

MARKNADSRAPPORT

# SKAGEN



ETT KVARTAL MED STORA SVÄNGNINGAR

NUMMER 1 | APRIL 2016 | [www.skagenfonder.se](http://www.skagenfonder.se)

# Kära läsare,

Året inleddes med ett brett utflöde från fonder i både utvecklade marknader och tillväxtmarknader. Lyckligtvis känns denna turbulens redan som ett avlägset minne i och med att marknaderna började studsa tillbaka i slutet av januari och början av februari. Detta gäller särskilt tillväxtmarknader som nu handlas på plus i de flesta större valutor. Efter 18 veckors utflöde från tillväxtmarknadsfonder, kom fyra veckor i rad med inflöden i mars.

Kan den senaste tidens styrka på marknaderna möjligen tyda på stundande goda tider? Om jag skulle ge ett tydligt svar på det, borde du nog oroa dig eftersom jag inte kan förutspå framtiden.

Det finns dock alltid risker vi kan oroa oss över. En sådan risk är resultatet av folkröstningen om Storbritanniens medlemskap i Europeiska unionen den 23 juni. Om världens femte största ekonomi skulle lämna sin största marknad, måste vi fundera över hur marknaderna skulle påverkas. Man behöver bara titta på FTSE 100, som består av de 100 största företagen i Storbritannien, för att se att det är i huvudsak en samling multinationella företag som är börsnoterade i London. Dessa företag har sina huvudsakliga inkomster i dollar snarare än i pund. I det långa loppet blir effekterna av ett Brexit därför ganska begränsade. På kort sikt har vi redan sett en svaghet i det brittiska pundet och det är omöjligt att säga exakt hur aktiemarknaden skulle reagera.

På SKAGEN måste vi naturligtvis hålla ett öga på hur makromiljön påverkar våra portföljinvesteringar. Men som *bottom up*-investerare, är vår utgångspunkt när vi analyserar aktier i allmänhet inte makroekonomiska förhållanden i ett land eller en region, snarare specifika företagsvärderingar och den unika uppsättning faktorer som gör att en investering kommer att lyckas eller inte.

Under ganska lång tid nu har vår aktiva investeringsstil inte levererat på det sätt som vi skulle ha velat. Vi är inte ensamma i detta avseende. Till exempel visar en färsk undersökning från S&P Dow Jones Indices, att 100 procent av de aktivt förvaldade aktiefonder som säljs i Neder-

länderna inte har slagit sina jämförelseindex de senaste fem åren. Det är uppseendeväckande att 100 procent av de aktiva fonderna har misslyckats – även om aktiva fonder i Europa och USA inte heller gjort investerare särskilt glada under denna tidsperiod.

Så, tillbaka till frågan om huruvida goda tider är i sikte. Som aktiva förvaltare är det vårt jobb att hitta de bästa möjliga investeringarna i alla marknadsförhållanden. I huvudsak är det vår plikt att vara positiv och alltid sträva efter att våra investeringsportföljer består av den bästa sammansättningen av undervärderade investeringar – utan att försöka fastställa den exakta tidpunkten för när vi kommer få lön för mödan. Fram till dess kommer vi inte lockas att urskillningslöst köpa in oss i en hel marknad och samtliga dess noterade bolag, för att leverera avkastning i linje med genomsnittet på marknaden. Istället fortsätter vi att fatta aktiva och noggranna beslut om vad man ska investera i för att leverera avkastning över genomsnittet. Längre fram i den här rapporten berättar SKAGEN Global-teamet om tre sådana noggrant utvalda investeringar som de nyligen har lagt till i portföljen: Sony, Capgemini och Baidu.

Vid slutet av kvartalet ändrade Ole Sjøberg, som fram till dess varit både portföljförvaltare och investeringsdirektör sin roll. Ole fokuserar nu enbart på att förvalta SKAGEN Vekst, och vd Leif-Ola Rød har tillfälligt tagit rollen som investeringsdirektör. Som sådan kommer han att fortsätta den process som Ole startade, med inriktning på att skapa en gemensam, dynamisk investeringsmiljö som bidrar till att generera god avkastning. Det är inte första gången Leif Ola har denna roll och det är inte första gången SKAGEN har en kombinerad vd och investeringsdirektör.

I skrivande stund är vi mitt uppe i vår årliga inspirationsmötesturné i Sverige. Vi besöker flera orter, från Lund i söder till Umeå i norr. Har du inte haft möjlighet att besöka något av våra möten, gå gärna in på vår webbplats där det från och med nu kommer läggas ut en videointervju med portföljförvaltare i SKAGEN Global och SKAGEN Kon-Tiki varje kvartal där de ger sin syn på investeringsutvecklingen.



– Per Wennberg  
VD, SKAGEN Fonder Sverige



**Med sundhetstecken** i den amerikanska ekonomin förutser nu SKAGEN Tellus en förstärkning av dollarn.



**SKAGEN Global-teamet tog tillfället i akt** att investera i den kinesiska sökgiganten Baidu. På bilden Baidus självstyrande bil vid huvudkontoret i Beijing.



**Genom investeringen i japanska SoftBank** har SKAGEN Focus exponering mot kinesisk e-handel via SoftBanks 32-procentiga andel i Alibaba Group, det dominerande näthandelsbolaget i Kina. På bilden Jack Ma, styrelseordförande i Alibaba.

## LEDARE

**Kära läsare** › 2  
Per Wennberg

## PORTFÖLJ- FÖRVALTARNAS BERÄTTELSE

## INTRODUKTION

**Ryckigt kvartal** › 5  
Priserna på viktiga tillgångar åkte berg- och dalbana under kvartalet. Brentoljepriset inledde året på 37 dollar för att på bara några veckor sjunka till 28 dollar och därefter stiga till 40 dollar i slutet av kvartalet.

## AKTIEFONDER

**SKAGEN Vekst** › 10  
På rätt kurs i hårt väder

**SKAGEN Global** › 14  
Cykler som upprepar sig

**SKAGEN Kon-Tiki** › 18  
Cykliska bolag i täten

**SKAGEN m<sup>2</sup>** › 22  
Konsolidering skapar motståndskraft

**SKAGEN Focus** › 26  
Råvaror på topp

## RÄNTEFONDER

**Makrokommentar** › 30  
Helikoptern lär inte lyfta

**SKAGEN Tellus** › 31  
Stark euro gav motvind

**SKAGEN Credit** › 32  
Stora rörelser i marknaden

**SKAGEN Krona** › 34  
Fortfarande på plus

## RÄKENSKAPER

**Risk och avkastning** › 35

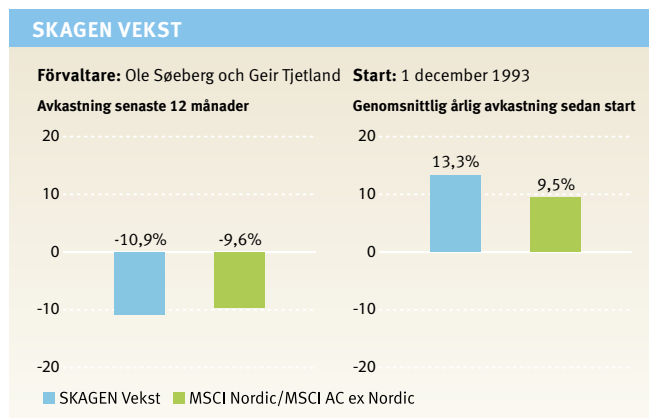
Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. Framtida avkastning kommer bland annat att bero på marknadens utveckling, förvaltarens skicklighet, fondens risk samt förvaltningsavgifter. Avkastningen kan bli negativ till följd av kursnedgångar. Faktablad och informationsbroschyrer (prospekt)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

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

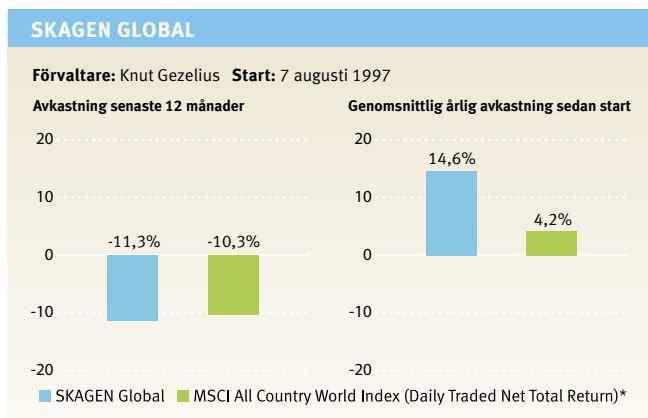
SKAGEN har som mål att säkerställa att all information i Marknadsrapporten är korrekt, men vill reservera sig för eventuella fel och utelämnanden. Uttalanden som reflekterar portföljförvaltarens syn är gjorda vid en bestämd tidpunkt – och kan förändras utan förvarning.

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.

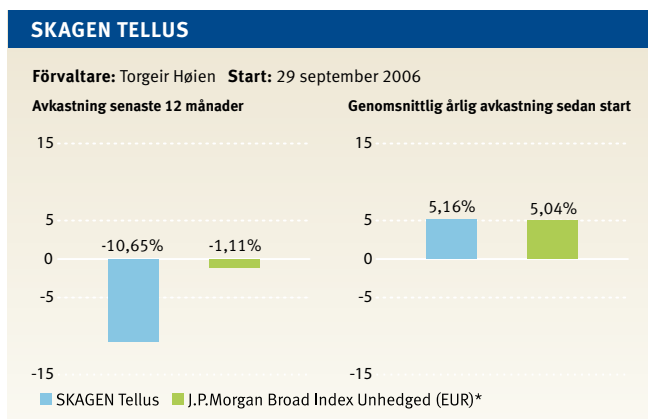
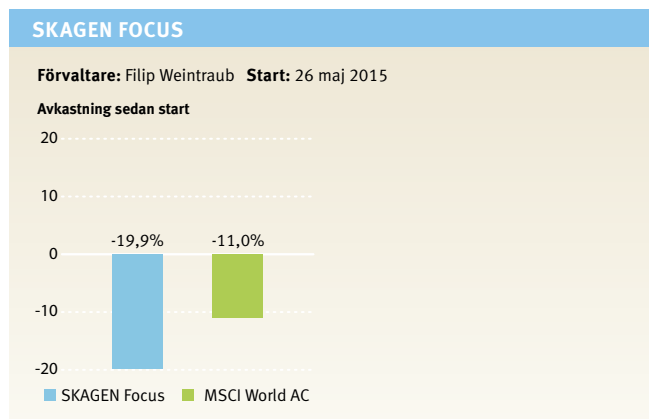
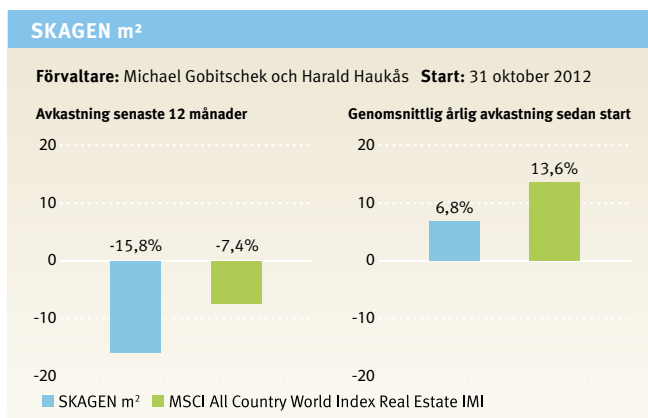
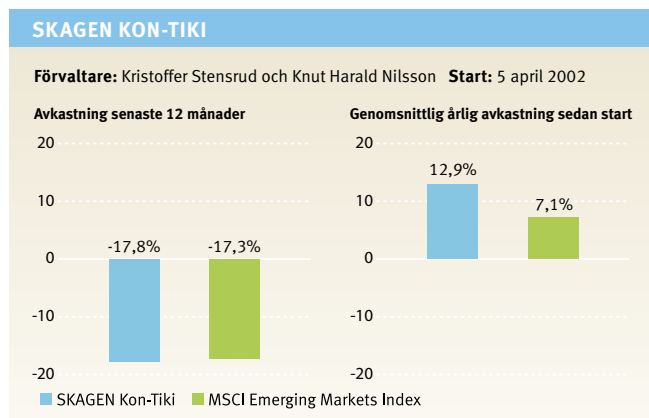
# FONDAVKASTNING PER DEN 31 MARS 2016



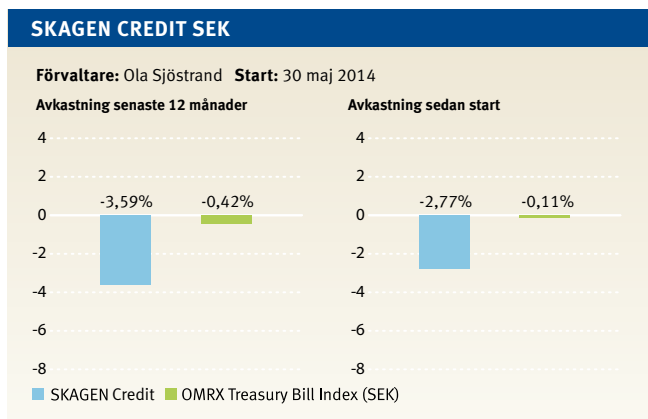
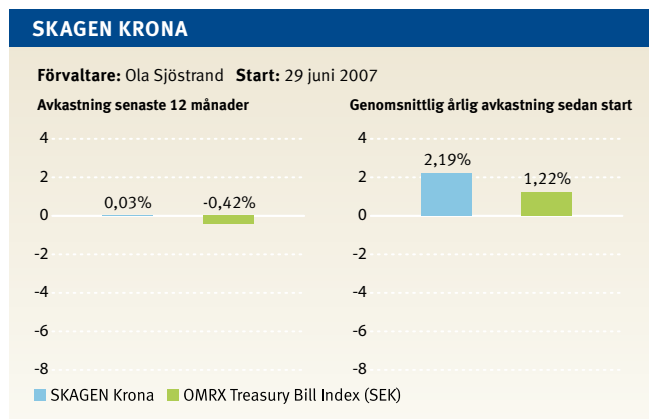
\* Från och med 1 jan 2014 ändrades fondens investeringsmandat från att investera minst 50% av kapitalet i Norge, till att investera minst 50% av kapitalet i de nordiska länderna. Det innebär att avkastningen före ändringen uppnåddes under andra förutsättningar än i dag. Fondens jämförelseindex före 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. Faktablåd och informationsbroschyrer (prospekt) för alla våra fonder finns på vår webbplats.

## Investeringsdirektörens berättelse

# Introduktion

- › Under första kvartalet gav SKAGENS aktiefonder en negativ avkastning på mellan -0,8 och -5,7 procent. De utvecklade marknaderna backade sammantaget med fyra procent och överträffades därmed av tillväxtmarknaderna, som steg med en procent i euro.
- › Samtliga räntefonder gav däremot en positiv avkastning på 0,01 till 0,92 procent, vilket vi får vara nöjda med i en miljö med noll- eller minusränta.
- › Priserna på viktiga tillgångar åkte berg- och dalbana under kvartalet. Brentoljepriset inledde året på 37 dollar för att på bara några veckor sjunka till 28 dollar och därefter stiga till 40 dollar i slutet av kvartalet. Globala aktier följde samma mönster men lyckades inte sluta perioden på plus. Den värdebaserade investeringsstilen gjorde något bättre ifrån sig än tillväxt, men det återstår att se om det är frågan om en långsiktig trend.
- › Nedgången i tillgångspriserna var oväntad och utlöstes av oron för långsammare tillväxt i Kina och USA och av att finanssektorn tyngdes av förlusterna i energisektorn. Den något sena men välbehövliga responsen från centralbankerna hade dock en lugnande effekt på finansmarknaderna under kvartalet.
- › Vi tror att det blir fortsatt skakigt framöver men ser goda förutsättningar för ytterligare värdeskapande då företagen fortsätter att stärka sin likviditet. Såvida inte en global recession slår till tänker vi dra nytta av svackor för att investera i finansiella tillgångar, och framför allt aktier.

Foto: Bloomberg



**Ner och upp.** Råvarurelaterade aktier hörde till kvartalets vinnare. På bilden en oljepump i Ryssland – som var en av kvartalets starkaste marknader.

Foto: Bloomberg



**Ner.** Finansaktier hörde till kvartalets förlorare. Citigroup var den största negativa bidragsgivaren i både SKAGEN Vekst och Global – delvis på grund av en allmän oro över energirelaterade lån. På bilden en fotgängare utanför ett Citibankkontor i Chicago.

# Ryckigt kvartal

– Ole Sjøberg  
Investeringsdirektör

## Stora rörelser

De globala aktiemarknaderna avslutade första kvartalet med en nedgång på 0,3 procent i dollar räknat. Tioåriga amerikanska obligationer gav en totalavkastning på 3,4 procent när räntorna föll.

Globala aktier föll inledningsvis med 12 procent i dollar, men repade sig från början av februari och steg med 13 procent. Latinamerika och Östeuropa svarade för de största uppgångarna medan Asien och Västeuropa backade mest. Bland enskilda sektorer gav nyttotjänster, telekom, råvaror och energi överavkastning medan hälsovård, sällanköpsvaror och finans hamnade på efterkälken.

Hittills i år är det sektorvinnarna från 2014 och 2015 som är de största eftersläntrarna och vice versa. Det skulle kunna tyda på en normalisering till verkliga värden eller också är det ett tecken på att investerarna räknar med en bättre tillväxt än vad den aktuella ekonomiska statistiken visar.

Marknaden straffade företag som antingen missade sina prognoser eller

gjorde investerarna besvikna med sina framtidsutsikter. Detta är visserligen inget ovanligt, men den här gången var marknaden extra hård mot högt värderade företag, något som visar att investerarnas tålamod nu är hårt provat och att de tänker allt mer kortsiktigt.

## Jakten på värde

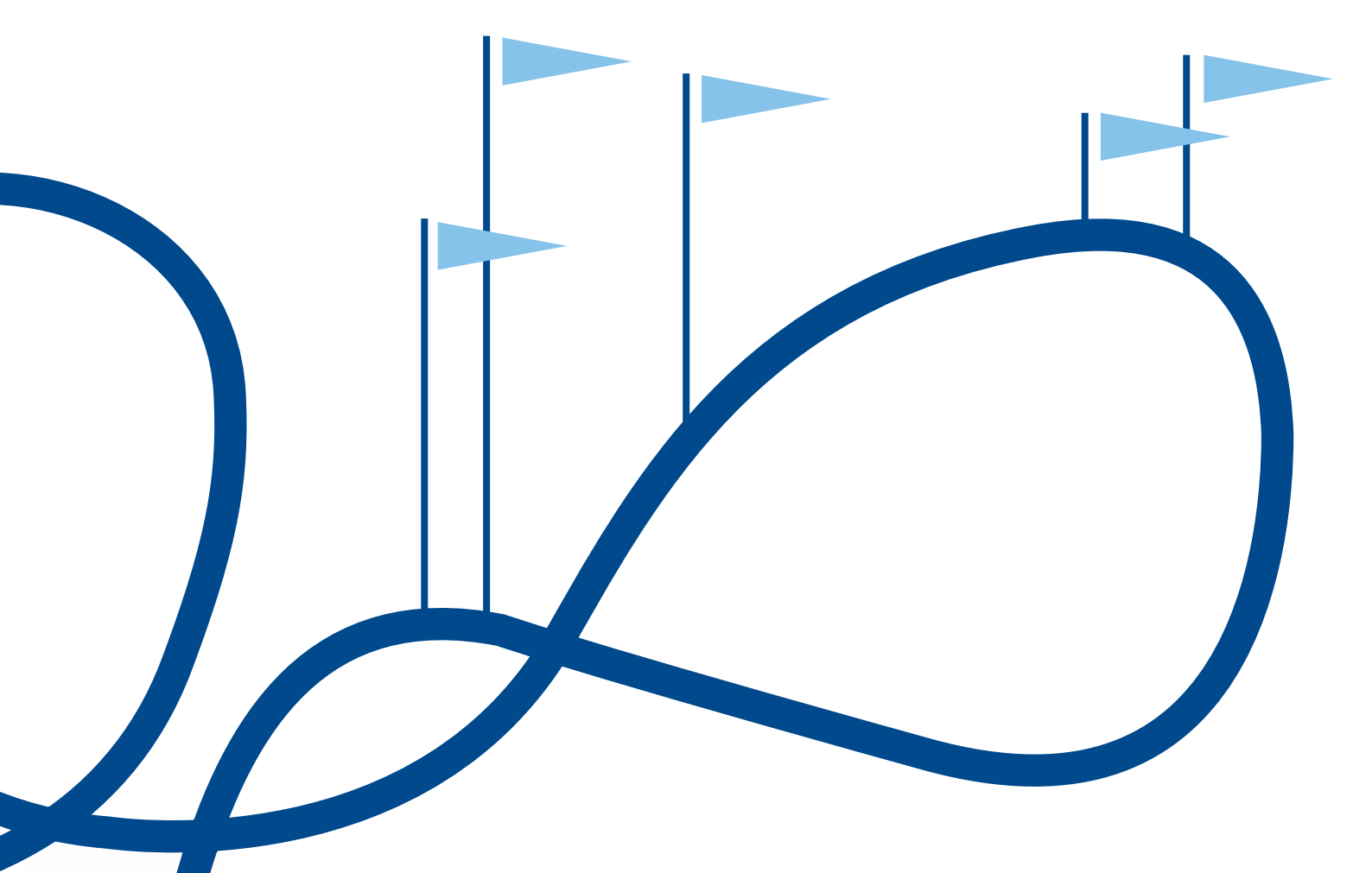
I värdejakten på aktiemarknaden är det några sektorer som sticker ut, nämligen finans, energi och råvaror. Dessa värderas ovanligt lågt i förhållande till genomsnittligt bokfört värde för de senaste tio åren och kan vara intressanta i det perspektivet. Mycket talar dock för att lönsamheten i sektorerna kommer att förbli skral på grund av finansiella regleringar och överutbudet av råvaror efter Kinaboomen mellan 2003 och 2012. Utsikterna på tre till fem års sikt är också klart osäkra och värdeinvestorare bör varsamt sondera den här terrängen.

På senare år har investeringsstrategier med inriktning på tillväxt, låg volatilitet och momentum haft medvind. Men

som redan konstaterats handlas nu många av företagen i detta segment på oskäliga nivåer sett till tillväxt, lönsamhet och värdering, och det är ett problem för den rationella investeraren.

Kapitalrörelserna under första kvartalet tyder på en viss normalisering då flödena rörde sig mot billiga och tilltufsade aktier i energi- och råvarusektorerna samt tillbaka till Brasilien. Som erfarna investerare vet styrs dock kortsiktiga marknadsrörelser av popularitet, medan de långsiktiga resultaten hänger på vinstutvecklingen i de enskilda bolagen.

På så vis skulle man kunna säga att aktiva investerare är prissättare medan passiva investerare är pristagare. Rörelserna under första kvartalet säger oss mycket lite om den långsiktiga trenden för de placeringar vi tror mest på. Däremot visar de tydligt att de kortsiktiga investerarnas flockbeteende bidrar till de ovanligt kraftiga svängningarna. En värdeinveste-



rare och aktieplockare som SKAGEN satsar i stället på företag som skapar långsiktiga värden.

I det första kvartalet gjorde vi en rad justeringar i våra aktieteam, vilket ger oss bättre förutsättningar att hitta långsiktigt bra investeringar i företag under perioder när marknadens kortsiktiga röstningsmaskin dissar dem. Läs mer i avsnitten om respektive fonder.

#### **Fondernas avkastning**

Under första kvartalet gav SKAGENS aktiefonder en negativ avkastning på mellan -0,8 procent och -5,7 procent. De utvecklade marknaderna föll sammantaget med fyra procent och överträffades därmed av tillväxtmarknaderna, som steg med en procent i euro.

Samtliga räntefonder gav däremot en positiv avkastning på 0,92 till 0,01 procent, vilket vi får vara nöjda med i en miljö med noll- eller minusränta.

Rent allmänt kan man säga att fondernas avkastning var något mindre kor-

relerad än tidigare. Något som utmärker SKAGEN är att våra förvaltarteam utbyter idéer sinsemellan. Antalet förvaltare har dock ökat sedan 2010, och därmed har vi också fått en större mångfald av investeringsstilar och investeringsbeslut. Alla SKAGENS portföljförvaltare håller dock konsekvent fast vid grundfilosofin och är värdeinvestorer som går mot strömmen.

#### **När det stormar håller vi oss till fakta**

Efter sju år av stigande vinster och aktiekurser och allt lägre räntor undrar många investerare hur länge medvinden kan hålla i sig. Det var också något vi diskuterade i våra kvartalsrapporter förra året. Logiskt sett anser de flesta att det snart bör komma en recession, vilket även speglas i de låga energi- och råvarupriserna. Men vi håller inte med om det när vi tittar på den faktiska utvecklingen i de företag vi känner väl. I dessa volatila tider kan vi paradoxalt nog konstatera att defensiva sektorer släpar efter när det gäller avkastning, medan kraftigt konjunkturkänsliga branscher går betydligt bättre trots tid-

ningsrubriker om överutbud av allt från olja och gas till järnmalm och polysilikon.

Visst kan det hända att den globala ekonomin går in i en svacka, men med tanke på de låga räntorna och energipriserna och det faktum att företagen under lång tid varit mycket försiktiga med att investera i produktions- och kapacitetsförbättringar kan vi mycket väl få se att ekonomin börjar ta fart om ett år. Dessutom har politiska och penningpolitiska beslutsfattare visat att de inser att det krävs snabbare reformer för att få fart på innovation och produktionstillväxt, säkerställa en mer effektiv kapitalfördelning och därmed sporra tillväxten på de utvecklade marknaderna. Nyckfullheten hos vissa politiker på tillväxtmarknaderna har en tendens att skapa stora rubriker och en känsla av ökad risk. Som investerare gäller det dock att skilja på retorik och handling. Med det i åtanke och förutsatt att recessionshotet inte infrias bör vi passa på att investera under svagare perioder.

Börserna toppade i maj 2015. Därefter backade de med 20 procent i dollar

## AMERIKANSK OCH EUROPEISK 10-ÅRIG STATS OblIGATION SEDAN SLUTET AV 2009



## AKTIEINDEX, MSCI WORLD ACWI, SEDAN SLUTET AV 2009



till februari 2016 för att sedan göra en upphämtning på 13 procent som nämnts ovan. Samtidigt har värdet på de noterade bolagen ökat till följd av högre vinster, vinstutdelningar och tillväxt i aktieägarvärdet. Totalt sett har globala aktier stigit med i genomsnitt 5–10 procent, så om vi undviker en recession har värdeskapandet fortsatt i oförminskad takt medan aktiemarknaderna har backat. På lång sikt kommer aktiekurserna att spegla utvecklingen för bolagens underliggande fundamenta. Nuvarande värderingar på 16 gånger vinsten för globala aktier och 12 gånger vinsten för tillväxtmarknadsaktier tyder inte på att övervärdering skulle vara någon större risk.

Räntorna är lägre än på flera år och inflationen dämpad, och vi räknar med fortsatt låga räntor ett bra tag framöver. Av och till kommer såväl nyhetsrubriker som investerarnas humör att påverkas av infla-

tionsspöket och underskott i obalanserade statsbudgetar, men det lär dröja många år innan vi får se några större och mer långsiktiga räntehöjningar. Marknaden antyder att den tioåriga statsobligationsräntan bör ligga på runt 3 procent mot dagens 1,9 procent i USA och 0,23 procent i Europa och Japan, med vissa lokala variationer.

### Fokus på bra aktier, inte bra rubriker

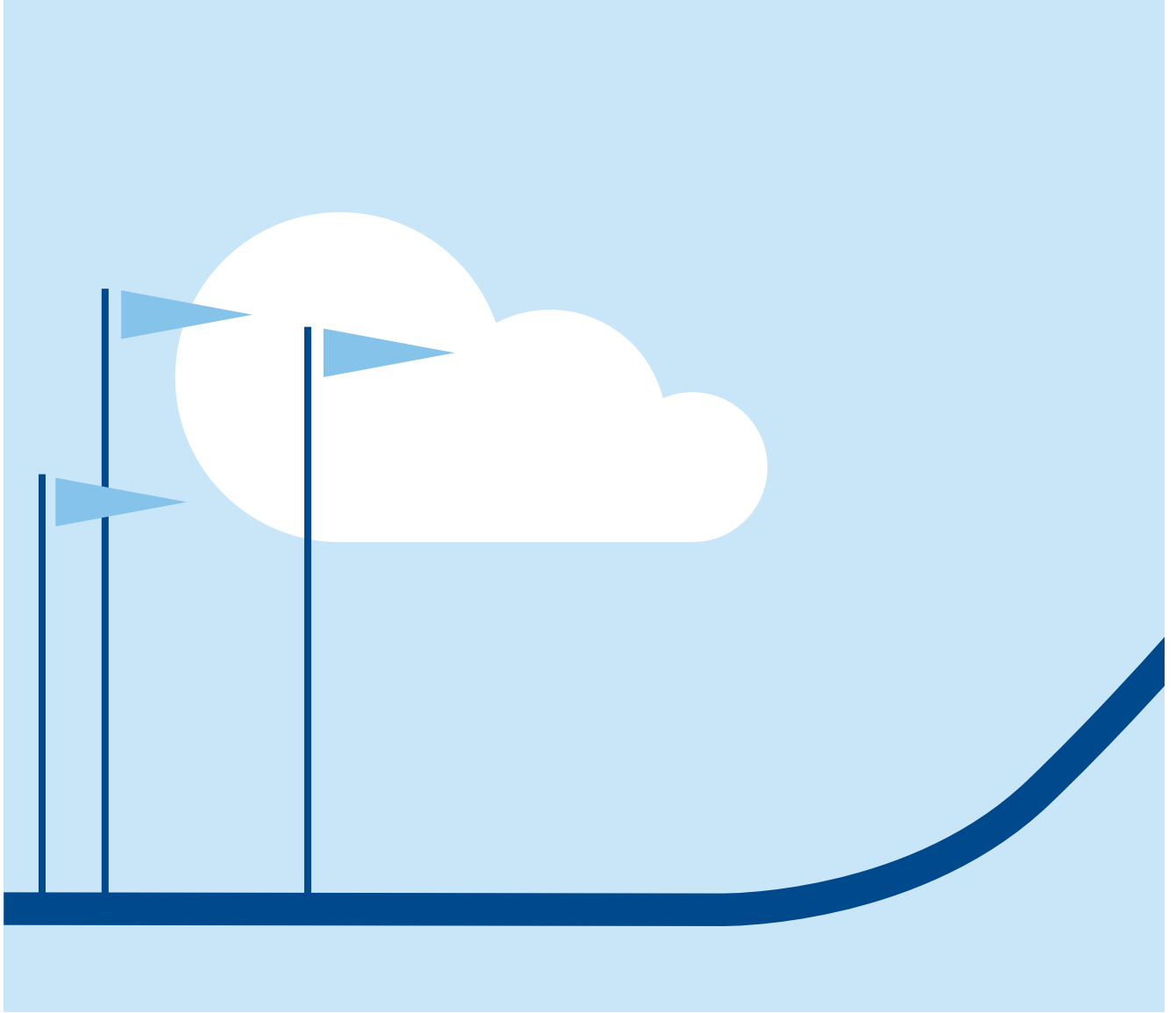
På kort sikt påverkas investerarnas riskaptit av makroekonomiska faktorer. I ett längre perspektiv är vi dock övertygade om att det är rätt att satsa på företag med sunda affärsmodeller och en stabil ledning eftersom det är det som ger utdelning i längden. Genom att investera i bra tillgångar under tuffa perioder har SKAGEN hittills lyckats skapa en god avkastning åt investerarna.

Vi har nu åter utvärderat alla investeringar i våra aktiefonder utifrån grundfilo-

sofin att en aktie ska ha en uppsida på 50 procent på två till tre års sikt för att platsa i fonden. Vi har också identifierat aktiespecifika risker och volatilitetsfaktorer. Därtill har vi bedömt alla aktier utifrån kriteriet att de ska vara undervärderade, underanalyserade och impopulära samt tittat på hur de ligger till i fråga om miljö, socialt ansvar och ägarstyrning (ESG). Även för räntefonderna har vi ambitiösa mål, om än med lägre avkastning och volatilitet. Förvaltning handlar om att fatta rätt beslut. Skulle det visa sig att någon av våra investeringar inte har en tillfredsställande risk- och avkastningsprofil omvärderar vi och säljer om så krävs.

Det går inte att undvika förluster, men med sunt förnuft, gedigna kunskaper och goda insikter om förhållandet mellan risk och förväntad avkastning, siktar vi på att skapa en god riskjusterad avkastning åt våra investerare.





## DEPÅSTOPP FÖRSTA KVARTALET 2016

I början av 2016 förutsåg vi en aktieavkastning på 5–10 procent och fortsatt låga räntor i spåren av måttlig tillväxt och låg inflation. Den ekonomiska statistiken för det första kvartalet har inte ändrat vår grundsyn, men svängningarna på finansmarknaden påverkade nyhetsflödet och investerarhumöret mer än väntat.

Under de närmaste veckorna släpps företagens förstakvartalsrapporter och vi kan konstatera att ytterst få företag har varnat för att vinsterna ska bli lägre än väntat.

Sammanfattningsvis ser vi ljusst på våra möjligheter att uppnå positiv avkastning i våra fonder framöver. En god balans mellan värderingar, tillväxt och lönsamhet skapar rätt förutsättningar, även om volatiliteten lär fortsätta.

Hoppas att ni får en skön vår!



## SKAGEN Vekst

Den smala stigen till välstånd

- › Vekst slog sitt index under kvartalet, som kännetecknades av hög volatilitet.
- › Fortsätter koncentrera portföljen och nya idéer är på väg in.
- › Portföljen handlas med rabatt mot marknaden vilket över tid bör ge meravkastning.

1	2	3	4	RISK	6	7
Startdatum	1 december 1993					
Avkastning sedan start	1 518,3%					
Förvaltningskapital	7 489 miljoner SEK					
Antal fondsparare	70 518					
<b>AVKASTNING, %</b>	<b>Q1/-16*</b>	<b>12 M*</b>				
SKAGEN Vekst	-2,8	-10,9				
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	-4,0	-9,6				

\* Per 31 mars 2016



### PORTFÖLJFÖRVALTARE

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

\*\* Juniorförvaltare

Cyklister i havstokken, 1894. Av Einar Hein, en av Skagenmålarna. Bilden tillhör Skagens Konstmuseer (beskuren).

## På rätt kurs i hårt väder

Skagen Vekst stod sig väl under den turbulenta inledningen på börsåret 2016 och slog index med 1,2 procent.

Årets första kvartal kännetecknades av hög volatilitet där aktiemarknaderna föll kraftigt inledningsvis för att sedan återhämta sig något. Skagen Vekst föll med 2,8 procent samtidigt som fondens jämförelseindex föll med 4,0 procent under kvartalet. Oro i kreditmarknaderna bidrog till att den finansiella sektorn föll kraftigt vilket även påverkade två av våra innehav; Citigroup och Credit Suisse som båda hade mycket svaga kvartal.

### Nya idéer

Arbetet med att koncentrera Skagen Vekst portfölj fortsatte bland annat i syfte att få bättre kontroll över de enskilda innehaven och fonden nettominskade sina innehav med två positioner så att totala antalet positioner vid utgången av kvartalet uppgick till 54 stycken.

Då några av våra 35 största positioner börjar närma sig full värdering koncentrerar vi oss för närvarande på att hitta nya idéer i linje med vår investeringsfilosofi, det vill säga aktier som är underanalyserade, undervärderade och impopulära. Mer konkret innebär detta att vi ska se minst 50 procents uppsida och max 20 procents nedsida på två till tre års sikt i varje aktie vi investerar i. Arbetet har resulterat i ett kvalitativt bibliotek av potentiella idéer av vilka några troligen kommer att introduceras i fonden inom kort tid.

### GLÄDJANDE FÖRBÄTTRING

Då vi alltid strävar efter att vara fullt investerade i aktiemarknaden påverkades fonden negativt av börsoron och fondens värde minskade med 2,8 procent under kvartalet, vilket var 1,2 procent bättre än jämförelseindex som föll med 4,0 procent. Åtta av fondens tio största positioner (vilka motsvarar cirka 50 procent av fonden totalt) presterade bättre än index och av fondens 35 största innehav (mer än 90 procent av fonden) gav 23 stycken bättre avkastning än index. Efter att ha underpresterat under lång tid är det naturligtvis glädjande att se en viss förbättring under inledningen av 2016.

Som en följd av den svaga börsutvecklingen i början av året ökade fonden sina innehav i bland andra Kinnevik, Ericsson och Roche. Fonden deltog även i omstruktureringen av torrlastredieriet Golden Ocean samt initierade positioner i e-handelsbolaget Ebay och klädkedjan H&M. Då vår bedömning var att förutsättningarna förändrats så pass mycket att det fanns bättre risk reward i andra aktier fick fyra bolag lämna portföljen: brasilianska biluthyrningsbolaget Localiza, danska industribolaget FLSmith, finska fastighetsutvecklaren YIT samt danska konsumentbolaget Bang&Olufsen.



Foto: Pixabay.com



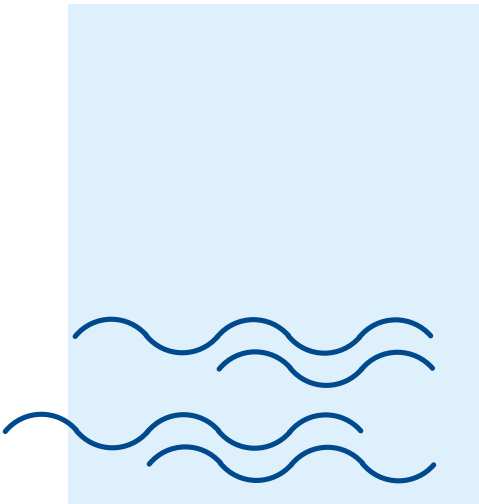
Foto: H&M

### Ebay

Efter att ha studerat bolaget under en tid utnyttjade vi ett kursfall till att initiera en position i e-handelsbolaget Ebay. Bolaget har idag mer än 160 miljoner användare och erbjuder således både säljare och köpare en gigantisk marknadsplats. Trots hög lönsamhet och starka kassaflöden så diskonteras minimal tillväxt eftersom marknaden fruktar att bolaget skall bli utkonkurrerat i en nära framtid. Vi tror att bolaget fyller en viktig funktion i framtiden som en del av den framväxande delningsekonomin. I tillägg är bolaget världsledande inom radannonser på internet, så kallade online classifieds. Veldig lite av denna möjlighet speglas i den nuvarande aktiekursen.

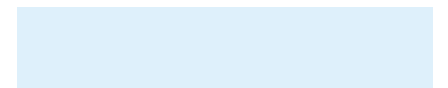
### Golden Ocean

Torrlastrederiet Golden Ocean, genomförde under kvartalet en omstrukturering som fonden deltog i med resultatet att positionen numera motsvarar en procent av portföljen. Bolaget verkar på en cyklisk marknad som just nu lider av överkapacitet vilket fått till följd att fraktpriser och skeppsvärden är på historiskt låga nivåer. För att överleva stålbadet krävs stark finansiering vilket vi anser att Golden Ocean har. Bolagets goda bankkontakter bidrar på så sätt till att nedsiderisken begränsas under en treårsperiod. Det gör investeringen till en attraktiv position för en förbättring av torrlastmarknaden på sikt.



### H&M

Med utgångspunkt i vår investeringsfilosofi kan fondens nyligen initierade position i svenska klädjätten H&M verka något underlig, men även om bolaget inte är underanalyserat så har aktien blivit allt mer impopulär under de senaste 12 månaderna då marginalerna har pressats. Vi tror dock att H&M:s nuvarande investeringar, som pressar marginalerna temporärt, kan ge god utdelning för en långsiktig investerare. Med en tillväxt på tio procent per år och någorlunda stabilisering av marginalerna tror vi att aktien kommer stå i minst 400 kronor inom ett par år vilket ger 50 procents avkastning. Investeringen utgör för närvarande en procent av portföljen då vi önskar se mer konkreta tecken på att marginalerna stabiliserar sig innan vi gör positionen större.



### Citigroup och Credit Suisse

Som nämnt inledningsvis, hade bank- och finanssektorn ett tufft kvartal med fallande aktiepriser. Fonden har varit underviktad i denna sektor under kvartalet (13 procents vikt mot 21 procent i index) men resultatet av denna undervikt gav magert resultat då två av våra stora innehav, Citigroup och Credit Suisse, varit bland de svagaste aktierna inom finans. Vi är framförallt mycket missnöjda med vår investering i Credit Suisse; fonden deltog i en emission i slutet av 2015 baserat på att bolagsledningen hade full kontroll på bankens kredit- och derivatexponering. Under inledningen av 2016 visade sig detta inte vara fallet och aktien har straffats hårt med ett fall på 40 procent i norska kronor vilket kostat fonden nästan 100 miljoner norska kronor. Vi bevakar denna investering mycket noggrant.



Foto: PBlomborg

### Samsung Electronics

Samsung Electronics attraktiva värdering fortsätter vara det primära skälet till att aktien är den största positionen i fonden. Bolaget hade rejäl motvind under 2015, primärt drivet av en misslyckad lansering av sin S6- telefon och fallande världsmarknadspriser på DRAM (dataminnen). Bolagets operativa kassaflöde var trots det mycket starkt på cirka 35 miljarder dollar och med en nettokassa på över 50 miljarder dollar, så framstår nedsidan för dagens värdering som begränsad.

## PORTFÖLJ MED POTENTIAL

Skagen Vekst nordisk-/globala mandat ger oss en unik möjlighet att välja aktier i världsklass utan egentlig geografisk begränsning, som uppfyller SKAGENS investeringsfilosofi. Detta visar sig tydligt då portföljen handlas med rabatt mot marknaden vilket över tid bör ge meravkastning.

Det kan låta som en självklarhet för en värdeinvestorare som SKAGEN, men är väl värt att upprepa: Att köpa undervärderade aktier är något vi tror väldigt starkt på. Vi kommer således att fortsätta med detta. Vid utgången av september handlades SKAGEN Vekst 35 största positioner till ett viktat 2016 P/E 12x, mot marknaden 16x, och vi ser en viktad uppsida på 48 procent i dessa positioner. Tillsammans med de nya investeringscase vi har på gång ger detta tillförsikt inför framtiden – trots volatila marknader.

### SKAGEN VEKST Q1 2016 (% AV FÖRVALTNINGSKAPITALET)

#### De 5 största positiva bidragsgivarna

Volvo AB	0,32%
Lundin Petroleum AB	0,31%
Casino Guichard Perrachon	0,30%
Oriflame Cosmetics AG	0,27%
Norsk Hydro ASA	0,26%

#### De 5 största negativa bidragsgivarna

Citigroup Inc	-1,32%
Credit Suisse Group AG	-1,25%
Continental AG	-0,93%
Roche Holding AG	-0,42%
Frontline Ltd	-0,34%

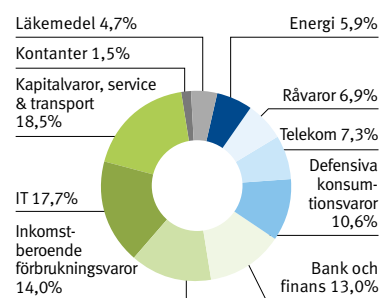
#### 5 största köp

Hennes & Mauritz AB	1,34%
eBay Inc	0,97%
Kinnevik AB	0,82%
Golden Ocean Group Ltd	0,79%
Roche Holding AG	0,51%

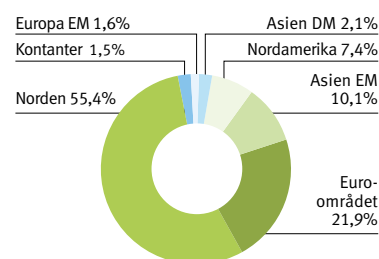
#### 5 största försäljningar

Casino Guichard Perrachon	-1,39%
ABB Ltd	-1,00%
Lundin Petroleum AB	-0,90%
Norsk Hydro ASA	-0,85%
Carlsberg AS	-0,48%

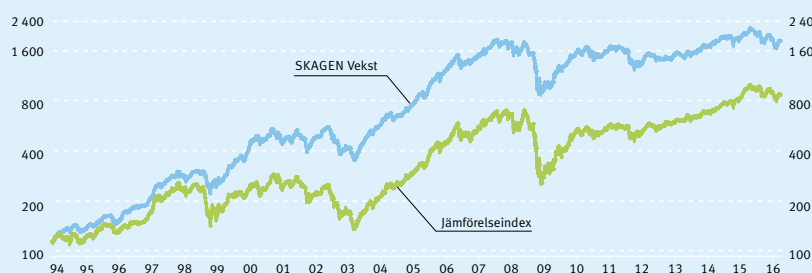
### BRANSCHFÖRDELNING SKAGEN VEKST



### GEOGRAFISK FÖRDELNING SKAGEN VEKST



### KURSHISTORIK SKAGEN VEKST\*



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

### NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN VEKST (PER 31/3 2016)

Företag	Postens storlek	Kurs	P/E 2016E	P/E 2017E	P/BV senaste	Kursmål
Samsung Electronics	7,4%	1 107 000	8,1	7,7	0,9	1 300 000
Continental AG	6,6%	200	11,6	10,3	3,1	275
Norsk Hydro	5,6%	34	13,6	9,7	0,9	45
Carlsberg	5,5%	624	20,1	15,6	2,2	822
SAP	5,0%	71	20,3	16,3	3,7	92
Norwegian Air Shuttle	4,5%	312	8,2	6,2	3,8	500
Citigroup	4,1%	42	8,2	7,5	0,6	78
Philips	4,0%	25	17,9	14,5	1,9	30
TeliaSonera	3,9%	42	12,0	11,7	1,8	45
Ericsson	3,5%	81	15,9	14,0	1,8	130
<b>Topp 10 vägt genomsnitt</b>	<b>50,1%</b>		<b>11,8</b>	<b>10,1</b>	<b>1,47</b>	<b>36%</b>
<b>Topp 35 vägt genomsnitt</b>	<b>91,2%</b>		<b>11,5</b>	<b>9,0</b>	<b>1,05</b>	<b>48%</b>
<b>MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic</b>			<b>15,9</b>	<b>14,5</b>	<b>2,12</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
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Information Technology	70 000	418 207	565 700	147 493	7,39%	Seoul
Continental AG	Consumer Discretionary	265 595	147 251	502 445	355 193	6,56%	Frankfurt
Norsk Hydro ASA	Materials	12 500 000	321 092	425 875	104 783	5,56%	Oslobörsen
Carlsberg AS-B	Consumer Staples	540 000	338 198	424 627	86 429	5,55%	Köpenhamn
SAP SE	Information Technology	575 000	260 225	385 500	125 275	5,03%	Frankfurt
Nonwegian Air Shuttle ASA	Industrials	1 100 000	110 418	342 650	232 232	4,47%	Oslobörsen
Citigroup Inc	Financials	900 000	322 245	313 246	-8 999	4,09%	New York
Koninklijke Philips NV	Industrials	1 300 000	264 035	307 597	43 562	4,02%	Amsterdam
TeliaSonera AB	Telecommunication Services	7 000 000	321 269	301 339	-19 930	3,94%	Stockholm
Ericsson LM-B SHS	Information Technology	3 250 000	267 254	268 937	1 683	3,51%	Stockholm
Kinnevik Investment AB-B	Telecommunication Services	1 100 000	247 533	258 946	11 413	3,38%	Stockholm
Volvo AB	Consumer Discretionary	2 690 000	227 300	244 761	17 460	3,20%	Stockholm
ABB Ltd	Industrials	1 500 000	207 380	242 262	34 883	3,16%	Stockholm
Roche Holding AG-Genusschein	Health Care	105 000	228 325	214 893	-13 432	2,81%	Zürich
Oriflame Cosmetics AG	Consumer Staples	1 000 000	128 352	163 146	34 794	2,13%	Stockholm
Danske Bank A/S	Financials	678 622	78 788	159 745	80 957	2,09%	Köpenhamn
Kia Motors Corporation	Consumer Discretionary	450 000	138 015	158 672	20 657	2,07%	Seoul
Lundin Petroleum AB	Energy	1 100 000	108 372	156 043	47 671	2,04%	Stockholm
Credit Suisse Group AG	Financials	1 240 384	253 167	146 394	-106 773	1,91%	Zürich
Catena AB	Financials	1 069 125	94 341	136 508	42 166	1,78%	Stockholm
SKF AB - B Shares	Industrials	800 000	126 863	120 036	-6 827	1,57%	Stockholm
Wilh. Wilhelmsen Holding ASA	Industrials	744 081	53 139	116 077	62 938	1,52%	Oslobörsen
Hennes & Mauritz AB	Consumer Discretionary	375 000	109 800	103 898	-5 902	1,36%	Stockholm
Cal-Maine Foods Inc	Consumer Staples	245 000	114 318	103 404	-10 914	1,35%	New York
SBI Holdings Inc	Financials	1 139 000	96 634	95 973	-661	1,25%	Tokyo
Sberbank of Russia Pref	Financials	9 620 000	139 234	93 905	-45 329	1,23%	Moskva
Kemira OYJ	Materials	970 000	93 751	91 018	-2 734	1,19%	Helsingfors
Bonheur ASA	Energy	1 492 594	107 317	83 585	-23 732	1,09%	Oslobörsen
eBay Inc	Information Technology	400 000	79 091	79 469	378	1,04%	NASDAQ
Danieli & Officine Meccaniche SpA	Industrials	560 000	72 052	72 337	285	0,94%	Italien
Golden Ocean Group Ltd	Industrials	13 782 835	68 564	69 741	1 177	0,91%	Oslobörsen
H Lundbeck A/S	Health Care	235 000	44 996	64 528	19 532	0,84%	Köpenhamn
Nippon Seiki Co Ltd	Consumer Discretionary	393 000	49 364	63 042	13 678	0,82%	Tokyo
Medi-Stim ASA	Health Care	1 165 625	14 565	55 950	41 385	0,73%	Oslobörsen
Ganger Rolf ASA	Energy	1 213 817	124 262	54 379	-69 883	0,71%	Oslobörsen
Hitevision AS	Financials	793 668	7 193	52 382	45 189	0,68%	Onoterat
Strongpoint ASA	Information Technology	3 755 227	42 957	52 010	9 053	0,68%	Oslobörsen
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	Energy	36 000 000	66 945	49 269	-17 677	0,64%	Hong Kong
Rec Silicon ASA	Energy	35 182 178	52 331	49 255	-3 076	0,64%	Oslobörsen
Casino Guichard Perrachon SA	Consumer Staples	100 000	68 379	47 710	-20 669	0,62%	Paris
Solar AS - B Shs	Industrials	104 000	40 099	43 924	3 825	0,57%	Köpenhamn
Sodastream International Ltd	Consumer Staples	365 000	82 946	42 220	-40 726	0,55%	NASDAQ
Frontline Ltd	Industrials	510 000	41 502	35 700	-5 802	0,47%	Oslobörsen
Solstad Offshore ASA	Energy	2 052 746	102 753	33 665	-69 088	0,44%	Oslobörsen
Golar LNG Ltd	Industrials	190 000	58 722	28 437	-30 285	0,37%	NASDAQ
Yazicilar Holding AS	Consumer Staples	689 169	23 544	26 772	3 228	0,35%	Istanbul
DOF ASA	Energy	5 762 213	110 022	22 703	-87 319	0,30%	Oslobörsen
Goodtech ASA	Industrials	2 055 949	46 750	21 382	-25 368	0,28%	Oslobörsen
Photocure ASA	Health Care	626 466	25 235	21 300	-3 935	0,28%	Oslobörsen
Nordic Mining ASA	Materials	16 195 321	18 270	11 985	-6 286	0,16%	Oslo Axxess
TTS Group ASA	Industrials	3 035 946	30 312	9 563	-20 749	0,12%	Oslobörsen
Eidesvik Offshore ASA	Energy	386 055	14 348	3 474	-10 874	0,05%	Oslobörsen
I.M. Skaugen SE	Industrials	1 639 152	19 918	3 377	-16 541	0,04%	Oslobörsen
Sevan Drilling ASA	Energy	388 715	48 961	801	-48 161	0,01%	Oslobörsen
<b>Summa värdepappersportfölj*</b>			<b>6 676 909</b>	<b>7 542 556</b>	<b>865 647</b>	<b>98,50%</b>	
Disponibel likviditet				114 809		1,50%	
<b>Summa andelskapital</b>				<b>7 657 365</b>		<b>100,00%</b>	

\* Siffrorna i 1 000 NOK.

# SKAGEN Global

En värld full av möjligheter

- › Kinesiska aktier hamnade i kylan och vi fick ett sällsynt tillfälle att investera i Baidu.
- › Tyson Foods lämnade portföljen när aktien nått sin riktkurs efter en lysande kursuppgång.
- › Vi ser börsnedgången i det första kvartalet som en cyklisk dipp, inte som förskälvet inför en krasch.

1	2	3	4	<b>RISK</b>	6	7
Startdatum	7 augusti 1997					
Avkastning sedan start	1 160,1%					
Förvaltningskapital	30 985 miljoner SEK					
Antal fondsparare	88 529					
<b>AVKASTNING, %</b>	<b>Q1/-16*</b>	<b>12 M*</b>				
SKAGEN Global	-5,7	-11,3				
MSCI ACWI	-3,5	-10,4				

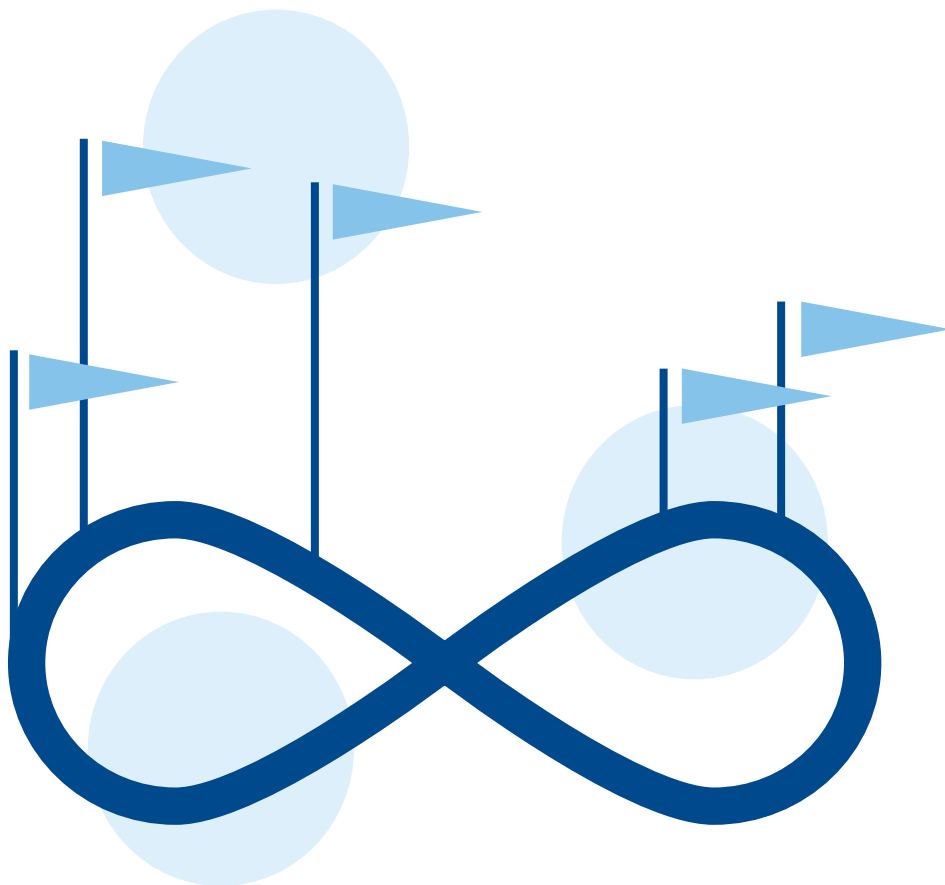
\* Per 31 mars 2016



## PORTFÖLJFÖRVALTARE

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

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



# Cykler som upprepar sig

## En ödlig plats

Osiris var en av de viktigaste gudarna i de gamla egyptiernas mytologi. I en kort utläggning om världens undergång i *De dödas bok* beskriver han underjorden som en ödlig och steril plats där människor hjälplöst rör sig i den svartaste natt. Det är en beskrivning som stämmer ganska väl in på hur det kändes på aktiemarknaden i början av året. Globalt rasade aktiekurserna med 12 procent i dollar under årets första sex handelsveckor. Den första *bear market* på fem år var därmed ett faktum. Domedagstrumpeterna ljud från många håll och misströstande investerare sålde aktier på bred front. Finanssektorn fick ta extra mycket stryk i tumultet när marknaden vacklade under recessionshot, förluster på lån till energisektorn och negativa räntor. Krafttag från centralbankerna i andra hälften av kvartalet kunde dock delvis stilla oron, och det mesta av kursraset hämtades in igen.

## NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN GLOBAL (PER 31/3 2016)

Företag	Postens storlek, %	Kurs	P/E 2015E	P/E 2016E	P/BV senaste	Kursmål
AIG	6,9	54	24,7	11,2	0,7	90
Samsung Electronics	6,1	1 107 000	8,6	8,6	0,9	1 500 000
Citigroup	5,9	42	7,8	8,4	0,6	70
General Electric	4,9	32	24,3	21,1	3,0	34
Roche	4,0	237	17,5	16,2	9,6	380
Merck	3,6	54	14,7	14,3	3,3	76
G4S	3,1	191	13,0	12,4	4,4	403
Kingfisher	3,0	377	16,4	16,4	1,4	480
CK Hutchison Holdings	2,9	101	12,1	11,7	1,0	140
NN Group	2,7	29	7,6	9,7	0,4	35
<b>Topp 10 vägt genomsnitt</b>	<b>43,0</b>		<b>12,6</b>	<b>11,6</b>	<b>1,0</b>	<b>49%</b>
<b>Topp 35 vägt genomsnitt</b>	<b>85,5</b>		<b>14,6</b>	<b>13,1</b>	<b>1,3</b>	<b>41%</b>
<b>Jämförelseindex (MSCI ACWI)</b>			<b>18,1</b>	<b>15,9</b>	<b>2,0</b>	

## AKTIVITET I FONDEN

SKAGEN Global gav en absolut avkastning på -5,7 procent i det första kvartalet. Motsvarande siffra för jämförelseindexet MSCI World ACWI var -3,5 procent.

De tre innehav som bidrog mest till utvecklingen var Dollar General, Lundin Mining och Volvo. Den amerikanska lågpriskedjan Dollar General lyftes på börsen när fler investerare fick upp ögonen för företagets undervärderade potential för strukturell tillväxt. Lundin Mining fick stöd från prisuppgången på koppar, medan den tydliga preferensen för cyklisk industri gav en skjuts åt Volvo.

På den negativa sidan var det framför allt AIG, Citigroup och G4S som drog ner fondens resultat. De amerikanska finansbolagen AIG och Citigroup har fortfarande inte lyckats hämta in kursrasen från den breda nedgången i finanssektorn i början på året, men

vi tror att båda aktierna kommer att klättra uppåt igen så snart nervositeten på marknaden lägger sig. G4S, ett globalt integrerat säkerhetsföretag, tappade på börsen när många investerare blev bekymrade över företagets balansräkning. Kreditvärderingsinstitutet S&P bekräftade dock nyligen investment grade-betyget (BBB-) efter att ha gått igenom affärsplanen tillsammans med ledningen.

Fonden inledde tre nya innehav och avslutade tre gamla. Capgemini, Sony och Baidu var nykomlingarna som fick ta plats i portföljen. Tyson Foods fick däremot lämna fonden eftersom aktien har nått vår riktkurs efter en lysande utveckling (+26 procent i dollar). Vi gick också ur den brittisk-indiska biltillverkaren Tata Motors och den indonesiska mediejetten Global Mediacom, för att i stället ta vara på andra möjligheter som dök upp i den urskillningslösa försäljningen.



### CAPGEMINI

Om man vill hitta undervärderade investeringsmöjligheter är det viktigt att kunna skingra myter och ifrågasätta gamla sanningar. Båda spelar roll i vårt investeringscase för Capgemini, Europas största it-konsultföretag. Capgemini ses fortfarande som ett konjunkturkänsligt konsultföretag. Men vi menar att koncernens utveckling de senaste åren gjort att de cykliska delarna av verksamheten nu är borta. Därför varierar inte intäkterna lika mycket med konjunkturen längre. För det andra verkar det som om hotet om att den europeiska marknaden ska översvämmas av indiska it-företag är ogrundat.

Capgemini har byggt upp en stark organisation i Indien för att stärka sin konkurrenskraft globalt. Expansionen utanför Europa har bidragit till att företaget kunnat öka sin rörelsemarginal från sju till tio procent under de senaste fem åren. Vår analys visar att den siffran borde kunna bli ännu högre. Med en organisk tillväxt på över fem procent och större skal fördelar borde rörelsemarginalen kunna nå upp till 12–13, kanske 15 procent. Aktien handlas just nu till 1,2x företagsvärde/försäljning. Därmed uppfyller den våra kriterier för undervärderade tillgångar och ter sig orimligt billig jämfört med huvudrivalen Accenture och indiska toppkonkurrenter, där motsvarande siffror är 1,9 respektive 3,6.



### SONY

Många läsare förknippar antagligen Sony med de freestyleapparater och videobandspelare som dominerade hemelektronikmarknaden på 1990-talet. Bandspelare väcker kanhända nostalgi, men några pengar drar de inte längre in i dagens digitala mediesamhälle. Det som dock gör Sony intressant i våra ögon är att företaget förmår slå mynt just av digitaliseringen av medier och underhållning. Ett bra exempel är spelkonsolen PlayStation som håller på att bli spelvärldens Netflix och vars operativa hävstång marknaden underskattar. Företagets starka position inom virtual reality ger en gratis option på fortsatt uppsida.

Men medan vi tar fasta på att Sony långsamt flyttar tyngdpunkten från hårdvara till underhållning, stirrar marknaden närsynt på de mindre attraktiva delarna av verksamheten, till exempel bildsensorer och livförsäkringar. Det är dock inte säkert att det är fullt så illa ställt i de segmenten som marknaden befarar, och de bör dessutom bli allt mindre viktiga för koncernens resultat framöver. År 2020 tror vi att Sonys underhållssegment genererar 70 procent av koncernens vinst, en klart högre andel än dagens 40 procent. Stor återkommande försäljning ger dessutom stabila intäktsflöden, vilket gör att det finns fog för en högre värdering.



### BAIDU

Vi ser internet som en ostoppar kraft som kommer att få långtgående effekter på miljardtals människors liv de närmaste decennierna. Därför följer vi uppmärksamt ett antal företag på området för att kunna utnyttja eventuella felprissättningar. När marknaden vände ryggen åt kinesiska aktier i vintras fick vi ett sällsynt tillfälle att investera en del av fondens tillgångar i Baidu, det ledande kinesiska sökmotorföretaget som i princip är Kinas svar på Google och har ett marknadsvärde på 53 miljarder dollar. Kärnverksamheten med själva sökmotorn har mycket god lönsamhet, medan andra affärsområden fortfarande går med förlust, till exempel de som är inriktade på gruppköp, reseförsäljning och streamingtjänster. Enligt vår analys bygger prissättningen på tron att de olönsamma enheterna ska fortsätta blöda pengar i samma takt som nu i 16 år till. Det tycker vi är onödigt pessimistiskt, företaget har en mycket bättre förmåga att använda sitt kapital än marknaden inser. Den höga marginalavkastningen på pengarna som investerats i sökmotorn gör att Baidu kan förbättra sitt resultat med 30 procent om året och ändå ha ett positivt kassaflöde. I vårt huvudscenario räknar vi med en uppsida på 50 procent, och bolagets nettokassa bidrar till att begränsa risken på nedsidan till cirka 15 procent.



Foto: Pixabay.com

## PROGNOS

Till skillnad från många andra tidiga civilisationer hade det gamla Egypten ingen särskild detaljerad berättelse om undergången. Egyptiernas världsbild var cyklisk och hade ingen naturlig plats för en slutlig apokalyps. På liknande sätt ser vi nedgången i det första kvartalet som en cyklisk dipp efter att värderingarna stigit under flera år, snarare än som förskälvet inför en stundande katastrof. Faktum är att världsekonomin fortsätter att växa, om än i måttlig takt. Internationella valutafonden (IMF) spår en global tillväxt på 3,4 procent för i år. Med låga räntor och en aktiemarknad som är värderad till 16 gånger 2017 års vinst, tror vi att det fortsatt finns attraktiva möjligheter för långsiktiga investerare. Fondens noggrant utvalda globala aktier ger bra förutsättningar för god avkastning, och de 35 största innehaven ger en uppsida på 41 procent i ett tvåårsperspektiv.

Den egyptiske guden Osiris beskrivning av underjorden som en ödslig, ökenliknande plats skulle kunna appliceras på aktiemarknaderna i början av året. Vi är dock optimistiska och tror att aktiemarknaden kommer att fortsätta att vara en attraktiv plats för långsiktiga investerare.

### SKAGEN GLOBAL Q1 2016 (% AV FÖRVALTNINGSKAPITALET)

#### De 5 största positiva bidragsgivarna

Dollar General Corp	0,39%
Lundin Mining Corp	0,25%
Volvo AB	0,19%
Lundin Petroleum AB	0,16%
Tyson Foods Inc	0,15%

#### 5 största köp

Autoliv Inc	0,99%
Citigroup Inc	0,98%
Cap Gemini SA	0,95%
Teva Pharmaceutical	0,88%
G4s	0,82%

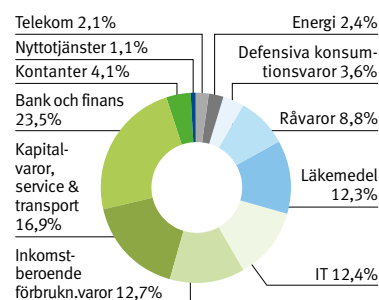
#### De 5 största negativa bidragsgivarna

Citigroup Inc	-1,58%
AIG Inc	-1,40%
Roche Holding AG	-0,67%
G4s	-0,67%
Teva Pharmaceutical	-0,58%

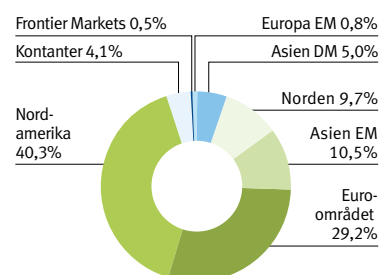
#### 5 största försäljningar

Tyson Foods Inc	-1,50%
Dollar General Corp	-1,45%
Lundin Mining Corp	-1,06%
Tata Motors Ltd	-0,98%
Alphabet Inc	-0,84%

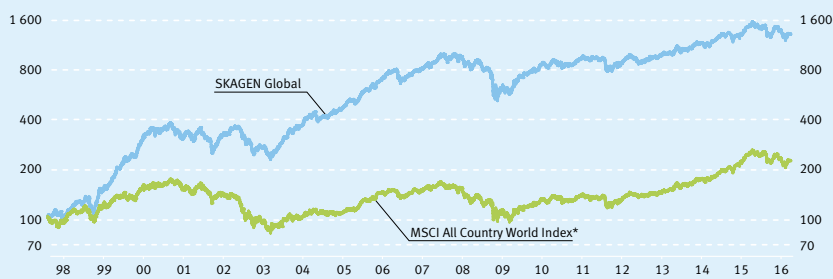
### BRANSCHFÖRDELNING SKAGEN GLOBAL



### GEOGRAFISK FÖRDELNING SKAGEN GLOBAL



### KURSHISTORIK SKAGEN GLOBAL



\* Jämförelseindex före 1 jan 2010 MSCI World Index.



Värdepapper	Sektor	Antal	Köpvärde NOK*	Marknads- värde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
American International Group Inc	Financials	4 869 221	1 566 086	2 198 198	632 112	6,94%	New York
Citigroup Inc	Financials	5 403 367	1 404 851	1 874 866	470 014	5,92%	New York
General Electric Co	Industrials	5 897 740	1 203 561	1 554 925	351 364	4,91%	New York
Roche Holding AG-Genussschein	Health Care	616 238	874 169	1 258 620	384 451	3,97%	Zürich
Merck & Co Inc	Health Care	2 585 610	1 192 033	1 138 609	-53 423	3,59%	New York
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Information Technology	131 747	319 104	1 060 767	741 663	3,35%	Seoul
G4S Plc	Industrials	42 700 900	1 244 555	969 929	-274 626	3,06%	London
Kingfisher Plc	Consumer Discretionary	21 008 056	803 720	936 636	132 916	2,96%	London
CK Hutchison Holdings Ltd	Industrials	8 450 098	715 147	907 341	192 194	2,86%	Hong Kong
Samsung Electronics Co Ltd	Information Technology	90 415	771 861	862 791	90 930	2,72%	Seoul
NN Group NV	Financials	3 103 496	625 511	843 323	217 812	2,66%	Amsterdam
Microsoft Corp	Information Technology	1 737 070	303 222	797 199	493 977	2,52%	NASDAQ
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	Health Care	1 787 367	739 799	793 449	53 650	2,50%	NASDAQ
Koninklijke DSM NV	Materials	1 631 124	677 604	742 152	64 548	2,34%	Amsterdam
Sanofi	Health Care	1 050 189	699 459	700 533	1 075	2,21%	Paris
Dollar General Corp	Consumer Discretionary	975 489	552 993	695 026	142 032	2,19%	New York
Carlsberg AS-B	Consumer Staples	850 127	582 856	671 215	88 359	2,12%	Köpenhamn
Volvo AB	Consumer Discretionary	6 613 655	521 093	602 985	81 892	1,90%	Stockholm
Koninklijke Philips NV	Industrials	2 531 443	472 070	597 314	125 244	1,89%	Amsterdam
Tyco International Plc	Industrials	1 865 162	230 483	564 177	333 694	1,78%	New York
Heidelbergcement AG	Materials	783 828	259 382	555 812	296 430	1,75%	Frankfurt
Autoliv Inc	Industrials	530 882	339 535	521 727	182 192	1,65%	New York
Akzo Nobel NV	Materials	897 430	295 721	505 320	209 599	1,60%	Amsterdam
Alphabet Inc Class C	Information Technology	77 291	315 928	479 485	163 558	1,51%	NASDAQ
General Motors Co	Consumer Discretionary	1 799 180	314 371	464 156	149 785	1,47%	New York
China Mobile Ltd	Telecommunication Services	4 903 490	488 006	452 012	-35 995	1,43%	Hong Kong
Nordea Bank AB	Financials	5 614 946	394 454	445 468	51 014	1,41%	Stockholm
Lundin Petroleum AB	Energy	3 122 923	347 154	439 436	92 282	1,39%	Stockholm
Toyota Industries Corp	Consumer Discretionary	1 143 126	271 433	425 811	154 378	1,34%	Tokyo
Comcast Corp	Consumer Discretionary	701 905	129 257	354 842	225 585	1,12%	NASDAQ
Xcel Energy Inc	Utilities	1 022 488	313 872	352 078	38 206	1,11%	New York
State Bank of India	Financials	13 999 620	359 585	339 525	-20 060	1,07%	Indien
Cap Gemini SA	Information Technology	427 203	337 764	333 415	-4 348	1,05%	Paris
Credit Suisse Group AG	Financials	2 747 980	487 339	322 650	-164 689	1,02%	Zürich
Mayr-Melnhof Karton AG	Materials	317 983	153 946	315 050	161 104	0,99%	Wien
Unilever NV-Cva	Consumer Staples	818 518	203 974	303 747	99 773	0,96%	Amsterdam
Ageas	Financials	881 982	357 354	290 049	-67 305	0,92%	Bryssel
ServiceMaster Global Holdings Inc	Consumer Discretionary	907 472	278 270	282 074	3 804	0,89%	New York
Columbia Property Trust Inc	Financials	1 561 194	297 176	279 052	-18 124	0,88%	New York
Lundin Mining Corp	Materials	10 422 459	288 937	276 647	-12 290	0,87%	Toronto
Goldman Sachs Group Inc	Financials	190 836	169 901	247 471	77 570	0,78%	New York
Lenovo Group Ltd	Information Technology	37 539 484	279 268	241 771	-37 496	0,76%	Hong Kong
Autoliv Inc SDR	Industrials	243 405	146 970	239 305	92 335	0,76%	Stockholm
China Mobile Ltd ADR	Telecommunication Services	494 530	247 145	227 836	-19 310	0,72%	New York
UPM-Kymmene Oyj	Materials	1 433 689	134 895	215 165	80 270	0,68%	Helsingfors
Sony Corp	Consumer Discretionary	981 000	187 206	208 925	21 719	0,66%	Tokyo
BP Plc	Energy	4 359 090	216 817	181 803	-35 014	0,57%	London
Irsa Sa ADR	Financials	1 443 664	120 014	171 711	51 697	0,54%	New York
WM Morrison Supermarkets PLC	Consumer Staples	7 151 929	153 567	168 831	15 265	0,53%	London
Hacı Omer Sabancı Holding AS	Financials	5 703 696	156 106	163 207	7 101	0,52%	Istanbul
Baidu Inc ADR	Information Technology	102 310	155 010	162 604	7 594	0,51%	NASDAQ
BP Plc ADR	Energy	610 684	178 030	153 959	-24 071	0,49%	New York
State Bank Of India GDR	Financials	557 696	102 239	135 157	32 918	0,43%	Indien
Lundin Mining Corp SDR	Materials	4 548 666	120 472	120 817	345	0,38%	Stockholm
Barclays PLC	Financials	4 541 073	146 036	80 925	-65 111	0,26%	London
Sony Corp Sponsored ADR	Consumer Discretionary	233 300	45 751	49 883	4 131	0,16%	New York
<b>Summa värdepappersportfölj*</b>			<b>24 293 062</b>	<b>30 277 783</b>	<b>5 984 721</b>	<b>95,59%</b>	
Disponibel likviditet				1 397 943		4,41%	
<b>Summa andelskapital</b>				<b>31 675 726</b>		<b>100,00%</b>	

\* Siffrorna i 1 000 NOK.



## SKAGEN Kon-Tiki

Visar kursen mot nya vatten

- › Tillväxtmarknadsaktier överträffade globala aktier under kvartalet.
- › Tillväxtmarknadsvalutor började återhämta sig, och oron över många tillväxtmarknadsföretags lån i dollar minskade.
- › Brasilianska och turkiska innehav bidrog mest till fondens avkastning.

	1	2	3	4	5	RISK	7
Startdatum	5 april 2002						
Avkastning sedan start	448,1%						
Förvaltningskapital	32 327 miljoner SEK						
Antal fondsparare	68 254						

AVKASTNING, %	Q1/-16*	12 M*
SKAGEN Kon-Tiki	-0,8	-17,8
MSCI Emerging Markets	1,7	-17,3

\* Per 31 mars 2016



### 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 Konstmuseer (beskuren).



Foto: Bloomberg

## Cykliska bolag i täten

Den starkaste relativa avkastningen från tillväxtmarknader sedan 2009 leds av cykliska bolag.

I början av året sänkte rädslan efter lågkonjunkturen aktiekurserna. Men från slutet av januari och framåt återhämtade de sig. Tillväxtmarknadsindex (MSCI EM) slutade kvartalet med en uppgång på 1,7 procent och hade sitt bästa relativa kvartal jämfört med globala aktier sedan andra kvartalet 2009 – och slog utvecklade marknader med fem procentenheter. Utvecklingen för globala aktier var snarlik, och i motsats till 2015 ledde cykliska bolag avkastningen på tillväxtmarknaderna med en uppgång för både råvaror och energi på nio procent. Detta i förhoppningen om att råvarupriserna håller på bottna ut.

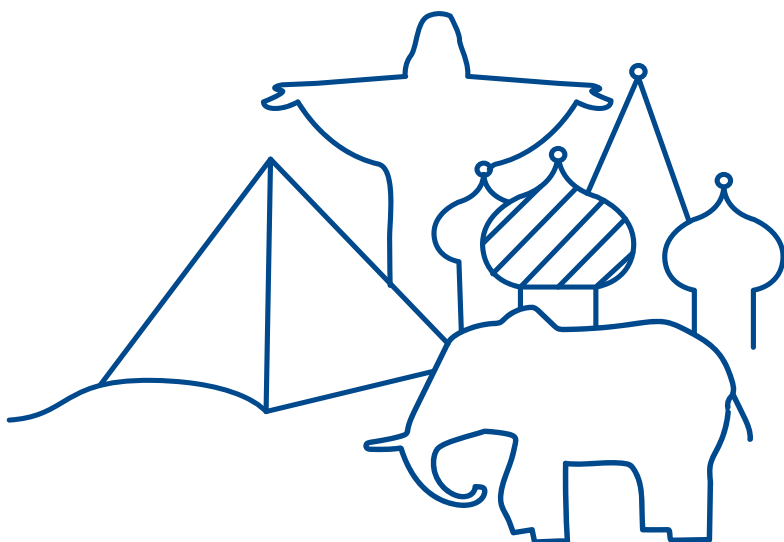
Från ett landsperspektiv, rankades tillväxtländerna Ryssland, Brasilien, Turkiet, Peru och Colombia alla bland de tio bäst

presterande aktiemarknaderna globalt. Brasilien var den starkaste marknaden, med en ökning på 23 procent mätt i euro, drivet av både högre aktiekurser och en valuta som stärktes med sju procent. Den kaotiska politiska situationen i Brasilien, där aktiva och före detta politiker har varit inblandade i Petrobras korruptionsskandal, och en potentiell åtalsprocess mot president Dilma Rousseff, har underblåst hoppet om politisk förändring.

Den svagaste tillväxtmarknaden var Kina, där det Hongkongnoterade H-aktieindex gick ner 11 procent i euro.

SKAGEN Kon-Tiki fick en tuff start på året, men tog igen en del av sin svagare relativa utveckling under den senare delen av kvartalet. Sammantaget uppgick underavkastningen för kvartalet till 0,8 procent.

**Bilden ovan: Den kaotiska politiska situationen i Brasilien**, där aktiva och före detta politiker varit inblandade i Petrobras korruptionsskandal, och en potentiell åtalsprocess mot president Dilma Rousseff, har underblåst hoppet om politisk förändring. Brasilien var kvartalets starkaste marknad.



## ETT VARIERAT TILLGÅNGSSLAG

Vi får ofta frågor om när tillväxtmarknadsaktier kommer att återhämta sig. Det är viktigt att komma ihåg att tillväxtmarknaderna är en mycket heterogen grupp. Spridningen i BNP-tillväxten mellan Indien och Brasilien var 13 procentenheter under fjärde kvartalet 2015 till exempel, då Indien växte med 7,3 procent och Brasiliens BNP minskade med 5,9 procent.

Ett annat exempel är BNP per capita justerat för köpkraft. Den var 141 000 dollar för Qatar 2014 mot 5 700 dollar för Indien. Sydkorea, med 34 000 dollar, rankas högre än utvecklade länder som Portugal och Spanien, och är nära Italiens och Japans nivå.

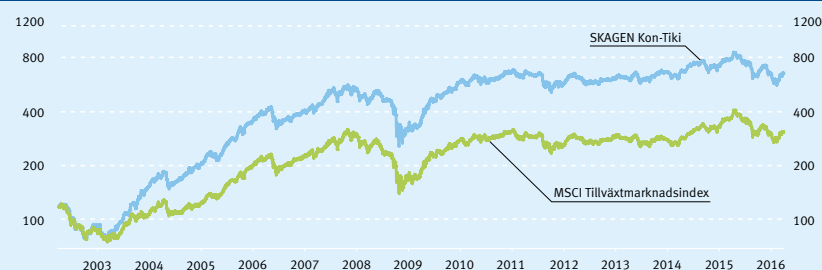
Skillnaden i inflation är också stor mellan olika länder. Brasilien har för närvarande en hög inflation på 11 procent, medan Malaysia, Polen, Grekland och Thailand har deflation. Tillväxtmarknadsländer är därför långt mer varierade än länderna i till exempel euroområdet.

Ur ett värderingsperspektiv skiljer sig också universet åt. Baserat på konsensus för 2016, spänner P/E-talen från 7x för Ryssland, 9x för Turkiet och kinesiska H-aktier, till 20x för Mexiko och 19x för Filippinerna. Detta speglar bland annat de stora skillnaderna i sektorsammansättningen. Den genomsnittliga värderingen för tillväxtmarknaderna är P/E 12x, värderingen av Kon-Tikis portfölj 8,5 x.

Aktieavkastningen är mindre beroende av den ekonomiska tillväxten, och det framgår tydligt av Brasilien under kvartalet. Avkastningen verkar driva den ekonomiska tillväxten, med värderingar och förväntningar som drivkrafter. Många globala företag blir också mindre beroende av sitt hemland. Samsung Electronics är ett bra exempel på detta. Sydkorea står för bara tio procent av bolagets omsättning och mindre än 50 procent av produktionen.

Att se tillväxtmarknaderna som ett homogent tillgångsslag är därför inte särskilt klokt.

### KURSHISTORIK SKAGEN KON-TIKI



### NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN KON-TIKI (PER 31/3 2016)

Företag	Postens storlek, %	Kurs	P/E 2015E	P/E 2016E	P/BV senaste	Kursmät
Samsung Electronics	8,3	1 107 000	8,6	7,9	0,9	1 600 000
Hyundai Motor	7,9	104 000	4,3	4,3	0,4	170 000
Sabancı Holding	4,9	9,7	8,9	6,7	0,9	14
Mahindra & Mahindra	4,9	1 211	16,1	12,7	2,6	2 000
Richter Gedeon	4,1	5 498	19,0	18,3	1,7	7 500
State Bank of India	4,1	194	10,8	5,6	0,8	265
Naspers	3,3	2 057	41,1	27,4	10,7	2 500
Bharti Airtel	3,2	351	21,9	11,7	2,2	400
ABB	3,0	158	16,1	13,2	2,8	200
X5 Retail Group	2,7	21,2	18,9	14,1	4,0	25
LG Electronics	2,2	32 550	47,3	8,1	0,5	40 000
Cosan Ltd.	2,0	4,9	8,1	8,7	0,4	10
<b>Topp 12 vägt genomsnitt</b>	<b>50,6</b>		<b>9,9</b>	<b>8,1</b>	<b>0,9</b>	
<b>Topp 35 vägt genomsnitt</b>	<b>84,2</b>		<b>11,6</b>	<b>8,5</b>	<b>1,0</b>	
<b>Jämförelseindex (MSCI Tillväxtmarknadsindex)</b>			<b>13,2</b>	<b>11,9</b>	<b>1,4</b>	

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



## STÄRKTA VALUTOR

Efter nästan ett år av fallande valutakurser i tillväxtländerna kom en återhämtning från botten i februari, både mot euron och i synnerhet mot en fallande dollar. Detta minskar oron kring dollarns hävstångseffekt på tillväxtmarknadsföretag och länder. Den enda tillväxtmarknadsvaluta som stod emot trenden var det egyptiska pundet, efter att centralbanken devalverat valutan med 13 procent.

## TECKEN PÅ STABILISERING

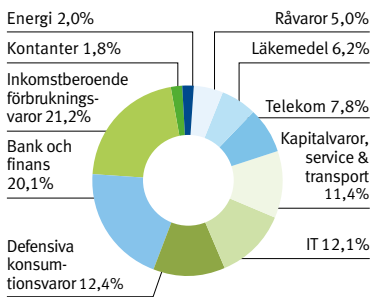
Efter 18 veckor i följd med utflöden ur tillväxtmarknadsfonder, kom fyra veckor i följd av inflöde i mars. Det sammanlagda inflödet på 6 miljarder dollar är blygsamt i förhållande till det 48 miljarder stora utflödet under 2015, och det sammanlagda 100 miljarder stora utflödet ur tillväxtmarknadsfonder sedan början av 2013.

**BRASILIEN OCH TURKIET FRÄMSTA BIDRAGSGIVARNA**

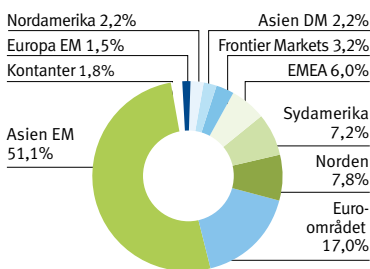
Av de fem största bidragsgivarna i SKAGEN Kon-Tiki under första kvartalet var tre innehav brasilianska, nämligen Banrisul, Cosan och GPA (CBD). Vi tror att nyckeln till avkastningen för dessa företag har varit återhämtningen från rejält nertryckta värderingar, eftersom företagsspecifika nyheter har varit mer eller mindre i linje med förväntningarna. Detsamma kan sägas om vår största turkiska position, Sabanci Holding, den bästa övergripande bidragsgivaren till avkastningen under perioden.

Bland våra negativa bidragsgivare finns Frontline, som drabbats av att tankraterna fallit från en hög nivå i slutet av 2015. State Bank of India föll efter att centralbanken infört nya och skärpta regler för dåliga lån. Detta ledde till en bred försäljningsvåg över hela sektorn.

**BRANSCHFÖRDELNING SKAGEN KON-TIKI**



**GEOGRAFISK FÖRDELNING SKAGEN KON-TIKI**



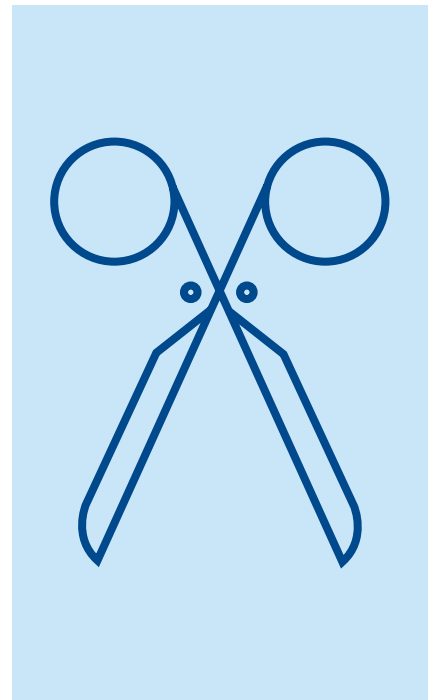
**VARIERANDE BOLAGSRESULTAT**

Rapportsäsongen för 2015 är över och under de kommande veckorna kommer vi att börja se resultat för första kvartalet 2016. För våra portföljbolag har resultaten för fjärde kvartalet 2015 varit blandade. Vissa av våra innehav tyngdes åter av fallande valutor i tillväxtländerna på grund av mark-to-market förluster på utlåning i dollar. Första kvartalet 2016 kommer vi sannolikt att se en viss vändning av detta.

Av våra större innehav, levererade våra två börser Johannesburg Stock Exchange och Moskva Exchanges starka resultat. Vi såg också bra resultat från ryska livsmedelskedjan X5 Retail Group, som nu växer ikapp sin större konkurrent. Turkiska konglomeratet Sabanci Holding fortsätter också att rapportera goda framsteg, drivna av sin energiverksamhet. Vår ungerska läkemedelsproducent Richter Gedeon, överraskade också på uppåtsidan.

Samsung Electronics har drabbats av ökad konkurrens inom smartphones, medan minnesverksamheten har återhämtat sig väl. Även om bolagsledningen gav konservativ vägledning för 2016, verkar bolagets senaste lansering av en ny viktig telefonmodell ha fått en mycket god start.

Vår sydkoreanska bilproducent Hyundai Motor rapporterade svaga resultat, delvis på grund av engångskostnader i icke-kärnverksamheten. Efterfrågan i tillväxtländerna, som står för 65 procent av volymerna, är dämpad. Men nya modeller, valutaväxlingsfördelar och bättre utdelningspolicy kan bidra till en omvärdering. Vår indiska bil- och traktorproducent Mahindra har kämpat med svag efterfrågan på traktorer på grund av ogynnsamma väderförhållanden, och en brist på produkter på den snabbväxande kompakt-SUV-segmentet. Det är betryggande att se att båda segmenten nu återhämtar sig med nära 20 procent volymtillväxt för båda.



**FORTSATT PORTFÖLJ-KONCENTRATION**

SKAGEN Kon-Tiki har ett internationellt investeringsmandat och medan minst 50 procent av fondens tillgångar ska investeras i tillväxtmarknader, är vi fria att även investera resten i bolag med god och ökande verksamhet också i tillväxtländer. För närvarande har vår andel tillgångar relaterade till aktier noterade i utvecklade marknader minskat med 13 procentenheter till 19 procent på två år – den lägsta nivån sedan slutet av 2008. Detta speglar den ökande klyftan i värdering mellan aktier i tillväxtmarknader och utvecklade marknader, och vi har dragit nytta av detta.

Under kvartalet sålde vi fyra innehav, vilket minskade antalet företag i portföljen till 64. Vi sålde det sydafrikanska livsmedelsbolaget Bidvest, där vi mer än fördubblat vår initiala investering sedan 2011, och bolaget verkar nu vara fullvärderat. Vi accepterade också ett bud från Heineken på vårt slovenska bryggeri Pivovarna Lasko. Vi sålde av Aveng och Archer med förlust. Utsiktarna för båda har försämrats markant i och med att företagens balansräkningsstyrka kan komma att ifrågasättas. Minskningen av innehaven ger oss möjlighet att tillbringa mer tid med att följa upp varje portföljinnehav och hitta nya investeringar. Som ett resultat räknar vi med att introducera nya positioner i fonden under de kommande kvartalen, samtidigt som vi har en koncentrerad portfölj med våra bästa idéer.

**SKAGEN KON-TIKI Q1 2016 (% AV FÖRVALTNINGSKAPITALET)**

De 5 största positiva bidragsgivarna	
Sabanci Holding	0,66%
Banrisul	0,51%
Cosan Ltd	0,45%
OCI Co Ltd	0,40%
Cia Brasileira de Distribuicao	0,32%

De 5 största negativa bidragsgivarna	
State Bank of India	-0,99%
Frontline Ltd	-0,97%
Great Wall Motor	-0,85%
Mahindra & Mahindra	-0,66%
Lenovo Group	-0,33%

5 största köp	
Toray Industries	0,22%
Samsung SDI	0,13%
Golden Ocean Group	0,11%
UPL Ltd	0,08%

5 största försäljningar	
Bidvest Group	-1,10%
Hyundai Motor	-0,78%
Bharti Airtel	-0,62%
Samsung Electronics	-0,61%
Indosat Tbk	-0,37%

Värdepapper	Sektor	Antal	Köpvärde NOK*	Marknadsvärde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
Haci Omer Sabanci Holding AS	Financials	56 848 322	1 238 642	1 626 671	388 030	4,93%	Istanbul
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	Information Technology	347 718	342 147	1 380 518	1 038 371	4,18%	London International
Richter Gedeon Nyrt	Health Care	8 286 510	899 721	1 366 868	467 147	4,14%	Budapest
State Bank of India	Financials	55 690 910	1 265 479	1 350 641	85 162	4,09%	Indien
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Information Technology	166 757	411 986	1 342 651	930 665	4,07%	Seoul
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	Consumer Discretionary	1 690 000	285 422	1 302 939	1 017 517	3,95%	Seoul
Hyundai Motor Co Pref (1p)	Consumer Discretionary	1 120 352	276 337	1 301 314	1 024 978	3,94%	Seoul
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	Consumer Discretionary	7 737 148	180 261	1 148 733	968 472	3,48%	London International
Naspers Ltd	Consumer Discretionary	928 514	271 764	1 073 446	801 682	3,25%	Johannesburg
Bharti Airtel Ltd	Telecommunication Services	24 136 298	920 203	1 057 121	136 918	3,20%	Indien
ABB Ltd	Industrials	6 200 000	550 476	1 001 482	451 006	3,03%	Stockholm
X 5 Retail Group NV GDR	Consumer Staples	4 990 306	506 266	875 058	368 792	2,65%	London International
LG Electronics Inc Pref	Consumer Discretionary	3 050 000	823 954	722 075	-101 879	2,19%	Seoul
Cosan Ltd	Consumer Staples	16 220 419	906 323	662 770	-243 553	2,01%	New York
Indosat Tbk PT	Telecommunication Services	168 724 250	455 165	655 338	200 172	1,99%	Indonesien
SBI Holdings Inc	Financials	7 759 600	603 587	652 917	49 329	1,98%	Tokyo
Kinnevik Investment AB-B	Telecommunication Services	2 717 167	481 930	637 975	156 045	1,93%	Stockholm
UPL Ltd	Materials	10 661 566	220 134	635 874	415 740	1,93%	Indien
Great Wall Motor Co Ltd	Consumer Discretionary	79 522 500	83 779	534 208	450 429	1,62%	Hong Kong
Tech Mahindra Ltd	Information Technology	8 784 608	354 450	520 913	166 463	1,58%	Indien
CNH Industrial NV	Industrials	9 138 348	555 673	516 252	-39 420	1,56%	New York
Korean Reinsurance Co	Financials	4 860 366	182 225	493 145	310 920	1,49%	Seoul
Cia Brasileira de Distribuicao - Pref	Consumer Staples	4 192 200	641 376	490 194	-151 182	1,48%	Sao Paulo
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	Financials	25 985 500	606 935	487 418	-119 517	1,48%	Sao Paulo
Samsung SDI Co Ltd	Information Technology	670 000	479 737	482 438	2 701	1,46%	Seoul
Mahindra & Mahindra Ltd	Consumer Discretionary	3 103 503	250 706	469 119	218 414	1,42%	Indien
Moscow Exchange MICEX-RTS OAO	Financials	35 939 200	384 267	462 884	78 617	1,40%	Moskva
OCI Co Ltd	Materials	600 000	455 623	462 582	6 959	1,40%	Seoul
China Shipping Development	Industrials	83 220 000	460 891	455 223	-5 667	1,38%	Hong Kong
Frontline Ltd	Industrials	6 347 627	322 822	444 334	121 512	1,35%	Oslobörsen
Marfrig Global Foods SA	Consumer Staples	28 290 400	444 752	442 870	-1 882	1,34%	Sao Paulo
LG Chem Ltd Pref	Materials	259 179	178 915	427 915	249 000	1,30%	Seoul
JSE Ltd	Financials	5 103 502	197 286	426 296	229 009	1,29%	Johannesburg
Yazicilar Holding AS	Consumer Staples	10 837 139	312 847	421 209	108 362	1,28%	Istanbul
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA	Consumer Staples	8 706 469	310 738	376 236	65 498	1,14%	Madrid
Kiatnakin Bank Plc	Financials	37 429 463	334 353	370 215	35 862	1,12%	Bangkok
China Shineway Pharmaceutical	Health Care	36 934 000	280 298	368 228	87 931	1,12%	Hong Kong
Enka Insaat Ve Sanayi AS	Industrials	23 092 016	217 528	331 059	113 531	1,00%	Istanbul
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	Energy	224 088 000	368 096	305 850	-62 247	0,93%	Hong Kong
Cia Cervecerias Unidas SA ADR	Consumer Staples	1 538 270	280 090	287 551	7 461	0,87%	New York
Apollo Tyres Ltd	Consumer Discretionary	13 028 865	109 290	284 506	175 216	0,86%	Indien
Lenovo Group Ltd	Information Technology	42 588 000	274 970	274 286	-684	0,83%	Hong Kong
LG Corp Pref	Industrials	808 430	118 266	269 302	151 036	0,82%	Seoul
Norwegian Air Shuttle ASA	Industrials	800 000	75 029	249 200	174 171	0,75%	Oslobörsen
Dragon Capital - Vietnam Enterprise Investments Ltd	Financials	9 000 000	111 229	221 836	110 607	0,67%	Dublin
Tullow Oil Plc	Energy	9 241 978	817 339	216 741	-600 598	0,66%	London
Sistema Jscf	Telecommunication Services	95 885 212	552 356	208 457	-343 899	0,63%	Moskva
Podravka Prehrambena Ind DD	Consumer Staples	517 852	153 340	207 906	54 566	0,63%	Zagreb
Massmart Holdings Ltd	Consumer Staples	2 832 920	216 005	201 799	-14 206	0,61%	Johannesburg
Golar LNG Ltd	Industrials	1 298 301	471 325	192 007	-279 318	0,58%	NASDAQ
Eis Eczacibasi Ilac Ve Sanayi	Health Care	19 410 554	133 038	187 610	54 572	0,57%	Istanbul
EFG-Hermes Holding SAE	Financials	17 914 888	308 051	167 247	-140 804	0,51%	Kairo
Ghana Commercial Bank Ltd	Financials	18 001 604	88 821	141 730	52 908	0,43%	Ghana
DRB-Hicom Bhd	Consumer Discretionary	63 136 300	260 982	136 597	-124 385	0,41%	Kuala Lumpur
East African Breweries Ltd	Consumer Staples	5 774 866	88 566	134 300	45 734	0,41%	Nairobi
Rec Silicon ASA	Energy	93 675 416	149 265	131 146	-18 119	0,40%	Oslobörsen
Eczacibasi Yatirim Holding	Health Care	3 362 732	39 931	124 970	85 039	0,38%	Istanbul
Euronav SA	Industrials	1 340 286	127 389	114 055	-13 334	0,35%	Bryssel
VinaCapital Vietnam Opportunity Fund Ltd	Financials	4 392 100	92 364	92 713	349	0,28%	London
Toray Industries Inc	Industrials	1 100 000	78 883	77 674	-1 209	0,24%	Tokyo
Asia Cement China Holdings	Materials	42 729 500	157 070	71 077	-85 993	0,22%	Hong Kong
Golden Ocean Group Ltd	Industrials	13 457 876	67 362	68 097	735	0,21%	Oslobörsen
Norfinance AS	Financials	578 397	57 840	62 189	4 350	0,19%	Onoterat
Drdgold Ltd ADR	Materials	1 402 606	77 743	46 347	-31 395	0,14%	NASDAQ
Trimegah Securities Tbk PT	Financials	700 000 000	67 131	35 224	-31 907	0,11%	Jakarta
Diamond Bank Plc	Financials	718 971 941	153 449	34 396	-119 053	0,10%	Lagos
Euronav SA	Industrials	247 965	21 283	21 084	-199	0,06%	New York
Deep Sea Supply Plc	Energy	17 250 931	170 959	16 733	-154 226	0,05%	Oslobörsen
Golden Ocean Group Ltd	Industrials	2 236 261	73 486	12 814	-60 672	0,04%	Oslobörsen
Hyundai Motor Co GDR	Consumer Discretionary	33 510	10 085	12 556	2 471	0,04%	London
Golden Ocean Group Ltd	Industrials	2 178 609	76 206	12 526	-63 680	0,04%	NASDAQ
Frontline Ltd	Industrials	169 155	11 164	11 613	449	0,04%	New York
EFG-Hermes Holding GDR	Financials	232 480	8 188	3 654	-4 535	0,01%	London International
<b>Summa värdepappersportfölj*</b>			<b>23 561 588</b>	<b>32 412 919</b>	<b>8 851 331</b>	<b>98,19%</b>	
Disponibel likviditet				596 857		1,81%	
<b>Summa andelskapital</b>				<b>33 009 776</b>		<b>100,00%</b>	

\* Siffrorna i 1 000 NOK.



# Konsolidering skapar motståndskraft

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

En del av den globala fastighetsmarknaden

- › Fastighetsaktier återhämtade sig efter en nedgång i början av kvartalet.
- › Centralbankernas agerande fortsätter påverka portföljen.
- › Bolagens förmåga till framgång är fortsatt vårt enda fokus.

1	2	3	4	RISK	6	7
Startdatum	31 oktober 2012					
Avkastning sedan start	25,1%					
Förvaltningskapital	926 miljoner SEK					
Antal fondsparare	8 121					
<b>AVKASTNING, %</b>	<b>Q1/-16*</b>	<b>12 M*</b>				
SKAGEN m <sup>2</sup>	-1,3	-15,8				
MSCI ACWI Real Estate IMI	0,3	-7,4				

\* Per 31 mars 2016



### PORTFÖLJFÖRVALTARE

Michael Gobitschek och Harald Haukås

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

SKAGEN m<sup>2</sup> slutade kvartalet på minus 1,3 procent, något sämre än jämförelseindex. Globala fastighetsaktier hade mer än dubbelt så bra avkastning som globala breda aktieindex under perioden.



### CENTRALBANKERNAS EXPERIMENT PÅVERKAR

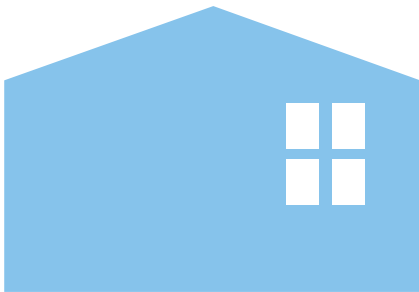
Fonden fick skjuts av europeiska centralbankens stimulanspaket, som generellt sett är positivt för fastighetsbolags substansvärde, kassaflöde och vinstutveckling. Även japanska centralbanken överraskade på uppsidan med minusränta. Den amerikanska centralbankens ambivalens och spretiga besked om framtida takt på räntehöjningar skapade dessutom volatilitet i marknaden. Vid kvartalets slut kom besked om en mer försiktig höjning än marknaden förväntat, vilket bidrog positivt. Epoken med räntesänkningar och stimulanser går nu sannolikt mot sitt slut globalt sett. Förr eller senare innebär det högre avkastningskrav, det vill säga att fastigheters värderingar planar ut eller minskar. Även om fastighetsbolagens finansieringskostnader generellt sett är rekordlåga och bundna på lång tid kommer dessa att öka. Bolag vars substansvärdehöjningar gett större delen av totalavkastningen (värdetillväxt + utdelning) kommer att få det tuffare.

SKAGEN m<sup>2</sup> kommer fortsatt fokusera på bolag med stark hyrestillväxt och kassaflöde och hög grad av aktivt värdeskapande, något som torde bli än mer viktigt framöver då stödet från världens centralbanker upphör. Sannolikt kommer dock ränteläget vara pressat lång tid framöver i stora delar av världen. En höjd ränta indikerar dessutom en positiv ekonomisk utveckling i de flesta fall, något som även gynnar fastighetsbolagens hyressättning och konsumtionsmönster.

### RIVSTART PÅ NYA ÅRET

Det nya året började med en marknadskorrektion, följt av en återhämtning under andra halvan av kvartalet. Nedgången drevs bland annat av en pressad finanssektor, något som också påverkade fastighetsaktier då dessa fortsatt är kategoriserade inom finanssektorn.

Detta är betydelsefullt då ETF:er och indexfonder flyttar sitt massiva kapital vid stora förändringar. Fastighetssektorn kommer under året brytas ut ur finanssektorn, något vi välkomnar och tror innebär lägre volatilitet och större tydlighet. Konsekvenserna är ännu oklara då det är första gången sedan klassificeringen 1999 en ny sektor skapas, huvudtesen är trots allt väldigt positiv. Risken för ett brittiskt utträde ur EU pressade också marknaderna, liksom den återkommande rädslan kring Kinas framtida tillväxt och skuldsättning. Trots detta återhämtade sig tillväxtmarknaderna i mars. Framförallt Brasilien steg kraftigt under perioden med cirka 50 procent i lokal valuta för fastighetsindex.



## KÖPCENTRUM VINNARE – TROTS PROBLEM

Vi fortsatte att konsolidera portföljen under kvartalet, genom att sälja ut nio positioner och köpa två. En majoritet av de sålda bolagen var noterade i tillväxtmarknader och såldes antingen för att de nått vår målkurs, varit besvikelser eller haft för liten vikt. Vikten mot tillväxtmarknader ligger dock i nivå med tidigare då vi ökat upp de innehav som vi tror mest på.

Vi sålde ut den brasilianska köpcenteroperatören BR Malls efter att bolaget blivit portföljens vinnare under kvartalet med en uppgång om cirka 40 procent i lokal valuta. Trots att BR Malls levererade en rapport som var bättre än förväntat är det fortsatt tufft för bolagets hyresgäster på grund av vikande konsumtion.

Brasiliens marknads- och valutauppgång kom när marknaden börjat hoppas på ett nödvändigt regeringsskifte efter att politiker på högsta nivå varit inblandade i korruptionsskandaler.

Ett annat bolag som rider på vågen av marknads- och reformvänligt regeringsskifte är argentinska IRSA. Bolaget har rekonstruerat skulder och slutade kvartalet som tredje bästa bidragsgivaren. Genom diverse interna transaktioner lyckades IRSA bemöta hedgefonden som attackerade bolaget i syfte att tjäna pengar på en fallande kurs.

## UNDERVÄRDERADE HYRESLÄGENHETER I SVERIGE

D. Carnegie, den svenska hyresbostadsägaren, var en annan vinnare. Bolaget är trots en god uppgång fortsatt undervärderat med lägenheter i Stockholmsområdet bokade till under 11 000 kronor per kvadratmeter, cirka hälften av kostnaden för nyproduktion. Dessutom har bolaget i princip ingen vakansrisk med rådande bostadsbrist och en hyrestillväxt en bra bit över inflationen. Under kvartalet annonserade bolaget att de löser in utestående konvertibler, något som tar bort det negativa överhäng som funnits. Transaktionen bidrar i korthet till lägre finansiella kostnader, mindre utspädning, bättre likviditet och transparens. Trots sin storlek följs D. Carnegie endast av en analytiker.

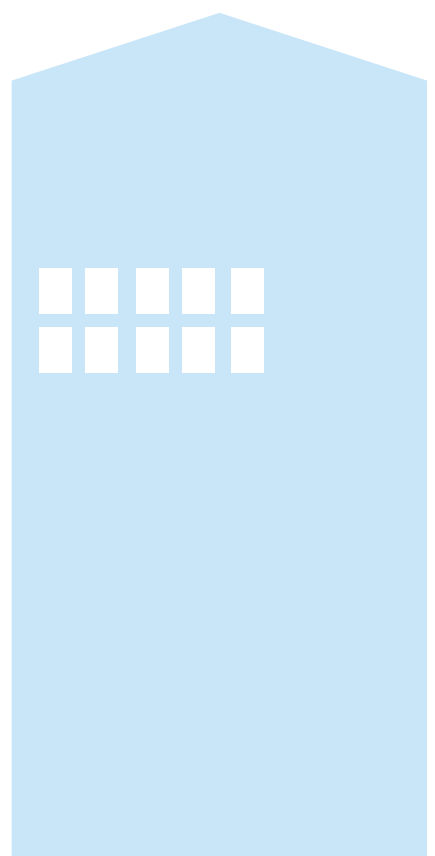


Foto: Shutterstock

## SPANIEN I MEDVIND

Ett nytt mycket spännande bolag är spanska Inmobiliaria Colonial, med främst högkvalitativa kontorsfastigheter med bästa läge i Madrid, Barcelona och Paris. Efter många år av hyresnedgångar i spanska städer börjar nu hyrestillväxten ta fart i de mest centrala lägena, där Colonial har största delen av beståndet. Den positiva hyresutvecklingen drivs av efterfrågan på, och det bristfälliga utbudet av, stora centrala kontorsfastigheter i framförallt Madrid. Detta avspeglas i bolagets snabbt sjunkande vakanstal.

De spanska storstäderna är i början av hyrescykeln, något som skiljer dem från många andra europeiska storstäder, och den goda farten i den spanska ekonomin påskyndar utvecklingen. Paris kontorsmarknad där bolaget har cirka 50 procent av fastigheterna har också fortsatt god utvecklingspotential. Colonial var det enda spanska fastighetsbolag som överlevde finanskrisens efterdyningar i Spanien och har sedan dess haft en tuff resa och återkapitaliserats. Colonial blev en av kvartalets stora vinnare trots kort tid i portföljen, mycket tack vare att fonden kom in på en mycket tilltalande värdering. Hyrestillväxt, minskade vakanstal och aktiv repositionering av tillgångarna är värde drivare.



## BRITTISK FÖRVARING

Det andra nya bolaget under kvartalet är Brittiska Big Yellow Group, som äger och driver magasineringsverksamhet, så kallad self-storage. Bolaget har en god historik av värdeskapande och värderas rimligt mot bakgrund av förväntad tillväxt, dominerande ställning, solida balansräkning och dess centralt belägna portfölj i London.

Tre amerikanska REIT (skattegynnade fastighetsbolag), HCP, SL Green och Columbia Property Trust, var kvartalets förlorare. En av anledningarna var marknadens rädsla för att den amerikanska centralbanken skulle accelerera räntehöjningstakten. Det visade sig i slutet av mars att utfallet blev motsatsen. I tillägg försvagades dollarn under perioden. Även bolagspecifika händelser förklarar nedgången, i HCP:s fall primärt fortsatta problem för en av deras större hyresgäster, vilket lett till att marknaden misstror framtida utdelningskapacitet. Bolaget har haft utdelningstillväxt 31 år i rad. Columbia Property Trust levererade sämre prognos än förväntat samtidigt som bolagets utdelning inte täcks av kassaflödet förrän i slutet av 2017. Detta innebär begränsad förmåga att fortsätta med återköp av aktier som varit bättre kapitalallokering än utdelning. SLG Greens VD uttalade sig negativt om fortsatt uppgång på New Yorks kontorsmarknad, bolaget handlas nu på låga nivåer i relation till portföljens centrala läge på Manhattan.



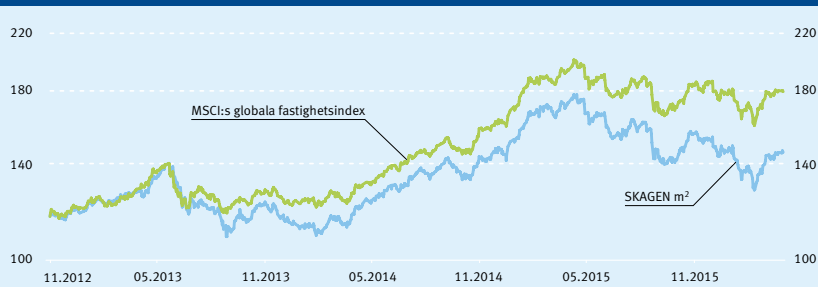
Foto: D.Carnegie.

Den svenska hyresbostadsägaren D. Carnegie var en av kvartalets vinnare. Trots en god uppgång är bolaget fortsatt undervärderat med lägenheter i Stockholmsområdet bokade till under 11 000 kronor per kvadratmeter, cirka hälften av kostnaden för nyproduktion. På bilden ett av bolagets bostadskomplex i Vårby, en stadsdel i Huddinge kommun.

## MER ROBUST ÄN NÅGONSIN

För cirka ett år sedan började vi koncentrera fonden i syfte att skapa en mer robust och likvid portfölj som har goda möjligheter att långsiktigt skapa mer-avkastning. Förändringen innebär att vi nu har 40 bolag, framförallt i utvecklade länder, med en hög andel tillgångar på balansräkningen. Vi koncentrerar oss fortsatt på bolag som vi bedömer kan skapa värden genom tillväxt i hyresintäkter och kassaflöden, snarare än genom att tillgångarnas värde ökar på grund av diverse centralbanksexperiment. Bolagens egna förmåga till framgång är med andra ord vårt enda fokus.

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

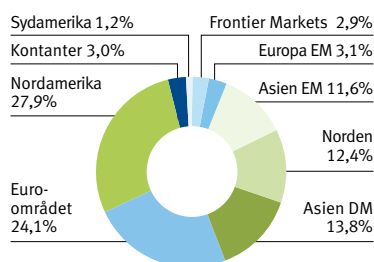


### NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN m<sup>2</sup> (PER 31/3 2016)

Företag	Postens storlek	Kurs	P/NAV senaste	Dividend Yield 2016E	EBITDA 2016E/EV
Mitsui Fudosan Co Ltd	4,9 %	2808	72%	1,1%	6,8%
Global Logistic Properties Ltd	4,8 %	1,92	66%	3,6%	4,2%
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	4,6 %	137	70%	1,3%	6,6%
SL Green Realty Corp	4,6 %	95,64	75%	3,1%	5,1%
Deutsche Wohnen AG	4,0 %	27,29	119%	2,7%	4,5%
Mercialys SA	3,9 %	20,29	99%	6,2%	5,1%
HCP Inc	3,5 %	32,32	90%	6,9%	6,6%
Inmobiliaria Colonial SA	3,4 %	0,65	84%	3,8%	4,2%
Brandywine Realty Trust	3,3 %	13,95	85%	4,3%	6,1%
General Growth Properties Inc	3,2 %	29,65	90%	2,6%	5,1%
<b>Topp 10 vägt genomsnitt</b>	<b>40,2%</b>		<b>84%</b>	<b>3,4%</b>	<b>5,4%</b>
<b>Topp 35 vägt genomsnitt</b>	<b>92%</b>			<b>3,2%</b>	<b>6,0%</b>
<b>Jämförelseindex (MSCI ACWI Real Estate IMI)</b>				<b>3,6%</b>	

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

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



### SKAGEN m<sup>2</sup> Q1 2016 (% AV FÖRVALTNINGSKAPITALET)

De 5 största positiva bidragsgivarna		5 största köp	
IRSA	0,43%	Inmobiliaria Colonial	2,86%
D Carnegie & Co	0,42%	Big Yellow Group	2,07%
BR Malls	0,34%	D Carnegie & Co	1,53%
Inmobiliaria Colonial	0,31%	SL Green Realty Corp	1,02%
Mercialys	0,29%	Ashford Hospitality Prime	0,60%
De 5 största negativa bidragsgivarna		5 största försäljningar	
HCP	-0,98%	Apartment Investment & Management	-2,13%
SL Green Realty Corp	-0,79%	Columbia Property Trust	-1,60%
Columbia Property Trust	-0,68%	BR Malls	-1,21%
Global Logistic Properties	-0,54%	Entra ASA	-0,93%
Mitsui Fudosan	-0,41%	Ananda Development	-0,86%



VÄRDEPAPERSPORTFÖLJ SKAGEN m<sup>2</sup> PER 31 MARS 2016Hela 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	222 000	45 346	45 890	544	4,85%	Tokyo
Global Logistic Properties Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	3 837 700	51 736	45 376	-6 360	4,79%	Singapore
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	Real Estate Companies incl. REITs	320 000	41 742	43 840	2 098	4,63%	Oslobörsen
SL Green Realty Corp	Real Estate Companies incl. REITs	55 000	42 239	43 509	1 269	4,60%	New York
Deutsche Wohnen AG	Real Estate Companies incl. REITs	146 000	26 467	37 560	11 094	3,97%	Frankfurt
Mercialys SA	Real Estate Companies incl. REITs	193 269	29 956	36 967	7 011	3,91%	Paris
HCP Inc	Real Estate Companies incl. REITs	122 100	38 556	32 646	-5 910	3,45%	New York
Inmobiliaria Colonial SA	Real Estate Companies incl. REITs	5 301 157	29 241	32 383	3 143	3,42%	Madrid
Brandywine Realty Trust	Real Estate Companies incl. REITs	271 000	30 129	31 269	1 141	3,30%	New York
General Growth Properties Inc	Real Estate Companies incl. REITs	124 000	24 754	30 410	5 656	3,21%	New York
CBL & Associates Properties Inc	Real Estate Companies incl. REITs	300 000	39 865	29 305	-10 560	3,10%	New York
Catena AB	Real Estate Companies incl. REITs	221 204	25 012	28 215	3 202	2,98%	Stockholm
D Carnegie & Co AB	Real Estate Companies incl. REITs	354 084	23 765	27 821	4 056	2,94%	Stockholm
Columbia Property Trust Inc	Real Estate Companies incl. REITs	152 000	27 421	27 169	-252	2,87%	New York
Irsa Sa ADR	Real Estate Companies incl. REITs	228 000	23 408	27 119	3 711	2,86%	New York
Ashford Hospitality Trust	Real Estate Companies incl. REITs	508 342	34 947	26 090	-8 857	2,76%	New York
PS Business Parks Inc	Real Estate Companies incl. REITs	29 000	18 482	24 179	5 697	2,55%	New York
Dic Asset AG	Real Estate Companies incl. REITs	310 000	21 531	24 136	2 605	2,55%	Xetra
CA Immobilien Anlagen AG	Real Estate Companies incl. REITs	138 000	19 821	22 376	2 555	2,36%	Wien
Axia Real Estate SOCIMI SA	Real Estate Companies incl. REITs	180 000	18 306	22 102	3 796	2,33%	Madrid
Big Yellow Group Plc	Real Estate Companies incl. REITs	233 000	21 401	21 586	184	2,28%	London
Shangri-La Asia Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	2 150 000	22 605	20 289	-2 316	2,14%	Hong Kong
Melia Hotels International	Real Estate Companies incl. REITs	203 000	17 889	19 807	1 917	2,09%	Madrid
Nomura Real Estate Master Fund Inc	Real Estate Companies incl. REITs	1 483	15 004	18 341	3 337	1,94%	Tokyo
SM Prime Holdings Inc	Real Estate Companies incl. REITs	4 511 800	12 595	17 846	5 251	1,89%	Filippinerna
Atrium Ljungberg AB	Real Estate Companies incl. REITs	120 621	12 052	17 281	5 228	1,83%	Stockholm
Soho China Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	4 068 500	21 991	16 051	-5 939	1,70%	Hong Kong
Grivalia Properties Reic AE	Real Estate Companies incl. REITs	213 445	14 377	14 830	452	1,57%	Aten
Emlak Konut Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Real Estate Companies incl. REITs	1 710 000	15 091	14 418	-673	1,52%	Istanbul
First Real Estate Investment Trust	Real Estate Companies incl. REITs	1 796 484	13 202	13 572	370	1,43%	Singapore
Phoenix Mills Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	358 945	13 688	13 458	-230	1,42%	Indien
Ashford Hospitality Prime Inc	Real Estate Companies incl. REITs	125 000	12 162	11 838	-324	1,25%	New York
CapitaLand Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	600 000	10 553	11 314	761	1,20%	Singapore
Gecina SA	Real Estate Companies incl. REITs	10 000	9 829	11 261	1 432	1,19%	Paris
Obero Realty Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	329 090	9 399	9 923	524	1,05%	Indien
Keck Seng Investments	Real Estate Companies incl. REITs	1 618 000	12 260	9 627	-2 632	1,02%	Hong Kong
Ascendas India Trust	Real Estate Companies incl. REITs	1 780 200	7 443	9 568	2 124	1,01%	Singapore
Ashford Inc	Real Estate Companies incl. REITs	19 046	13 168	7 113	-6 055	0,75%	New York
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	Real Estate Companies incl. REITs	39 786 400	14 631	6 757	-7 874	0,71%	Indonesien
BR Properties SA	Real Estate Companies incl. REITs	325 000	9 236	6 725	-2 510	0,71%	Sao Paulo
General Shopping Finance	Real Estate Companies incl. REITs	950 000	5 159	4 672	-487	0,49%	Euroclear
Bumi Serpong Damai PT	Real Estate Companies incl. REITs	2 154 400	1 773	2 487	713	0,26%	Indonesien
<b>Summa värdepappersportfölj*</b>			<b>898 232</b>	<b>917 122</b>	<b>18 890</b>	<b>96,89%</b>	
Disponibel likviditet				29 432		3,11%	
<b>Summa andelskapital</b>				<b>946 554</b>		<b>100,00%</b>	

\* Siffrorna i 1 000 NOK.



## SKAGEN Focus

På jakt efter exceptionella investeringar

- › Vi skalade ner vår råvaru-exponering efter en stark utveckling i flera portföljbolag sedan årsskiftet.
- › Vår kombinerade position i portföljbolagen JBS och Pilgrim's Pride är nu i nivå med AIG som den största positionen i fonden.
- › Diversifiering i termer av börsvärde, sektor och geografi ger oss möjlighet till en unik och exceptionell risk/reward-profil.

1	2	3	4	5	RISK	7
Startdatum	26 maj 2015					
Avkastning sedan start	-19,9%					
Förvaltningskapital	980 miljoner SEK					
Antal fondsparare	3 815					
<b>AVKASTNING, %</b>	<b>Q1/-16*</b>	<b>12 M*</b>				
SKAGEN Focus	-4,7	n/a				
MSCI World AC TR Index	-3,5	n/a				

\* Per 31 mars 2016



### PORTFÖLJFÖRVALTARE

Filip Weintraub och Jonas Edholm

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



Foto: Boliden

## Råvaror på topp

I början av första kvartalet rådde ett slags Mystery Madness – ingen kunde egentligen sätta fingret på vad som orsakade den tidiga volatiliteten och svagheten, eftersom det inte var baserat på fundamentala företagsnyheter. Eftersom vårt fokus ligger på det senare har vi fortsatt att följa vår strategi och lagt till positioner vid låg värdering och trimmat de innehav som utvecklats väl.

Efter ett dystert 2015 för råvaruaktier, var alla våra råvarurelaterade aktier bland fondens bäst presterande innehav under första kvartalet, mätt i absolut bidrag i norska kronor. Kopparproducenten First Quantum gynnades av starka produktionssiffror. Bolaget lyckades också minska sin skuldsättning genom att sälja Kevitsa-gruvan till svenska Boliden. Australienbaserade South32, som tidigare avknoppats från BHP, startade ett omfattande omstruktureringsprogram för att sänka kostnaderna och effektivisera verksamheten. Aktien steg med 40 procent under kvartalet i lokal valuta. Pan America Silver var det innehav som gick bäst, och steg nästan 70 procent under kvartalet, drivet av starka produktionsresultat och en generell ökning

av guld- och silverpriserna. Efter starka resultat minskade vi de råvarurelaterade positionerna under kvartalet för att behålla en stabil positionsstorlek.

En annan stark aktör var det malaysiska lågprisbolaget AirAsia som studsade tillbaka från ett turbulent 2015. Aktiekursen ökade med över 40 procent under kvartalet då bolaget uppvisade imponerande tal med ökning i trafik och last. Marknaden börjar också inse att bolaget kommer att göra en enorm besparing på energikostnader i år, när dyra bränsle-hedgar löper ut. Aktien har fortsatt legat kraftigt bakom sina flygbolagslikar och vid nuvarande värdering finns det i vår mening fortfarande en uppsida. Vi ökade positionen under början av kvartalet.

**Bilden ovan: Kopparproducenten First Quantum** gynnades av starka produktionssiffror. Bolaget lyckades också minska sin skuldsättning genom att sälja Kevitsa-gruvan till svenska Boliden. På bilden kopparkatoder från Boliden.

### SKAGEN FOCUS Q1 2016 (% AV FÖRVALTNINGSKAPITALET)

De 5 största positiva bidragsgivarna		5 största köp	
Pan American Silver Corp	1,65%	JBS SA*	2,43%
AirAsia	1,02%	Pilgrim's Pride Corp	2,39%
South32 Ltd	0,88%	Alphabet Inc	2,15%
First Quantum Minerals Ltd	0,48%	Massimo Zanetti Beverage Group	1,27%
China Telecom Corp	0,26%	Omega Protein Corp	0,98%
De 5 största negativa bidragsgivarna		5 största försäljningar	
AIG Inc	-1,68%	SanDisk Corp	-2,00%
Citizens Financial Group	-1,35%	Pan American Silver Corp	-1,87%
CIT Group	-0,85%	Uniq Insurance Group	-1,40%
Omega Protein Corp	-0,80%	Komatsu Ltd	-1,34%
Aryzta AG	-0,73%	Ubiquiti Networks Inc	-0,84%

\*JBS är den största aktieägaren i Pilgrim's Pride, som utgör 2,6% av fonden. Den kombinerade vikten för dessa två positioner är 7,6%.



Foto: Bloomberg

## EN AV FEM KYCKLINGAR

Under första kvartalet ökade vi positionen i det Brasilienbaserade livsmedelsföretaget JBS och utökade även positionen genom att investera i det relaterade USA-noterade bolaget Pilgrim's Pride. JBS äger för närvarande 76 procent av Pilgrim's Pride, som är en av de största tillverkarna och förädlarna av kyckling i USA. I själva verket kommer en av fem konsumerade kycklingar varje år i USA från Pilgrim's. Efter en rad förvärv och framgångsrika integrationer har företaget blivit en av de mest effektiva aktörerna i branschen och vi tror konsensus har haft alltför negativ hållning till bolagets cyklicalitet. Detta återspeglas i en låg värdering och ett uttalat intresse att gå kort i aktien. Pilgrim's verksamhet är starkt kassagenererande och vi tror att det kan producera ett fritt kassaflöde som stödjer aktieägaravkastning på cirka 50 procent av börsvärdet under de närmaste fem åren. Den kombinerade positionen i JBS och Pilgrim's Pride var i slutet av kvartalet en av de största i fonden med en vikt på knappt åtta procent.

## SVAGA FINANSAKTIER

Globala finansaktier var generellt svaga under det första kvartalet. Detta kan förklaras främst av oron över den energirelaterade låneexponeringen samt minskad sannolikhet för räntehöjningar under 2016, främst i USA. Vi har ingen exponering mot Europa, där ökad reglering av kapitalkraven och nu senast Panamaskandalen skapar rubriker. I allmänhet har våra positioner inom finans mycket låg exponering mot energisektorn, men dessa påverkas helt klart negativt av det fortsatt låga ränteläget. AIG, det USA-baserade multi-line försäkringsbolaget, var det största innehavet i början av året. Aktierna i bolaget föll 12 procent under kvartalet i lokal valuta. Aktivistinvesteringen Carl Icahn har förordat en uppdelning av bolaget i tre divisioner, efter att processen med att vända den fundamentala verksamheten dragit ut på tiden. Bolaget levererar väl när det gäller försäljning av tillgångar och kapitalavkastning till aktieägarna. Tillsättandet av två aktivistinvesteringar i AIG:s styrelse är tydligt positivt. Det bör skynda på ledningen, och ökar sannolikheten för ytterligare transformerande försäljningar av tillgångar. Vi minskade den totala exponeringen mot finans under perioden, och sålde ut vår position i Uniqa Insurance eftersom företaget inte har levererat enligt våra förväntningar. Aktien är

fortfarande billig men vi har nu svårt att se några katalysatorer för omvärdering på medellång sikt.

En av de negativa bidragsgivarna under perioden var det Schweiz-baserade bageriföretaget Aryzta. Detta trots att bolaget levererat tillfredsställande resultat och meddelat att de skulle slutföra refinansieringen av sina skulder – något som var en del av vårt investeringscase. De goda nyheterna hamnade något i skuggan av att bolagets vd sålt sina aktier och än en gång fört en väldigt klumpig kommunikation i denna fråga. Vi ökade positionen vid nedgången eftersom vi ser ett gediget värde i aktien på nuvarande nivåer.

Under kvartalet ökade vi vår position i Stock Spirits – till en början en investering vid något fel tidpunkt – eftersom två olika parter till synes försökte få kontroll över bolaget. Ett bolag associerat med den polska lågpriskedjan Eurocash, känd för att förvärva andra liknande tillgångar i branschen med stark distributionskapacitet, har förvärvat mer än nio procent av bolaget under de senaste veckorna via ett relaterat bolag. Samtidigt köper ett riskkapitalbolag, Arca Capital, upp andelar i bolaget, och kommer att försöka få representanter i styrelsen på medellång sikt. Under tiden handlas aktien med 30–40 procents rabatt jämfört med liknande tillgångar och ger en betydande uppsida på fristående basis.

**BOLAGSGLIMTAR**



Foto: Unsplash

**Pilgrim's** grundades 1946 och är idag den största kycklingproducenten i USA och den näst största i Mexiko. 80 procent av försäljningen sker i USA, 12 procent i Mexiko och 8 procent i andra regioner. Företaget är vertikalt integrerat och har divisioner för varje del av produktionskedjan. Bland kunderna finns stora kedjor, livsmedelstjänsteföretag och snabbmatsrestauranger. En ond kombination av överutbud av kyckling, rekordpris på majs och en ökad skuldsättning tvingade företaget i konkurs 2009. Efter en rekonstruktion (Chapter 11) av företaget köpte det Brasilienbaserade JBS in sig. Idag äger JBS 76 procent av bolaget efter att gradvis ha ökat sitt innehav.



Foto: Bloomberg

Kunder i en av SoftBanks tillfälliga butiker, som helt sköts av så kallade Pepper-robotar.

**SoftBank** är ett japanskt telekom- och IT-konglomerat. Bolaget äger 32 procent av den kinesiska onlinejätten Alibaba Group. Det har också en 80 procents ägarandel i amerikanska teleoperatören Sprint och är den tredje största trådlösa nätverksoperatören efter Verizon och AT & T. Inhemsk telekom omfattar huvudsakligen SoftBank Mobile, den tredje största telekomaktören i Japan. Företaget har också andelar i den specialiserade distributören inom trådlöst Brightstar (100 procent), spelföretaget GungHo (25 procent) och finska mobilspelsproducenten Supercell (55 procent).



Foto: Bloomberg

Aireen Omar, vd för AirAsia Bhd.

**AirAsia** noterades i november 2004 i Malaysia. Som pionjärer inom lågpris- och kortdistansflyg i ASEAN sedan 2001, har det vuxit från ett inhemskt flygbolag i Malaysia till det ledande lågprisbolaget i Asien med cirka 121 destinationer från 16 hubbar i Malaysia, Thailand, Indonesien och Filippinerna. Tillsammans med dotterbolagen Thai AirAsia, Indonesien AirAsia och Filippinerna AirAsia, är AirAsia Group det största lågprisbolaget i Asien när det gäller flottans storlek och antal passagerare.

**GOD DIVERSIFIERING**

Vi avslutar kvartalet med en mycket koncentrerad portfölj med 34 innehav, där våra tio största positioner utgör 48 procent av fonden. Som en storleksagnostisk fond, är möjligheten att investera i börsstorlekar ett utmärkande drag. Vi har för närvarande 26 procent i småbolag, 33 procent i medelstora och 41 procent i stora bolag. Diversifiering i termer av börsvärde, sektor och geografi ger oss möjlighet till en unik och exceptionell risk/reward-profil i fondens sammanlagda positioner.

Vi tackar för förtroendet och för att du stödjer fonden, och ser fram emot ett framgångsrikt 2016.

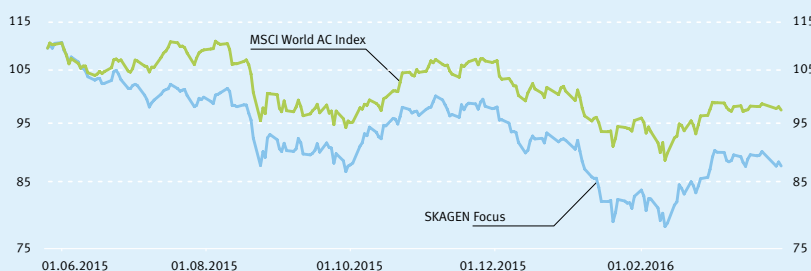
# VÄRDEPAPERSPORTFÖLJ SKAGEN FOCUS PER 31 MARS 2016

Hela portföljen hittar du på  
www.skagenfonder.se/focus-portfolj

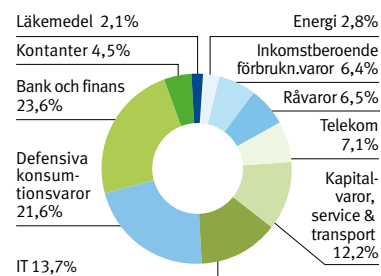
Värdepapper		Antal	Köpvärde NOK*	Marknads- värde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
American International Group Inc	Financials	167 000	80 303	75 392	-4 911	7,53%	New York
SK Hynix Inc	Information Technology	248 000	71 949	50 776	-21 173	5,07%	Seoul
Jbs SA	Consumer Staples	1 980 000	51 710	50 258	-1 452	5,02%	Sao Paulo
Carlsberg AS-B	Consumer Staples	63 600	45 913	50 215	4 303	5,02%	Köpenhamn
SBI Holdings Inc	Financials	543 000	57 870	45 690	-12 180	4,56%	Tokyo
China Telecom Corp Ltd	Telecommunication Services	9 914 000	49 021	43 342	-5 679	4,33%	Hong Kong
Jenoptik AG	Industrials	294 800	29 962	38 726	8 764	3,87%	Xetra
Citizens Financial Group Inc	Financials	218 000	46 575	37 668	-8 907	3,76%	New York
Infineon Technologies AG	Information Technology	308 000	33 273	36 274	3 000	3,62%	Frankfurt
AirAsia Bhd	Industrials	8 190 100	30 276	31 791	1 515	3,18%	Kuala Lumpur
Aercap Holdings NV	Financials	98 210	34 685	31 437	-3 248	3,14%	New York
Aryzta AG	Consumer Staples	87 707	35 194	30 060	-5 133	3,00%	Zürich
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	Consumer Discretionary	38 200	28 104	29 451	1 347	2,94%	Seoul
Omega Protein Corp	Consumer Staples	205 800	27 726	28 580	854	2,86%	New York
Pan American Silver Corp	Materials	304 000	18 712	27 433	8 721	2,74%	NASDAQ
Softbank Group Corp	Telecommunication Services	69 300	31 666	27 375	-4 291	2,73%	Tokyo
Pilgrim's Pride Corp	Consumer Staples	125 000	24 940	26 277	1 337	2,63%	New York
South32 Ltd	Materials	2 810 000	37 322	26 198	-11 124	2,62%	Sydney
Schaeffler AG	Industrials	188 033	24 735	24 896	161	2,49%	Frankfurt
Fila Korea Ltd	Consumer Discretionary	35 500	25 895	24 581	-1 314	2,46%	Seoul
Synchrony Financial	Financials	99 572	26 450	23 513	-2 936	2,35%	New York
Alphabet Inc Class C	Information Technology	3 700	22 389	22 953	565	2,29%	NASDAQ
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	Energy	16 500 000	31 896	22 520	-9 375	2,25%	Hong Kong
Ubiquiti Networks Inc	Information Technology	80 000	20 513	22 141	1 627	2,21%	NASDAQ
Magforce AG	Health Care	445 989	23 535	21 022	-2 514	2,10%	Xetra
CIT Group Inc	Financials	78 000	27 919	19 897	-8 023	1,99%	New York
Stock Spirits Group Plc	Consumer Staples	1 110 228	25 164	19 376	-5 788	1,94%	London
Solazyme Inc	Industrials	859 700	19 192	13 795	-5 397	1,38%	NASDAQ
First Quantum Minerals Ltdc	Materials	270 000	8 819	11 743	2 924	1,17%	Toronto
Massimo Zanetti Beverage Group SpA	Consumer Staples	171 514	13 380	11 391	-1 989	1,14%	Italien
Fourlis Holdings SA	Consumer Discretionary	387 563	9 613	10 413	800	1,04%	Aten
Rentech Inc	Industrials	399 500	26 491	7 038	-19 452	0,70%	New York
Whiting Petroleum Corp	Energy	85 000	21 857	5 505	-16 352	0,55%	New York
Samsung SDI Co Ltd Pref	Information Technology	11 080	5 177	5 109	-68	0,51%	Seoul
FFP	Financials	4 736	2 889	2 931	42	0,29%	Paris
<b>Summa värdepappersportfölj*</b>			<b>1 071 115</b>	<b>955 769</b>	<b>-115 347</b>	<b>95,48%</b>	
Disponibel likviditet				45 226		4,52%	
<b>Summa andelskapital</b>				<b>1 000 994</b>		<b>100,00%</b>	

\* Siffrorna i 1 000 NOK.

## KURSHISTORIK SKAGEN FOCUS



## BRANSCHFÖRDELNING SKAGEN FOCUS

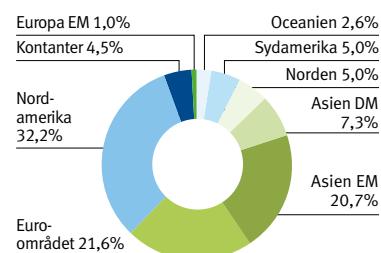


## NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN FOCUS (PER 31/3 2016)

Företag	Postens storlek	Kurs	P/E 2016E	P/E 2017E	P/BV senaste	Kursmål
American International Group Inc	7,5%	54,05	11,2	9,2	0,7	90
SK Hynix Inc	5,1%	28 150,00	9,0	7,6	0,9	65 000
Jbs SA	5,0%	10,95	6,9	5,6	1,1	22
Carlsberg AS-B	5,0%	624,00	21,3	18,8	2,2	822
SBI Holdings Inc	4,6%	1 143,00	9,2	8,8	0,6	3 000
China Telecom Corp Ltd	4,3%	4,10	16,7	14,8	1,1	8
Jenoptik AG	3,9%	14,05	15,7	14,5	1,8	20
Citizens Financial Group Inc	3,8%	20,95	11,7	10,0	0,6	35
Infineon Technologies AG	3,6%	12,51	17,1	14,7	2,9	20
AirAsia Bhd	3,2%	1,83	6,9	6,4	1,1	3
<b>Topp 10 vägt genomsnitt</b>	<b>46,0%</b>		<b>11,0</b>	<b>9,5</b>	<b>1,0</b>	
<b>Aktier (33 positioner)</b>	<b>95,5%</b>					
<b>Kontanter</b>	<b>4,5%</b>					
<b>Total portfölj</b>	<b>100,0%</b>					

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

## GEOGRAFISK FÖRDELNING SKAGEN FOCUS





# Helikoptrarna lär inte lyfta

Att stimulera ekonomin med helikopterpengar hjälper knappast centralbankerna nå sina inflationsmål.

Trots att vi har flera år med nollräntepolitik och kvantitativa lättnader bakom oss kämpar många centralbanker fortfarande för att få fart på inflationen. På sistone har en del centralbanksekonomer nämnt helikopterpengar som en intressant lösning. Det tyder på att metoden diskuteras som ett nytt möjligt vapen i kampen för högre inflation.

Men vad är då helikopterpengar, kan de få upp inflationen och hur troligt är det att helikoptrarna faktiskt lyfter?

Traditionellt brukar budgetunderskott finansieras genom att staten säljer statsobligationer. Om staten lånar av centralbanken finansierar den sig i stället med helikopterpengar. Många kallar lösningen för pengatryckning, men det är missvisande. Det som händer är att centralbanken utökar sin balansräkning. På tillgångssidan lägger man till ett lån till staten; på skuldsidan förs motsvarande belopp in på statens konto. Fördelen är att staten kan låna genom några enkla knapptryckningar hos centralbanken i stället för genom att ge ut obligationer.

Men till skillnad från vad man kan tro är helikopterpengar ingen given källa till inflation. Och framför allt är helikopter-släpp inget träffsäkert verktyg om man vill åstadkomma precis så hög inflation som centralbankens inflationsmål säger att man ska ha.

För det första är det knappt någon skillnad mellan att låna av marknaden och av centralbanken. I båda fallen blir resultatet att statens skuld till den privata sektorn ökar.

När staten använder pengarna den lånat av centralbanken, flyttas de över till bankernas konton hos centralbanken. Det är så staten kan använda de nya pengarna. Alla bankernas insättningar hos centralbanken är en del av statsskulden. För centralbanken ägs av staten och den betalar ränta på bankernas insättningar. Huruvida ett underskott finansieras med

lån på marknaden eller lån från centralbanken påverkar alltså inte statsskulden storlek. Enda skillnaden mellan vanliga statsobligationer och centralbanksinsättningar är att räntan är fast på de förra och rörlig på de senare. Över tid har det ingen större betydelse för statens samlade räntekostnader.

Huruvida helikopterpengar ger högre inflation beror på om marknaden tappar förtroendet för statsfinanserna. Det förtroendet bygger på att folk räknar med att skattenivån ska justeras allt eftersom så att staten kan sköta räntor och amorteringar på sina lån.

Om landets befolkning tvivlar på att staten ska kunna hålla ordning på sina finanser, försöker de bli av med fordringar på staten genom att köpa varor och tjänster. Den ökade efterfrågan på dessa lyfter inflationen, som stiger tills det reala värdet av statens skulder har sjunkit till en lämplig nivå.

Det var förmodligen en mekanism av det slaget som låg bakom den skyhöga inflationen i Ryssland nyligen. Oljeprisrasen och den internationella oron kapade skatteintäkterna, och Putin och hans krets sågs antagligen inte som kapabla att så småningom få statsfinanserna på rätt köl igen. Således steg inflationen kraftigt och var för en tid till och med tvåsiffrig.

De som pläderar för helikopterpengar verkar mena att det går att uppnå en liknande effekt om staten kamouflerar en del av skulden som centralbanksinsättningar. Antagligen tänker de sig att många tror att staten bara tar hänsyn till obligationslånen och i det fördolda bedriver en finanspolitik som inte är hållbar eftersom skattenivån inte anpassas till statens samlade utgifter över tid.

Här tycker jag att man underskattar marknadens förståelse för statsfinanserna. Varför skulle inte människor begripa att det inte spelar någon roll om staten lånar av marknaden eller av centralban-

ken? Och varför skulle de inte förvänta sig att skattenivån justeras så att staten klarar att sköta räntor och amorteringar på hela sin skuld?

Kan verkligen staten i en välutvecklad demokratisk ekonomi på ett trovärdigt sätt endast åta sig att sköta obligationsdelen av skulden? Jag tror inte det. Befolkningen förväntar sig nog att politikerna agerar ansvarsfullt och anpassar sitt sparande därefter. I så fall leder helikopterpengar till att sparatet ökar, eftersom människor vill vara säkra på att klara högre framtida skatter. Då uteblir effekten på inflationen.

Men anta att tricket fungerar och makt-havarna lyckas inbilla folk att en skuld till centralbanken inte är statsskuld. Då är det ändå inget som säger att man träffar inflationsmålet mitt i prick.

För hur mycket pengar ska man egentligen lasta i helikoptrarna? Än så länge finns det ingen som har försökt sig på att föra en finanspolitik som medvetet brister i bärkraft. Hur stora dolda lån ska staten ta för att inflationen ska bli precis lagom hög? Här kan man bara famla i mörkret, med stor risk för att inflationen blir högre än man tänkt sig.

Som jag ser det är risken stor att ett försök med helikopterpengar antingen inte får någon effekt alls på inflationen, eller att effekten i stället blir för kraftig.

När beslutsfattarna har tänkt färdigt tror jag att de kommer fram till samma slutsats. Och jag håller det för osannolikt att vi får se några penningpolitiska helikoptrar dyka upp i horisonten.



– Torgeir Høien  
Portföljförvaltare SKAGEN Tellus



## SKAGEN Tellus

Dörröppnaren till globala räntemarknader

- › Avkastningen drogs ner av en svagare dollar i förhållande till euron.
- › Vi förutser en starkare dollar framöver.
- › Utvecklingen i Japan bidrog inte tillräckligt mycket relativt jämförelseindex.

	1	2	3	RISK	5	6	7
Startdatum	29 sept 2006						
Avkastning sedan start	61,25%						
Förvaltningskapital	1 093 milj SEK						
Antal fondsparare	2 778						

AVKASTNING, %	Q1/-16*	12 M*
SKAGEN Tellus	0,92	-10,65
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged	2,48	-1,11

\* Per 31 mars 2016.



### PORTFÖLJFÖRVALTARE

Torgeir Høien och Jane Tvedt

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

# Stark euro gav motvind

Fonden gav en marginellt positiv avkastning under årets första kvartal. Det resultatet är vi inte nöjda med, och inte heller med att fonden gav lägre avkastning än jämförelseindexet.

I lokal valuta var det dock bara våra statsobligationer i Portugal (4,3 procent) som gav negativ avkastning. Skälet var att prisnedgången åt upp både ränteintäkterna och lite till.

Med undantag för en amerikansk obligation med lång löptid har vi behållit alla de långa obligationer vi hade vid årsskiftet. Framöver räknar vi med kursvinster i vissa länder i euroområdet och Sydamerika.

Det som främst satte käppar i hjulet under kvartalet var att euron stärktes mot flera av de valutor som fondens obligationer är noterade i. Att dollarn försvagades med fem procent mot euron hade störst inverkan, eftersom dollarobligationer står för 30 procent i fonden. Även om några av fondens valutor steg mot euron, drog valutakursförändringarna som helhet ner fondandelsvärdet med 1,4 procentenheter.

Dollarförsvagningen berodde förmodligen till viss del på att den amerikanska centralbanken, Fed, signalerade att de kommer att gå långsammare fram med höjningarna av styrräntan än de räknade med före årsskiftet.

Vi har behållit våra positioner i dollar. Det beror främst på att vi tror att inflationen i USA kommer

att fortsätta stiga, men också på att världsekonomin är starkare än Fed förutsåg i förra kvartalet, och den globala utvecklingen har blivit en allt viktigare parameter för den amerikanska centralbanken. Med tanke på USA:s goda ekonomiska tillväxt och att räntorna där ligger högre än i omvärlden tror vi att dollarn kommer att stiga under de närmaste kvartalen.

Jämfört med index hade fonden en undervikt mot lån i japanska yen, som stärktes mot euron. Japans centralbank kom i slutet av januari helt oväntat med en räntesänkning som tog styrräntan till minus 0,1 procent. De redan låga långa obligationsräntorna föll ännu mer, och obligationskurserna steg tillsammans med valutorna.

Eftersom tio procent av fonden är investerad i japanska statsobligationer med relativt kort löptid blev resultatet sämre än för jämförelseindexet.

Den absoluta utvecklingen tog med andra ord stryk av att dollarn försvagades, medan yenförstärkningen och prisuppgången på japanska obligationer inte räckte för att lyfta den relativa avkastningen tillräckligt.

Såväl ränte- som valutarisker ingår i fondens investeringsprofil. Valutamarknaden kan vara nyckfull, men över tid har valutaexponeringen varit gynnsam.

Värdepapper	Förfalldatum	Kupong, procent	Nominellt, NOK***	Kostnads- NOK***	Marknads- kurs NOK	Upplöpen ränta, NOK	Marknads- värde NOK***	Marknads- värde inkl upplöpen ränta NOK***	Orealiserad vinst/ förlust, NOK**	Andelar av fonden
<b>STATSOBLIGATIONER</b>										
Canadian Government	2016-11-01	1,00	10 000	65 014	645,50	267	64 550	64 817	-465	5,78%
Chilean Government	2020-08-05	5,50	4 410 000	54 659	1,28	466	56 579	57 045	1 920	5,09%
Colombian Government	2021-04-14	7,75	13 400 000	48 232	0,28	2 774	37 504	40 279	-10 728	3,59%
Croatia Government Int Bond	2022-05-30	3,87	8 300	74 798	970,42	2 541	80 545	83 085	5 747	7,41%
Hellenic Republic Government	2035-02-24	3,00	9 000	53 134	547,59	251	49 283	49 534	-3 851	4,42%
Portugese Government	2025-10-15	2,87	5 000	47 985	952,95	623	47 647	48 271	-338	4,31%
Slovenia Government	2026-03-30	5,12	3 500	41 766	1 279,33	5	44 777	44 781	3 010	4,00%
Spanish Government	2025-04-30	1,60	5 000	45 315	969,81	694	48 491	49 184	3 176	4,39%
European Bank Recon & Dev	2018-03-19	5,75	200 000	25 846	12,35	47	24 696	24 743	-1 150	2,21%
Japan Government	2016-06-20	1,90	900 000	62 398	7,41	353	66 664	67 017	4 266	5,98%
Japan Government	2017-10-16	0,10	550 000	37 991	7,41	19	40 749	40 767	2 757	3,64%
Mexican Government	2036-11-20	10,00	60 000	38 345	67,22	823	40 332	41 155	1 987	3,67%
Nonwegian Government	2017-05-19	4,25	60 000	63 360	104,29	2 215	62 573	64 787	-788	5,78%
New Zealand Government	2023-04-17	5,50	8 000	54 358	686,61	1 165	54 928	56 093	571	5,01%
Peruvian Government	2037-08-12	6,90	18 000	41 063	236,46	407	42 564	42 970	1 501	3,83%
Lithuanian Government	2022-02-01	6,62	5 500	42 570	1 001,65	503	55 091	55 593	12 520	4,96%
US Government	2016-08-31	0,50	12 800	87 374	828,27	47	106 018	106 065	18 644	9,46%
US Government	2017-06-30	0,62	10 800	88 468	827,26	140	89 345	89 484	877	7,99%
US Government	2016-11-30	0,87	10 000	87 347	829,79	243	82 979	83 221	-4 369	7,43%
<b>Summa värdepappersportfölj</b>				<b>1 060 025</b>		<b>13 580</b>	<b>1 095 313</b>	<b>1 108 894</b>	<b>35 288</b>	<b>98,95%</b>
Disponibel likviditet				11 931			11 738	11 738	-193	1,05%
<b>Summa andelskapital</b>				<b>1 071 956</b>		<b>13 580</b>	<b>1 107 051</b>	<b>1 120 631</b>	<b>35 095</b>	<b>100,00%</b>

### Nyckeltal

Effektiv underliggande avkastning 2,50% Duration\* 3,98

\* Duration är ett förenklat uttryck för hur mycket kursen på räntepappret fluktuerar 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 31.03.2016.

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

- › Stora svängningar i kreditmarknaden.
- › Minskad exponering mot externa faktorer.
- › Attraktiv ränta på fondens investeringar.

1 2 **RISK** 4 5 6 7

Startdatum	30 maj 2014
Avkastning sedan start	-5,02%
Förvaltningskapital	19 milj SEK
Antal fondsparare	60

AVKASTNING, %	Q1/-16*	12 M*
SKAGEN Credit	0,74	-3,59
OMRX-TBILL	-0,11	-0,42

\* Per 31 mars 2016.



### PORTFÖLJFÖRVALTARE

Ola Sjöstrand och Tomas Nordbø Middelthon

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

# Stora rörelser i marknaden

Det har varit ett mycket volatilt kvartal där framförallt nivån på kreditpåslag generellt har svängt kraftigt.

De stora ändringarna i det generella kreditpåslaget under första kvartalet påverkar naturligt nog fondens avkastning, vilket i sin tur medfört att utvecklingen i enskilda företag och i enskilda obligationer hamnat i skuggan. Det är således de stora rörelserna i marknaden som skapade volatiliteten och inte valet av enskilda obligationer. Många anser att dessa stora nivåändringar beror på osäkerheten runt Kinas framtida ekonomiska tillväxt och följderna för världsekonomin i stort. Vår utgångspunkt för att hitta investeringar är dock enskilda företag och bedömningar av deras specifika situation, och i andra hand omvärldsfaktorer som kan påverka företagets marknader.

### Fokus på företagets förmåga

Vi har sålt några företag vars framtida utveckling är alltför beroende av externa faktorer; däribland två turkiska banker som å ena sidan har bra kreditkvalitet och vars obligationer ger en bra avkastning till en låg risk. Å andra sidan är deras rating och därmed priset på obligationerna beroende av ratingen av Turkiet. Den senaste tiden har det blivit alltmer osäkert om Turkiet kommer att behålla sin investment grade rating. Det här en risk som vi inte önskar ha i fonden. Vi fokuserar på analys av företag och deras möjlighet att behålla eller förbättra sin finansiella situation. Det är också på det sättet vi försöker skapa meravkastning.

### Extra påslag för Brasilien

Vi har en 9 procent stor andel investerad i brasilianska företag. Priset på dessa obligationer påverkas i stor grad av Brasiliens ekonomiska och politiska utveckling. Det är dock en kalkylerad risk och vi är väl medvetna om att externa faktorer styr utvecklingen på alla företagsobligationer utgivna av brasilianska företag.

Ett huvudkontor i Brasilien medför att obligationerna, som är i dollar och som handlas på en internationell räntemarknad, automatiskt får ett högre kreditpåslag än om de haft huvudkontor i en utvecklad marknad. Ett sådant extra påslag drabbar såväl dåliga som bra företag, och på så sätt kan vi hitta mycket bra företag som ger en hög avkastning till en låg företagsspecifik risk. Kemiföretaget Braskem och protein(kött)bolaget JBS är två exempel i den här kategorin.

### Goda utsikter

Fondens investeringar har ett genomsnittligt kreditpåslag på 600 punkter (bps) – en väldigt attraktiv nivå som ger förutsättningar för en bra avkastning under resten av året. När påslaget dessutom stigit främst på grund av att det generella kreditpåslaget i obligationsmarknaden är historiskt högt, finns också en chans att en normalisering skulle kunna stärka fondens avkastning ytterligare. Mer troligt är dock att våra företag visar bra vinst och förbättrad kreditkvalitet och därigenom stiger i värde.



# VÄRDEPAPPERSPORTFÖLJ SKAGEN CREDIT PER 31 MARS 2016

SKAGEN CREDIT SEK	Antal andelar i tusental	SEK	%
SKAGEN Credit	178	18 510	98,94
Likviditet		198	1,06
<b>Summa Andelskapital</b>		<b>18 708</b>	<b>100,00</b>

Valutasäkringsgrad 95,77%, ägarandel av SKAGEN Credit 9,31%

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	Marknads- värde, NOK	Andelar av fonden
<b>Värdepapper</b>						
Gazprom OAO	USD	2018-04-11	800	8,15	7 458	3,68
Petrobras Global Finance BV	USD	2018-03-01	700	5,88	5 624	2,78
Seadrill Ltd	USD	2017-09-15	700	6,13	2 454	1,21
Petrobras Global Finance BV	USD	2020-01-20	100	5,75	726	0,36
<b>Summa Energi</b>					<b>16 262</b>	<b>8,03</b>
Braskem Finance Ltd	USD	2021-04-15	575	5,75	4 698	2,32
INEOS	EUR	2023-05-01	500	4,00	4 688	2,32
Glencore Canada Financial Corp	GBP	2020-05-27	350	7,38	4 571	2,26
Glencore Funding LLC	USD	2019-04-29	475	3,13	3 678	1,82
Glencore Funding LLC	USD	2023-05-30	100	4,13	697	0,34
<b>Summa Råvaror</b>					<b>18 333</b>	<b>9,06</b>
Color Group AS	NOK	2019-09-18	7 000	6,26	6 876	3,40
Stena AB	EUR	2019-02-01	620	5,88	5 921	2,92
PostNL NV	GBP	2018-08-14	400	7,50	5 623	2,78
Norwegian Air Shuttle AS	EUR	2019-12-11	500	7,25	4 961	2,45
Noble Group Ltd	USD	2020-01-29	750	6,75	4 302	2,13
Tallink Group AS	NOK	2018-10-18	4 000	6,17	4 115	2,03
Heathrow Funding Ltd	GBP	2018-09-10	300	6,25	4 035	1,99
Bombardier Inc	USD	2020-03-16	400	7,75	2 889	1,43
Heathrow Funding Ltd	GBP	2020-03-20	200	6,00	2 702	1,33
Norwegian Air Shuttle AS	NOK	2017-07-03	2 000	4,88	1 964	0,97
<b>Summa Kapitalvaror, service och transport</b>					<b>43 387</b>	<b>21,43</b>
Samvardhana Motherson Automotive	EUR	2021-07-15	600	4,13	5 610	2,77
Volkswagen Leasing GmbH	EUR	2022-09-06	500	2,38	5 075	2,51
Best Buy Co Inc	USD	2021-03-15	550	5,50	4 841	2,39
Fiat Finance & Trade SA	EUR	2018-03-15	400	6,63	4 126	2,04
Jaguar Land Rover Automotive Plc	GBP	2023-03-01	200	3,88	2 261	1,12
Fiat Chrysler Finance Europe	EUR	2021-03-22	200	4,75	2 030	1,00
Jaguar Land Rover Automotive Plc	USD	2018-12-14	200	4,13	1 726	0,85
<b>Summa Intäktsberoende konsumtionsvaror</b>					<b>25 670</b>	<b>12,68</b>
Safeway Ltd	GBP	2017-01-10	400	6,00	4 972	2,46
Avon Products Inc	USD	2019-03-01	400	6,50	2 860	1,41
JBS Investments GmbH	USD	2020-10-28	300	7,75	2 548	1,26
Cosan	USD	2023-03-14	300	5,00	2 198	1,09
Lennar Corp	USD	2019-06-17	200	4,50	1 733	0,86
<b>Summa Defensiva konsumtionsvaror</b>					<b>14 310</b>	<b>7,07</b>
Danske Bank AS	GBP	2021-09-29	600	5,38	7 578	3,74
Bank of Baroda	USD	2019-07-23	750	4,88	6 693	3,31
Amlin Plc	GBP	2026-12-18	500	6,50	6 139	3,03
Insurance Australia Group Ltd	GBP	2026-12-21	400	5,63	4 807	2,37
Diamond Bank Plc	USD	2019-05-21	400	8,75	2 899	1,43
Standard Chartered Bank	GBP	2018-04-03	200	7,75	2 789	1,38
Standard Chartered PLC	EUR	2022-11-23	200	3,63	1 874	0,93
American Tower Corp	USD	2019-02-15	200	3,40	1 708	0,84
Banco Est Rio Grande Sul	USD	2022-02-02	250	7,38	1 691	0,84
<b>Summa Bank och finans</b>					<b>36 177</b>	<b>17,87</b>
Rolta Americas LLC	USD	2019-07-24	400	8,88	1 371	0,68
<b>Summa Informationsteknik</b>					<b>1 371</b>	<b>0,68</b>
VimpelCom Holdings BV	USD	2022-03-01	550	7,50	4 834	2,39
Bharti Airtel International	EUR	2021-05-20	400	3,38	4 161	2,06
Bharti Airtel International	EUR	2018-12-10	300	4,00	3 084	1,52
VimpelCom Holdings BV	USD	2017-03-01	200	6,26	1 713	0,85
Frontier Communications Corp	USD	2022-09-15	200	10,50	1 679	0,83
<b>Summa Telekom</b>					<b>15 470</b>	<b>7,64</b>
EDP Finance BV	USD	2019-10-01	850	4,90	7 514	3,71
<b>Summa Nyttotjänster</b>					<b>7 514</b>	<b>3,71</b>
<b>Summa värdepappersportfölj</b>					<b>178 495</b>	<b>88,17</b>
IRS EUR 20210511	EUR	2021-05-11	600		-170	-0,08
IRS EUR 20180620	EUR	2018-06-20	3 000		-459	-0,22
IRS GBP 20180129	GBP	2018-01-29	1 200		-312	-0,16
IRS USD 20210622	USD	2021-06-22	1 000		-332	-0,16
IRS USD 20190820	USD	2019-08-20	2 000		-413	-0,20
IRS USD 20180620	USD	2018-06-20	3 500		-483	-0,24
<b>Summa Derivat</b>					<b>-2 169</b>	<b>-1,06</b>
<b>Likviditet</b>					<b>26 100</b>	<b>12,89</b>
<b>Summa andelskapital</b>					<b>202 425</b>	<b>100,00</b>



# Fortfarande på plus

Första kvartalet blev en svår balansgång för att uppnå positiv avkastning utan att öka risken i fonden. Vi har stått fast vid vår försiktiga investeringsstrategi men ökat andelen något längre investeringar, då dessa ger en attraktiv avkastningspotential relativt risken.

Krona har en väldigt låg ränterisk på 0,13 och avkastningen påverkas därför högst marginellt av ränteändringar. Den genomsnittliga löptiden är på 0,77 år och det här måttet är det mest relevanta att följa för att förstå Kronas risknivå.

Riksbanken sänkte i februari reporäntan från -0,35 till -0,5 procent. Det resulterade i än lägre interbankräntor och därmed allt färre investeringsalternativ med positiv ränta. Nu är det inte bara banker utan en hel del vanliga (stor-)företag som kan låna

pengar på räntemarknaden till negativ ränta. Nästa steg är att även mindre företag och privatpersoner får låna pengar till en negativ ränta. Men det blir nog en realitet först om bankerna också går över till att ge negativ ränta på dessa kunders kontobehållning.

Hur ska man då agera i en penningmarknadsfond när räntorna är så låga? I Krona har vi fokus på att generera en stabil förutsägbar avkastning framför att uppnå den absolut högsta avkastningen. Genom att fortsätta låna ut pengar till företag med god kreditkvalitet och genom att hålla en hög andel av fonden i korta investeringar hoppas vi kunna fortsätta generera en avkastning som står sig mot andra lågriskalternativ. Samtidigt avser vi tillämpa sunt förnuft och inte utesluta bra investeringar när de dyker upp.

## SKAGEN Krona

Tillsammans för bättre räntor

- › Låg, men fortfarande svagt positiv avkastning.
- › Allt lägre räntor i Sverige.
- › Stabilitet viktigare än högsta avkastningen.

RISK	2	3	4	5	6	7
Startdatum	29 juni 2007					
Avkastning sedan start	20,85%					
Förvaltningskapital	460 milj SEK					
Antal fondsparare	315					
<b>AVKASTNING, %</b>	<b>Q1/-16* 12 M*</b>					
SKAGEN Krona	0,01	0,03				
OMRX-TBILL	-0,11	-0,42				

\* Per 31 mars 2016



### PORTFÖLJFÖRVALTARE

Ola Sjöstrand, Elisabeth Gausel och Sondre Solvoll Bakketun

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

Värdepapper	Förfalldatum	Kupong, procent	Nominellt, NOK***	Kostnadspris, NOK***	Marknadskurs, NOK	Upplyst värde, NOK	Marknadsvärde, NOK***	Marknadsvärde inkl upplupen ränta, NOK***	Orealiserad vinst/förlust, NOK***	Andelar av fonden
<b>RÄNTEPAPPER MED RÖRLIG RÄNTA</b>										
<b>Finans</b>										
Danske Bank A/S	2016-09-05	1,46	10 000	10 155	100,65	10	10 065	10 075	-90	2,00%
Ikano Bank SE	2018-02-01	0,70	20 000	20 000	100,02	23	20 003	20 026	3	3,97%
Ikano Bank SE	2016-09-26	0,69	15 000	15 053	100,20	1	15 029	15 030	-24	2,98%
Jyske Bank A/S	2016-05-03	0,67	13 000	13 011	100,06	14	13 008	13 022	-3	2,58%
Länsförsäkringar Bank AB	2018-05-15	0,42	21 000	21 080	100,33	11	21 070	21 081	-10	4,18%
Nordea Bank AB	2016-11-03	1,42	20 000	20 194	100,79	45	20 158	20 203	-36	4,01%
Sparebank 1 SMN	2017-08-28	1,24	10 000	10 131	101,18	11	10 118	10 128	-13	2,01%
Sparebank 1 SMN	2018-10-29	0,60	35 000	35 118	99,44	36	34 803	34 839	-315	6,91%
Sparebank 1 Nord-Norge	2019-01-24	0,47	10 000	9 859	98,62	9	9 862	9 870	3	1,96%
Sparebanken Vest	2018-09-10	0,06	22 000	21 851	98,67	1	21 708	21 709	-142	4,31%
<b>Industri</b>										
Arla Foods amba	2018-06-04	1,21	10 000	10 165	101,19	9	10 119	10 128	-46	2,01%
Fortum Värme	2017-11-27	0,16	20 000	20 000	100,00	3	20 000	20 002	0	3,97%
Skanska Financial Services AB	2016-11-22	1,39	4 000	4 051	100,83	6	4 033	4 039	-18	0,80%
Skanska Financial Services AB	2016-04-25	1,47	14 000	14 066	100,11	51	14 015	14 066	-51	2,79%
Volvo Treasury AB	2016-06-03	0,71	7 000	7 015	100,11	4	7 008	7 011	-8	1,39%
Volvo Treasury AB	2016-09-19	0,00	15 000	15 000	99,87	-	14 981	14 981	-19	2,97%
<b>RÄNTEPAPPER MED FAST RÄNTA</b>										
<b>Finans</b>										
Ikano Bank SE	2016-05-10	0,00	5 000	4 994	99,97	-	4 999	4 999	5	0,99%
<b>Industri</b>										
Akelius	2016-09-05	0,00	10 000	9 987	99,85	-	9 985	9 985	-2	1,98%
Akelius	2016-05-19	0,00	9 000	8 996	99,97	-	8 998	8 998	2	1,78%
Arla Foods amba	2016-05-10	0,00	12 000	11 998	99,99	-	11 999	11 999	1	2,38%
Castellum AB	2016-05-18	0,00	13 000	12 989	100,00	-	12 999	12 999	10	2,58%
Castellum AB	2016-08-18	0,00	7 000	6 995	99,93	-	6 995	6 995	0	1,39%
Fabege AB	2016-04-08	0,00	9 000	8 994	100,00	-	9 000	9 000	6	1,78%
Fabege AB	2016-04-22	0,00	13 000	12 989	100,00	-	13 001	13 001	11	2,58%
Getinge AB	2016-04-25	0,00	17 000	16 976	100,00	-	17 000	17 000	24	3,37%
Getinge AB	2016-05-31	0,00	5 000	4 994	99,99	-	5 000	5 000	5	0,99%
Hexagon AB	2016-04-11	0,00	20 000	19 985	100,00	-	19 999	19 999	14	3,97%
Hexagon AB	2016-05-11	0,00	10 000	9 994	99,99	-	9 999	9 999	4	1,98%
Hexagon AB	2016-04-21	0,00	10 000	9 996	99,99	-	9 999	9 999	4	1,98%
Indutrade	2016-08-24	0,00	15 000	14 990	99,91	-	14 986	14 986	-4	2,97%
Indutrade	2016-04-26	0,00	15 000	14 991	100,00	-	14 999	14 999	9	2,97%
Intrum Justitia AB	2016-04-01	0,00	11 000	10 998	100,00	-	11 000	11 000	2	2,18%
Intrum Justitia AB	2016-06-07	0,00	5 000	4 999	99,98	-	4 999	4 999	0	0,99%
Intrum Justitia AB	2016-05-26	0,00	6 000	5 999	99,98	-	5 999	5 999	0	1,19%
Tele2 AB	2016-04-07	0,00	7 000	6 999	100,00	-	7 000	7 000	1	1,39%
Trelleborg Treasury AB	2016-04-22	0,00	19 000	18 991	100,00	-	19 000	19 000	9	3,77%
Volkswagen Finans Sverige AB	2016-04-25	0,00	23 000	22 972	99,98	-	22 995	22 995	23	4,56%
<b>Summa värdepappersportfölj</b>			<b>487 573</b>			<b>232</b>	<b>486 930</b>	<b>487 162</b>	<b>-643</b>	<b>96,62%</b>
Disponibel likviditet			17 038			15	17 038	17 053		3,38%
<b>Summa andelskapital</b>			<b>504 611</b>			<b>247</b>	<b>503 968</b>	<b>504 215</b>	<b>-643</b>	<b>100,00%</b>
<b>Nyckeltal</b>										
Effektiv underliggande avkastning	0,22%		Effektiv avkastning till kunder*	0,12%		Duration**	0,13			

\* Effektiv underliggande avkastning justerat för förvaltningsavgifter. \*\* Duration är ett förenklat uttryck för hur mycket kursen på räntepapper fakturerar 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 31.03.2016. Obligationer och certifikat där det inte existerar "market-maker" kurser prissätts från tid till tid mot gällande yield-kurva.

Kurs per 31.03.2016

100,2315

# Avkastnings- och riskredovisning

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

Per 31.03.2016	Hittills i år	Senaste året	Senaste 2 år	Senaste 3 år	Senaste 5 år	Senaste 10 år	Sedan start
SKAGEN Vekst A*	-2,8%	-10,9%	0,4%	7,6%	1,8%	2,6%	13,3%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	-4,0%	-9,6%	10,2%	12,5%	8,9%	4,9%	9,5%
SKAGEN Global A**	-5,7%	-11,3%	6,0%	9,2%	6,8%	5,3%	14,6%
MSCI World AC	-3,5%	-10,3%	12,3%	13,9%	10,6%	4,1%	4,2%
SKAGEN Kon-Tiki A****	-0,8%	-17,8%	-0,7%	2,1%	-0,2%	5,1%	12,9%
MSCI Emerging Markets	1,7%	-17,3%	5,2%	3,1%	0,8%	3,4%	7,1%
SKAGEN m <sup>2</sup> A	-1,3%	-15,8%	11,1%	4,7%			6,8%
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	0,3%	-7,4%	19,1%	12,0%			13,6%
SKAGEN Focus A	-4,7%						-19,9%
MSCI World AC	-3,5%						-11,0%
SKAGEN Tellus A***	0,92%	-10,65%	6,04%	5,78%	5,51%		5,16%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR	2,48%	-1,11%	12,47%	8,73%	5,96%		5,03%
SKAGEN Credit SEK	0,74%	-3,59%					-2,76%
OMRX Treasury Bill Index	-0,11%	-0,42%					-0,11%
SKAGEN Krona	0,01%	0,03%	0,50%	1,04%	1,94%		2,19%
OMRX Treasury Bill Index	-0,11%	-0,42%	-0,04%	0,25%	0,69%		1,22%

## Riskmått

Per 31.3.2016	SKAGEN Vekst A	SKAGEN Global A	SKAGEN Kon-Tiki A	SKAGEN Focus	SKAGEN m <sup>2</sup>	SKAGEN Tellus A
<b>TRADITIONELLA RISKMÅTT SENASTE 5 ÅR</b>						
Standardavvikelse NAV	13,6%	13,1%	15,4%			6,3%
Standardavvikelse jämförelseindex	11,9%	10,9%	14,5%			8,7%
Tracking Error	6,2%	4,8%	5,0%			5,8%
Beta	1,02	1,13	1,01			0,54
Active share*****	92%	93%	96%	99%	93%	

## Riskjusterad avkastning

Per 31.3.2016	SKAGEN Vekst A	SKAGEN Global A	SKAGEN Kon-Tiki A	SKAGEN Focus	SKAGEN m <sup>2</sup>	SKAGEN Tellus A
<b>TRADITIONELLA PRESTATIONSMÅTT SENASTE 5 ÅR</b>						
Alfa	-6,9%	-4,9%	-1,0%			2,2%
Sharpe aritmetisk	0,08	0,45	-0,06			0,74
Sharpe Ratio jämförelseindex	0,66	0,87	0,01			0,59
Informationskvot aritmetisk	-1,08	-0,74	-0,20			-0,07

\* 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.

\*\*\*\* Jämförelseindex före 1/1 2004 var MSCI World Index.

\*\*\*\*\* Active share per den 31/3 2016

## 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 standardavvikelse 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 avvikelseerna är större än de negativa, har fonden uppnått högre avkastning än index. Summan av positiva och negativ avvikelse 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 merkavkastning. Informationskvoten används också som ett mått för riskjusterad avkastning där risken tolkas som faran för ojämn merkavkastning. Informationskvoten mäter därmed förvaltarens förmåga att skapa säker merkavkastning, medan relativ volatilitet mäter förmågan att skapa jämn merkavkastning.

**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 indexavvikelse. Det är ett mått på förmågan att skapa merkavkastning 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 avvikelse och är ett mått på fondens oberoende av jämförelseindex.

**Konsistens** är andelen månader med merkavkastning 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 2007 i 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 (redaktör), Tore Bang,  
Parisa Kate Lemaire, Michael Metzler,  
Trygve Meyer, Vevika Sjøberg,  
Ole-Christian Tronstad.

Form: Werksemd

Framsidesbild: *Sol over brænding*, 1871.  
Av P S Krøyer, en av Skagenmålarna.  
Bilden tillhör Skagens Konstmuseer  
(beskuren).

**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 portföljförvaltarnas 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.

