent.
- För aktiemarknadsutvecklingen i utvecklade länder är bilden blandad: +1 procent i Japan, +5 procent i Europa och -6 procent i USA (alla i lokal valuta). Europa steg med 20 procent i det första kvartalet men har backat på grund av ökade riskfaktorer såsom Grekland, Kina och råvarupriserna.
- När det gäller vinsterna på tillväxtmarknaderna är utsikterna mindre upplyftande. 2015 års vinster har justerats ned med 15 procent, men 1 procent tillväxt förväntas fortfarande, och tillväxtmarknadsaktierna har fallit med 30 procent i dollar. Vidare har Brasilien, Turkiet och Indonesien nedvärderats på grund av valutafall och börsras.
- De utvecklade marknaderna värderas nu till 16 gånger vinsten för 2015 och tillväxtmarknaderna till runt 12 gånger vinsten för 2015.



## SKAGEN Vekst

Den smala stigen till välstånd

- › Svag utveckling i flera av våra mindre portföljbolag blev ett sänke.
- › Nya bolag är bland andra svenska SKF och brasilianska Localiza.
- › Portföljen handlas med rabatt vilket bör ge meravkastning över tid.

1	2	3	4	RISK	6	7
Startdatum	1 december 1993					
Avkastning sedan start	1 485,9%					
Förvaltningskapital	7 534 miljoner SEK					
Antal fondsparare	71 521					

AVKASTNING, %	Q3/-15*	12 M*
SKAGEN Vekst	-10,1	-5,9
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	-7,0	8,1

\* Per 30 september 2015



### PORTFÖLJFÖRVALTARE

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

\* Juniorförvaltare

Cyklister i havstokken, 1894. Av Einar Hein, en av Skagen-målarna. Bilden tillhör Skagens Museum (beskuren).

## Svagt kvartal

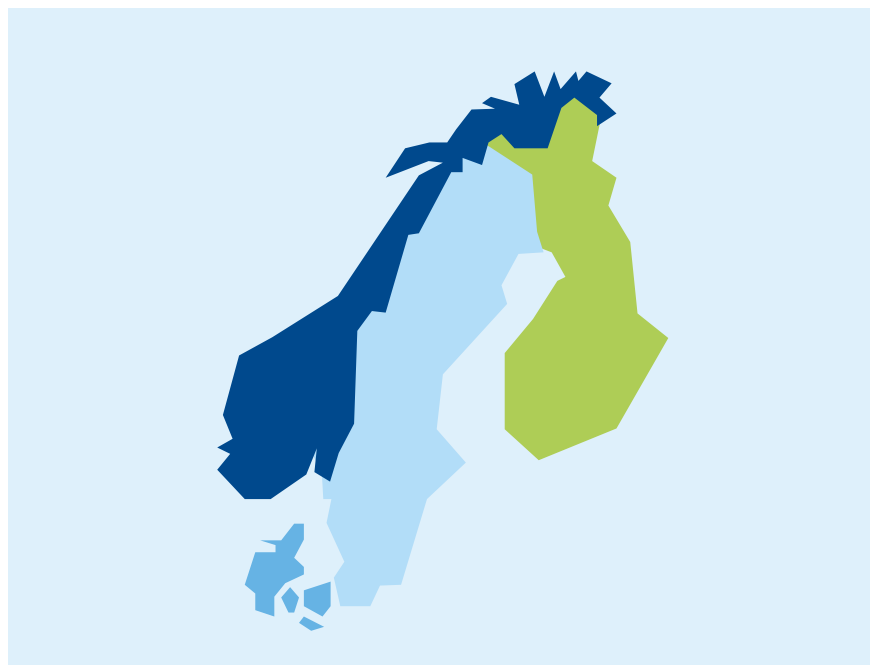
Kvartalet präglades av turbulenta marknader, med stora svängningar för såväl aktier som valutor. Efter en svag inledning av kvartalet återhämtade sig fonden något i förhållande till jämförelseindex under september.

SKAGEN Vekst hade ett svagt kvartal. Våra tio största innehav hade en viktad avkastning som var bättre än portföljen i sin helhet men något sämre än index. Våra portföljbolag Norwegian, Danske Bank och SAP bidrog positivt medan Norsk Hydro, Carlsberg och ABB presterade svagt under kvartalet.

### Mindre innehav påverkade negativt

Fondens utveckling kan i stor grad tillskrivas den svaga utvecklingen i en rad aktier som inte ingår i topp tio. Till dessa hör Volvo, livsmedelskedjan Casino, oljebolaget Lundin Petroleum, nätmäklaren SBI Holding och FLSmidth som verkar inom cement och gruvservice. Vi har granskat alla dessa noga under kvartalet, vilket har lett till en ökning i Volvo, en minskning i FLS och ett oförändrat innehav i övriga poster.

Under kvartalet ökade vi våra existerande positioner i Bonheur och Carlsberg. Svenska industriföretaget SKF och den brasilianska biluthyraren Localiza är nya innehav i portföljen. Efter att Norwegian haft en god utveckling sålde vi ner, men inte ut, vårt innehav.



### MER NORDEN

Den nordiska andelen av fonden utgjorde cirka 55 procent vid utgången av kvartalet vilket är något högre än de 50 procent som fondens jämförelseindex har. Detta är ett medvetet val då flera nordiska företag såsom Volvo och Carlsberg blivit attraktivt värderade under tredje kvartalet.

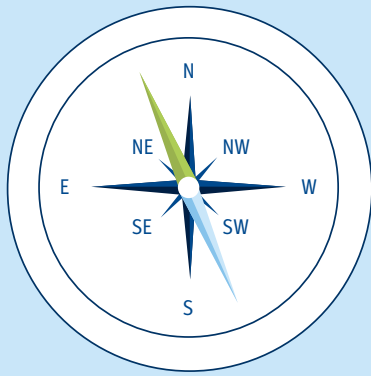


Foto: SKF

## HÅLLER FAST KURS

Det jämförelseindex som Vekst mäts mot innehåller några av världens bästa bolag med goda tillväxtprofiler, god bolagsstyrning och god historik. Flera av dessa bolag ligger utanför vår värdebaserade investeringsinriktning i och med att de har en hög värdering. Detta blir en utmaning för oss. Sedan 2012 har vi fokuserat portföljen genom löpande finputsningar, med ett tydligt sikte på 50 procents uppsida under två till tre år och en nedsida på 20 procent. Vi styr dock inte över de omvärldsfaktorer som skapar stor aptit på högt värderade aktier och det syns på resultatet för perioden då historiskt låga räntor börjat vara en realitet. Se också en utförligare beskrivning i SKAGENS investeringsdirektör Ole Søbereggs introduktion, sid 5.

Även om vi är missnöjda med fondens utveckling fortsätter vi vår strävan att finna undervärderade bolag. Det reflekteras av att portföljen handlas med rabatt mot jämförelseindex, vilket över tid bör ge meravkastning.

Detta syns också i SKAGEN Vekst portfölj. De 35 största innehaven – vilka motsvarar 89 procent av portföljen – hade vid utgången av kvartalet ett implicit viktat p/e på 11x 2015. Motsvarande p/e för jämförelseindex är 15x vilket understryker vårt fokus på värde. Ser man på tillväxten i vinst per aktie så förväntas våra 35 största positioner växa med 15 procent per år. Motsvarade för index är tio procent. Med andra ord är SKAGEN Vekst prissatt betydligt under index för 2015 och portföljen förväntas ha högre vinsttillväxt än index. Detta borde över tid ge betydande meravkastning.

Vi kommer även framöver att hålla fast vid vår inriktning på god absolut avkastning, där våra investeringsbeslut även fortsättningsvis kommer att fattas oberoende av jämförelseindex. Vår värdebaserade investeringsfilosofi står fast eftersom denna historiskt har gett bäst avkastning över tid.

## SKF

SKF initierades i portföljen efter att aktien pressats ned till ett attraktivt pris. Bolaget är mest känt för sin position som en av världens ledande kullagertillverkare men faktum är att bolaget under de senaste 15 åren utökat sitt kunderbjudande markant och idag erbjuder kompletta helhetslösningar som är svåra att kopiera för konkurrenter. Bolaget är naturligtvis konjunkturberoende men bör kunna gå med minst 20 kronor per aktie i vinst inom två till tre år, vilket implicit ger ett attraktivt p/e-tal på mellan 7–8x med dagens kurs.

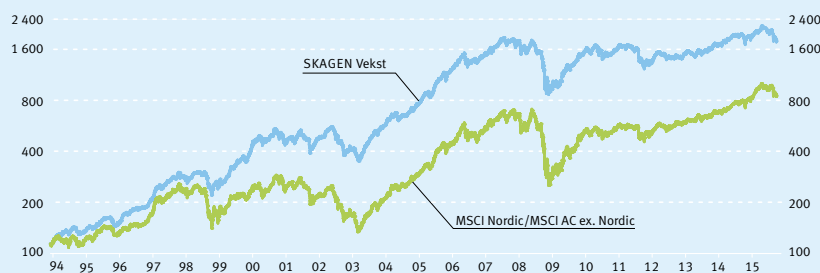


Foto: Carlsberg

## Carlsberg

Danska bryggeriet Carlsbergs rapport för andra kvartalet innehöll lite av de rationaliseringsprogram som krävs för att bolaget skall stänga nuvarande lönsamhetsgap till sina konkurrenter i framtiden. På längre sikt förväntar vi oss kontinuerliga förbättringar vilket i kombination med starka varumärken ger betydlig uppsida i aktien. Vi utnyttjade den svaga utvecklingen efter kvartalsrapporten till att addera fler aktier till vår befintliga position.

### KURSHISTORIK SKAGEN VEKST\*



### SKAGEN VEKST Q3 2015 (MILJ. NOK)

De 5 största positiva bidragsgivarna		5 största köp	
Kia Motors Corporation	52	SKF AB - B Shares	101
Danske Bank A/S	44	Credit Suisse Group AG	66
Norwegian Air Shuttle ASA	29	Carlsberg AS-B	46
H Lundbeck A/S	18	SAP SE	36
Medi-Stim ASA	13	Localiza Rent a Car SA	23
De 5 största negativa bidragsgivarna		5 största försäljningar	
Norsk Hydro ASA	-68	Norwegian Air Shuttle ASA	-204
Casino Guichard Perrachon SA	-52	Kia Motors Corporation	-124
Lundin Petroleum AB	-47	Danske Bank A/S	-66
Volvo AB	-42	Korean Reinsurance Co	-59
Samsung Electronics Co Ltd Pref	-32	Samsung Electronics Co Ltd Pref	-50

\* Från och med 1 jan 2014 ändrades fondens investeringsmandat, se not sid 4.



Foto: Bloomberg



Foto: Bloomberg



Foto: Kemira

**Danieli**

Efter att ha besökt bolagets fabrik i Italien och träffat bolagsledningen, ökade vi vår position i Danieli. Bolaget är en ledande leverantör av utrustning till stålfabriker, en cyklisk bransch som just nu befinner sig i en nedgångsfas. Bolaget gynnas dock av att existerande stålverk uppgaderas för att minimera miljöpåverkan och bli mer effektiva. I kombination med en mycket stark balansräkning där nettokassan motsvarar 80 procent av marknadsvärdet ger investeringen begränsad nedsida i en cyklisk bransch.

**ABB**

Under kvartalet blev det känt att aktivistfonden Cevian Capital kontrollerar mer än fem procent av ABB, vilket ökat spekulationerna kring bolagets framtida struktur. SKAGEN Vekst investering i ABB bygger mycket på de interna effektiviseringar som bolaget kan göra, snarare än att det skall delas upp i olika delar. Vi konstaterar dock att bolagets komplicerade struktur gör det svårt för utomstående investerare att förstå de underliggande värdena. Exempelvis då ABB:s ledande position inom robotteknik överskuggas av oro för lågt oljepris. På bilden Maxine Ghavi, tidigare chef för ABB:s solenergiinitiativ och nu programdirektör för småskaliga elnät.

**Kemira**

Vår investering i det globala kemikaliebolaget Kemira utvecklas tillfredställande och bolaget har redan nu fått utdelning på sin satsning på att stimulera mogna oljefält. Vi gjorde ingående undersökningar kring denna potential innan vi investerade i Kemira och fann att mycket lite återspeglades i aktiekursen. Aktien ger vidare en fin direkavkastning på cirka fem procent vilket begränsar nedsidan.

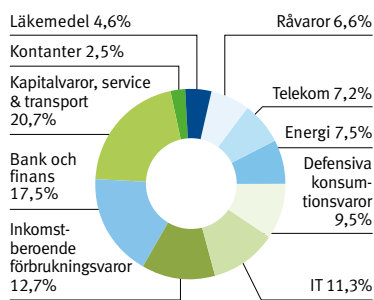


Foto: Danske Bank

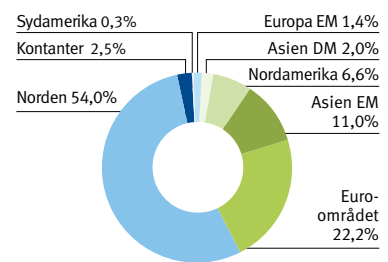
**Danske Bank**

Danske Bank rapporterade starka siffror som bekräftade bankens återhämtning efter finanskrisen 2008. Aktien har varit en lyckad investering för SKAGEN Vekst och uppsidan beräknas till cirka 20 procent från nuvarande nivåer. Baserat på detta har vi minskat något i vår behållning men positionen är fortfarande vår sjätte största.

**BRANSCHFÖRDELNING**



**GEOGRAFISK FÖRDELNING**



**NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN VEKST (PER 30/9 2015)**

Företag	Postens storlek	Kurs	P/E 2015E	P/E 2016E	P/BV senaste	Kursmål
Samsung Electronics	6,5%	917 000	6,4	5,9	0,7	1 500 000
Continental AG	6,3%	190	12,5	10,4	3,2	298
Citigroup	5,4%	50	8,3	6,8	0,7	77
Norsk Hydro	5,4%	28	11,3	9,5	0,8	45
Carlsberg	5,0%	513	14,7	11,7	1,5	822
Danske Bank A/S	4,9%	202	10,9	11,4	1,3	255
TeliaSonera AB	4,8%	45	11,3	11,3	1,8	60
Norwegian Air Shuttle	4,4%	333	14,5	8,8	4,9	500
ABB	4,1%	148	13,4	9,8	2,7	250
SAP	4,1%	58	18,1	15,5	3,6	91
<b>Topp 10 vägt genomsnitt</b>	<b>55%</b>		<b>11,6</b>	<b>9,8</b>	<b>1,4</b>	<b>50%</b>
<b>Topp 35 vägt genomsnitt</b>	<b>89%</b>		<b>10,7</b>	<b>9,2</b>	<b>1,1</b>	<b>63%</b>
<b>MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic</b>			<b>15,3</b>	<b>14,0</b>	<b>2,0</b>	

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

Värdepapper	Sektor	Antal	Köpvärde NOK*	Marknadsvärde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Information Technology	75 000	448 079	495 125	47 046	6,48%	Seoul
Continental AG	Consumer Discretionary	265 595	147 251	483 475	336 223	6,33%	Frankfurt
Citigroup Inc	Financials	983 800	352 249	416 058	63 809	5,44%	New York
Norsk Hydro ASA	Materials	14 542 679	373 563	412 430	38 867	5,40%	Oslo Børs
Carlsberg AS-B	Consumer Staples	590 000	369 513	384 867	15 354	5,04%	København
Danske Bank A/S	Financials	1 448 125	168 128	373 784	205 655	4,89%	København
Teliasonera AB	Telecommunication Services	8 100 000	371 755	369 785	-1 969	4,84%	Stockholm
Norwegian Air Shuttle ASA	Industrials	1 000 000	79 485	333 000	253 515	4,36%	Oslo Børs
ABB Ltd	Industrials	2 070 000	286 184	312 902	26 718	4,09%	Stockholm
SAP SE	Information Technology	565 000	249 203	312 615	63 412	4,09%	Frankfurt
Koninklijke Philips NV	Industrials	1 429 643	290 366	286 685	-3 681	3,75%	Amsterdam
Kia Motors Corporation	Consumer Discretionary	582 000	178 500	224 580	46 081	2,94%	Seoul
Volvo AB	Consumer Discretionary	2 690 000	227 300	219 548	-7 752	2,87%	Stockholm
Lundin Petroleum AB	Energy	1 800 000	177 336	196 123	18 787	2,57%	Stockholm
Credit Suisse Group AG	Financials	925 000	197 336	189 449	-7 888	2,48%	Zürich
Roche Holding AG-Genussschein	Health Care	81 129	175 789	182 343	6 554	2,39%	Zürich
Kinnevik Investment AB-B	Telecommunication Services	736 009	169 794	178 457	8 663	2,33%	Stockholm
Casino Guichard Perrachon SA	Consumer Staples	352 100	240 762	159 489	-81 273	2,09%	Paris
Tribona AB	Financials	2 851 004	94 342	109 620	15 278	1,43%	Stockholm
SBI Holdings Inc	Financials	1 139 000	96 634	108 574	11 939	1,42%	Tokyo
Wilh. Wilhelmsen Holding ASA	Industrials	744 081	53 139	107 520	54 381	1,41%	Oslo Børs
Oriflame Cosmetics AG	Consumer Staples	1 000 000	128 352	104 392	-23 960	1,37%	Stockholm
SKF AB - B Shares	Industrials	627 383	101 469	98 018	-3 451	1,28%	Stockholm
Bonheur ASA	Energy	1 492 594	107 317	94 780	-12 537	1,24%	Oslo Børs
Kemira OYJ	Materials	850 000	81 883	83 624	1 741	1,09%	Helsinki
Sberbank of Russia Pref	Financials	9 620 000	139 234	72 268	-66 966	0,95%	Moscow
Ganger Rolf ASA	Energy	1 213 817	124 262	71 008	-53 254	0,93%	Oslo Børs
AirAsia Bhd	Industrials	27 960 000	142 496	69 509	-72 987	0,91%	Kuala Lumpur
Danieli & Officine Meccaniche SpA	Industrials	497 407	64 441	64 394	-47	0,84%	Brsaltaliana
Medi-Stim ASA	Health Care	1 265 625	15 814	60 750	44 936	0,79%	Oslo Børs
Solar AS - B Shs	Industrials	104 000	40 099	54 485	14 387	0,71%	København
Frontline 2012 Ltd	Industrials	1 000 000	41 502	52 900	11 398	0,69%	Unotert
Rec Silicon ASA	Energy	35 182 178	52 331	52 492	161	0,69%	Oslo Børs
Hitecvision AS	Financials	793 668	7 193	52 382	45 189	0,69%	Unotert
Solstad Offshore ASA	Energy	2 052 746	102 753	51 729	-51 024	0,68%	Oslo Børs
H Lundbeck A/S	Health Care	220 000	41 215	50 264	9 049	0,66%	København
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	Energy	30 000 000	59 320	49 197	-10 123	0,64%	Hong Kong
FLSmidth & Co A/S	Industrials	164 906	55 394	46 821	-8 572	0,61%	København
Golar LNG Ltd	Industrials	190 000	58 722	46 754	-11 968	0,61%	NASDAQ
Nippon Seiki Co Ltd	Consumer Discretionary	273 000	28 148	44 905	16 758	0,59%	Tokyo
Sodastream International Ltd	Consumer Staples	365 000	82 946	42 760	-40 186	0,56%	NASDAQ
DOF ASA	Energy	5 762 213	110 022	36 878	-73 144	0,48%	Oslo Børs
Strongpoint ASA	Information Technology	3 796 612	43 431	34 929	-8 502	0,46%	Oslo Børs
Elekta AB - B shs	Health Care	600 000	32 238	34 057	1 819	0,45%	Stockholm
Yazicilar Holding AS	Consumer Staples	689 169	23 544	31 440	7 895	0,41%	Istanbul
YIT Oyj	Industrials	568 875	33 128	26 248	-6 880	0,34%	Helsinki
Goodtech ASA	Industrials	2 055 949	46 750	24 055	-22 696	0,31%	Oslo Børs
Localiza Rent a Car SA	Industrials	450 000	23 150	23 490	340	0,31%	Sao Paulo
Photocure ASA	Health Care	626 466	25 235	22 929	-2 306	0,30%	Oslo Børs
Bang & Olufsen A/S	Information Technology	300 000	22 682	17 480	-5 202	0,23%	København
Raiffeisen Bank International AG	Financials	154 039	34 701	17 108	-17 594	0,22%	Wien
TTS Group ASA	Industrials	3 055 946	30 512	13 996	-16 515	0,18%	Oslo Børs
Golden Ocean Group Ltd	Industrials	640 000	18 825	13 696	-5 129	0,18%	Oslo Børs
Nordic Mining ASA	Materials	18 416 432	20 776	11 418	-9 358	0,15%	Oslo Axess
Eidesvik Offshore ASA	Energy	784 588	29 160	10 200	-18 961	0,13%	Oslo Børs
Fjord Line AS	Consumer Discretionary	3 622 985	33 138	8 333	-24 805	0,11%	Unotert
Sevan Drilling ASA	Energy	662 609	83 460	5 281	-78 179	0,07%	Oslo Børs
I.M. Skaugen SE	Industrials	1 728 652	21 005	3 475	-17 531	0,05%	Oslo Børs
Electromagnetic Geoservices AS	Energy	5 029 207	68 319	3 118	-65 201	0,04%	Oslo Børs
Golden Ocean Group Ltd	Industrials	100 000	3 132	2 142	-990	0,03%	NASDAQ
Genomar AS	Consumer Staples	483 807	11 591	5	-11 586	0,00%	Unotert
<b>Summa värdepappersportfölj*</b>			<b>6 936 401</b>	<b>7 460 137</b>	<b>523 736</b>	<b>97,60%</b>	
Disponibel likviditet				183 213		2,40%	
<b>Summa andelskapital</b>				<b>7 643 350</b>		<b>100,00%</b>	

\* Siffrorna i 1 000 NOK.

# SKAGEN Global

En värld full av möjligheter

- › Google infriade förväntningarna med råge.
- › Valutakurser, råvaror och minneskort drog ned resultatet.
- › Sex nya företag.
- › Ribban höjs för innehaven i portföljen.

1	2	3	4	RISK	6	7
Startdatum	7 augusti 1997					
Avkastning sedan start	1 117,3%					
Förvaltningskapital	31 909 miljoner SEK					
Antal fondsparare	87 617					
<b>AVKASTNING, %</b>	<b>Q3/-15*</b>	<b>12 M*</b>				
SKAGEN Global	-10,8	-1,7				
MSCI ACWI	-8,8	8,1				

\* Per 30 september 2015



## PORTFÖLJFÖRVALTARE

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

Fra heden nord for Skagen, 1885. Av P.S. Krøyer, en av Skagenmålarerna. Bilden tillhör Skagens Museum (beskuren).

# Fokus på nya företag

Under årets tredje kvartal präglades SKAGEN Globals resultat av utvecklingen för valutakurser och råvarupriser liksom av de kraftiga svängningarna på den kinesiska aktiemarknaden. Vi avser att successivt förbättra portföljen med hjälp av nya idéer och en fortsatt koncentration av antalet innehav. Det lyckades vi bra med under kvartalet.

## IT-GIGANT SLOG ALLA FÖRVÄNTNINGAR

Så som beskrivs i förra marknadsrapporten ökade vi innehavet i Google betydligt under det andra kvartalet. Det visade sig ge utdelning långt snabbare än vi hoppats på. Sökjätten presenterade en stark rapport som pekade på såväl ökad omsättningstillväxt som högre vinstmarginaler och lägre investeringar. Senare under perioden följdes detta upp med beskedet om en ny företagsstruktur, som ska ge investerarna bättre ekonomisk inblick i Googles underliggande affärsområden. De oklara förhållandena har nämligen avhållit många från att investera i aktien.

## VALUTAKURSER, RÅVAROR OCH MINNESKORT DROG NED RESULTATET

Kvartalets vinnare brukar finnas bland aktier som gynnas av positiva företags-specifika nyheter, medan svaga valutakurser på tillväxtmarknaderna och fallande råvarupriser låg bakom många av kvartalets förlorare. Exempelvis drogs Lundin Mining och Lundin Petroleum ned av låga priser på koppar respektive olja. En av de sämsta bidragsgivarna var emellertid det sydkoreanska teknikföretaget Samsung Electronics, vars aktiekurs föll när en klen efterfrågan fick priserna på minneskort att dala. Nu är frågan hur aktörerna, i den starkt konsoliderade sektorn, reagerar på fallande priser. Hittills har såväl uttalanden som handlingar stöttat vår tes om en allt effektivare konkurrenssituation. Med tiden bör detta leda till en högre avkastning på investerat kapital med motsvarande högre värdering av samtliga företag i branschen.

## SKAGEN GLOBAL Q3 2015 (MILJ. NOK)

De 5 största positiva bidragsgivarna	5 största köp
Google Inc 232	Merck & Co Inc 978
NN Group NV 85	G4S Plc 707
Microsoft Corp 73	Carlsberg AS-B 269
Tyson Foods Inc 53	Lundin Mining Corp 248
OCI Co Ltd 53	Barclays PLC 217

De 5 största negativa bidragsgivarna	5 största försäljningar
Lundin Mining Corp -161	Hyundai Motor Co Pref -612
Samsung Electronics Co Ltd -154	LG Corp -545
Koninklijke DSM NV -111	Storebrand ASA -487
Lenovo Group Ltd -106	Varian Medical Systems Inc -433
Gap Inc/The -101	OCI Co Ltd -345



Foto: Bloomberg

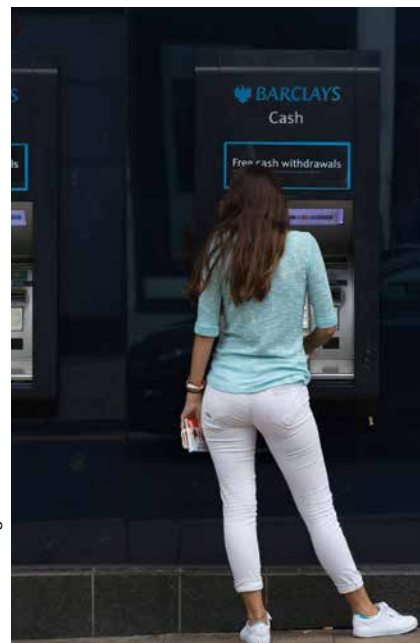


Foto: Bloomberg

### STORMARKNAD MED ÖKAD LÖNSAMHET

Historiskt sett har SKAGENS avkastning i hög grad byggt på att analysen koncentrerats till de delar av aktiemarknaden som vid tillfället är impopulära. Företagen i Storbritanniens dagligvaruhandel passar särskilt väl in på den beskrivningen. De har under många år tyngts av nedslående resultat, men det är just investerarnas hållning till det tuffa marknadsläget som möjliggjort vårt köp av aktier i Morrison till mycket tilltalande kursnivåer. Företa-

get har de nyckelingredienser som ingått i många av våra andra lyckosamma satsningar med inriktning på omstruktureringar: i) de nuvarande vinstmarginalerna är historiskt låga, ii) det finns en ny kompetent ledning med en genomtänkt plan för att komma till rätta med problemet, och iii) om förändringarna skulle ta oväntat lång tid hålls risken för permanenta förluster nere tack vare företagets stabila finansiella ställning.

### BANKER MED FOKUS PÅ KOSTNADER OCH KASSAFLÖDE

I augusti investerade SKAGEN Global i de två internationella bankerna Barclays och Credit Suisse. Vi ser stora möjligheter till minskade omkostnader i båda, och därtill räknar vi med en mer disciplinerad intern allokering av kapital som kommer att förbättra vinsterna ytterligare. Företagen följer således det recept som genererat stabil avkastning för SKAGEN Globals placeringar i liknande finansinstitut som Citigroup, AIG och Nordea under senare år. Vår tro på att dessa förändringar kommer att genomföras framgångsrikt stärks av de positiva förändringar som skett i den högsta ledningen. I juli övertog John McFarlane posten som styrelseordförande för Barclays. McFarlane har stor och gedigen erfarenhet av omstruktureringar av komplexa finansiella institutioner, senast från försäkringsbolaget Aviva. Vid ungefär samma tid tillträdde Tidjane Thiam som vd för Credit Suisse efter flera år med imponerande resultat som högsta chef för det globala försäkringsbolaget Prudential.

### STABILT STIGANDE KASSAFLÖDE TILL ETT BRA PRIS

Ett av SKAGENS tre U:n står för underanalyserat/missförstått. Det är ett förhållande som inte minst gäller vår senaste investering i säkerhetsföretaget G4S. Efter ett antal kommersiella misstag är marknaden milt sagt skeptisk till företaget, trots att en ny ledning tycks vara på rätt spår mot vinstmarginaler i nivå med andra aktörer i branschen. Det finns också en utbredd oro för att ökad teknikanvändning ska inverka negativt på lönsamheten. På den punkten är vi helt oense, eftersom tekniken ger goda förutsättningar för differentiering. Viktiga aktörer som G4S kan få de stordriftsfördelar man i dag saknar i den arbetsintensiva säkerhetsbranschen. Vi har således kunnat köpa poster i ett stabilt

växande bolag till en betydande rabatt i förhållande till aktier med likartade egenskaper i mer populära sektorer.

Ett annat stadigt expanderande företag som fann vägen genom nålsögat under kvartalet är världens sjunde största läkemedelsbolag, Merck. Bristen på nya storsäljande så kallade blockbuster-läkemedel har fått investerarna att hålla sig på sidlinjen, medan andra läkemedelsföretag stigit kraftigt. Detta har lett till en situation där marknaden inte värdesätter företagets omfattande pipeline av potentiellt nya läkemedel. Merck har dessutom en anseilig portfölj av produkter med låg risk för utlöpande patent. Därför bedömde vi förhållandet mellan risk och avkastning så attraktivt att bolaget i slutet av kvartalet fanns bland fondens tio största positioner.

**KINESISK ORO SKAPADE KÖPTILLFÄLLEN**

Paniken på den kinesiska aktiemarknaden tilltog när en rad aktier stoppades för handel, vilket intensifierade säljtrycket även på övriga aktier. Framförallt pressades stora och likvida bolag. Därmed fick vi tillfälle att köpa China Mobile, som har en stabil och förutsägbar intjäning och en nettokassa på 73 miljarder amerikanska dollar, till ett attraktivt pris. Liksom med Google belönades vi för vårt långsiktiga tankesätt snabbare än förutspått. Redan under sommaren återfick China Mobile nämligen en rimlig värdering, så trots att vi alltid är villiga att vänta sålde vi aktien. Marknadens kortsiktiga reaktioner är just det som ger långsiktiga investerare möjlighet att skapa god avkastning över tid. Vi hade gärna sett att börsonen i Kina fått fortsätta ett par dagar till, så att vi kunnat köpa ännu fler aktier till ett på lång sikt fördelaktigt pris.

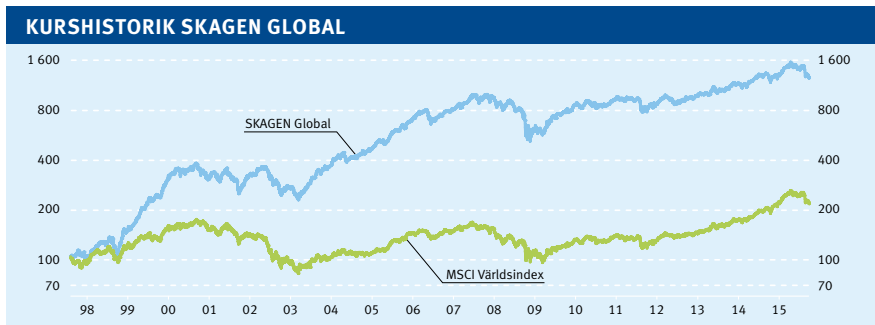


Foto: Bloomberg

**RIBBAN HAR HÖJTS MED EN KURSPOTENTIAL PÅ 50 PROCENT**

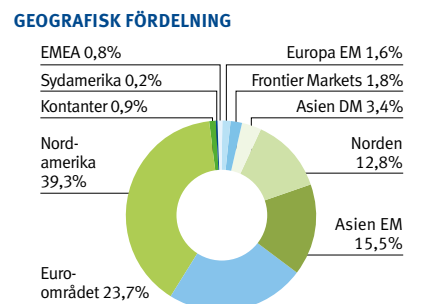
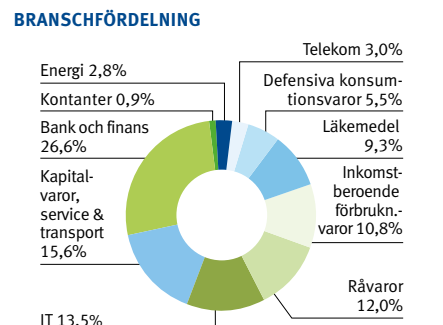
För att finansiera köpet av våra nya innehav tog vi i årets tredje kvartal farväl till hela åtta aktier. Utöver tidigare nämnda China Mobile lämnade Hyundai Motor, Storebrand, Varian Medical Systems, OCI, Valmet, China Communications Services och Prosegur portföljen. Många av de här positionerna såldes inte för att de nått våra kursmål eller för att nya fakta gjort oss mer negativa till aktierna. Förklaringen är att de helt enkelt inte hade ett lika lockande förhållande mellan risk och avkastning som kvartalets nykomlingar.

Vår viktigaste uppgift är att kontinuerligt förbättra förhållandet mellan risk och avkastning i den samlade aktieportföljen. Under det gångna året har förvaltarteamet i SKAGEN Global påskyndat processen genom ett ökat flöde av nya idéer, kombinerat med en halvering av antalet positioner i fonden. Att ribban för att komma in såväl som bli kvar i portföljen har höjts ser vi som ett tydligt tecken på att strategin fallit väl ut. Mot bakgrund av en låg värdering och en genomsnittlig kurspotential för de 35 största posterna på närmare 50 procent bör vi kunna ge en riktigt bra avkastning under kommande år.



**NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN GLOBAL (PER 30/9 2015)**

Företag	Postens storlek	Kurs	P/E 2015E	P/E 2016E	P/BV senaste	Kursmål
Samsung Electronics	6,5%	917 000	6,5	6,3	0,8	1 500 000
CitiGroup	6,1%	50	8,9	8,4	0,7	75
AIG	5,3%	57	11,4	10,4	0,7	90
General Electric	4,9%	25	19,4	16,4	2,3	34
Nordea	3,5%	93	10,5	10,6	1,3	150
Roche	3,1%	257	18,3	16,7	12,8	380
Google	2,8%	608	21,1	18,0	3,7	715
Microsoft	2,6%	44	16,4	14,4	4,4	58
State Bank of India	2,5%	237	8,9	7,5	1,1	400
Merck	2,5%	49	14,1	13,0	3,0	76
<b>Topp 10 vägt genomsnitt</b>	<b>42,2%</b>		<b>11,1</b>	<b>10,2</b>	<b>1,2</b>	<b>50%</b>
<b>Topp 35 vägt genomsnitt</b>	<b>84,9%</b>		<b>12,1</b>	<b>10,8</b>	<b>1,2</b>	<b>48%</b>
<b>Jämförelseindex (MSCI ACWI)</b>			<b>15,2</b>	<b>13,8</b>	<b>1,9</b>	



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



Värdepapper	Sektor	Antal	Köpvärde NOK*	Marknads- värde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
Citigroup Inc	Financials	4 789 467	1 126 266	2 026 329	900 062	6,25%	New York
American International Group Inc	Financials	3 816 021	1 013 636	1 840 286	826 650	5,67%	New York
General Electric Co	Industrials	8 170 740	1 616 001	1 742 208	126 207	5,37%	New York
Nordea Bank AB	Financials	12 398 133	870 977	1 171 652	300 675	3,61%	Stockholm
Roche Holding AG-Genusschein	Health Care	495 108	597 625	1 107 881	510 255	3,42%	Zürich
Google Inc CLASS C	Information Technology	195 042	731 709	1 009 049	277 340	3,11%	NASDAQ
Samsung Electronics Co Ltd	Information Technology	122 990	1 049 950	1 003 659	-46 291	3,09%	Seoul
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Information Technology	149 771	362 759	988 326	625 567	3,05%	Seoul
Microsoft Corp	Information Technology	2 505 570	437 371	937 665	500 294	2,89%	NASDAQ
Merck & Co Inc	Health Care	2 076 010	978 105	871 322	-106 783	2,69%	New York
CK Hutchison Holdings Ltd	Industrials	7 265 098	583 858	801 560	217 702	2,47%	Hong Kong
State Bank of India	Financials	23 546 330	604 795	726 149	121 354	2,24%	National India
Koninklijke DSM NV	Materials	1 823 624	757 573	717 009	-40 563	2,21%	Amsterdam
Tyson Foods Inc	Consumer Staples	1 936 161	601 833	709 458	107 624	2,19%	New York
Heidelbergcement AG	Materials	1 176 994	389 487	688 412	298 926	2,12%	Frankfurt
NN Group NV	Financials	2 785 956	503 701	678 331	174 630	2,09%	Amsterdam
Kingfisher Plc	Consumer Discretionary	14 242 783	495 820	657 897	162 077	2,03%	London
Goldman Sachs Group Inc	Financials	439 836	391 585	654 913	263 328	2,02%	New York
G4S Plc	Industrials	21 902 833	706 652	651 204	-55 448	2,01%	London
Sanofi	Health Care	759 182	472 970	616 495	143 525	1,90%	Paris
Koninklijke Philips NV	Industrials	2 825 548	526 915	566 026	39 111	1,74%	Amsterdam
Carlsberg AS-B	Consumer Staples	850 127	582 856	555 941	-26 916	1,71%	København
General Motors Co	Consumer Discretionary	2 095 380	299 204	532 963	233 760	1,64%	New York
Comcast Corp	Consumer Discretionary	1 077 693	147 207	521 835	374 628	1,61%	NASDAQ
Tyco International Plc	Industrials	1 751 162	198 083	502 040	303 956	1,55%	New York
Akzo Nobel NV	Materials	892 610	292 845	491 838	198 993	1,52%	Amsterdam
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	Health Care	1 001 182	352 050	469 582	117 531	1,45%	NASDAQ
Lundin Mining Corp	Materials	18 678 909	533 670	452 335	-81 335	1,39%	Toronto
LG Corp	Industrials	987 960	276 716	432 972	156 256	1,33%	Seoul
Volvo AB	Consumer Discretionary	5 250 655	407 180	428 135	20 955	1,32%	Stockholm
China Unicom Hong Kong Ltd	Telecommunication Services	38 908 972	368 823	420 287	51 464	1,30%	Hong Kong
Lundin Petroleum AB	Energy	3 690 855	410 288	403 768	-6 519	1,24%	Stockholm
Norsk Hydro ASA	Materials	14 009 407	392 331	397 307	4 975	1,22%	Oslo Børs
UPM-Kymmene Oyj	Materials	3 099 638	291 644	394 388	102 744	1,22%	Helsinki
Lenovo Group Ltd	Information Technology	50 448 700	375 303	362 735	-12 568	1,12%	Hong Kong
Unilever NV-Cva	Consumer Staples	1 005 476	248 596	344 187	95 591	1,06%	Amsterdam
Tata Motors Ltd-A- DVR	Consumer Discretionary	11 563 913	231 336	325 493	94 157	1,00%	Bombay
Toyota Industries Corp	Consumer Discretionary	785 972	140 281	316 861	176 580	0,98%	Tokyo
Mayr-Melnhof Karton AG	Materials	317 983	153 946	309 118	155 172	0,95%	Wien
Columbia Property Trust Inc	Financials	1 561 194	301 916	307 443	5 528	0,95%	New York
Autoliv Inc	Industrials	258 314	88 438	238 048	149 610	0,73%	New York
Hacı Omer Sabancı Holding AS	Financials	8 556 393	234 593	213 675	-20 918	0,66%	Istanbul
Irsa Sa ADR	Financials	1 754 657	145 868	209 840	63 972	0,65%	New York
Ternium SA ADR	Materials	1 994 417	298 074	203 798	-94 276	0,63%	New York
Lundin Mining Corp SDR	Materials	8 335 629	229 020	202 888	-26 133	0,63%	Stockholm
Barclays PLC	Financials	6 163 000	216 857	194 295	-22 562	0,60%	London
EFG-Hermes Holding SAE	Financials	21 575 283	238 806	187 843	-50 963	0,58%	Cairo
State Bank Of India GDR	Financials	593 476	108 798	184 069	75 270	0,57%	National India
BP Plc	Energy	4 269 875	213 135	183 644	-29 490	0,57%	London
Kazmunaigas Exploration GDR	Energy	3 430 139	404 213	175 604	-228 609	0,54%	London International
Credit Suisse Group AG	Financials	853 650	199 489	174 410	-25 079	0,54%	Zürich
WM Morrison Supermarkets PLC	Consumer Discretionary	7 855 832	169 580	167 644	-1 936	0,52%	London
Yazicilar Holding AS	Consumer Staples	3 573 660	86 554	162 992	76 438	0,50%	Istanbul
BP Plc ADR	Energy	598 207	174 952	154 809	-20 143	0,48%	New York
Gap Inc/The	Consumer Discretionary	612 617	150 296	147 169	-3 126	0,45%	New York
Indosat Tbk PT	Telecommunication Services	65 422 055	226 138	143 029	-83 109	0,44%	Indonesia
Vimpelcom Ltd-Spon ADR	Telecommunication Services	3 937 330	286 510	141 939	-144 571	0,44%	New York
Global Mediacom Tbk PT	Consumer Discretionary	253 572 823	230 547	138 963	-91 584	0,43%	Jakarta
China Unicom Hong Kong Ltd ADR	Telecommunication Services	1 144 875	105 570	124 940	19 369	0,39%	New York
Autoliv Inc SDR	Industrials	130 595	45 327	120 229	74 901	0,37%	Stockholm
First Pacific Co Ltd	Telecommunication Services	15 609 363	98 631	81 297	-17 334	0,25%	Hong Kong
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	Information Technology	24 706	24 968	80 737	55 769	0,25%	London International
Global Telecom Holding	Telecommunication Services	31 689 474	83 027	64 837	-18 190	0,20%	Cairo
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	Financials	4 170 834	97 989	50 613	-47 376	0,16%	Sao Paulo
<b>Summa värdepappersportfölj*</b>			<b>24 981 244</b>	<b>31 882 369</b>	<b>6 901 126</b>	<b>98,28%</b>	
Disponibel likviditet				557 323		1,72%	
<b>Summa andelskapital</b>				<b>32 439 692</b>		<b>100,00%</b>	

\* Siffrorna i 1 000 NOK.



## SKAGEN Kon-Tiki

Visar kursen mot nya vatten

- › Sämsta avkastningen för tillväxtmarknadsaktier sedan tredje kvartalet 2008.
- › Låg exponering mot Kina gynade vår relativa avkastning, men detta uppvägdes delvis av en svag utveckling i våra brasilianska portfölj företag.
- › Även i länder i recession går det att hitta goda investeringsmöjligheter.

1	2	3	4	5	RISK	7
Startdatum	5 april 2002					
Avkastning sedan start	438,5%					
Förvaltningskapital	37 096 miljoner SEK					
Antal fondsparare	69 633					

AVKASTNING, %	Q3/-15*	12 M*
SKAGEN Kon-Tiki	-15,0	-9,7
MSCI Emerging Markets	-16,9	-6,1

\* Per 30 september 2015



### PORTFÖLJFÖRVALTARE

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

Skagen Rev Fyrskib, 1892. Av Carl Locher, en av Skagenmålarna. Bilden tillhör Skagens Museum (beskuren).



## Tillväxtmarknader utan tillväxt?

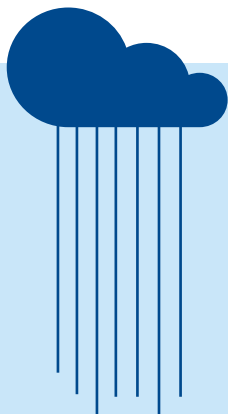
Stramar FED åt eller ej; Blodbad för valutor på tillväxtmarknader; Brasilien i recession och nedgradering till skräpstatus; Kinakollaps och devalvering av renminbin. Detta var rubriker för tillväxtmarknaderna under tredje kvartalet. Utflödena från tillväxtmarknadsfonder fortsatte och med den sämsta avkastningen för tillväxtmarknadsaktier sedan tredje kvartalet 2008 ökade utflödet än mer sedan den tidigare toppen i år.

Alla investerare försöker nu få grepp om den kinesiska ekonomin. För att vara tydlig så kommer Kina inte att kollapsa. Men det är också uppenbart att tillväxten bromsar in och att tillväxten för fasta tillgångar har blivit mindre effektiv. Med svag efterfrågan i utvecklade länder och en mindre konkurrenskraftig kostnadsposition mattas export som tillväxtfaktor av. Detta på grund av stora löneökningar och en stark renminbi, även om den senaste devalveringen hjälper något.

Vissa tillväxtmarknadsekonomier har problem, men det är farligt att generalisera. Tillväxtmarknaderna inbegriper ett antal länder i olika cykler och med olika ekonomisk utveckling. Aktieindex är bara en samling företag. Även i länder i recession finns mycket ofta goda investeringsmöjligheter, i och med att aktiekurserna i bra företag kanske orättvist får lida av synen på det egna landet.

Det fanns trots allt några ljuspunkter i tillväxtekonomierna. Den indiska centralbanken sänkte räntan med 50 punkter till 6,75 procent i slutet av september. Det var den fjärde sänkningen sedan slutet av 2014 i takt med att inflationen har sjunkit från tio procent till 3,7 procent. Räntesänkningen kan ge tillfällig motvind för vår investering i State Bank of India på grund av obalans i tillgångar i förhållande till skulder men lägre priser är positivt både för kvalitén på tillgångarna och lånetillväxten.

Turkiet har återhämtat sig något från den politiska och geopolitiska turbulensen i och med att den kurdiska gerillarörelsen PKK uttryckt beredskap för en "demokratisk lösning". Vårt största innehav i Turkiet, Sabanci Holding, höjde nyligen sina vinstprognoser, vilket bekräftar vår investeringstes.



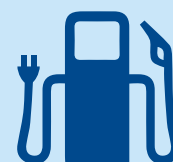
## ETT BESVÄRLIGT KVARTAL

Fonden föll med 15,0 procent under tredje kvartalet, jämfört med MSCI tillväxtmarknadsindex nedgång på 16,9 procent. Globala aktier föll med 7,9 procent. Brasilien var sämsta marknaden och föll med 32,6 procent (valutan bidrog med 18 procentenheter av detta), följt av kinesiska A-aktier (som inte är en del av MSCI:s tillväxtmarknadsindex) som föll med 29,7 procent, trots misslyckad otillbörlig marknadspåverkan av kinesiska myndigheter, och Hongkong-noterade kinesiska H-aktier, som föll med 26,7 procent.

Vår låga exponering mot Kina gynnade den relativa avkastningen, men detta kom-

penserades delvis av en svag utveckling för våra brasilianska företag med Petrobras och Cosan Ltd som de främsta negativa bidragsgivarna. Vår allokering i Turkiet gav också motvind, beroende på en svag marknad och en svag valuta.

Hyundai Motor var en ljusglimt. Aktien steg med nio procent i lokal valuta inklusive utdelning. Richter Gedeon ökade avkastningen efter det efterlängtnade godkännandet i USA av bipolaritets- och schizofreniläkemedlet Vraylar. Frontlines avknoppning av aktierna i Golden Ocean för att skapa ett renodlat tankrederi mottogs väl av marknaden och aktiekursen ökade med 29 procent i lokal valuta.



## BOOST FÖR EL

Vi slutet av kvartalet var Volkswagen en av de största frågorna. Hur detta påverkar våra biltillverkare är osäkert, men bortsett från SUV-tillverkaren Mahindra har alla relativt låg exponering mot dieselmotorer och kan därför gynnas. Våra två koreanska litiumbatteri-leverantörer LG Chem och vår nya position Samsung SDI kan också gynnas. Ett ökat fokus på regleringar skulle kunna få el- och hybridandelen av den globala bilförsäljningen att växa flerfalt under loppet av några år, från tre procents penetration i fjol. För att illustrera möjligheterna, står el- och hybridbilar för 29 procent av bilförsäljningen i Norge jämfört med tre procent globalt.

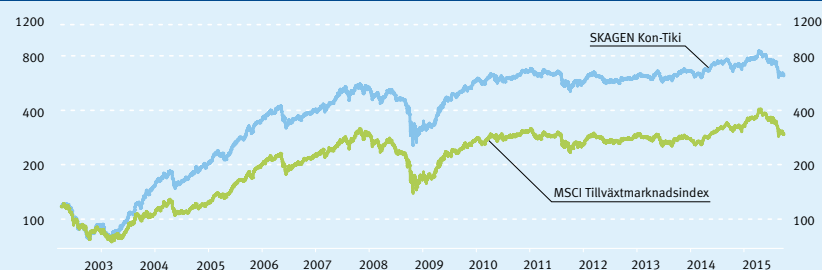
I Samsung SDI är andelarna i andra Samsungföretag just nu värda nästan hela det värde som andra investerare är villiga att betala för det. Detta innebär att man får en marknadsledare inom små och stora litiumbatterier, energilagringsteknik, elektronikmaterial och ett rätt stabilt kemisk plast-bolag nästan gratis. Den stora bilbatteriverksamheten går för närvarande med förlust då bolaget håller på och utvecklar kapaciteten, men tiden fram till vinsten kan bli kortare efter Volkswagenskandalen.

Vi har även ökat vår position i Cosan Ltd, som handlas till 30 procents rabatt till NAV medan dess viktigaste tillgång, Cosan SA, handlas till 50 procents rabatt på vårt uppskattade värde. Vi gillar rabatter på rabatter.

Foto: Bloomberg



## KURSHISTORIK SKAGEN KON-TIKI



## NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN KON-TIKI (PER 30/9 2015)

Företag	Postens storlek	Kurs	P/E 2015E	P/E 2016E	P/BV senaste	Kursmät
Hyundai Motor	8,7%	110 500	4,3	4,3	0,5	200 000
Samsung Electronics	8,4%	917 000	5,6	5,6	0,8	1 500 000
Mahindra & Mahindra	4,9%	1 264	16,9	13,3	2,9	2 000
State Bank of India	4,6%	237	7,2	6,8	1,1	450
Sabancı Holding	3,8%	9	7,4	6,1	0,9	14
Bharti Airtel	3,4%	338	16,9	11,3	2,1	450
Richter Gedeon	3,2%	4 440	16,1	14,8	1,4	7 500
ABB	2,9%	148	14,8	12,4	2,7	250
Naspers	2,7%	1 726	34,5	23,0	9,0	2 500
Great Wall Motor	2,0%	9	6,8	6,8	1,8	13
SBI Holdings	2,0%	1 341	10,3	9,6	0,7	3 000
X5 Retail Group	2,0%	17	13,4	11,6	3,1	30
<b>Topp 12 vägt genomsnitt</b>	<b>48%</b>		<b>7,7</b>	<b>7,2</b>	<b>1,0</b>	<b>68%</b>
<b>Topp 35 vägt genomsnitt</b>	<b>77%</b>		<b>8,3</b>	<b>7,7</b>	<b>1,0</b>	<b>66%</b>
<b>Jämförelseindex (MSCI Tillväxtmarknadsindex)</b>			<b>11,4</b>	<b>10,5</b>	<b>1,3</b>	

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

## KÖP OCH FÖRSÄLJNINGAR

Under kvartalet har vi sålt ut dagligvarukedjan Casino och använt en del av intäkterna för att öka vårt ägande i dess börsnoterade brasilianska dotterbolag, Cia Brasileira de Distribuição, CBD som är en ledande aktör på den fragmenterade brasilianska dagligvarumarknaden. Liksom på andra håll i världen, räknar vi med att kedjans koncentration ska öka och att den nuvarande svaga ekonomin kan stimulera denna process. Aktien har fallit rejält och värderas nu till 3x kassaflödet jämfört med 10x för sektorn i tillväxtmarknader och 8x för dagligvaruhandeln i utvecklade marknader. Företaget har begränsad skuldsättning, allt i lokal valuta. Utöver detta lär en omstrukturering ge stordriftsfördelar på 0,8 procent på marginalen, jämfört med dess förväntade sju procent i år.

Vi sålde ut Empresas ICA eftersom fundamenta för byggbranschen har för-

sämrats och den höga skuldsättningen oroar oss. Ledningen tar bara små steg för att ta itu med skulderna. Vi sålde också Japan-noterade närbutikoperatören Family, eftersom vi nått vår målkurs. Vi kapade vårt innehav i Hitachi rejält i och med avmattningen i Kina och eventuella förluster i Mellanöstern som har förändrat utsikterna. Vi sålde också vår position i kosmetikabolaget Shiseido med god avkastning efter att ha nått vårt målpris. Vi minskade också vår position i ABB något för att trimma den cykliska exponeringen av portföljen. Lågprisflygbolaget AirAsia såldes också. Företaget står inför utmaningar inför rekapitaliseringen av sina indonesiska och filippinska dotterbolag som är skyldiga AirAsia avsevärda summor för förfallna leasingbetalningar. Slutligen sålde vi återstoden av vårt innehav i AP Møller-Maersk med mycket god vinst sedan vi investerade i slutet av 2011.

## ”INTE VÄRRE ÄN VÄNTAT”

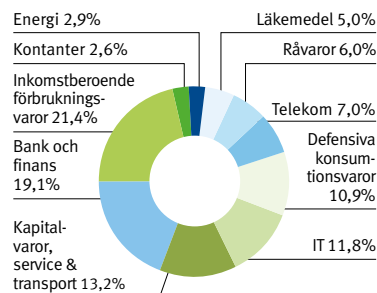
Rapportsäsongen från slutet av juli är nu över. För våra portföljinnehav på aggregerad nivå kan den beskrivas som ”inte värre än väntat”. För våra två största innehav, Hyundai Motor och Samsung Electronics, försämrades resultaten efter svagare tillväxtmarknadsefterfrågan och negativa valutakurseffekter från svaga tillväxtmarknadsvalutor. Men värderingen av båda företagen är fortfarande mycket övertygande. Hyundai har förbättrat bolagstyrningen genom en utdelningspolicy och vi räknar med att Samsung Electronics ska följa efter snart. Kassapositionen har ökat till 62 miljarder koreanska won (52 miljarder dollar), och står nu för 35 procent av börsvärdet och 45 procent av vårt preferensaktiepris. Trycket från aktieägarna ökar, framdrivet av nya ”övertramp” vid omstruktureringen av gruppen.

## IMPOPULARITET SKAPAR MÖJLIGHETER

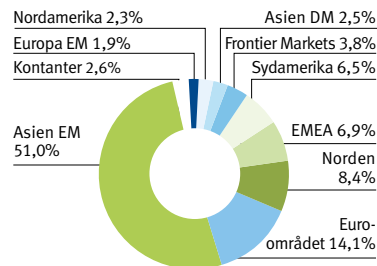
Ett antal tillväxtmarknadsvalutor nådde den lägsta nivån på många år under kvartalet. Företag med betydande skuld i dollar som inte motsvaras av kassaflöde i dollar, kommer att möta utmaningar. Men företag som också har stort kassaflöde i dollar kommer att gynnas. Exempel på dessa är brasilianska proteinproducenten Marfrig och järnmalmsbolaget Vale. Vi arbetar för att hitta andra vinnare som säljs på grund av var de är noterade.

Aktier på tillväxtmarknader, krediter och valutor har blivit mycket impopulära efter två år med en avkastning som betydligt har släpat efter sina konkurrenter i utvecklade marknader. Detta kan mycket väl fortsätta en tid, men får en också att tänka på hur impopulär indiska aktier var under hösten 2013; Indien blev sedan en av de bästa börserna 2014. Impopularitet skapar helt klart möjligheter.

### BRANSCHFÖRDELNING



### GEOGRAFISK FÖRDELNING



## NYCKELTAL

Antalet företag i fonden är nu 82, ned från 95 i början av året. Kon-Tiki är en fond som fattar investeringsbesluten oberoende av jämförelseindex. Vår active share (den del av portföljen som inte replikeras i jämförelseindex) är 96 procent medan de största 35 innehaven nu utgör 77 procent av portföljen, en ökning från 73 procent i slutet av 2014.

Vår portfölj fortsätter att värderas till en betydande rabatt till tillväxtmarknadsaktier i allmänhet, och vi fortsätter att fokusera på absolut värde. P/E för portföljen för i år är 8.3x eller 25 procents rabatt till jämförelseindex på 11.2x. Mätt i P/BV värderas vår portfölj till 1x kontra 1,3x för jämförelseindex.

### SKAGEN KON-TIKI Q3 2015 (MILJ. NOK)

#### De 5 största positiva bidragsgivarna

Hyundai Motor Co GDR	341
Richter Gedeon Nyrt	164
Frontline 2012 Ltd	152
Tech Mahindra Ltd	125
X 5 Retail Group NV GDR	87

#### De 5 största negativa bidragsgivarna

Petroleo Brasileiro Pref ADR	-347
Cosan Ltd	-338
Great Wall Motor Co Ltd	-300
Haci Omer Sabanci Holding AS	-265
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	-236

#### 5 största köp

Samsung SDI Co Ltd	269
China Shipping Development	210
Cosan Ltd	114
Lenovo Group Ltd	91
Eros International Media Ltd	78

#### 5 största försäljningar

Familymart Co Ltd	-561
Hitachi Ltd	-528
Hyundai Motor Co GDR	-412
AP Moeller - Maersk A/S	-260
Shiseido Co Ltd	-227

Värdepapper	Sektor	Antal	Köpvärde NOK*	Marknads- värde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Information Technology	290 000	716 468	1 913 685	1 197 218	5,08%	Seoul
State Bank of India	Financials	55 690 910	1 265 479	1 717 460	451 981	4,56%	National India
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	Consumer Discretionary	2 080 032	351 294	1 706 389	1 355 095	4,53%	Seoul
Hyundai Motor Co Pref (1p)	Consumer Discretionary	1 948 800	313 032	1 549 647	1 236 615	4,11%	Seoul
Haci Omer Sabanci Holding AS	Financials	56 848 322	1 238 642	1 419 648	181 006	3,77%	Istanbul
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	Consumer Discretionary	8 005 385	186 510	1 318 293	1 131 783	3,50%	London International
Bharti Airtel Ltd	Telecommunication Services	29 483 133	1 124 053	1 295 319	171 267	3,44%	National India
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	Information Technology	382 663	376 532	1 250 511	873 979	3,32%	London International
Richter Gedeon Nyrt	Health Care	8 936 510	970 296	1 207 524	237 228	3,20%	Budapest
ABB Ltd	Industrials	7 200 000	639 262	1 084 860	445 597	2,88%	Stockholm
Naspers Ltd	Consumer Discretionary	950 050	278 067	1 012 491	734 424	2,69%	Johannesburg
Great Wall Motor Co Ltd	Consumer Discretionary	79 522 500	48 083	749 533	701 449	1,99%	Hong Kong
SBI Holdings Inc	Financials	7 759 600	603 587	741 161	137 574	1,97%	Tokyo
X 5 Retail Group NV GDR	Consumer Staples	4 990 306	506 266	740 882	234 616	1,97%	London International
Frontline 2012 Ltd	Industrials	12 818 835	332 484	678 116	345 633	1,80%	Unotert
Kinnevik Investment AB-B	Telecommunication Services	2 717 167	481 930	660 248	178 318	1,75%	Stockholm
Tech Mahindra Ltd	Information Technology	8 784 608	354 450	636 692	282 242	1,69%	National India
Moscow Exchange MICEX-RTS OAO	Financials	57 263 060	612 265	598 886	-13 379	1,59%	Moscow
UPL Ltd	Materials	9 971 688	185 099	594 289	409 190	1,58%	National India
Bidvest Group Ltd	Industrials	2 800 000	326 110	565 232	239 123	1,50%	Johannesburg
Mahindra & Mahindra Ltd	Consumer Discretionary	3 103 503	250 706	510 047	259 341	1,35%	National India
CNH Industrial NV	Industrials	9 138 348	555 673	506 040	-49 633	1,34%	New York
LG Electronics Inc Pref	Consumer Discretionary	3 050 000	823 954	500 424	-323 531	1,33%	Seoul
Korean Reinsurance Co	Financials	4 860 366	182 225	498 410	316 186	1,32%	Seoul
Vale Sa Spons pref ADR	Materials	16 436 506	1 427 914	469 815	-958 099	1,25%	New York
JSE Ltd	Financials	5 753 823	222 426	456 242	233 816	1,21%	Johannesburg
Indosat Tbk PT	Telecommunication Services	206 683 750	557 401	451 862	-105 538	1,20%	Indonesia
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA	Consumer Staples	8 706 469	310 738	448 748	138 010	1,19%	Madrid
Marfrig Global Foods SA	Consumer Staples	28 398 300	446 448	428 028	-18 420	1,14%	Sao Paulo
Cosan Ltd	Consumer Staples	16 220 419	906 323	406 894	-499 428	1,08%	New York
China Shipping Development	Industrials	83 220 000	460 891	405 084	-55 806	1,07%	Hong Kong
Yazicilar Holding AS	Consumer Staples	8 837 139	222 040	403 057	181 017	1,07%	Istanbul
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	Energy	224 088 000	368 096	367 648	-449	0,98%	Hong Kong
China Shineway Pharmaceutical	Health Care	36 934 000	280 298	364 386	84 088	0,97%	Hong Kong
OCI Co Ltd	Materials	600 000	455 623	355 780	-99 843	0,94%	Seoul
LG Chem Ltd Pref	Materials	259 179	178 915	354 370	175 455	0,94%	Seoul
Lenovo Group Ltd	Information Technology	47 836 000	308 854	343 950	35 096	0,91%	Hong Kong
Petroleo Brasileiro Pref ADR	Energy	11 064 888	559 365	341 765	-217 600	0,91%	New York
Enka Insaat Ve Sanayi AS	Industrials	23 092 016	217 528	325 066	107 538	0,86%	Istanbul
Golar LNG Ltd	Industrials	1 298 301	471 325	314 716	-156 608	0,84%	NASDAQ
Samsung SDI Co Ltd	Information Technology	400 000	269 341	312 315	42 974	0,83%	Seoul
Apollo Tyres Ltd	Consumer Discretionary	13 028 865	109 290	304 886	195 597	0,81%	National India
Cia Cervecerias Unidas SA ADR	Consumer Staples	1 538 270	280 090	288 623	8 532	0,77%	New York
Kulim Malaysia BHD	Consumer Staples	47 804 500	150 908	283 311	132 403	0,75%	Kuala Lumpur
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	Financials	23 177 100	570 222	281 255	-288 967	0,75%	Sao Paulo
Hindalco Industries Ltd	Materials	30 031 830	504 565	276 500	-228 065	0,73%	National India
Kiatnakin Bank Plc	Financials	37 429 463	334 353	270 014	-64 339	0,72%	Bangkok
Norwegian Air Shuttle ASA	Industrials	800 000	75 029	266 400	191 371	0,71%	Oslo Börs
Massmart Holdings Ltd	Consumer Staples	3 739 366	285 120	249 488	-35 632	0,66%	Johannesburg
DRB-Hicom Bhd	Consumer Discretionary	88 408 800	365 449	228 477	-136 972	0,61%	Kuala Lumpur
Sistema Jsfsc	Telecommunication Services	95 885 212	552 356	227 238	-325 118	0,60%	Moscow
LG Corp Pref	Industrials	808 430	118 266	224 851	106 585	0,60%	Seoul
PZ Cussons Plc	Consumer Staples	5 916 764	99 261	221 592	122 332	0,59%	London
Podravka Prehrambena Ind DD	Consumer Staples	517 852	153 340	210 158	56 818	0,56%	Zagreb
Dragon Capital - Vietnam Enterprise Investments Ltd	Financials	9 000 000	111 229	208 874	97 645	0,55%	Dublin
Tullow Oil Plc	Energy	9 241 978	817 339	201 997	-615 342	0,54%	London
Cia Brasileira de Distribuicao - Pref	Consumer Staples	1 806 200	375 065	192 308	-182 757	0,51%	Sao Paulo
Hitachi Ltd	Industrials	4 316 000	211 068	184 726	-26 342	0,49%	Tokyo
EFG-Hermes Holding SAE	Financials	20 558 388	353 506	178 990	-174 517	0,47%	Cairo
Eros International Media Ltd	Consumer Discretionary	2 613 608	159 400	178 299	18 898	0,47%	National India
Sberbank of Russia Pref	Financials	21 400 000	151 067	161 106	10 039	0,43%	Moscow
Golden Ocean Group Ltd	Industrials	7 102 037	233 379	151 984	-81 396	0,40%	Oslo Börs
Ghana Commercial Bank Ltd	Financials	18 001 604	88 821	151 476	62 655	0,40%	Ghana
Rec Silicon ASA	Energy	93 675 416	149 265	139 764	-9 501	0,37%	Oslo Börs
Eis Eczacibasi Ilac Ve Sanayi	Health Care	19 410 554	133 038	134 981	1 943	0,36%	Istanbul
East African Breweries Ltd	Consumer Staples	5 774 866	88 566	131 151	42 584	0,35%	Nairobi
Nordnet AB	Financials	4 118 184	57 184	128 958	71 774	0,34%	Stockholm
Euronav SA	Industrials	1 090 286	98 518	128 349	29 831	0,34%	Brussel
Pivovarna Lasko	Consumer Staples	507 181	139 800	118 639	-21 161	0,31%	Ljubljana
Asia Cement China Holdings	Materials	48 522 500	178 365	114 336	-64 029	0,30%	Hong Kong
Raiffeisen Bank International AG	Financials	976 944	191 690	109 149	-82 541	0,29%	Wien
Supermax Corp BHD	Health Care	27 075 300	104 098	106 798	2 701	0,28%	Kuala Lumpur
Diamond Bank Plc	Financials	718 971 941	153 449	104 869	-48 580	0,28%	Lagos
Minor items			1 924 019	575 508	-1 348 512	1,52%	
<b>Summa värdepappersportfölj*</b>			<b>29 703 107</b>	<b>36 740 568</b>	<b>7 037 460</b>	<b>97,49%</b>	
Disponibel likviditet				944 333		2,51%	
<b>Summa andelskapital</b>				<b>37 684 900</b>		<b>100,00%</b>	

\* Siffrorna i 1 000 NOK.



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

En del av den globala fastighetsmarknaden

- › Stora börsfall i Kina slog hårt.
- › Stramare penningpolitiken gynnar våra bolag över tid.
- › Efter nedgången är portföljen alltmer attraktivt värderad.

Startdatum	31 oktober 2012					
Avkastning sedan start	21,7%					
Förvaltningskapital	1 024 miljoner SEK					
Antal fondsparare	8 412					
1	2	3	4	RISK	6	7

AVKASTNING, %	Q3/-15*	12 M*
SKAGEN m <sup>2</sup>	-6,9	5,3
MSCI ACWI Real Estate IMI	-3,4	16,3

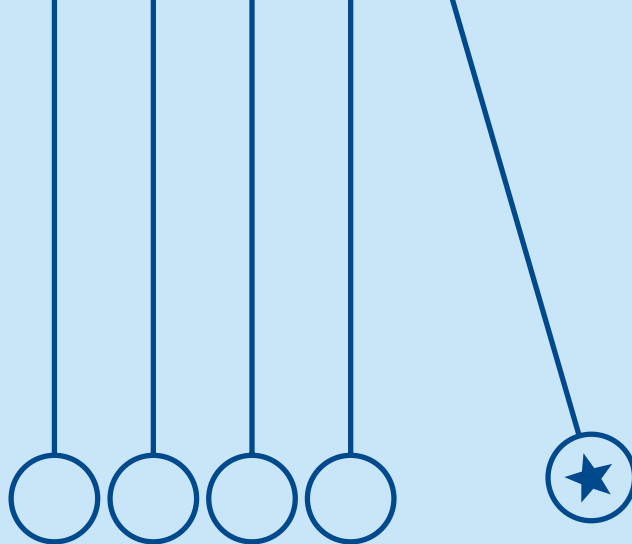
\* Per 30 september 2015



### PORTFÖLJFÖRVALTARE

Michael Gobitschek och Harald Haukås

Arkitekten Ulrik Plesners første tilbygning til Brøndums Hotel, 1892. Av Johan Peter von Wildenradt, en av Skagenmålarna. Bilden tillhör Skagens Museum (beskuren).



## Kinasyndromet

Osäkerheten runt den ekonomiska utvecklingen i Kina slog hårt mot fonden under kvartalet. Oron smittade av sig på många andra marknader, i synnerhet tillväxtmarknaderna. Nedgången påverkade både aktiekurser och valutor, med en dubbel negativ effekt som följde.

SKAGEN m<sup>2</sup> har endast Hongkong-noterade bolag med verksamhet i Inlandskina, då vi sedan årets början minskat exponeringen väsentligt. Vi har kvar bolag med direkt och indirekt exponering i landet, och vi ser stor långsiktig potential i förhållande till dagens värdering i dessa. Fortsatt osäkerhet kring den amerikanska ränteutvecklingen bidrog till ytterligare volatilitet på aktie- och räntemarknaderna.

### TENDENS

#### EFTERFRÅGAN PÅ FASTIGHETER

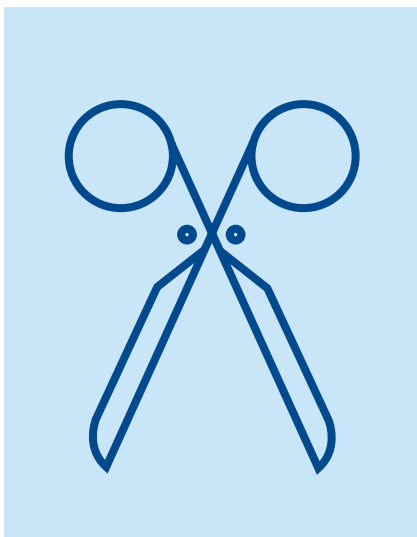
Flera av världens centralbanker fortsätter sina aggressiva försök till inflationsdrivande penningpolitik, bland annat för att inflatera bort skulderna. Detta skapar efterfrågan på fastigheter i de så kallade säkra hamnarna, till exempel London och New York. I vissa fall leder detta till att tillgångarna ökar i pris på ett sätt som inte är långsiktigt hållbart, en konsekvens centralbankerna fortsatt verkar villiga att ta, exempelvis i Japan. Ökad geopolitisk spänning och råvaruprisfall spär på volatiliteten och förstärker kapitalflykten, vilket också driver priserna i många städer som betraktas som trygga för utländska fastighetsinvesteringar

### TENDENS

#### HÖJD RÄNTA I SIKTE

En motpol är den sannolikt nära förestående räntehöjningen i USA (den första sedan 2006), vilken troligtvis kommer dämpa sentimentet något framförallt på marknader som är kopplade till den amerikanska dollarn, men också genom kapitalutflöden från primärt tillväxtmarknader. En stramare penningpolitik vore i grunden sund och ett tecken på en välmående ekonomisk utveckling – något som gynnar fastighetsbolagen över tid då dessa får lägre vakanstal, ökad hyrestillväxt och därmed bättre kassaflöden.

Många bolag har redan hunnit refinansiera sina krediter på mycket låga nivåer vilket är positivt. Naturligtvis är en balanserad utveckling av fastighetsvärdena bättre än att det skapas bubblor. En del länder såsom Indien är dock fortsatt i räntesänkingsmodus.



## ALLT MER KONCENTRERAD PORTFÖLJ

Under kvartalet fortsatte vi att konsolidera portföljen och fokusera på värdeskapande bolag. Vi sålde British Land på grund av en alltför tilltagen prislapp. Singaporebaserade Mapletree Logistic Trust såldes för att ta ner exponeringen mot Singapore och Kina. Samtidigt fokuserar vi tydligare på den Singaporebaserade konkurrenten Global Logistic Properties som är billigare, större och mer diversifierad. Vi sålde också thailändska Ticon Industrial Trust, både för att minska exponeringen mot Thailand, och bolagets oförmåga att skapa aktieägarvärde.

Inga nya bolag tillkom förutom Ashford Hospitality Prime, som vi fick via en avknoppning från Ashford Hospitality Trust. Den tyska hyreslägenhetsaktören Adler Real Estate fick vi som delbetalning från uppköpet av vårt innehav i Westgrund. Vi har ökat vår position i japanska Mitsui Fudosan som gynnas av den blomstrande fastighetsmarknaden i framförallt Tokyo. Bolaget har stabila finanser och en diversifierad affärsmodell, väl anpassad för att dra fördel av det nuvarande starka sentimentet. Den starka hyresmarknaden gynnar ägandet av kommersiella fastigheter. Mitsui drar också fördel av de allt mer pressade yielderna när de säljer sina nybyggda kommersiella fastigheter. Dessutom ökar efterfrågan på bolagets nybyggda lägenheter med ett bra pris som följd.



Foto: Jerry Yin / SOHO China

Med fastighetsutvecklaren SOHO Chinas nya koncept SOHO 3Q kan nystartade it-företag och andra småföretag hyra delade kontorsplatser i några av Kinas största städer. Företagen hyr från några dagar till tre månader till skillnad från de traditionella långa hyreskontrakten. Hyresgästerna kan välja kontorsplats och göra alla relaterade betalningar på nätet.

## KINAEXPONERING VÄGDE TUNGT

Kvartalets förlorare hittar vi föga förvånande i Kina med SOHO China som äger kontorsfastigheter i Beijing och Shanghai. Bolaget värderades ned nyligen efter besked om förändrad utdelningspolicy, samt en något långsammare uthyrningstakt på nybyggda kontor än förväntat. Men bolaget arbetar aktivt med ledig yta och sitt nya coworking-koncept, där hyresgäster kan hyra en plats under kort tid utan långa kontrakt och med alla nödvändiga faciliteter.

Näst sämsta bolaget under kvartalet har också sin huvudsakliga verksamhet i Kina: hotellbolaget Shangri-La som förutom den allmänna börsoron sliter med beläggnings-siffrorna. Global Logistic Properties hade ännu ett motigt kvartal med nedjusterade tillväxttal för utvecklingsverksamheten i Kina, men också på grund av den allmänna oron över Kinas tillväxt. Dessutom har Singapores valuta, där bolaget är noterat, länge varit ett sänke. Positivt var att Global Logistic Properties förvärvade ytterligare en logistikportfölj i USA och på så sätt blivit den näst största logistikoperatören i USA. Basen blir nu mer diversifierad från nuvarande marknaderna Kina, Japan och Brasilien. Ett aktieåterköpsprogram har också inletts.

## TYSKA BOSTÄDER I TOPP

Kvartalets vinnare var den tyska hyreslägenhetsoperatören Deutsche Wohnen. Tyska lägenheter är trots några goda år fortfarande intressanta, bland annat därför att värderingen fortsätter att ligga långt under nybyggnadspriset. Privata byggbolag har svårt att räkna hem nybyggnadskalkylen, vilket skapar ett underutbud i många städer. Efterfrågan drivs också av migration till storstäderna och allt fler mindre hushåll. Tyskland har Europas näst lägsta ägandegrad mycket beroende på en motvilja att skuldsätta sig. De stora flyktingströmmarna till Tyskland kommer också att skapa efterfrågan i ett land med vikande demografi.

Endast tre procent av alla hyreslägenheter ägs idag av börsnoterade bolag, vilket skapar utrymme för tillväxt. Hyresmarknaden i Tyskland är kraftigt reglerad och i några städer där uppgången varit för snabb har hyresbegränsningar införts. Detta kommer att påverka hyrestillväxten – dock finns många undantag vilka bolagen kommer att dra nytta av då efterfrågan fortsatt är mycket stark.

Deutsche Wohnen planerar gå samman med LEG Immobilien, och om detta går igenom skapas en gigant med cirka 250 000 lägenheter i framförallt Berlin och Nordrhein Westfalen, värda cirka 17 miljarder euro. Affären väntas gynna kassaflödet med både stora operationella och finansiella synergier.

Den amerikanska fastighetsmarknaden, i synnerhet den skattegynnade REIT-sektorn, som varit svag under årets första halvår återhämtade sig något. PS Business Park och HCP gav goda bidrag till fonden under kvartalet, stöttade av en stark dollar.



Foto: Hudson Yards

**Nya West Side på Manhattan:** nya miljövänliga kvarteren Hudson Yards ligger mellan Hudsonfloden, Chelsea, Hell's Kitchen och Midtown. Enligt uppgift är detta det största privata fastighetsprojektet i amerikansk historia. Området har dragit till sig Google och andra snabbväxande teknik- och digitala medier-bolag. SKAGEN m<sup>2</sup>'s portföljbolag Mitsui Fudosan Co (Japans största fastighetsutvecklare) låter just nu uppföra sin hittills största investering utomlands vid Hudson Yards 55. Projektet är Mitsuis näst största i New York på två år. Under 2013 började de bygga om en 42 våningar hög kontorsfastighet på Madison Avenue 160. I New York äger Mitsui även Avenue of the Americas 1251, en 54 våningar hög skyskrapa belägen mitt emot Rockefeller Centre, samt Madison Avenue 527, ett 26 våningar högt kontorstorn.

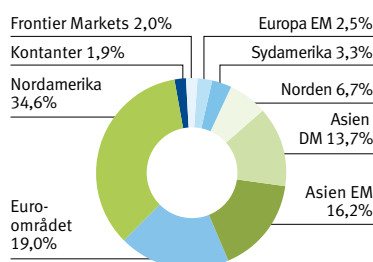
## ÅTERKÖP AV AKTIER SKAPAR VÄRDEN

Flertalet av våra bolagsinnehav har infört återköpsprogram av aktier. Transaktioner med direktägda fastigheter görs allt oftare till premium över noterade fastighetsaktier, framförallt i städer som New York, London och Tokyo.

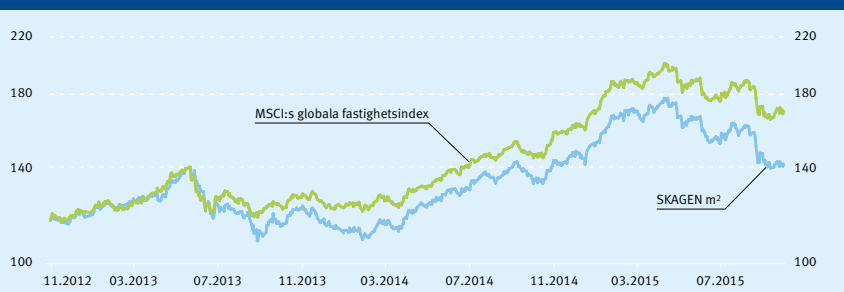
Värdeskapandet sker om bolagen säljer fastigheterna till premiumpris samtidigt som de använder försäljningslikviden till att köpa tillbaka aktier i det egna bolaget om det handlas till substansrabatt. Teoretiskt nås en balans då ett högre utbud kommer ut på marknaden och priserna stabiliseras eller sjunker. Samtidigt stiger aktiekurserna efter att bolaget köpt tillbaka aktier och nyckeltalen blivit bättre.

Fastighetsmarknaden är cyklisk, problemet är bara att identifiera var i cykeln man befinner sig i respektive land och segment. Portföljen har efter kvartalets nedgång blivit alltmer attraktivt värderad, samtidigt som värderingen på de fysiskt underliggande fastigheterna i många fall fortsatt upp. Kassaflödena har i flertalet fall förbättrats, mycket på grund av lägre finansieringskostnader, men mer positivt genom hyrestillväxt. Detta gör att vi sammantaget ser god potential på världens fastighetsmarknader framöver.

### GEOGRAFISK FÖRDELNING



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



### NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN m<sup>2</sup> (PER 30/9 2015)

Företag	Postens storlek	Kurs	P/NAV senaste	Dividend Yield 2015E	EBITDA 2015E/EV
Mitsui Fudosan	5,0%	3 263,00	102%	0,9%	5,6%
Columbia Property Trust	4,8%	23,08	75%	5,2%	6,2%
HCP	4,7%	37,49	115%	6,2%	6,3%
Global Logistic Properties	4,4%	2,04	83%	2,7%	4,8%
Olav Thon Eiendomselskap	4,3%	137,50	75%	1,3%	7,0%
SL Green Realty	3,8%	108,88	95%	2,2%	4,8%
General Growth Properties	3,7%	25,74	90%	2,8%	5,4%
Apartment Investment & Man	3,3%	36,99	90%	3,2%	5,6%
Deutsche Wohnen	3,2%	23,93	116%	2,6%	4,5%
CBL Properties	3,2%	13,88	60%	7,6%	8,9%
<b>Topp 10 vägt genomsnitt</b>	<b>41%</b>		<b>90%</b>	<b>3,3%</b>	<b>5,9%</b>
<b>Topp 35 vägt genomsnitt</b>	<b>88%</b>			<b>3,3%</b>	<b>6,6%</b>
<b>Jämförelseindex (MSCI ACWI Real Estate IMI)</b>				<b>3,3%</b>	

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

### SKAGEN m<sup>2</sup> Q3 2015 (MILJ. NOK)

De 5 största positiva bidragsgivarna		5 största köp	
Deutsche Wohnen AG	8	ADLER Real Estate AG	9
PS Business Parks Inc	6	Irsa Sa ADR	6
HCP Inc	6	Global Logistic Properties Ltd	5
General Growth Properties Inc	4	Mitsui Fudosan Co Ltd	5
CA Immobilien Anlagen AG	3	Mercialys SA	5
De 5 största negativa bidragsgivarna		5 största försäljningar	
Soho China Ltd	-13	British Land Co Plc	-34
Shangri-La Asia Ltd	-8	Mapletree Logistics Trust	-16
Global Logistic Properties Ltd	-8	Affine SA	-14
Ashford Hospitality Trust	-5	PS Business Parks Inc	-12
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	-5	Westgrund AG	-10



VÄRDEPAPERSPORTFÖLJ SKAGEN m<sup>2</sup> PER 30 SEPT 2015Hela portföljen hittar du på  
[www.skagenfonder.se/m2-portfolj](http://www.skagenfonder.se/m2-portfolj)

Värdepapper	Sektor	Antal	Köpvärde NOK*	Marknads- värde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
Mitsui Fudosan Co Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	226 000	45 528	52 525	6 997	5,05%	Tokyo
Columbia Property Trust Inc	Real Estate Companies incl. REITs	255 000	44 986	50 217	5 231	4,82%	New York
HCP Inc	Real Estate Companies incl. REITs	152 100	45 251	48 654	3 403	4,67%	New York
Global Logistic Properties Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	3 737 700	50 912	45 703	-5 209	4,39%	Singapore
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	Real Estate Companies incl. REITs	327 668	41 746	45 054	3 308	4,33%	Oslo Børs
SL Green Realty Corp	Real Estate Companies incl. REITs	43 100	32 707	40 040	7 333	3,85%	New York
General Growth Properties Inc	Real Estate Companies incl. REITs	175 000	31 234	38 434	7 200	3,69%	New York
Apartment Investmest & Management Co	Real Estate Companies incl. REITs	109 000	27 391	34 402	7 011	3,31%	New York
Deutsche Wohnen AG	Real Estate Companies incl. REITs	148 000	22 844	33 711	10 867	3,24%	Frankfurt
CBL & Associates Properties Inc	Real Estate Companies incl. REITs	279 000	37 725	33 054	-4 671	3,18%	New York
Ashford Hospitality Trust	Real Estate Companies incl. REITs	623 400	40 613	32 606	-8 007	3,13%	New York
PS Business Parks Inc	Real Estate Companies incl. REITs	48 000	28 298	32 343	4 044	3,11%	New York
Mercialys SA	Real Estate Companies incl. REITs	173 213	25 341	31 888	6 547	3,06%	Paris
Brandywine Realty Trust	Real Estate Companies incl. REITs	293 000	31 530	30 950	-580	2,97%	New York
Dic Asset AG	Real Estate Companies incl. REITs	340 000	23 222	26 183	2 961	2,52%	Xetra
CA Immobilien Anlagen AG	Real Estate Companies incl. REITs	159 000	22 091	24 793	2 702	2,38%	Wien
Melia Hotels International	Real Estate Companies incl. REITs	204 000	17 619	24 112	6 493	2,32%	Madrid
Soho China Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	7 208 500	37 437	23 891	-13 546	2,30%	Hong Kong
Nomura Real Estate Office Fund Inc	Real Estate Companies incl. REITs	605	20 615	22 652	2 036	2,18%	Tokyo
SM Prime Holdings Inc	Real Estate Companies incl. REITs	5 700 000	15 958	21 469	5 511	2,06%	Philippines
Irsa Sa ADR	Real Estate Companies incl. REITs	172 000	17 821	20 570	2 748	1,98%	New York
Phoenix Mills Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	418 945	15 303	17 643	2 341	1,70%	National India
Shangri-La Asia Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	2 300 000	24 121	16 968	-7 153	1,63%	Hong Kong
Gecina SA	Real Estate Companies incl. REITs	16 000	14 445	16 582	2 137	1,59%	Paris
Unibail-Rodamco SE	Real Estate Companies incl. REITs	7 475	13 080	16 486	3 406	1,58%	Amsterdam
First Real Estate Investment Trust	Real Estate Companies incl. REITs	2 112 929	14 831	16 337	1 506	1,57%	Singapore
Atrium Ljungberg AB	Real Estate Companies incl. REITs	120 621	12 052	15 513	3 461	1,49%	Stockholm
BR Properties SA	Real Estate Companies incl. REITs	650 000	22 974	15 399	-7 574	1,48%	Sao Paulo
Axia Real Estate SOCIMI SA	Real Estate Companies incl. REITs	124 947	12 203	14 703	2 499	1,41%	Madrid
Ananda Development PCL-Nvdr	Real Estate Companies incl. REITs	13 820 500	9 098	12 191	3 093	1,17%	Bangkok
Ascendas India Trust	Real Estate Companies incl. REITs	2 324 000	9 588	11 910	2 322	1,14%	Singapore
Oberoi Realty Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	329 090	9 399	11 689	2 291	1,12%	National India
Keck Seng Investments	Real Estate Companies incl. REITs	1 434 000	10 977	11 053	76	1,06%	Hong Kong
Emlak Konut Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Real Estate Companies incl. REITs	1 560 000	13 879	11 024	-2 855	1,06%	Istanbul
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	Real Estate Companies incl. REITs	66 672 700	22 003	10 728	-11 274	1,03%	Indonesia
Bumi Serpong Damai PT	Real Estate Companies incl. REITs	13 045 300	12 469	10 686	-1 783	1,03%	Indonesia
CapitaLand Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	650 000	11 295	10 441	-853	1,00%	Singapore
Ashford Inc	Real Estate Companies incl. REITs	19 000	13 125	10 194	-2 931	0,98%	New York
BR Malls Participacoes SA	Real Estate Companies incl. REITs	430 700	17 507	9 816	-7 691	0,94%	Sao Paulo
Vista Land & Lifescapes Inc	Real Estate Companies incl. REITs	10 686 100	10 098	9 804	-293	0,94%	Philippines
Entra ASA	Real Estate Companies incl. REITs	140 000	10 217	9 625	-592	0,92%	Oslo Børs
Grivalia Properties Reic AE	Real Estate Companies incl. REITs	119 790	7 813	9 074	1 261	0,87%	Athen
ADLER Real Estate AG	Real Estate Companies incl. REITs	75 381	8 829	8 820	-9	0,85%	Xetra
Ashford Hospitality Prime Inc	Real Estate Companies incl. REITs	54 000	5 616	6 455	839	0,62%	New York
Etalon Group Ltd GDR	Real Estate Companies incl. REITs	433 718	9 416	6 088	-3 329	0,58%	London International
Rockwell Land Corp	Real Estate Companies incl. REITs	20 000 000	8 187	5 618	-2 569	0,54%	Philippines
Parque Arauco SA	Real Estate Companies incl. REITs	349 321	3 977	5 124	1 147	0,49%	Santiago
General Shopping Finance	Real Estate Companies incl. REITs	1 000 000	5 429	4 104	-1 326	0,39%	Euroclear
<b>Summa värdepappersportfölj*</b>			<b>988 799</b>	<b>1 017 328</b>	<b>28 529</b>	<b>97,74%</b>	
Disponibel likviditet				23 513		2,26%	
<b>Summa andelskapital</b>				<b>1 040 841</b>		<b>100,00%</b>	

\* Siffrorna i 1 000 NOK.



## SKAGEN Focus

På jakt efter exceptionella investeringar

- › Den negativa reaktionen på inhemska kinesiska aktier spred sig till råvaror på global basis.
- › Vi använde oss av den generella svagheten i fordonsindustrin för att initiera en position i Infineon.
- › Omega Protein var en positiv bidragsgivare – och har fortfarande en stor uppsida.

1	2	3	4	5	RISK	7
Startdatum	26 maj 2015					
Avkastning sedan start	-19,9%					
Förvaltningskapital	716 miljoner SEK					
Antal fondsparare	3 539					

AVKASTNING, %	Q3/-15*	12 M*
SKAGEN Focus	-13,6	n/a
MSCI World AC TR Index	-8,8	n/a

\* Per 30 september 2015



### PORTFÖLJFÖRVALTARE

Filip Weintraub och Jonas Edholm

*Krøyers hund, Rap., 1898. Av P S Krøyer, en av Skagenmålarna. Bilden tillhör Skagens Museum (beskuren).*

# Bygger på svaga marknader

Under det tredje kvartalet, som var den högkoncentrerade SKAGEN Focus första hela kvartal sedan starten i slutet av maj, backade fonden med 13,6 procent jämfört med 8,8 för jämförelseindex.

Med tanke på att fonden är nystartad, vill vi påminna om att stora avvikelser jämfört med den underliggande marknaden är att vänta med tanke på den koncentrerade portföljstrukturen – med sin kombination av unika företagsspecifika faktorer.

Vid utgången av kvartalet var 29,7 procent av fonden investerad i små och medelstora företag (under 2 miljarder dollar i börsvärde), 31,7 procent i medelstora bolag (2–10 miljarder dollar i börsvärde) och 38,7 procent i stora bolag (över 10 miljarder dollar i börsvärde). Fonden har 29 aktiepositioner och de tio största positionerna utgör drygt 50 procent av tillgångarna. Under kvartalets svagare perioder ökade vi våra positioner och fondens likviditet har halverats till 4,7 procent, fördelad mellan en diversifierad korg av valutor. Vi ökade bland annat våra positioner i Carlsberg, Hynix och Aercap (mer information finns i våra månatliga statusrapporter). Under starkare perioder trimmade vi våra positioner i Jenoptik och Hyundai.

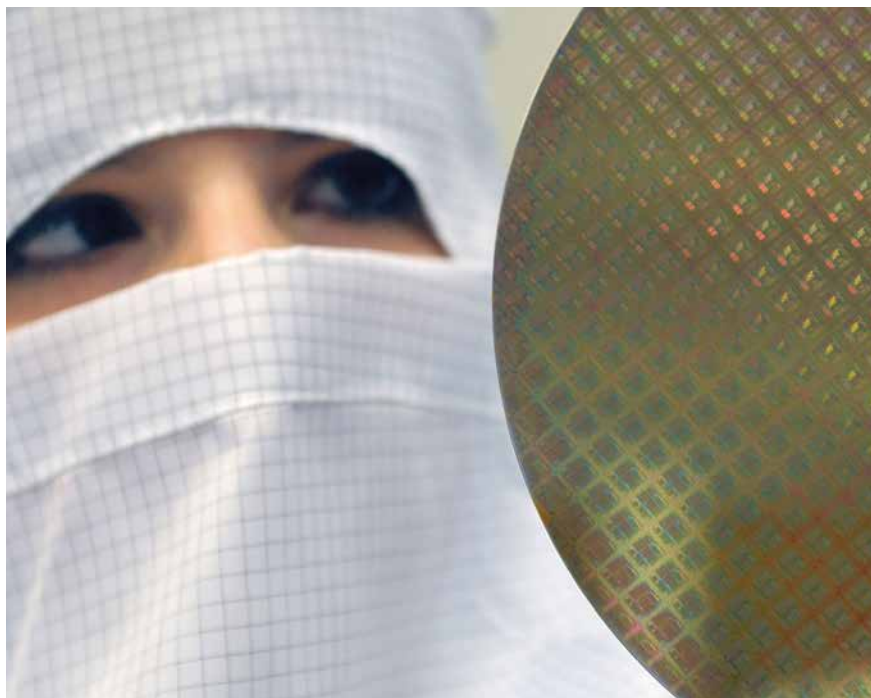
Fonden gick in i två nya positioner under kvartalet. Först och främst gav den generella svagheten i fordonsrelaterade aktier i Volkswagenskandalens kölvatten möjligheten att köpa aktier i den tyska halvledartillverkaren Infineon. För det andra köpte vi in oss i det Schweiz-baserade industribageriet Aryzta som en följd av att ett antal frågetecken om affärsverksamheten ledde till en aptitretande värdering av aktien.

Vissa marknader var exceptionellt svaga under kvartalet, främst relaterade till farhågor kring inbromsningen i den kine-

siska tillväxten. Den negativa reaktionen på inhemska kinesiska aktier spreds också till råvaror på global basis efter att den kinesiska konsumtionen av råvaror synbart minskat. En total kollaps verkar nu diskonterad i aktiekurserna. Energi-relaterade namn var också svaga under kvartalet. Det fanns inga tecken globalt på minskad tillgång på råolja, som föll med över 50 procent. Föga överraskande, återfinns fondens sämsta bidragsgivare under kvartalet i de ovan nämnda områdena. Dessa inkluderar Australien-baserade South32, amerikanska on-shore projekteringsbolaget Whiting Petroleum, silvergruvsbolaget Pan America Silver och USA-baserade gödselproducenten Rentech. Vår samlade bedömning är dock att dessa investeringscase förblir intakta. I själva verket har värderingarna i allmänhet blivit än mer attraktiva jämfört med då fonden lanserades, förutsatt normaliserade råvarupriser. Vi ökade därför en del av dessa positioner under perioden.

Den USA-baserade kosttillskottsproducenten Omega Protein finns med på listan över positiva bidragsgivare. Aktieägare har uttryckt sina åsikter om en strategisk förändring för företaget, och avslöjat att de ökat sina innehav under kvartalet, såsom även vi gjorde. Bolaget har goda möjligheter att växa självständigt, men vi kan också se behovet av strategisk förändring eller en försäljning av bolaget. Baserat på värderingen av nyligen genomförda transaktioner i branschen, kan uppgången konservativt räknat bli 100 procent. Omega var fondens näst största innehav vid utgången av kvartalet.

## NYA BOLAG



Tyska **Infineon** tillverkar halvledare och systemlösningar. Företaget stöds av den strukturella omvälvningen från förbränningsmotorer till hybrider inom fordonsindustrin, vilket kommer att resultera i dubbelt så många halvledare per fordon. Vi tror att Volkswagensituationen snarare kommer att accelerera företagets tillväxt. Infineon har också en stark strategisk

position inom Auto Electrification (laddare, batterihantering) och självstyrande bilar/Advanced Driver Assistance Systems (ADAS), särskilt vad gäller radar- och säkerhetsapplikationer. Dessa områden är svåra för konkurrenter att gå in i. I vårt grundscenari tror vi att aktierna har minst 50 procents uppsida.



Foto: Bloomberg

**Aryzta** är ett internationellt livsmedelsföretag och en ledande leverantör av bageriprodukter såsom bröd, muffins och kex till snabbmatsrestauranger och stora detaljhandelskedjor som McDonalds i USA och Lidl i Europa. Företaget har 60 bagerier i 25 länder. Med sin stabila tillväxt var Aryzta tidigare en favorit bland investerare, men efter flera resultatmissar har aktiepriset mer än halverats under de senaste 15 månaderna. Detta, tillsammans med förbättrad affärsmässighet, gör att vi anser att aktien är attraktiv ur ett riskjusterat avkastningsperspektiv.



Foto: Uniqua

**UNIQA** är en ledande försäkringskoncern i Österrike och Central- och Östeuropa med verksamhet inom liv- sak- och olycksfallsförsäkring samt återförsäkring. Koncernen har flera lager av kopplingar till den österrikiska banken Raiffeisen; bland annat ett distributionssamarbete i flera central- och östeuropeiska länder. UNIQA i Österrike står för 40 procent av de sammanlagda premierna och bolaget är landets näst största operatör efter Vienna Insurance. UNIQA International står för 30 procent av bolagets premier. Raiffeisens produktdivision (12 procent) är mindre i storlek än återförsäkringssegmentet (17 procent) i fråga om erhållna premier. Bolaget har levererat solida resultat under flera år, men på grund av farhågor om ett svagt Östeuropa i allmänhet och dess låga börsvärde har bolaget ignorerats av investerare.



Foto: Fila

**Fila Korea** äger det globala varumärket Fila och andra varumärken såsom Titleist. Företaget driver en global franchise-modell där holdingbolaget erhåller en licensavgift. Men företaget självt designar och avsätter produkter direkt i Sydkorea och USA. Företagets produkter omfattar active-wear, sportkläder, underkläder och skor. Under 2011 förvärvade Fila Korea premium-golfmärket Titleist tillsammans med ett fåtal andra investerare. En børsintroduktion av Titleist är planerad till 2016. Om den blir framgångsrik och värderas i paritet med jämförbara konkurrenter, kan ett substansvärde motsvarande Fila Koreas hela börsvärde idag utkristalliseras.



Foto: Bloomberg

**Solazyme** använder mikroalger för att förvandla billigt växtsocker till högt värderade förnybara oljor och biologiska produkter för hygien-, näringstillskott-, kemikalie- och bränslemarknaderna. Olika komplexa teknologier kommer att öka oljeproduktionen avsevärt och göra det möjligt att skräddarsy oljor för olika kunders önskemål. I fabrikena i Clinton i Iowa och Moema i Brasilien kommer Solazyme nu att öka produktionstakten. Dessutom har företaget utvecklat en uppskattad och snabbt växande hudvårdsserie som heter Algenist, som säljs i europeiska Sephorabutiker, som är deras huvuddistributör. Solazyme förflyttar etablerad teknik till en större industriell process – men denna kommer att utvecklas oregelbundet och aktien kan vara ganska volatil. Men om bolaget blir framgångsrikt är dess uppsida förmodligen den högsta av fondens alla positioner. På grund av den grundläggande osäkerheten behåller vi emellertid en liten storlek på positionen.



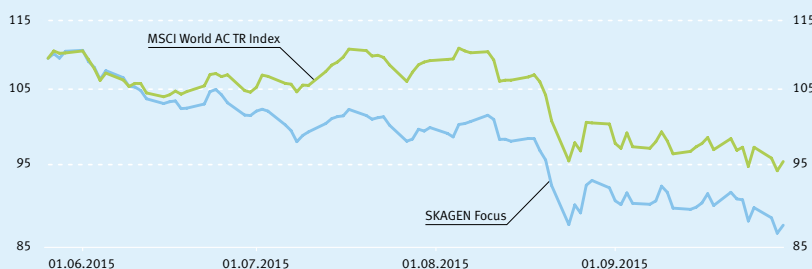
Foto: Bloomberg

USA-baserade **Aercap** är världens största oberoende flygleasingbolag. Det är också verksamt inom motorleasing, handel och försäljning av reservdelar/service av flygplan. I december 2013 transformerades Aercap genom att förvärva IFLC, som dessförinnan var störst inom flygplansuthyrning, från American International Group (AIG). Den nuvarande flottan består av 1132 flygplan och ytterligare 340 är beställda. Service är en integrerad del av kontraktet med flygbolagen. Den nuvarande ambitionen är att orderboken ska växa med en årstakt på 5 procent framöver. Aercap gynnas av det ökande resandet, vilket fördubblas var 15:e år, men undgår riskerna förknippade med att driva flygbolag. Vi anser att aktierna är kraftigt undervärderade med hänsyn till vinstkapacitet, tillväxt och stabilitet.

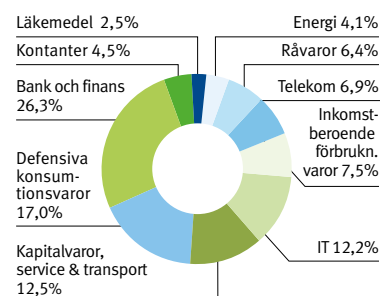
Värdepapper		Antal	Köpvärde NOK*	Marknadsvärde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
American International Group Inc	Financials	120 000	55 344	57 870	2 526	7,95%	New York
Omega Protein Corp	Consumer Staples	310 800	32 873	45 626	12 752	6,27%	New York
Carlsberg AS-B	Consumer Staples	63 000	45 265	41 199	-4 066	5,66%	København
Jenoptik AG	Industrials	312 000	30 903	37 664	6 761	5,17%	Xetra
SK Hynix Inc	Information Technology	153 500	50 193	37 060	-13 133	5,09%	Seoul
SBI Holdings Inc	Financials	369 000	41 249	35 245	-6 004	4,84%	Tokyo
Citizens Financial Group Inc	Financials	173 000	36 064	34 851	-1 213	4,79%	New York
China Telecom Corp Ltd	Telecommunication Services	7 280 000	38 487	29 900	-8 588	4,11%	Hong Kong
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	Consumer Discretionary	32 000	23 164	26 252	3 088	3,61%	Seoul
South32 Ltd	Materials	3 110 000	41 462	25 421	-16 041	3,49%	Sydney
Aercap Holdings NV	Financials	75 710	28 080	24 677	-3 403	3,39%	New York
Ubiquiti Networks Inc	Information Technology	84 000	20 109	24 369	4 260	3,35%	NASDAQ
Stock Spirits Group Plc	Consumer Staples	977 000	22 990	23 618	628	3,24%	London
CIT Group Inc	Financials	67 000	23 964	22 844	-1 120	3,14%	New York
Fila Korea Ltd	Consumer Discretionary	31 000	23 155	22 197	-958	3,05%	Seoul
Pan American Silver Corp	Materials	400 000	27 564	21 502	-6 062	2,95%	NASDAQ
Softbank Group Corp	Telecommunication Services	53 000	24 635	20 676	-3 959	2,84%	Tokyo
Komatsu Ltd	Industrials	160 000	26 071	19 972	-6 099	2,74%	Tokyo
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	Energy	11 650 000	24 748	19 113	-5 635	2,63%	Hong Kong
Sandisk Corp	Information Technology	42 000	22 407	19 011	-3 396	2,61%	NASDAQ
Magforce AG	Health Care	365 000	19 097	18 399	-698	2,53%	Xetra
Uniq Insurance Group AG	Financials	215 000	15 526	15 753	227	2,16%	Wien
AirAsia Bhd	Industrials	5 570 100	23 182	13 854	-9 328	1,90%	Kuala Lumpur
Aryzta AG	Consumer Staples	37 707	16 151	13 559	-2 592	1,86%	Zürich
Rentech Inc	Industrials	239 500	20 683	11 587	-9 096	1,59%	New York
Whiting Petroleum Corp	Energy	85 000	21 857	10 879	-10 978	1,49%	New York
Infineon Technologies AG	Information Technology	86 000	7 631	8 242	610	1,13%	Frankfurt
Solazyme Inc	Industrials	382 000	9 219	7 725	-1 494	1,06%	NASDAQ
Fourtills Holdings SA	Consumer Discretionary	177 748	4 456	4 212	-244	0,58%	Athen
Hyundai Motor Co GDR	Consumer Discretionary	5 173	2 102	2 013	-89	0,28%	London
<b>Summa värdepappersportfölj*</b>			<b>778 631</b>	<b>695 287</b>	<b>-83 344</b>	<b>95,50%</b>	
Disponibel likviditet				32 781		4,50%	
<b>Summa andelskapital</b>				<b>728 068</b>		<b>100,00%</b>	

\* Siffrorna i 1 000 NOK.

## KURSHISTORIK SKAGEN FOCUS



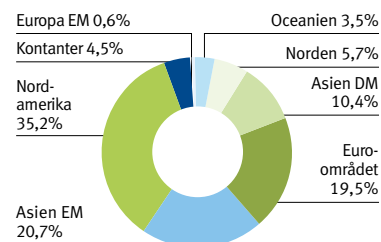
## BRANSCHFÖRDELNING



## SKAGEN FOCUS Q3 2015 (MILJ. NOK)

De 5 största positiva bidragsgivarna		5 största köp	
Omega Protein Corp	12	Aryzta AG	16
Jenoptik AG	8	Fila Korea Ltd	11
Ubiquiti Networks Inc	3	Uniq Insurance Group AG	9
Hyundai Motor Co GDR	3	SK Hynix Inc	8
Infineon Technologies AG	1	Infineon Technologies AG	8
De 5 största negativa bidragsgivarna		5 största försäljningar	
Whiting Petroleum Corp	-12	Hyundai Motor Co GDR	-5
South32 Ltd	-8	China Child Care Corp Ltd	-4
SK Hynix Inc	-8	Jenoptik AG	-3
Rentech Inc	-8	Citizens Financial Group Inc	-1
Komatsu Ltd	-5		

## GEOGRAFISK FÖRDELNING



# Kina angår oss alla

## Hur oroad bör man vara över den svagare kinesiska tillväxten?

Kina har efter decennier av enastående tillväxt fått en central roll i världsekonomin. För tio år sedan utgjorde landets BNP 4,4 procent av den globala produktionen. I fjol var motsvarande siffra 13,3 procent. Bara USA bidrar mer till världens produktion av varor och tjänster. Kina har en mycket öppen ekonomi i den bemärkelsen att landet har en stor import och export.

Storleken på landets ekonomi och dess nära band till resten av världen gör att det som händer i Kina berör oss alla. Det handlar inte bara om hur hög tillväxten är utan även om vilka åtgärder myndigheterna vidtar och hur dessa påverkar ekonomin. När Kina i augusti devalverade sin valuta, renminbin, med 3 procent mot dollarn försvagades också flertalet andra tillväxtmarknadsvalutor. Orsaken var ökade farhågor kring utvecklingen i den kinesiska ekonomin och oro över vilka konsekvenserna av en kinesisk nedgång skulle bli för de tillväxtländer som producerar råvaror åt kineserna. Dessutom utlöstes spekulationer om huruvida detta bara var den första i en rad av nedskrivningar för att försöka stimulera BNP-tillväxten.

### Osäker statistik

Enligt kinesiska myndigheter steg landets BNP med prick 7 procent från det första halvåret i fjol till samma period i år. Men många är tveksamma till den siffran. Regeringens mål är att ekonomin ska växa med just 7 procent i år. Så nog verkar det minst sagt skumt att statistiken levererar exakt det resultatet.

Andra siffror som inte har samma symbolvärde som BNP-tillväxten ger också intrycket att tillväxten är lägre. Importen minskade med 6 procent under tolv månadersperioden från juni förra året till juni i år, medan exporten ökade med endast 2,7 procent. Det tyder på en långsammare tillväxt i den inhemska konsumtionen av varor och tjänster samt en klart svagare tillväxt i den globala efterfrågan på varor och tjänster tillverkade i Kina. Sammantaget pekar det här knappast mot en BNP-tillväxt på 7 procent.

Även den officiella statistiken för industriproduktionen har stor symbolisk betydelse. Dessa siffror visar att den årliga tillväxten hittills ligger runt 6 procent. Men aktivitetsindikatorer som tagits fram av både kinesiska myndigheter och den finansiella informationsbyrån Markit visar att industriproduktionen står ganska stilla.

### Troligen fem procents tillväxt

Kinas premiärminister sa för några år sedan att man inte ska förlita sig på den officiella statistiken över BNP och industriproduktion. Han menade att man i stället borde fokusera på kreditgivning, elproduktion och transportvolymen för järnvägen. Om man gör det ligger tillväxttakten i Kina på bara 3 procent. En nackdel med en sådan mätning är dock att den inte speglar den ökade betydelsen av tjänsteproduktionen, som utgjort en större andel av BNP än industriproduktionen och bygg- och anläggningssektorn de senaste två åren.

Tjänsteproduktionens roll kan mycket väl vara långt större än vad den officiella statistiken säger. Inte bara för att kommunismen har en förkärlek för industriarbete utan också för att det är svårt att fånga upp betydelsen av nya näringar. Tjänste-PMI visar att tillväxten har legat på ungefär samma nivå under de senaste tre åren.

När allt kommer omkring tror jag att tillväxten i den kinesiska ekonomin hamnar omkring 5 procent, vilket är i linje med investerarnas prissättning av globala aktier.

Att den ekonomiska tillväxten avtar i takt med att ett land blir rikare är naturligt. Först plockar man den frukt som hänger längst ned och inte kräver så mycket kapital men efter hand blir insatserna allt högre. Trendtillväxten kan fortsatt hållas på en någorlunda hög nivå men då behövs fler marknadsekonomiska reformer som till exempel privatisering av stora statsägda företag. Här har den kinesiska regeringen visserligen uppvisat ambitioner men hittills har inte mycket hänt.

### Devalvering bästa knepet

Även om trendtillväxten ligger kvar runt 5–6 procent finns en risk att Kina står inför en konjunkturnedgång. Många av de senaste årens investeringar har inte varit lönsamma. Detta har lett till stora skulder, särskilt hos lokala myndigheter, som kan bli svåra att hantera. Om investeringarna minskar kraftigt och konsumenternas framtidsstro sjunker kan den reala tillväxten dras ned ytterligare. Då påverkas hela världsekonomin negativt.

Så vad kommer myndigheterna att göra för att ta ekonomin ur en lågkonjunktur? Vår erfarenhet säger oss att de tar till finanspolitiska åtgärder trots att det historiskt visat sig att det inte är rätt väg att gå.

Penningpolitiken är mer effektiv. Räntorna är dock redan ganska låga i Kina så där finns inte mycket manöverutrymme. Genom att ytterligare sänka bankernas reservkrav, som har en viktig funktion, kan man stimulera utlåningen. Men allra störst verkan får man nog om man skriver ned värdet på renminbin då det gynnar såväl exporten som den inhemska efterfrågan på egna varor och tjänster. Här finns troligen stora möjligheter utan risk för att inflationen – som i dag ligger på endast 1,6 procent – ska skena iväg.

Renminbin har stärkts i takt med att Kina under flera år har växt mer än sina handelspartner. Handelsviktat var den kinesiska valutan i slutet av september 8 procent starkare än för ett år sedan.

Om Kina går in i en lågkonjunktur kan vi sannolikt vänta oss en betydligt svagare valuta. Då gäller det att vara förberedd på konsekvenserna för den globala ekonomin och aktiekurserna.



– Torgeir Høien  
Portföljförvaltare SKAGEN Tellus



## SKAGEN Tellus

Dörröppnaren till globala räntemarknader

- › Räntorna steg under kvartalet, med lägre obligationskurser som följd.
- › Fonden var inte optimalt positionerad för ränteuppgången.
- › I väntan på klargöranden om Grekland har vi sålt våra obligationer i eurozonens periferi.

	1	2	3	RISK	5	6	7
Startdatum	29 sept 2006						
Avkastning sedan start	62,35%						
Förvaltningskapital	1 348 milj SEK						
Antal fondsparare	2 825						

AVKASTNING, %	Q3-15*	12 M*
SKAGEN Tellus	-1,58	3,64
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged	3,63	13,63

\* Per 30 september 2015.



### PORTFÖLJFÖRVALTARE

Torgeir Høien och Jane Tvedt

Interior. Brøndum's annex, cirka 1920. Av Anna Ancher, en av Skagenmålarna. Bilden tillhör Skagens Museum (beskuren).

# Fruktad grekisk betalningsinställelse

Vi tacklade inte turbulensen på de internationella finansmarknaderna på ett bra sätt och SKAGEN Tellus fick ett dåligt tredje kvartal.

Mot slutet av förra kvartalet sålde vi av statsobligationer utgivna i eurozonens periferi. Anledningen var en stor osäkerhet kring resultatet av förhandlingarna mellan Grekland och dess fordringsägare. Om Grekland hade gått ur eurosamarbetet och inte kunnat betala sina skulder, skulle räntorna i de perifera euroländerna troligen skjutit i höjden och obligationspriserna fallit.

### För hög risk i Grekland

Sett i efterhand borde vi ha behållit obligationerna, och dragit nytta av det omedelbara räntefallet efter att situationen i Grekland lösts. Under det tredje kvartalet har vi återigen valt att investera i Sydeuropa, i spanska, portugisiska och slovenska statsobligationer. Vi har fått positiv avkastning på dessa obligationer.

Kinas ekonomi har bromsat mer än vi förutsåg, med stora återverkningar på andra tillväxtmarknader, i synnerhet råvaruexportörer. I början av

augusti valde de kinesiska myndigheterna att skriva ned värdet på sin valuta mot dollarn med cirka tre procent. Devalveringen, och den signal detta sände om tillståndet i den kinesiska ekonomin, påverkade de globala kapitalmarknaderna negativt.

### Mindre exponering mot tillväxtmarknader

Råvaruproducenternas valutor försvagades ytterligare och räntenivån i tillväxtmarknaderna ökade markant. Även i länder med sunda statsfinanser. Med lägre växelkurs mot euron och en nedgång i obligationspriserna resulterade det i förluster på våra investeringar i dessa länder. Dock hade vi minskat våra positioner i tillväxtmarknaderna, och därigenom begränsat förlusten.

Som en följd av osäkerheten kring Kina och konsekvenserna för den globala ekonomin, har vi för närvarande låg exponering mot de länder som är utsatta för en förstärkt kinesisk nedgång.

Vi har tjänat pengar på vår position i långa amerikanska statsobligationer. Positiv avkastning fick vi också på våra investeringar i Frankrike och Nederländerna.

Värdepapper	Förfallsdatum	Kupong, procent	Nominellt, NOK ***	Kostnads- kurs NOK ***	Marknads- kurs NOK	Upplöpen ränta, NOK	Marknads- värde NOK ***	Marknads- värde inkl upplöpen NOK ***	Orealiserad vinst/ förlust, NOK ***	Andelar av fonden
<b>STATSOBLIGATIONER</b>										
Brazilian Government	10.01.2028	10,25	15 400	44 628	162,49	993	25 023	26 017	-19 605	1,90%
Chilean Government	05.08.2020	5,50	4 410 000	54 659	1,29	453	56 675	57 129	2 016	4,18%
Colombian Government	14.04.2021	7,75	13 400 000	48 232	0,28	1 332	37 330	38 661	-10 903	2,83%
Croatia Government Int Bond	30.05.2022	3,87	8 300	74 798	961,20	1 032	79 779	80 812	4 981	5,91%
Portugese Government	15.10.2025	2,87	5 000	47 985	996,12	952	49 806	50 757	1 821	3,71%
Slovenia Government	30.03.2026	5,12	3 500	41 766	1 245,62	861	43 597	44 458	1 831	3,25%
Spanish Government	30.04.2025	1,60	5 000	45 315	937,88	319	46 894	47 214	1 579	3,45%
French Government	25.05.2020	0,00	15 000	129 408	949,10	0	142 366	142 366	12 958	10,41%
Netherlands Government	15.01.2020	0,25	13 600	119 697	965,44	230	131 299	131 529	11 603	9,62%
European Bank Recon & Dev	19.03.2018	5,75	200 000	25 846	12,70	1 595	25 399	26 995	-447	1,97%
Japan Government	20.06.2016	1,90	900 000	62 398	7,21	340	64 868	65 208	2 470	4,77%
Mexican Government	20.11.2036	10,00	60 000	38 345	68,78	858	41 270	42 129	2 925	3,08%
New Zealand Government	17.04.2023	5,50	8 000	54 358	638,62	1 103	51 089	52 192	-3 269	3,82%
Peruvian Government	12.08.2037	6,90	18 000	41 063	239,95	439	43 190	43 629	2 128	3,19%
Lithuanian Government	01.02.2022	6,62	5 500	42 570	1 034,39	510	56 891	57 401	14 321	4,20%
US Government	31.08.2016	0,50	20 800	137 570	855,12	82	177 865	177 947	40 295	13,01%
US Government	30.06.2017	0,62	8 000	63 152	854,59	107	68 367	68 474	5 215	5,01%
US Government	15.02.2025	2,00	20 900	170 152	849,70	446	177 588	178 034	7 435	13,02%
<b>Summa värdepappersportfölj</b>				<b>1 241 944</b>		<b>11 653</b>	<b>1 319 298</b>	<b>1 330 950</b>	<b>77 354</b>	<b>97,31%</b>
Disponibel likviditet				36 610			36 817	36 817	207	2,69%
<b>Summa andelskapital</b>				<b>1 278 554</b>		<b>11 653</b>	<b>1 356 115</b>	<b>1 367 768</b>	<b>77 561</b>	<b>100,00%</b>

### Nyckeltal

Effektiv underliggande avkastning 2,33% Effektiv avkastning till kunder\* 1,53% Duration\*\* 4,96

\* Effektiv underliggande avkastning justerat för förvaltningsavgifter.

\*\* Duration är ett förenklat uttryck för hur mycket kursen på räntepappret fluktuerar om räntan ändrar sig med 1 procent.

\*\*\* Siffrorna i 1 000 NOK.

Effektiv ränta är den genomsnittliga årliga avkastningen på ett räntepapper fram till det förfaller.

Värdepapper är värderade till marknadskurs 30-09-2015.

Obligationer och certifikat där det inte existerar "market-maker" kurser prissätts från tid till tid mot gällande yield-kurva.



## SKAGEN Credit SEK

De bästa obligationerna från den globala fruktträdgården

- › God utveckling under kvartalet.
- › Flera nya obligationer togs in i portföljen och fler intressanta står på tur.
- › Ökad prisvariation på obligationsmarknaden skapar möjligheter.

1 2 **RISK** 4 5 6 7

Startdatum	30 maj 2014
Avkastning sedan start	-6,02%
Förvaltningskapital	21 milj SEK
Antal fondsparare	71

AVKASTNING, %	Q3/-15*	12 M*
SKAGEN Credit	-5,44	-6,13
OMRX-TBILL	-0,11	-0,11

\* Per 30 september 2015.



### PORTFÖLJFÖRVALTARE

Ola Sjöstrand och Tomas Nordbø Middelthon

*Ebletræer*, 1907. Av Michael Ancher, en av Skagenmålarna. Bilden tillhör Skagens Museum (beskuren).



Foto: Bloomberg

I september nedgraderades Brasiliens kreditbetyg och ratingen smittade av sig på brasilianska bolag, vare sig de förtjänar det eller inte. Våra brasilianska innehav, inklusive det statskontrollerade oljebolaget Petrobras, har också påverkats. På bilden syns besättningsmedlemmar på en färja som närmar sig Rio de Janeiro, med en oljerigg i bakgrunden.

## Kraftig turbulens

Efter ett bra första halvår blev det tredje kvartalet särskilt turbulent. Årets avkastning, och mer än det, raderades. Vad var det som gick fel och slutade med en negativ avkastning på 5,44 procent?

Svaret kan sammanfattas med tre händelser:

### 1) Osäker ekonomisk tillväxt i Kina

Den ekonomiska utvecklingen i Kina mattas av och prognoserna för den framtida tillväxten är osäkra. Kina har under det senaste decenniet varit världens stora tillväxtmotor med varuexport och investeringar i järnvägar, vägar och bostäder som centrala bidragsgivare. Nu har tillväxten avtagit något, och behovet av råvaror faller därför. Företag med exponering mot den kinesiska ekonomin har fått det tuffare.

### 2) Nedgradering av Brasiliens kreditvärdighet

I början av september graderade kreditvärderingsinstitutet Standard & Poor's ner Brasilien från *Investment grade* till *High Yield* på grund av landets svaga ekonomiska utveckling och trista prognoser för den närmaste framtiden.

Brasiliens ekonomi är mycket beroende av råvaror, och i takt med sjunkande råvarupriser har landets exportintäkter minskat avsevärt. Det nationella kreditbetyget smittar av sig på brasilianska företag, som till stor del nedgraderas automatiskt när landet nedgraderas. Vare sig de förtjänar det eller ej. Brasilien har därför blivit mycket impopulärt bland investerare. Många kommer att sälja sina tillgångar i landet men få vill köpa. Aktier, obligationer och valutor har därför fallit kraftigt.

### 3) Fallande råvarupriser

Såväl olje-, kol-, järnmalm- som kopparpriserna har länge varit svaga, och försvagats ytterligare under hösten. Orsakerna till prisfallen och storleken på dessa varierar, men generellt har utbudssidan inte anpassat sig till den lägre efterfrågan.

Världens stora råvaruimportör Kina har minskat investeringstakten inom byggverksamhet, projektering och infrastruktur. Råvaruexportörer som Brasilien och Norge (olja) får sämre betalt för sina varor. Och förväntade resultat för råvarubaserade företag har därför successivt reducerats.

### Se igenom bruset

En stor del av den svaga avkastningen för SKAGEN Credit under tredje kvartalet kan med andra ord förklaras med det dåliga klimatet i realekonomin. Inte med specifika negativa händelser för enskilda företag i portföljen.

Att Brasiliens offentliga sektor missköter sin ekonomi påverkar alla brasilianska företag. Som långsiktiga investerare måste vi ha förmågan att se igenom bruset från dålig styrning och tillfälligt säljtryck från investerare som vill ut.

Så länge företagen producerar varor som säljs till ett rimligt pris och är i stånd att betala sina skulder, finns ingen anledning att sälja obligationer till låga priser. Inget av företagen i Credit har betalningsproblem. Det är förstas ingen garanti för att de inte kan få det framöver. Så länge stök på marknaden sätter press på obligationspriserna finns ingen anledning att sälja. Det gäller att behålla det långa perspektivet och vänta tills marknaden vänder och sunda företag åter blir högre värderade.



# VÄRDEPAPPERSPORTFÖLJ SKAGEN CREDIT PER 30 SEPT 2015

SKAGEN CREDIT SEK	Antal andelar i tusental	SEK	%
SKAGEN Credit	185	21 323	99,76
Likviditet		51	0,24
<b>Summa Andelskapital</b>		<b>21 374</b>	<b>100,00</b>

Valutasäkringsgrad 98,62%, ägarandel av SKAGEN Credit 11,09%

SKAGEN Credit SEK/NOK/EUR är matarfonder som investerar sina tillgångar i huvudfonden (master fund) som tillvaratar alla portföljinvesteringar. Följande är en överblick av SKAGEN Credits huvudfonds portfölj.

SKAGEN CREDIT MASTER FUND, NOK	Valuta	Förfalldatum	Andelar	Kupong, procent	Marknadsvärde, NOK	Andelar av fonden
<b>Värdepapper</b>						
Gazprom OAO Via Gaz Capital SA	USD	11.04.2018	800	8,15	7 539	3,87
Petrobras Global Finance BV	USD	01.03.2018	700	5,88	4 946	2,54
Seadrill Ltd	USD	15.09.2017	700	6,13	4 760	2,44
Noble Group Ltd	USD	29.01.2020	750	6,75	4 561	2,34
Talisman Energy Inc	GBP	05.12.2017	300	6,63	4 430	2,28
Petrobras Global Finance BV	USD	20.01.2020	100	5,75	640	0,33
<b>Summa Energi</b>					<b>26 875</b>	<b>13,80</b>
SSAB AB	EUR	10.04.2019	800	3,88	7 630	3,92
Braskem Finance Ltd	USD	15.04.2021	775	5,75	5 699	2,93
INEOS	EUR	01.05.2023	400	4,00	3 569	1,83
Glencore Funding LLC	USD	29.04.2019	475	3,13	3 476	1,79
Glencore Canada Financial Corp	GBP	27.05.2020	250	7,38	3 041	1,56
<b>Summa Råvaror</b>					<b>23 415</b>	<b>12,03</b>
Color Group AS	NOK	18.09.2019	7 000	6,43	6 875	3,53
Stena AB	EUR	01.02.2019	620	5,88	6 294	3,23
Norwegian Air Shuttle AS	NOK	03.07.2017	6 000	5,06	5 955	3,06
PostNL NV	GBP	14.08.2018	350	7,50	5 233	2,69
Heathrow Funding Ltd	GBP	10.09.2018	300	6,25	4 300	2,21
Tallink Group AS	NOK	18.10.2018	3 000	6,26	3 130	1,61
Bombardier Inc	USD	16.03.2020	400	7,75	2 906	1,49
Empresas ICA SAB de CV	USD	04.02.2021	450	8,90	1 985	1,02
Solstad Offshore ASA	NOK	24.06.2019	2 000	4,70	1 252	0,64
<b>Summa Kapitalvaror, service och transport</b>					<b>37 929</b>	<b>19,48</b>
Best Buy Co Inc	USD	15.03.2021	500	5,50	4 505	2,31
Fiat Finance & Trade SA	EUR	15.03.2018	400	6,63	4 159	2,14
Samvardhana Motherson Automotive systems Group BV	EUR	15.07.2021	400	4,13	3 475	1,78
Jaguar Land Rover Automotive Plc	USD	14.12.2018	400	4,13	3 407	1,75
<b>Summa Intäktsberoende konsumtionsvaror</b>					<b>15 546</b>	<b>7,99</b>
Safeway Ltd	GBP	10.01.2017	400	6,00	5 630	2,89
Avon Products Inc	USD	01.03.2019	400	6,50	2 981	1,53
JBS Investments GmbH	USD	28.10.2020	300	7,75	2 692	1,38
Cosan Luxembourg SA	USD	14.03.2023	300	5,00	1 920	0,99
Lennar Corp	USD	17.06.2019	200	4,50	1 756	0,90
<b>Summa Defensiva konsumtionsvaror</b>					<b>14 978</b>	<b>7,69</b>
Amlin Plc	GBP	18.12.2026	500	6,50	6 977	3,58
Bank of Baroda – London	USD	23.07.2019	750	4,88	6 892	3,54
Danske Bank AS	GBP	29.09.2021	500	5,38	6 795	3,49
Standard Chartered Bank	GBP	03.04.2018	350	7,75	5 196	2,67
Tyrykiye Halk Bankasi AS	USD	19.07.2017	550	4,88	4 784	2,46
Insurance Australia Group Ltd	GBP	21.12.2026	300	5,63	4 106	2,11
Diamond Bank Plc	USD	21.05.2019	400	8,75	3 228	1,66
Akbank TAS	USD	09.03.2018	300	6,50	2 691	1,38
Akbank TAS	USD	24.10.2017	250	3,88	2 175	1,12
American Tower Corp	USD	15.02.2019	200	3,40	1 763	0,91
Banco Est Rio Grande Sul	USD	02.02.2022	250	7,38	1 647	0,85
<b>Summa Bank och finans</b>					<b>46 254</b>	<b>23,76</b>
Rolta Americas LLC	USD	24.07.2019	400	8,88	1 542	0,79
<b>Summa Informationsteknik</b>					<b>1 542</b>	<b>0,79</b>
Bharti Airtel International Netherlands BV	EUR	10.12.2018	600	4,00	6 266	3,22
VimpelCom Holdings BV	USD	01.03.2022	550	7,50	4 752	2,44
VimpelCom Holdings BV	USD	01.03.2017	200	6,26	1 767	0,91
<b>Summa Telekom</b>					<b>12 784</b>	<b>6,57</b>
EP Energy AS	EUR	01.11.2019	675	5,88	7 343	3,77
EDP Finance BV	USD	01.10.2019	750	4,90	6 858	3,52
EDP Finance BV	EUR	21.09.2017	175	5,75	1 821	0,94
<b>Summa Nyttotjänster</b>					<b>16 021</b>	<b>8,23</b>
<b>Summa värdepappersportfölj</b>					<b>195 345</b>	<b>100,34</b>
IRS EUR 20180620	EUR	20.06.2018	3 000		-368	-0,19
IRS EUR 20210511	EUR	11.05.2021	600		-65	-0,03
IRS GBP 20180129	GBP	29.01.2018	1 200		-345	-0,18
IRS USD 20180620	USD	20.06.2018	3 500		-552	-0,29
IRS USD 20190820	USD	20.08.2019	2 000		-389	-0,20
IRS USD 20210622	USD	22.06.2021	1 000		-240	-0,13
<b>Summa Derivater</b>					<b>-1 959</b>	<b>-1,01</b>
<b>Likviditet</b>					<b>1 304</b>	<b>0,67</b>
<b>Summa andelskapital</b>					<b>194 690</b>	<b>100,00</b>



# Lyckad kamp

För SKAGEN Krona blev årets tredje kvartal en kamp för att uppnå en positiv avkastning – utan att öka risken i fonden. Det lyckades. Vi har fortsatt att hålla oss till investeringar där vi anser att avkastningen står i relation till risken. Med dagens låga kreditpåslag har vi sällan hittat värde i långa obligationer, och därmed investerat det mesta i korta obligationer eller certifikat. Nästan 80 procent av fondens investeringar förfaller inom sex månader och hela 95 procent inom ett år.

Det kreditpåslag som företag och banker med bra kvalitet betalar i räntemarknaden är väldigt lågt, och har så varit en längre tid. När Riksbanken samtidigt har en negativ reporänta blir självfallet också räntan på fondens investeringar låg.

Utanför Sverige har kreditpåslaget för företag ökat de senaste tre månaderna. I Sverige har detta

märkts först nu i slutet av kvartalet. Svenska företag har generellt fokus på Norden och Nordeuropa, som har gått bättre än många andra marknader. Därmed är vi också skärmade från vad som sker på andra håll. Det vanliga är dock att ändrade kreditpåslag på de stora marknaderna återspeglas även i obligationer utgivna i svenska kronor.

Ett annat fenomen vi sett är att likviditeten i marknaden för företagsobligationer minskat ute i den stora världen. Det här är i och för sig inte positivt men det kan innebära möjligheter att hitta bra företag billigt.

Investeringarna i Krona kommer troligtvis att bli något längre under nästa kvartal om kreditpåslaget stiger så pass mycket att avkastningen matchar den ökade risken det innebär att köpa längre papper.

## SKAGEN Krona

Tillsammans för bättre räntor

RISK	2	3	4	5	6	7
Startdatum	29 juni 2007					
Avkastning sedan start	20,92%					
Förvaltningskapital	624 milj SEK					
Antal fondsparare	346					
<b>AVKASTNING, %</b>	<b>Q3/-15* 12 M*</b>					
SKAGEN Krona	0,03	0,44				
OMRX-TBILL	-0,11	-0,11				

\* Per 30 september 2015.



### PORTFÖLJFÖRVALTARE

Ola Sjöstrand och Elisabeth Gausel

Fiskere trækker vod på Skagen Nordstrand. Sildig eftermiddag, 1883. Av Peder Severin Krøyer, en av Skagenmålarerna. Bilden tillhör Skagens Museum (beskuren).

Värdepapper	Förfällo-datum	Kupong, procent	Nominellt, NOK ***	Kreditpåslag, NOK ***	Marknads-kurs NOK	Uppsluten ränta, NOK	Marknads-värde, NOK ***	Marknads-värde inkl upplösen ränta, NOK ***	Orealiserad vinst/förlust, NOK ***	Andelar av fonden
<b>RÄNTEPAPPER MED RÖRLIG RÄNTA</b>										
<b>Finans</b>										
Danske Bank A/S	05.09.2016	1,64	10 000	10 155	101,52	10	10 152	10 163	-3	1,63%
Ikano Bank SE	18.07.2016	1,71	10 000	10 131	101,08	34	10 108	10 143	-23	1,63%
Ikano Bank SE	26.09.2016	0,87	25 000	25 000	100,54	1	25 135	25 136	135	4,03%
Jyske Bank A/S	03.05.2016	0,76	20 000	20 000	100,39	25	20 077	20 102	77	3,22%
Jyske Bank A/S	22.02.2016	0,73	5 000	5 023	100,28	4	5 014	5 018	-9	0,80%
SBAB AB	25.02.2016	1,13	18 000	18 104	100,47	20	18 084	18 104	-20	2,90%
Sparebank 1 SMN	29.10.2018	0,66	20 000	20 095	100,45	23	20 089	20 112	-6	3,23%
Sparebank 1 Nord-Norge	16.11.2015	0,72	25 000	25 168	100,12	22	25 029	25 051	-138	4,02%
Sparebanken Vest	10.09.2018	0,25	9 000	8 948	99,42	-	8 947	8 947	0	1,43%
<b>Industri</b>										
Skanska Financial Services AB	25.04.2016	1,51	19 000	19 085	100,78	52	19 149	19 201	64	3,08%
Volvo Treasury AB	19.09.2016	0,13	15 000	15 000	100,09	-	15 013	15 013	13	2,41%
Volvo Treasury AB	26.02.2016	0,72	33 000	33 111	100,28	23	33 093	33 117	-18	5,31%
<b>RÄNTEPAPPER MED FAST RÄNTA</b>										
<b>Finans</b>										
Ikano Bank SE	06.11.2015	0,00	10 000	9 911	99,97	-	9 997	9 997	87	1,60%
Ikano Bank SE	10.05.2016	0,00	5 000	4 994	99,75	-	4 987	4 987	-6	0,80%
<b>Industri</b>										
Akelius	26.02.2016	0,00	23 000	22 971	99,89	-	22 974	22 974	3	3,68%
Arla Foods amba	30.11.2015	0,00	22 000	21 992	100,02	-	22 004	22 004	13	3,53%
Castellum AB	10.12.2015	0,00	5 000	4 998	99,99	-	5 000	5 000	2	0,80%
Castellum AB	29.02.2016	0,00	10 000	9 991	99,93	-	9 993	9 993	1	1,60%
Castellum AB	30.11.2015	0,00	8 000	7 992	99,99	-	8 000	8 000	8	1,28%
Fabege AB	22.10.2015	0,00	23 000	22 932	100,00	-	22 999	22 999	68	3,69%
Fabege AB	27.11.2015	0,00	15 000	14 997	99,98	-	14 997	14 997	0	2,40%
Getinge AB	23.10.2015	0,00	15 000	14 996	99,98	-	14 998	14 998	2	2,40%
Getinge AB	30.11.2015	0,00	8 000	7 982	99,96	-	7 996	7 996	14	1,28%
Hexagon AB	09.10.2015	0,00	20 000	19 753	99,99	-	19 999	19 999	245	3,21%
Hexagon AB	16.11.2015	0,00	20 000	19 788	99,97	-	19 993	19 993	206	3,21%
Indutrade	29.03.2016	0,00	22 000	21 961	99,83	-	21 962	21 962	0	3,52%
Intrum Justitia AB	07.12.2015	0,00	18 000	17 994	99,99	-	17 999	17 999	5	2,89%
Intrum Justitia AB	22.02.2016	0,00	5 000	4 999	99,93	-	4 997	4 997	-2	0,80%
Tele2 AB	22.12.2015	0,00	24 000	23 998	100,00	-	24 000	24 000	2	3,85%
Trelleborg Treasury AB	22.10.2015	0,00	25 000	24 973	100,00	-	25 000	25 000	26	4,01%
Vasakronan AB	15.10.2015	0,00	20 000	19 996	100,01	-	20 001	20 001	5	3,21%
Volkswagen Finans Sverige AB	18.11.2015	0,00	22 000	21 990	100,01	-	22 002	22 002	13	3,53%
<b>Summa värdepappersportfölj</b>				<b>529 027</b>		<b>215</b>	<b>529 788</b>	<b>530 003</b>	<b>761</b>	<b>84,99%</b>
Disponibel likviditet				93 620		0	93 620	93 620	0	15,01%
<b>Summa andelskapital</b>				<b>622 647</b>		<b>215</b>	<b>623 408</b>	<b>623 623</b>	<b>761</b>	<b>100,00%</b>
<b>Nyckeltal</b>										
Effektiv underliggande avkastning	0,24%		Effektiv avkastning till kunder*	0,04%		Duration**				0,15

\* Effektiv underliggande avkastning justerat för förvaltningsavgifter. \*\* Duration är ett förenklat uttryck för hur mycket kursen på räntepapper flukturerar om räntan ändras sig med 1 procent. \*\*\* Siffrorna i 1 000 NOK.

Effektiv ränta är den genomsnittliga årliga avkastningen på ett räntepapper fram till det förfaller. Värdepapper är värderade till marknadskurs 30-09-2015. Obligationer och certifikat där det inte existerar "market-maker" kurser prissätts från tid till tid mot gällande yield-kurva.

Kurs per 30-09-2015

100,2837

# Avkastnings- och riskredovisning

**Avkastning** (Alla avkastningstal över 12 månader är genomsnittlig avkastning per år)

Per 30-09-2015	Hittills i år	Senaste året	Senaste 2 år	Senaste 3 år	Senaste 5 år	Senaste 10 år	Sedan start
SKAGEN Vekst A*	-6,7%	-5,9%	6,7%	8,1%	4,1%	4,5%	13,5%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	2,6%	8,1%	15,9%	13,9%	10,8%	6,8%	9,7%
SKAGEN Global A**	-4,2%	-1,7%	8,7%	10,8%	8,4%	6,9%	14,8%
MSCI World AC	-0,7%	8,1%	16,4%	16,0%	11,5%	5,0%	4,2%
SKAGEN Kon-Tiki A	-12,2%	-9,7%	1,5%	2,6%	0,8%	7,0%	13,3%
MSCI Emerging Markets	-9,4%	-6,1%	4,8%	2,9%	0,7%	5,1%	7,1%
SKAGEN m <sup>2</sup> A	-6,2%	5,3%	11,5%				7,0%
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	0,9%	16,3%	17,9%				13,9%
SKAGEN Focus A							-19,9%
MSCI World AC							-12,8%
SKAGEN Tellus A***	-2,71%	3,64%	8,89%	6,73%	4,43%		5,53%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR	5,74%	13,63%	13,45%	6,21%	4,49%		5,18%
SKAGEN Credit SEK	-3,58%	-6,13%					-4,55%
OMRX Treasury Bill Index	-0,13%	-0,11%					0,04%
SKAGEN Krona	0,25%	0,44%	1,01%	1,49%	2,13%		2,33%
OMRX Treasury Bill Index	-0,13%	-0,11%	0,29%	0,48%	0,83%		1,32%

\* Jämförelseindex före 1/1/2010 var OSEBX.

\*\* Jämförelseindex före 1/1/2010 var MSCI World Index.

\*\*\* Jämförelseindex före 1/1/2013 var Barclay's Capital Global Treasury Index 3-5 years.

## Risk- och prestationsmått

Per 30-09-2015	SKAGEN Kon-Tiki A	SKAGEN Global A	SKAGEN Vekst A	SKAGEN Tellus A
<b>TRADITIONELLA RISK- OCH PRESTATIONSMÅTT SENASTE 5 ÅR</b>				
Standardavvikelse NAV	14,3%	11,7%	13,0%	6,5%
Standardavvikelse jämförelseindex	13,9%	9,6%	11,7%	8,7%
Tracking Error	5,0%	4,8%	5,9%	5,7%
Alfa	0,2%	-4,1%	-6,1%	1,9%
Jensen's Alfa	0,1%	-4,0%	-6,1%	1,5%
R2	87,9%	84,0%	78,7%	56,0%
Informationskvot aritmetisk	0,03	-0,59	-1,06	-0,01
Korrelation	94%	92%	89%	75%
Beta	0,96	1,12	0,98	0,56
Sharpe aritmetisk	-0,00	0,62	0,24	0,54
Sharpe Ratio jämförelseindex	-0,01	1,04	0,81	0,41

## VINST- OCH FÖRLUSTANALYS SENASTE FEM ÅR

Konsistens	48,33%	40,00%	40,00%	51,67%
Konsistens, uppgång	41,94%	42,86%	31,58%	35,14%
Konsistens, nedgång	55,17%	33,33%	54,55%	78,26%
Relativ vinst	99,30%	103,30%	90,57%	87,56%
Relativ förlust	99,32%	128,80%	130,34%	83,06%
Positiv avvikelse	6,79%	5,54%	5,49%	7,76%
Negativ avvikelse	6,80%	8,25%	11,69%	7,68%
Procent positiv avvikelse	49,98%	40,17%	31,95%	50,27%
Procent positiv avvikelse, uppgång	41,49%	45,12%	27,11%	29,12%
Procent positiv avvikelse, nedgång	57,04%	32,55%	40,23%	80,35%
Relativ vinst/förlust-kvot	1,00	0,80	0,69	1,05

## VALUE AT RISK 5 ÅR

Value at risk: observed, NAV	-7,9%	-5,6%	-7,9%	-2,7%
Value at risk: observed, benchmark	-7,3%	-5,1%	-5,6%	-4,2%
Relativ Value at Risk, observed	-2,5%	-3,3%	-3,2%	-3,3%

## ORDFÖRKLARING

**Standardavvikelse** är ett mått på variationen i den årliga avkastningen. Det är omkring 65 procent sannolikhet att den årliga avkastningen är plus minus en standardavvikelse. Sannolikheten för att avkastningen avviker mer än två standardavvikelser från förväntad avkastning är cirka fem procent. En hög standardavvikelse kan antyda hög risk.

**Relativ vinst/relativ förlust** är ett mått på förmågan att uppnå överavkastning i uppgång- respektive nedgångsperioder. Relativ förlust mindre än 100 procent betyder att fonden förlorar mindre än marknaden i nedgång. Relativ vinst på över 100 procent betyder att fonden går upp mer än marknaden i uppgång. Dessa mått kan förklara varför en fonds standardavvikelse är högre eller lägre än index.

**Relativ volatilitet** är standardavvikelsen för den årliga överavkastningen i förhållande till index under den aktuella perioden. Relativ volatilitet mäter förvaltarens förmåga att skapa jämn överavkastning i förhållande till jämförelseindexet, men används ofta som ett mått på hur oberoende en fond är av sitt index.

**Positiv/negativ indexavvikelse** visar positiv eller negativ indexavvikelse per år under den aktuella perioden. Om de positiva avvikelserna är större än de negativa, har fonden uppnått högre avkastning än index. Summan av positiva och negativ avvikelser är ett mått på fondens oberoende av jämförelseindex.

**Sharpekvoten** mäter indirekt sannolikheten för att fonden ska ge högre avkastning än den riskfria räntan. Ju högre tal, desto större sannolikhet. Ju högre sannolikhet desto större är möjligheten att uppnå merkavkastning i aktiemarknaden. Sharpekvoten kan användas som ett långsiktigt riskmått, men används ofta som ett absolut mått på riskjusterad avkastning.

**Informationskvoten** mäter indirekt sannolikheten för att fonden ska ge högre avkastning än jämförelseindex. Ju högre tal, desto större sannolikhet för att fonden kommer skapa meravkastning. Informationskvoten används också som ett mått för riskjusterad avkastning där risken tolkas som faran för ojämn meravkastning. Informationskvoten mäter därmed förvaltarens förmåga att skapa säker meravkastning, medan relativ volatilitet mäter förmågan att skapa jämn meravkastning.

**Relativ vinst/relativ förlustkvot** visar förhållandet mellan relativ vinst och relativ förlust. Tal större än 1 betyder att fonden får bättre betalt för den risk den tar jämfört med jämförelseindex. Måttet är starkt korrelerat med Sharpe-indexet vid rangordning av fonder som investerar i samma marknader. Det visar dessutom om den riskjusterade avkastningen är bättre än marknadens riskjusterade avkastning. Kvoten kan därför användas till att jämföra fonder i olika marknader i motsats till sharpekvoten, som bara kan användas för att jämföra fonder som investerar i samma marknader.

**Indexavvikelsekvot** visar förhållandet mellan positiva och negativa indexavvikelser. Det är ett mått på förmågan att skapa meravkastning genom att bedriva aktiv förvaltning framför passiv. Ju högre siffra, desto bättre betalt per negativ indexavvikelse. Indexavvikelsekvot tolkar risk som faran för negativ indexavvikelse i motsats till informationskvot som tolkar risken som ojämn överavkastning (och inte nödvändigtvis negativ överavkastning).

**Mängd** är summan av positiva och negativa avvikelser och är ett mått på fondens oberoende av jämförelseindex.

**Konsistens** är andelen månader med meravkastning i förhållande till index.

Returadress:  
SKAGEN Fonder  
Box 11  
101 20 Stockholm



SKAGEN Fonder grundades i Stavanger 1993 och är idag en ledande nordisk fondförvaltare. En filial etablerades i Sverige 2004 med kontor i Stockholm och Göteborg.

#### Besöksadresser

Drottninggatan 86, 111 36 Stockholm  
Drottninggatan 31, 411 14 Göteborg  
Tel: 0200-11 22 60, fax: 08-555 979 48  
kundservice@skagenfonder.se  
www.skagenfonder.se  
www.twitter.com/skagenfonder  
www.facebook.com/skagenfonder

#### Postadress

Box 11, 101 20 Stockholm

#### Redaktion

Anna S Marcus, projektledare  
Michael Metzler  
Tore Bang  
Parisa Kate Lemaire  
Trygve Meyer  
Vevika Søberg  
Ole-Christian Tronstad

Form: Werksemd

Framsidesbild: *Ved frokosten*, 1883.  
Av P S Krøyer, en av Skagenmålarna.  
Bilden tillhör Skagens Museum  
(beskuren/manipulerad).

**Till dig som vill investera** i våra fonder rekommenderar vi att kontakta våra kvalificerade kundrådgivare för individuell rådgivning på telefon 0200-11 22 60.

### RISKINFORMATION

Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. Framtida avkastning kommer bland annat att bero på marknadens utveckling, förvaltarens skicklighet, fondens risk samt förvaltningsavgifter. Avkastningen kan bli negativ till följd av kursnedgångar. Faktablad och informationsbroschyrer (prospekt) för alla våra fonder finns på vår webbplats.

SKAGEN söker efter bästa förmåga att säkerställa att all information i rapporten är korrekt, men vill reservera sig för eventuella fel och utelämnanden. Uttalanden som reflekterar portföljförvaltarens syn är gjorda vid en bestämd tidpunkt – och kan ändras utan varsel. Rapporten är inte menad att uppfattas som en uppmaning till investeringsbeslut som köp eller försäljning av finansiella instrument. SKAGEN tar inte ansvar för direkta eller indirekta förluster eller utgifter som skylls på användandet av Marknadsrapporten.

