

MARKNADSRAPPORT

SKAGEN



TÅLAMOD LÖNAR SIG

DET LJUSNAR PÅ TILLVÄXTMARKNADERNA OCH VÄRDEAKTIER ÄR PÅ VÄG TILLBAKA

NUMMER 2 | APRIL 2017 | www.skagenfonder.se

Bästa andelsägare,

Det är i skrivande stund bara några dagar sedan terrorn slog till utanför vårt kontor på Drottninggatan i Stockholm. En fruktansvärd och helt oförståelig handling som vi och andra för alltid kommer minnas med stor sorg.

Även om vissa framtida händelser bedöms som troliga så är det näst intill omöjligt att med exakthet veta när de kommer att inträffa. Precis som för polisen handlar mycket av en aktiv fondförvaltares arbete om att bedöma framtida scenarier likväl som risker – och sannolikheten för att de ska inträffa. Men till skillnad från mycket av det polisiära arbetet har en långsiktig fondförvaltare ofta tiden på sin sida.

Starka aktiemarknader trots osäkerhet

Vid ingången av 2017 visste vi att mycket skulle kretsa kring politiska ledare såsom Donald Trump och Theresa May. Den amerikanske presidentens första tid i ämbetet har visat sig vara allt annat än en segerparad. Presidentens varierande relation till det egna republikanska partiet har bland annat lett till att hans föreslagna ändringar av den amerikanska sjukvårdsreformen, Obamacare, inte gick igenom i den första rundan. Något som aktiemarknaden inte mottog väl. Vi måste här påminna oss om att detta var ett centralt löfte i hans valkampanj.

Med det sagt, har den amerikanska aktiemarknaden haft en mycket positiv utveckling under Trumps första tid vid makten. Amerikanska bolag är väsentligt mycket högre värderade idag vilket i än högre grad ökar betydelsen för fundamental bolagsanalys och god aktieselektion.

Aktiv bolagsanalys bär frukt

Närmare oss, i Europa och Storbritannien, börjar realiteten kring Brexit sjunka in efter att premiärminister Theresa May i slutet av mars aktiverade artikel 50 och därmed startade den historiska processen med att frikoppla ö-riket från resten av EU. Man kan tycka att så stora händelser skulle få ett negativt genomslag på våra fonder. Men den goda kursutvecklingen på många av världens börser som startade i fjol har fortsatt under årets första kvartal.

Samtliga fonder har haft en positiv utveckling hittills i år, och över de senaste tolv månaderna har sex av sju fonder slagit sina respektive jämförelseindex. Självklart har marknadsutvecklingen spelat en viktig roll, där framförallt tillväxtmarknaderna fortsatt prestera bättre än marknaderna i väst. Men även vår aktiva bolagsanalys har burit frukt vilket är glädjande.

Nya medarbetare

Vår högsta prioritet är att arbeta för bästa möjliga riskjusterade avkastning åt våra andelsägare. Med det målet som ledstjärna har vi under kvartalet fortsatt utveckla vår organisation och fortsätta utmana oss själva i vår förvaltning. Vi är mycket glada över att kunna välkomna den välrenommerade fondförvaltaren Øyvind Fjell till vårt team. Genom åren har han bland annat blivit nominerad som bästa nordiska förvaltare av fondanalysföretaget Morningstar. I sommar får också vår svenska filial ett nytt tillskott genom Wilhelm Larsén, som kommer att arbeta med våra distributörer runtom i landet.

Med önskan om en riktigt vacker vår,



– Per Wennberg
vd, SKAGEN Fonder Sverige



Foto: Bloomberg

22

Italiens näst största bank Unicredit är ett nytt bolag i SKAGEN Focus.



Foto: Bloomberg

18

Naspers gjorde comeback med besked i kvartalet efter dystra siffror kvartalet innan.



Foto: Bloomberg

10 + 14 + 22

Sydkoreas största biltilverkare hade ett bra första kvartal och SKAGEN Kon-Tiki, SKAGEN Global och SKAGEN Focus har stora förväntningar för resten av 2017.

LEDARE

Ledare › 2
Per Wennberg

Avkastning › 4

INVESTERINGS-DIREKTÖRENS BERÄTTELSE › 5

Starka aktiemarknader under första kvartalet › 6

AKTIEFONDER

SKAGEN Vekst › 10
Oron klingade av

SKAGEN Global › 14
Konsten att ha perspektiv

SKAGEN Kon-Tiki › 18
Lön för tålmodet till sist

SKAGEN m² › 22
Tillväxtmarknader lyfte portföljen

SKAGEN Focus › 26
Aktiemarknaderna trotsade osäkerheten

RÄNTEFONDER

Makrokommentarer › 30
Trump mot trenden

SKAGEN Tellus › 31
Trumpeuforin dämpas

SKAGEN Credit › 32
God avkastning trots lägre risknivå

SKAGEN Krona › 34
Stabilt och bra kvartal

RISK O. AVKASTNING

Risk och avkastning › 35

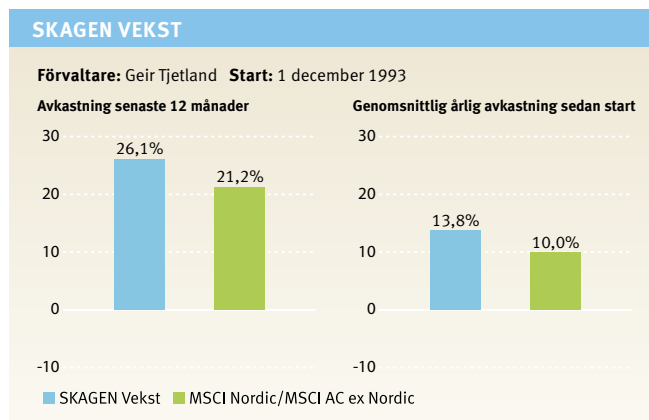
Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. Framtida avkastning kommer bland annat att bero på marknadens utveckling, förvaltarens skicklighet, fondens risk samt förvaltningsavgifter. Avkastningen kan bli negativ till följd av kursnedgångar. Faktablad och informationsbroschyrer (prospekt)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

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

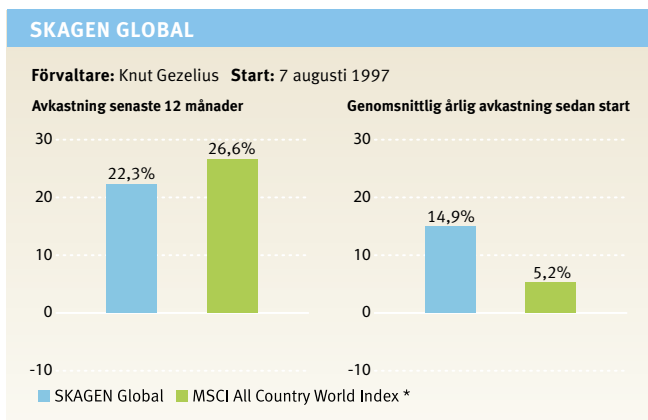
SKAGEN har som mål att säkerställa att all information i Marknadsrapporten är korrekt, men vill reservera sig för eventuella fel och utelämnanden. Uttalanden som reflekterar portföljförvaltarnas syn är gjorda vid en bestämd tidpunkt – och kan förändras utan förvarning.

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.

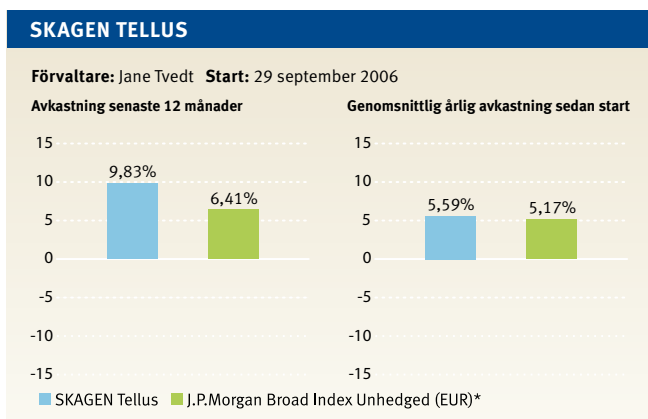
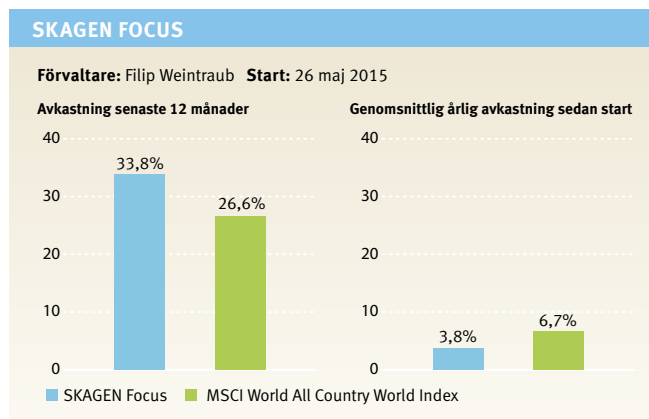
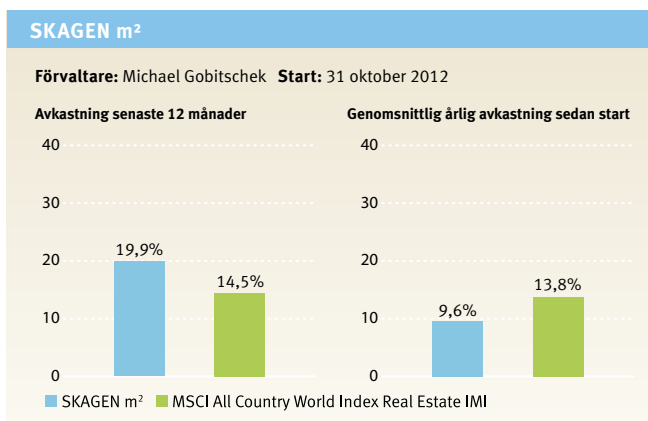
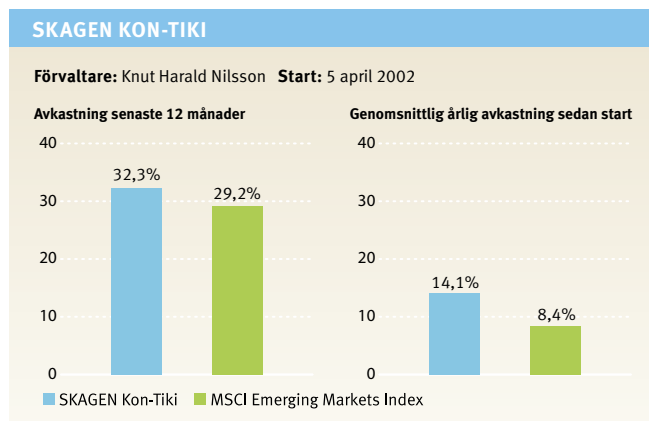
FONDAVKASTNING PER DEN 31 MARS 2017



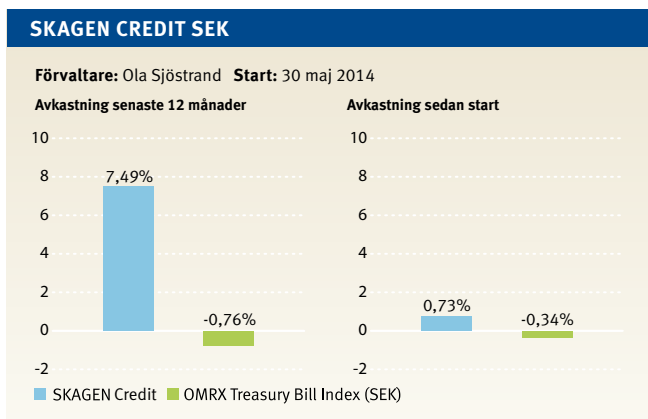
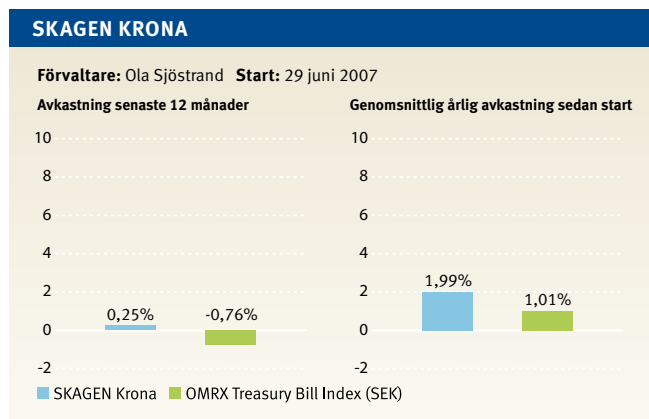
* Från och med 1 jan 2014 ändrades fondens investeringsmandat från att investera minst 50% av kapitalet i Norge, till att investera minst 50% av kapitalet i de nordiska länderna. Det innebär att avkastningen före ändringen uppnåddes under andra förutsättningar än i dag. Fondens jämförelseindex före 1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

Foto: Bloomberg



Efter att Hyundai Motors aktiekurs rört sig i sidled de senaste två åren tog den äntligen fart igen i kvartalet. Nu tror vi att Hyundai kan tända på alla cylindrarna under resten av året. Vi lär få se en ökad efterfrågan på tillväxtmarknaderna, där Hyundai är överrepresenterat genom sin starka ställning på marknader som Ryssland, Brasilien och Mellanöstern.

Foto: Bloomberg



Ett viktigt land för SKAGEN är Sydkorea med reformer på dagordningen. På uppdrag av våra kunder har vi nästan 9 miljarder investerade i små och stora företag där. Ett nyval är utlyst i maj efter att presidenten avsatts.



Upp eller ner? Vissa anser att tiden är mogen för en korrektion. Andra att det finns grogrund för ytterligare vinster i framtiden.

Portföljförvaltarnas berättelse

Inledning

- › Starkt första kvartal både i utvecklade och tillväxtmarknader, endast kraftsektorn hamnade efter.
- › Aktiefonderna kunde vid utgången av kvartalet visa en avkastning på mellan 1,9 procent (SKAGEN m²) och 11,2 procent (SKAGEN Kon-Tiki).
- › Två teman upptog oss särskilt under första kvartalet:
 - Aktiemarknadernas fortsatta utveckling, givet tillväxt- och vinstutsikterna
 - Reformerna i tillväxtmarknaderna, särskilt i Sydkorea som vi besökte under kvartalet.
- › Vårt främsta sparråd – det lönar sig alltid att vara långsiktig.

Starka aktiemarknader under första kvartalet

Första kvartalet var mycket starkt, både i utvecklade marknader och tillväxtmarknader. Alla våra aktiefonder och räntefonder levererade goda resultat under kvartalet. Aktiefonderna kan vid slutet av kvartalet visa en avkastning på mellan 1,9 procent (SKAGEN m²) och 11,2 procent (SKAGEN Kon-Tiki).

– Alexandra Morris
Investeringsdirektör

Ser vi till utvecklingen inom enskilda sektorer, var det bara kraftsektorn som gav negativ avkastning under perioden – och då i utvecklade marknader.

Med tanke på den goda inledningen på året, är det värt att göra några reflektioner om den framtida utvecklingen. Det finns två teman som har upptagit oss under de första tre månaderna. Det första är naturligtvis utvecklingen på aktiemarknaden i framtiden. Det andra temat är reformer i tillväxtmarknaderna, framför allt i Sydkorea.

Upp – eller ner?

Vi måste vi erkänna att det första temat är en svår fråga. Sanningen är att ingen vet hur aktiemarknaden kommer att röra sig på kort sikt, inte ens förvaltare med lång erfarenhet.

I skrivande stund tvistar de lärde. Vissa anser att åtta år av mer eller mindre oavbruten uppgång sedan finanskrisen är tillräckligt lång och att tiden är mogen för en korrektion. Andra påpekar att den

underliggande tillväxten i världsekonomin är stark, vilket ger grogrund för ytterligare vinster i framtiden.

Vi kan ganska helt lista flera skäl till båda synsätten – både uppåt och nedåt.

Vad kan få marknaden att falla tillbaka?

1. Den amerikanska aktiemarknaden har stigit i en nästan rak linje efter botten 2009. Det är den näst längsta oavbrutna ökningen någonsin. Marknaden är redo för en korrektion.

2. Aktiemarknaden har stigit mer än resultaten i bolagen. Alltså har aktier blivit dyrare mätt i nyckeltalet pris per aktie/inst per aktie. Den amerikanska marknaden har inte varit så dyr sedan IT-bubblan kring millennieskiftet.

3. "Alla" är positiva till marknaden. USA:s volatilitetsindikator VIX, även kallat "Fear Index", har aldrig varit så lågt under så lång tid. Med så låga nivåer behövs inte mycket för att en liten, negativ nyhet ska få alla att rusa mot utgången och vilja sälja sina aktier.

4. Den politiska situationen är inflammerad på många håll i världen, och osäkerheten sprider sig. I Sydkorea sitter den nyligen avsatte presidenten i fängelse och landet väntar på nyval nästa månad. I Europa skapar Brexit och valet i Frankrike oro. Val i Turkiet och Iran ger även osäkerhet. Och sist men inte minst, vad kommer Trump att göra?

Vad kan få aktiemarknaden att stiga ytterligare?

1. Även om summan av alla börsnoterade företag i Världindex når nya höjder, är fortfarande genomsnittet av bolagen 26 procent mindre värda än de var på sina egna toppnoteringar. Det finns därför gott om bolag som inte har deltagit i den breda återhämtningen och som kommer att hjälpa aktiemarknaden att nå nya höjder. Aktiemarknaden är därför ett paradiset för aktiva förvaltare som letar efter enstaka goda företag.

2. De flesta ekonomiska indikatorer visar en stark underliggande tillväxt.



Arbetslösheten faller, optimismen stiger, och det gör konsumtionen också. Man kan därför anta att företagens vinster kommer att öka och "komma ikapp" aktiekurserna. Med andra ord, inga aktier är så dyra som de verkar.

3. Det låga VIX-indexet är ett tecken på att solen faktiskt skiner över världsekonomin. Både tillväxtmarknader och utvecklade marknader är starka.

4. Och politiken? Säg mig en gång det inte har funnits osäkerhet i världspolitik. Eurokrisen, invasionen av Krimhalvön, Kim Jong-Uns fortsatta kärnvapenprov i Nordkorea...

Slutsatsen är att ingen vet något om vägen framåt på kort sikt. På lång sikt visar dock historien att marknaden bör stiga ytterligare, vare sig det kommer en korrigering inom en snar framtid eller inte.

Investeringspsykologi

Vi förstår mycket väl önskan att söka de bästa fonderna och lusten att försöka und-

vika de sämsta dagarna på aktiemarknaden, som ofta är värre känslomässigt än att inte vara med om de bästa dagarna.

Utmaningen är att de sämsta dagarna ofta kommer samlat och är minst lika svåra att identifiera som de bästa dagarna. Men kom ihåg att det är en nästan omöjlig uppgift att förutse dessa dagar och att det lönar sig att sitta still i det långa loppet – utan att gå för mycket in och ut.

Därför är det viktigt att inte låta rädslan eller girigheten ta över. Genom att ge efter för lusten att söka sig till de fonder som gett den bästa avkastningen den senaste tiden, eller att försöka pricka toppar och dalar, kommer tidpunkten för investeringarna påverkas och mindre optimalt. Resultatet kan bli sämre avkastning än en fond har levererat över tiden. Till exempel har SKAGEN Vekst sedan 1993 gått upp 2219 procent, en fantastisk avkastning som kunde ha varit betydligt lägre med handel och dålig timing.

Och kom ihåg vårt främsta sparråd: Det lönar sig alltid att vara långsiktig. Kortsik-

tigt agerande kan minska den långsiktiga avkastningen för dig som sparar.

Tillväxtmarknadsreformer och Sydkorea

Det andra temat som upptagit oss under första kvartalet är ett tema som vi tror kommer att bidra till att ge våra andelsägare stora vinster framöver.

Nyckelordet är reformer. Tillväxtmarknaderna erbjuder många spännande investeringsmöjligheter och värderingar är fortfarande låga jämfört med de utvecklade marknaderna. Detta efter flera år av sjunkande vinster på grund av hög kostnadsinflation och lägre efterfrågan. Nu är kostnaderna i bolagen på vägen ner, efterfrågan på uppgång och detta är överlag mycket positivt för företagen. Vi sade i början av året att vi trodde att 2017 skulle bli ett tillväxtmarknadsår. Hittills stämmer det.

Utöver den allmänna förbättringen av de underliggande ekonomiska förhållandena, kommer reformer i flera stora tillväxtländer som Indien och Kina att hjälpa till.



ÖVERSIKT ÖVER DE LÄNGSTA UPPGÅNGSPERIODERNA BASERAT PÅ S&P 500



Ett viktigt land för SKAGEN är Sydkorea med reformer på dagordningen. På uppdrag av våra kunder har vi nästan 9 miljarder investerade i små och stora företag där. Ett nyval är utlyst i maj efter att presidenten avsatts.

Nyligen var två portföljförvaltare och jag själv på plats i Sydkorea för att lära oss mer. Besöket gav oss intrycket att en generationsväxling är på väg i många av de största företagen. De familjeägda konglomeraten, så kallade chaebols, tycks sakta röra sig i rätt riktning när det gäller minoritetsaktieägares rättigheter och representation i styrande organ. Denna utveckling kommer efter politiska påtryckningar, och kan bli än starkare efter valet.

Vi har redan sett att vår största investering i Sydkorea, elektronikbolaget Samsung, haft en fantastisk utveckling på börsen – både efter företagets goda resultat men också på grund av de stora

reformer i bolagsstyrningen. Samsung har fortfarande en lång väg att gå, men har verkligen varit en spjutspets inom detta område. Detta noteras också i andra noterade bolag i Sydkorea.

I SKAGEN är vi försiktigt optimistiska inför utveckling, men förväntar oss att dessa processer kommer att ta tid. En radikal omvälvning är då inte heller nödvändigt för att våra fonder ska dra nytta av de mer än 20 års erfarenhet vi har av att investera i Sydkorea och de familjestyrda konglomeraten.

Chaebolerna har varit en viktig drivkraft för utvecklingen i företagen och landet sedan andra världskriget, och i SKAGEN tyckte vi att vi kunde dra nytta av fokuserade och starka privata ägare. En förändring kommer dock att vara till hjälp för att locka fler internationella investerare som anser att de nuvarande strukturerna är svåra.



Den sydkoreanska elektronikgiganten Samsung Electronics gav starka bidrag i såväl SKAGEN Vekst som SKAGEN Kon-Tiki och SKAGEN Global under kvartalet. Företaget kom med utmärkta resultat för helåret och en optimistisk prognos. Nyligen lanserade de dessutom en imponerande uppdatering av flaggskeppsmobilens Galaxy S.



Foton: Bloomberg

En trader på Chicagobörsen (CBOE) studerar VIX-indexets utveckling på sin skärm. VIX-indexet – även kallat "Fear index" – har aldrig varit så lågt under en så lång period som den nuvarande.



SKAGEN Vekst

Den smala stigen till välstånd

- › Samsung bidrog mest till avkastningen.
- › Den politiska oron mattades.
- › Ökat intresse för värdeaktier.

	1	2	3	4	RISK	6	7
Startdatum	1 december 1993						
Avkastning sedan start	1 940,3%						
Genomsnittlig årlig avkastning sedan start	13,8%						
Förvaltningskapital	8 201 miljoner SEK						
Antal fondsparare	68 947						
AVKASTNING, %	Q1/-17*						12 M*
SKAGEN Vekst	5,7						26,1
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	5,0						21,2

* Per 31 mars 2017

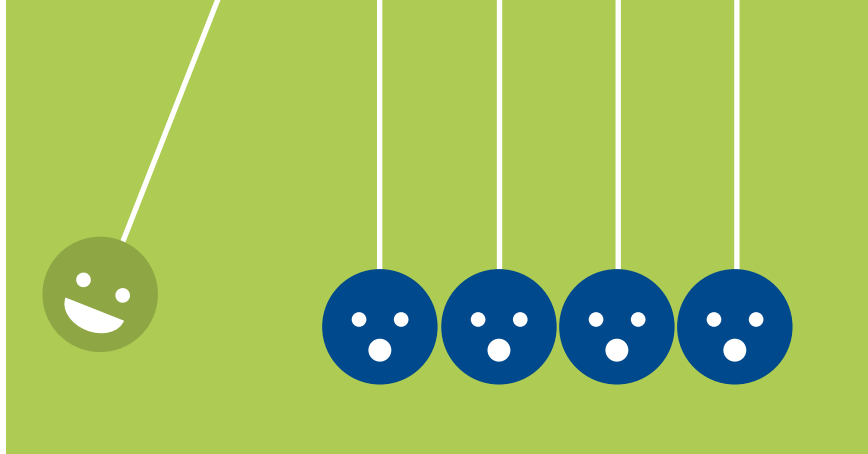


PORTFÖLJFÖRVALTARE

Geir Tjetland, Ole Sjøberg* och Alexander Stensrud**

*Slutade 1 april 2017. **Junior portföljförvaltare.

Einar Hein, Cyklister i havstokken, 1894. Bilden är manipulerad och tillhör Skagens Konstmuseer.



Oron klingade av

Optimismen fortsatte under årets första kvartal och tendensen är positiv, i synnerhet om intresset för värdeaktier håller i sig och förväntningarna på räntehöjningar ökar.

Det gångna kvartalet bjöd över lag på fina uppgångar på världens börser. Oron i samband med förra årets val och folkomröstningar klingade snabbt av, och den optimism som spred sig på aktiemarknaderna under hösten fortsatte efter årsskiftet. Nervositeten inför årets viktiga val i Europa har dröjt och många lugnades av valresultatet i Nederländerna.

SKAGEN Vekst noterade en avkastning på 5,7 procent för kvartalet, något bättre än jämförelseindexets 5,0 procent.

SKAGEN VEKST Q1 2017 (% AV FÖRVALTNINGSKAPITALET)

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

KURSHISTORIK SKAGEN VEKST*



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



Norsk Hydro blev åter en stor bidragsgivare för fonden. Huvudorsaken var stigande aluminiumpris. Bilden är tagen i Norsk Hydros anläggning i Høyanger, en av de första aluminiumfabrikerna i Norge.

Innehaven som bidrog mest

Det innehav som bidrog mest till fondens avkastning i det första kvartalet var välkända Samsung, vars aktie steg 12 procent i lokal valuta. Uppgången skedde trots stor politisk oro i Sydkorea och trots att företagets vd fängslades på grund av sina kontakter med den avsatta presidenten. Att aktien ändå steg berodde på starkare bolagsstyrning, ökad lönsamhet i halvledardivisionen och lanseringen av den nya flaggskeppsmobilen S8. När marknadens förväntningar ökade tog vi tillfället i akt att trimma positionen en aning.

Fondens innehav i Golden Ocean inleddes för runt ett år sedan när företaget refinansierades. Omläggningen gav dem några års andrum i väntan på att fartygsvärden och rater skulle klättra uppåt från historiskt låga nivåer. Under hösten såg vi de första tecknen på det, och sedan dess har utvecklingen på marknaden varit fortsatt gynnsam. Aktien steg hela 58 procent i första kvartalet. När företaget genomförde en nyemission för att finansiera köpet av fjorton fartyg från Quintana Shipping behöll vi vår ägarandel. Det finns extremt få nybeställningar i orderböckerna just nu, vilket kommer att bidra till fortsatt värdeökning för de fartyg som är i drift.

Norsk Hydro stod än en gång för ett av de största bidragen till fondens avkastning. Huvudorsaken var uppgången för aluminiumpriset, som drivs av att Kina väntas fortsätta stänga ner kapacitet. Vi minskade vår position markant under kvartalet eftersom mycket av uppsidan redan har realiserats.

En av fondens bäst avkastande aktier under de senaste fem åren, Continental, hämtade upp en del efter fjolårets svaga utveckling. Företaget tuffar på med 5 procents årlig tillväxt samtidigt som lönsamheten är god. Continental är nu fondens största investering och står för drygt 6 procent av portföljvärdet. Vi tror att företaget kan nå upp till en omsättning på 50 miljarder euro före 2020 och anser att det finns en hel del uppsida kvar.

Andra fina bidrag till avkastningen i första kvartalet kom från Ericsson, eBay och Sodastream.

Minussidan

På minussidan var det främst flygbolaget Norwegian som utmärkte sig med ett kursras på nästan 18 procent under kvartalet. Nedgången berodde i första hand på marknadens oro för att Norwegian inte ska klara lånekostnaderna för det hundratal flygplan som köpts in, och för prispresen på biljetter när kapaciteten i lågprissegmentet ökar i Europa. Vi anser dock att företaget gott och väl kan hantera kostnaderna, särskilt som delar av flottan kan säljas och leasas tillbaka. Operativt imponerar de fortfarande, inte minst genom framgångarna med långdistanssatsningen. Att äga aktier i Norwegian är turbulent, men vi har inte tappat tron på att företaget ska kunna göra en vinst på 50 kronor per aktie om två till tre år.

Världens näst största klädkedja, Hennes & Mauritz, drog också ner fondens avkastning när aktien föll nära 10 procent. Företagets bruttomarginal har utvecklats negativt i flera år. Efter en förbättring under de senaste två kvartalen bedömer vi dock att denna håller på att stabiliseras. Stora varulager och omfattande reor är ett bekymmer, men vi tror att företaget håller på att vända den trenden och kan fortsätta växa 10–15 procent om året med god lönsamhet.



Foto: Bloomberg

Läkemedelsbolaget Teva togs åter in i portföljen under första kvartalet. Vi anser att bolaget kan generera stora vinster de kommande åren och minska skuldsättningen.

Nya och utökade positioner

Under kvartalet investerade vi i Fredriksens nya riggsatsning, Northern Drilling. Tills vidare är placeringen en ren "asset play" som grundar sig på köpet av nybygget West Mira och optionen att köpa en annan nybyggd rigg, Bollsta. Det här kan bli starten på ett nytt äventyr för Fredriksen och det är inte omöjligt att företaget passar på att göra fler köp nu när skrotvärdena är låga.

Vi har också investerat i ett annat riggbolag, BORR Drilling. Företaget har

tagit ett nytt steg genom att köpa alla 15 jack-up-riggarna i Transoceans flotta och har redan blivit en stor aktör på området.

Läkemedelsföretaget Teva togs in i portföljen igen under första kvartalet. Värderingen har nästan halverats sedan början av 2016, eftersom investerarna är frustrerade över hur företaget drivs och inte minst över hur mycket skuldsättningen ökat efter uppköp. Vi tror att Teva kan generera ett kassaflöde på fem miljarder dollar de närmaste åren och därmed minska sin skuldsättning med fyra miljarder

dollar om året. Den största risken är om försäljningen av MS-läkemedlet Copaxone skulle sjunka snabbare än vi tror.

Den japanska hissproducenten Fujitec fick också ta plats i portföljen under kvartalet. Företaget har drygt två procent av världsmarknaden men är främst verksamt i Asien. Investeringsbeslutet grundar sig först och främst på att företaget trots stark balansräkning bara kostar en bråkdel av jämförbara företag som Kone och Schindler.

Under kvartalet byggde vi också ut våra positioner i Kia Motors och Gazprom.



Innehav som reducerats eller sålts

Den kinesiska polykisel-tillverkaren GCL-Poly Energy lämnade fonden under kvartalet. Det pågående handelskriget mellan Kina och USA har bara skapat förlorare, och även om GCL-Poly Energy hade utmärkta förutsättningar att utnyttja det fördelaktiga prisläget i Kina syntes det inte i resultatet. Vi hade aldrig någon stor position i företaget, men den gav inte heller tillfredsställande avkastning.

Även norska Medistim såldes under kvartalet. Aktiekursen har fyrdubblats

sedan slutet av 2012 och innehavet har gett ett bra bidrag till fondens avkastning. Företaget är välskött och har bra produkter, men vår rikt Kurs hade uppnåtts. Pengarna har istället placerats i Novo Nordisk.

Tyska SAP har länge haft en stor position i SKAGEN Vekst. I vintras kom kursen mycket nära vår rikt Kurs och vi har därför mer än halverat innehavet. Positionerna i Volvo, ABB och Danske Bank har också trimmats av samma skäl.

När vi nu går mot ljusare och varmare tider är SKAGEN Veksts portfölj värderad

till 1,3 gånger bokfört värde och 13,6 gånger företagets vinster. Båda siffrorna är betydligt lägre än för den breda marknaden. Som vi skrev i vår förra rapport såg vi att intresset för värdeaktier ökade under hela förra året på bekostnad av tillväxtaktier och så kallade stable earners. Den tendensen har i viss mån fortsatt i år och kan hålla i sig, i synnerhet om förväntningarna på ränteökningar tilltar.

SKAGEN Global

En värld full av möjligheter

- › Viktigt ha perspektiv när aktiemarknaden präglas av Keynes "djuriska instinkter".
- › Fondfavoriten Unilever bidrog mest till absolutavkastningen.
- › Kraftsektorn var klart impopulär, men vi gick mot strömmen och köpte spanska Red Electrica.

1	2	3	4	RISK	6	7
Startdatum	7 augusti 1997					
Avkastning sedan start	1 440,5%					
Genomsnittlig årlig avkastning sedan start	14,9%					
Förvaltningskapital	29 393 miljoner SEK					
Antal fondsparare	86 692					
AVKASTNING, %	Q1/-17*	12 M*				
SKAGEN Global	5,1	22,3				
MSCI ACWI	5,1	26,6				

* Per 31 mars 2017



PORTFÖLJFÖRVALTARE

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

P.S. Krøyer, Fra heden nord for Skagen, 1885. Bilden är manipulerad och tillhör Skagens Konstmuseer.

Konsten att ha perspektiv

SKAGEN Global avkastade 5,1 procent under kvartalet, vilket var i linje med fondens jämförelseindex. Bäst inverkan på den absoluta avkastningen hade Unilever, G4S och Samsung Electronics.

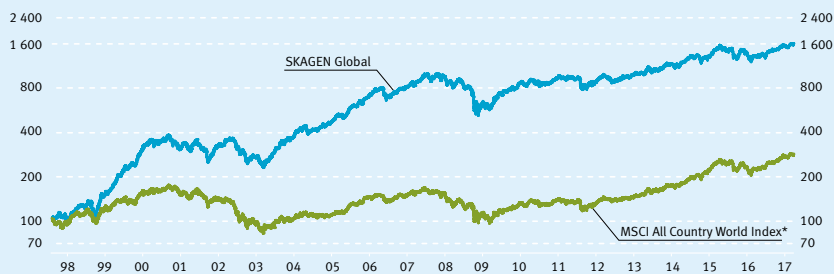
Det amerikanska republikanska partiet är i den ovanliga sitsen att ha kontroll över Vita huset, senaten och representanthuset samtidigt. Men frågan är om detta verkligen kommer att ge ny skjuts åt den globala tillväxten och leda till ännu en gyllene era för aktiemarknaden?

Många marknadskännare menar att saker och ting är annorlunda nu med president Trump vid rodet. Med sina långtgående planer på att minska skadliga regleringar, sänka skatter och uppmuntra kapital att flytta hem från utlandet tycks Trump ha utlöst "djuriska instinkter" på aktiemarknaden.

SKAGEN GLOBAL Q1 2017 (% AV FÖRVALTNINGSKAPITALET)

De 5 största positiva bidragsgivarna		5 största köp	
Unilever CVA	0,90%	Red Electrica	0,98%
G4S	0,80%	Hyundai Motor	0,90%
Samsung Electronics	0,77%	Golar LNG	0,44%
Roche Holding	0,62%	Novo Nordisk	0,09%
Akzo Nobel	0,45%	Dollar General	0,09%
De 5 största negativa bidragsgivarna		5 största försäljningar	
Teva Pharmaceutical Industries	-0,33%	Samsung Electronics	-1,37%
General Electric	-0,22%	Unilever CVA	-1,21%
AIG	-0,22%	G4S	-1,06%
Autoliv	-0,20%	AIG	-0,87%
NN Group	-0,14%	Comcast	-0,67%

KURSHISTORIK SKAGEN GLOBAL



* Jämförelseindex före 1 jan 2010 MSCI World Index.



Motvalls

Att tänka tvärtom ligger oss varmt om hjärtat och gör att vi ifrågasätter det som ofta ses som etablerade sanningar. Vi är dock inga politiska analytiker och inser våra begränsningar när det gäller att förutse Trumpadministrationens inverkan på den globala aktiemarknaden. En viss försiktighet är därför motiverad. Ni minns säkert att marknaden hade lika högtflygande förväntningar på George W Bush-regeringen i början av 2001 när republikanerna också hade stor majoritet i kongressen. I stället följde åtta år av bland annat it-krasch, företagsskandaler där Enron och WordCom ironiskt nog banade väg för mycket striktare regleringar och slutligen den förödande finanskrisen. Obama-administrationens åtta år innebar i sin tur större makt för demokraterna och bjöd på en blomstrande aktiemarknad trots att många marknadsbedömare hade förutspått motsatsen med en regering som ansågs mindre marknadsvänlig.

Denna återblick är inte tänkt som ett politiskt ställningstagande utan som en påminnelse om riskerna med top-down-prognoser och vikten av att alltid se saker i ett större perspektiv. Summa summarum är vår ledstjärna fortsatt SKAGENS beprövade investeringsfilosofi baserad på aktiva aktieval utifrån bottom-up-analyser.

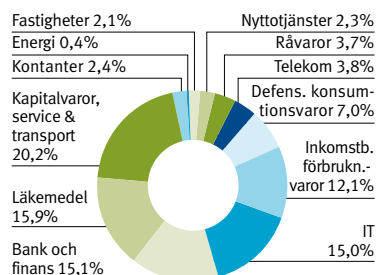
Tre nya positioner

Under kvartalet tog vi tre nya positioner. Först in var den koreanska biltillverkaren Hyundai Motor, som återvände till fonden efter 18 månaders frånvaro. Mängden kontanter i balansräkningen signalerar att bilverksamheten implicit värderas till ett p/e-tal på bara 1. Koreanska företagskonglomerat är också under ökad politisk press att genomföra aktieägarvänliga åtgärder. Att ange exakt när sådana åtgärder kommer att vidtas är praktiskt taget omöjligt, men som långsiktiga investerare med en placeringshorisont på 3 till 5 år kan vi dra nytta av den intressanta värderingsfaktor som uppstår till följd av detta tidsarbiterage.

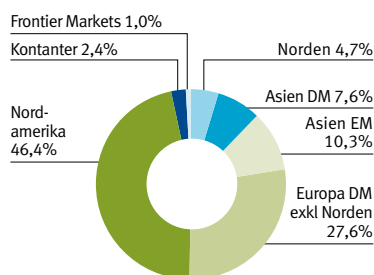
Vidare investerade vi även i Red Electrica, ett medelstort spanskt elbolag. För närvarande är sektorn allt annat än populär men vi gick mot strömmen och köpte aktier i bolaget, som har god vinst- och utdelningsvisibilitet och har straffats oskäligt hårt under den senaste reflektionshandeln.

Slutligen tog vi också en liten position i Golar LNG, en global leverantör av transporttjänster för flytande naturgas (LNG) som lär gynnas av utökade exportfaciliteter och ett nytt LNG-projekt.

BRANSCHFÖRDELNING SKAGEN GLOBAL



GEOGRAFISK FÖRDELNING SKAGEN GLOBAL



NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN GLOBAL (PER 31/3 2017)

Företag	Postens storlek, %	Kurs	P/E 2016	P/E 2017E	P/BV senaste	Kursmål
CK Hutchison Holdings	5,0	95,6	11,2	10,4	0,9	140
Roche	4,8	255,8	17,6	16,5	9,1	360
Unilever	4,8	46,6	24,7	22,6	8,1	52
Citigroup	4,6	59,8	12,7	11,5	0,8	70
Aig	4,4	62,4	15,9	12,8	0,8	90
General Electric	4,3	29,8	20,0	18,3	3,4	36
Microsoft	4,2	65,9	23,6	22,3	7,4	68
3M	4,0	191,3	23,4	22,2	11,1	230
Merck	3,9	63,5	16,8	16,7	4,4	76
Samsung Electronics	3,9	1 603 000	10,0	6,9	1,2	1 700 000
Topp 10 vägt genomsnitt	43,9		16,0	14,0	1,8	24%
Topp 35 vägt genomsnitt	90		15,6	14,5	1,7	29%
Jämförelseindex (MSCI ACWI)			21,0	16,6	2,2	

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



Favoriterna levererar

Det nederländsk-brittiska konsumentvaruföretaget Unilever är en trotjänare i SKAGEN Global tack vare ett attraktivt förhållande mellan risk och avkastning för långsiktiga investerare. Bolaget var fondens största innehav (5,1 %) i mitten av februari när det amerikanska livsmedelsföretaget Kraft Heinz, uppbackat av den legendariske värdeinvesteringen Warren Buffett, lämnade ett uppköpsbud på Unilever värt 143 miljarder dollar. Men Unilevers styrelse avvisade budet, som innebar en överkurs på 18 procent jämfört med stängningskursen. Sannolikt var dock detta bara ett öppningsbud för att få Unilever till förhandlingsbordet och bolagets faktiska underliggande värde är givetvis betydligt högre. Icke desto mindre är det glädjande att se att erfarna och ansedda globala investerare och branschexperter börjar få upp ögonen för att Unilever är klart undervärderat. I SKAGEN Global är det fortfarande det tredje största innehavet.



Över förväntan

Det koreanska teknikkonglomeratet Samsung Electronics fortsatte att överträffa förväntningarna och preferensaktien steg med 12 procent i lokal valuta under kvartalet. Den senaste tidens politiska turbulens med gripandet av Samsung Groups vice ordförande Jay Y Lee och turerna kring Sydkoreas avsatta president Park Geun-Hye har dominerat de internationella nyheterna. Med tanke på fondens exponering mot Korea gäller det att vara lyhörd och utgå från grundliga företagsanalyser. Två av SKAGEN Globals portföljförvaltare besökte därför Korea vid separata tillfällen i februari och mars för att skaffa sig bättre kunskaper om de politiska förhållandena, träffa företagen och söka nya investeringsuppdrag. Vi ser fortfarande en bra potential i Samsung Electronics men har skalat ned innehavet eftersom förhållandet mellan risk och avkastning inte längre är lika intressant sedan preferensaktiekursen nästan fördubblats på 18 månader.



Stark comeback

Efter ett turbulent 2016 kantat av Brexit och en i vårt tycke ogrundad balansräkningsoro har det globala säkerhetsföretaget G4S gjort en övertygande comeback med en kursuppgång på närmare 30 procent i lokal valuta under den första delen av 2017. Marknadens farhågor om sänkt utdelning och en eventuell aktieemission dämpades efter företagets solida rapport för 2016 som visade att man lyckats vända skutan och minska skuldsättningen. Vi skar ned innehavet något efter kursuppgången från svackan på 164 pence i juni 2016 till 304 pence i slutet av mars 2017.

Foton: Bloomberg



Fortsatt motvind

Till kvartalets negativa inslag hörde det Israelbaserade läkemedelsföretaget Teva, som hade det fortsatt tufft. Förklaringen var ännu ett patentnederlag i fråga om MS-preparatet och tillika företagets flaggskeppsprodukt, Copaxone. Vd:n lämnade bolaget och den kraftiga prispressen på den amerikanska generikamarknaden höll i sig. Efter en nedgång på 11 procent i lokal valuta handlas den USA-noterade aktien nu på p/e-talet 6,7 gånger vinsten för 2018, en EV/EBITDA på 9,4 gånger för 2018 och en direktavkastning på 4,4 procent. Om Teva lyckas minska sin nettoskuld om 35 miljarder dollar i balansräkningen kommer värdet i aktien att frigöras.

Den amerikanska industrijätten General Electric kom också på efterkälken. Stämningen drogs ned av utmaningarna i olje- och gasssegmentet i kombination med en trög global makrouveckling och mediokra resultat. Även det amerikanska försäkringskonglomeratet AIG hade det motigt med nya förlustavsättningar och den verkställande direktörens avgång. Aktien har överträffat indexet ända sedan vi först gick in i den 2013, men på senare tid har omstruktureringscasen tappat lite fart.



Tidlösa principer

Den 9 mars var det åtta år sedan finanskrisen bottnade. Under perioden 6 mars 2009 till 31 mars 2017 steg MSCI AC World Index med ungefär 196 procent mätt i kronor. Vi tror generellt inte på marknadstajmning, men tittar vi på marknaden genom våra värderingsglasögon kan vi konstatera att många aktiekurser har handlats upp till höga nivåer under detta fleråriga rally. SKAGEN Global fortsätter att omsorgsfullt förvalta fondernas tillgångar. Med utgångspunkt i fundamentala bottom-up-analyser försöker vi hitta felprissatta aktier med god uppsidepotential. Vi letar globalt efter de allra bästa investeringsuppdragen och tvekar inte att gå mot strömmen om tillfället är rätt. Under arbetet med att sätta samman en portfölj för långsiktiga investerare bestående av runt 40 undervärderade aktier använder vi tidlösa värdeprinciper och sunt förnuft.

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

* Siffrorna i 1 000 NOK.



SKAGEN Kon-Tiki

Visar kursen mot nya vatten

- › Högsta substansvärdet någonsin under perioden, har slagit index med 3,1 procentenheter senaste 12 månaderna.
- › Vi har fortsatt koncentrera portföljen som nu endast innehåller 56 bolag.
- › Samsung stod för det största bidraget under kvartalet efter lysande resultat.

1	2	3	4	5	RISK	7
Startdatum					5 april 2002	
Avkastning sedan start					625,1%	
Genomsnittlig årlig avkastning sedan start					14,1%	
Förvaltningskapital					34 272 miljoner SEK	
Antal fondsparare					66 808	
AVKASTNING, %		Q1/-17*	12 M*			
SKAGEN Kon-Tiki		13,0	24,7			
MSCI Emerging Markets		11,4	21,8			

* Per 31 mars 2017



PORTFÖLJFÖRVALTARE

Kristoffer Stensrud, Knut Harald Nilsson, Cathrine Gether och Erik Landgraff*

*Slutade 1 april 2017.

Carl Locher, Skagen Rev Fyrskib, 1892. Bilden är manipulerad och tillhör Skagens Konstmuseer.



Lön för tålmodet till sist

Vi har länge varit positiva till tillväxtmarknaderna, i synnerhet jämfört med de mogna marknaderna, och den synen fick nytt stöd under kvartalet. Vi såg också nya tecken på att värdeinvestering äntligen börjar få medvind igen.

Tillväxtmarknaderna steg 9,7 procent under kvartalet, mot en uppgång på 5,1 procent för utvecklade marknader. SKAGEN Kon-Tiki klättrade hela 11,2 procent och slutade kvartalet med ett rekordhøgt substansvärde. Under de senaste 12 månaderna har fonden gett en överavkastning på drygt tre procentenheter mot jämförelseindexet.

Bästa kvartalet på fem år

Under ett kvartal då Trump hotade att skrota handelsavtal, Sydkorea ställde sin president inför rätta, Sydafrika avskedade sin finansminister och Storbritannien började utträdet ur EU, gjorde tillväxtmarknadsaktier sitt bästa kvartal på fem år.

Högavkastande tillgångar i andra valutor än dollar har stigit när hotet om snabbare räntehöjningar i USA tycks ha lagt sig, och i synnerhet på tillväxtmarknaderna har den ekonomiska tillväxten fortsatt uppåt. Stabilare råvarupriser och bättre resultat från företagen har också gjort investerare mer positiva till tillväxtmarknaderna de senaste 12 månaderna.

Ökad koncentration i fonden

Under kvartalet fortsatte vi att koncentrera fondportföljen och har nu kommit ner i 56 aktier, från ett sjuttiotal i början av 2016. Vi sålde ut Cosco Shipping, Euronav och Frontline eftersom utsikterna på tankfartygsmarknaden förmörkas av överkapacitet. Vi sålde också vår position i industrikoncernen ABB efter en bra resa med aktien. I Thailand sålde vi banken Kiatnakin och gick i stället in i Bangkok Bank.

Bangkok Bank har nära tre fjärdedelar av sin utlåning till företag och hör till de mest konjunktur känsliga i landet. Banken fick nyligen sitt kreditbetyg sänkt på grund av att utlåningsökningen varit dämpad under de senaste kvartalen och tillgångarnas kvalitet försämrats. Men nu är Thailand på väg in i en ny investeringscykel vilket bör göra att företagets lånebehov ökar, i synnerhet om flera stora infrastrukturprojekt blir av. Thailand är ett land i förändring och reformerna inför det kommande valet borde gynna företaget.

KVARTALET VINNARE

Lysande resultat

Samsung Electronics var än en gång det innehav som stod för det största bidraget till Kon-Tikis avkastning. Även om Samsung-chefen och koncernens arvtagare Jay Y. Lee anhölls misstänkt för mutbrott under kvartalet, kom företaget med utmärkta resultat för helåret och en optimistisk prognos. Samsung är världens största tillverkare av minneschips och att de räknar med en fortsatt stram DRAM-marknad under hela 2017 gjorde att prognosen justerades uppåt igen. Företaget tillkännagav också planer på ett oväntat stort återköp. När detta skrivs har Samsung dessutom precis lanserat en imponerande uppdatering av flaggskeppsmobilen Galaxy S som bör kunna bättra på företagets skamfilade image igen.

Uppsving för Hyundai

Efter att Hyundai Motors aktiekurs rört sig i sidled de senaste två åren tog den äntligen fart igen i kvartalet. Nu tror vi att Hyundai kan tända på alla cylindrarna under resten av året. Vi lär få se en ökad efterfrågan på tillväxtmarknaderna, där Hyundai är överrepresenterat genom sin starka ställning på marknader som Ryssland, Brasilien och Mellanöstern. Tillsammans med nya produkter och en ökad andel SUV-bilar borde det kunna stärka företagets mar-

ginaler. Det finns också tecken som tyder på att Hyundai snart kan höja utdelningen och göra aktieåterköp, vilket i så fall borde ge aktien ytterligare skjuts uppåt. De senaste årens ökade krav på öppenhet i bolagsstyrningen kan leda till åtgärder för att bryta det ömsesidiga aktieägandet i sydkoreanska företagskonglomerat. Även det kan trigga en kursuppgång.

Privatiseringschans

Vår brasilianska bank Banrisul noterade en fantastisk uppgång på 44 procent för kvartalet tack vare förväntningar om att delstaten Rio Grande do Sul kanske kommer att sälja sin andel i bolaget på 57 procent på grund av sina ekonomiska svårigheter. Vi reducerade positionen något i samband med uppgången, men inte ens efter kursrusningen är företaget fullt värderat utan handlas ungefär till det bokförda värdet. Enligt delstatslagen måste en eventuell privatisering av Banrisul godkännas av en majoritet av invånarna i en folkomröstning. Utsikterna till ett sådant beslut är svårbedömda och det är alltså ingenting vi räknar med när vi fastställer vår riktkurs.

Stark comeback

Naspers, vårt Sydafrikanoaterade men globalt verksamma mediebolag, gjorde

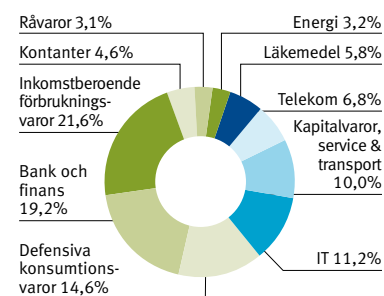
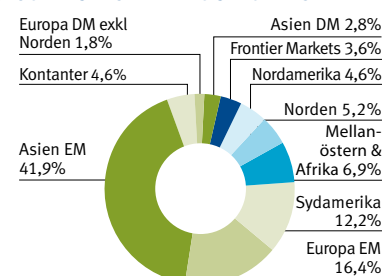
comeback med besked i kvartalet efter dystra siffror kvartalet innan. Aktiekursen har i stort sett skuggat utvecklingen för bolagets andel på 34 procent i Chinese Tencent, så rabatten har inte minskat trots det framgångsrika arbetet med att effektivisera portföljen. Andelen i börsnoterade Tencent värderas just nu högre än hela Naspers, vilket betyder att resten av tillgångarna ses som värdelösa. Det tycker vi är lite hårt med tanke på att företaget är verksamt i mer än 130 länder, har en lönsam medieverksamhet i hela Afrika och lovande satsningar i länder med snabb utveckling. Några av investeringarna är nu mogna att lanseras som betaltjänster.

Vi tror dock att de varierande tidshorisonterna gör att marknaden inte har prisat in dessa möjligheter. Många aktörer på marknaden har ett klart kortsiktigt perspektiv, men vi har råd att vänta på attraktiva kursuppgångar som det är omöjligt att tajma exakt. Sedan vi först köpte aktier i Naspers 2010 har vi flerdubblat vår ursprungliga investering. Trots det anser vi fortfarande att den långsiktiga potentialen är precis lika stor som när vi gick in i aktien eftersom portföljen hela tiden utvecklas.

NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN KON-TIKI (PER 31/3 2017)

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

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

BRANSCHFÖRDELNING SKAGEN KON-TIKI**GEOGRAFISK FÖRDELNING SKAGEN KON-TIKI**

KVARTALET'S FÖRLORARE

Norwegian Air, Europas tredje största lågprisflygbolag, var ett av innehaven som drog ner fondens avkastning under kvartalet. Det långsiktiga investeringscasen är dock intakt. Långdistansrutterna ger Norwegian en särställning på lågprismarknaden och företaget börjar skapa sig en mycket stark strategisk position. Låga biljettpreiser och god kostnadsdisciplin är en vinnande kombination, men resultaten för det fjärde kvartalet visade tydligt att vi har varit lite för optimistiska när det gäller kostnadsutvecklingen.

Marfrig, världens tredje största nötköttproducent, hade en fin kursutveckling i fjärde kvartalet förra året. De senaste månaderna har aktien dock backat på grund av svaga resultat och den uppmärksammade köttutredningen i Brasilien. Utredningen kretsar kring ett upplägg där chefer för köttpackningsanläggningar mutar livsmedelsinspektörer för att kunna

sälja produkter som inte uppfyller lagkraven. Marfrig hörde inte till de företag som nämndes i sammanhanget, men drabbades ändå när flera viktiga exportmarknader bestämde sig för att stoppa importen av kött från Brasilien.

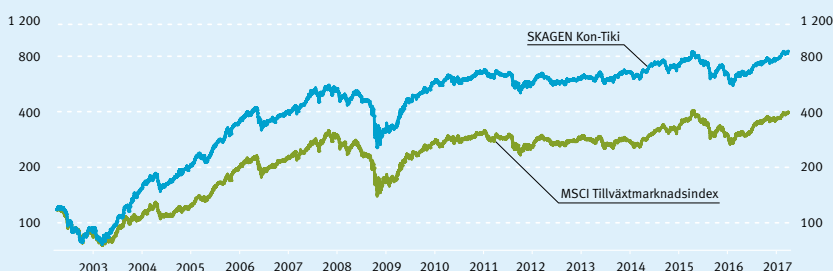
Även om köttskandalen skadar branschen i det korta perspektivet, räknar vi med att den gynnsamma underliggande trenden ska fortsätta på medellång till lång sikt. Restriktionerna börjar hävas och utvecklingen i branschen går åt rätt håll igen, samtidigt som utsikterna för Brasiliens ekonomi ljusnar. Det borde kunna hjälpa aktiekursen att ticka uppåt igen.

JSE är Sydafrikas enda börs med fullskalig värdepappershandel och länken mellan köpare och säljare på landets finansmarknader. Andra halvåret 2016 blev oväntat besvärligt för bolaget, med trögare omsättning och ökande kostnader. Vi avvecklade

nära en tredjedel av positionen innan korrigeringen skedde. Den kortsiktiga pressen mot företagets resultat borde vara inprisad med råge nu, eftersom aktien handlas till ett p/e-tal på 13 gånger årets vinst medan snittet för branschen är på över 20. Vi räknar med att ledningen ska vidta åtgärder för att bromsa kostnadsutvecklingen, medan de lägre intäkterna under andra halvåret borde göra det relativt lätt för företaget att visa tillväxt igen.

Tullow Oil överraskade mot slutet av kvartalet med en stor emission som försvagade aktiekursen. Vi tog tillfället i akt att öka vårt innehav i ett av världens främsta oljepropekteringsföretag till rabatt. Emissionen hjälper företaget att ställa om för tillväxt efter en lång period av besparingar och minskade investeringar. Nu har de större flexibilitet för prospektering och utveckling, utan pressen att skapa omedelbara intäkter.

KURSHISTORIK SKAGEN KON-TIKI



* Jämförelseindex före 1 jan 2004 MSCI World Index.

SKAGEN KON-TIKI Q1 2017 (% AV FÖRVALTNINGSKAPITALET)

De 5 största positiva bidragsgivarna

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

De 5 största negativa bidragsgivarna

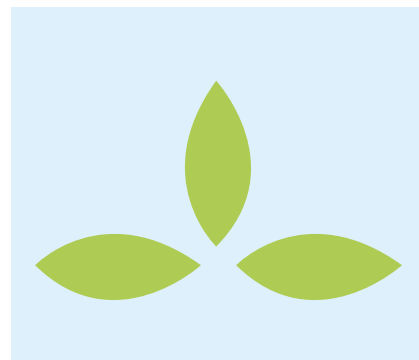
Tullow Oil	-0,23%
JSE	-0,19%
Norwegian Air Shuttle	-0,11%
Marfrig Global Foods	-0,07%
China Shineway Pharmaceutical	-0,04%

5 största köp

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

5 största försäljningar

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



Kortare väntan framöver

Det är ett privilegium att ha långsiktiga investerare som förstår vår investeringsfilosofi, och det ger oss modet att fortsätta gå mot strömmen och följa vår värdestil. Det rådande börsklimatet belönar vårt aktiva fokus på tillväxtmarknader efter att dessa i flera år har gått sämre än de utvecklade marknaderna. Om vi har tur ser vi nu dessutom början på en varaktig trend där värdeinriktade investeringar blir mer populära. Eller som Morgan Stanley nyligen uttryckte det i en rapport: "Värdeinvesteringar kräver tålamod, men just nu finns det goda chanser att väntan blir kortare."

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

* Siffrorna i 1 000 NOK. -



SKAGEN m²

En del av den globala fastighetsmarknaden

- › Tillväxtmarknaderna gav medvind under kvartalet.
- › Portföljen domineras av bolag med tillväxtpotential och stabila kassaflöden.
- › Bolagen rustade för ränteuppgång.
- › SKAGEN m² gick under kvartalet upp 1,9 procent.

1	2	3	4	RISK	6	7
Startdatum	31 oktober 2012					
Avkastning sedan start	50,0%					
Genomsnittlig årlig avkastning sedan start	9,6%					
Förvaltningskapital	975 miljoner SEK					
Antal fondsparare	7 847					

AVKASTNING, %	Q1/-17*	12 M*
SKAGEN m ²	1,9	19,2
MSCI ACWI Real Estate IMI	2,4	14,5

* Per 31 mars 2017



PORTFÖLJFÖRVALTARE

Michael Gobitschek och Harald Haukås*

*Slutade 1 april 2017.

Johan Peter von Wildenradt, Arkitekten Ulrik Plesners første tilbygning til Brøndums Hotel, 1892. Bilden är manipulerad och tillhör Skagens Konstmuseer.



Tillväxtmarknader lyfte portföljen

Sedan årsskiftet har frågetecknen kring Trump, politiska val och centralbankernas agerande skapat osäkerhet även på fastighetsmarknaderna. Lägg därtill insikten om att börsen varit i en uppåtgående trend i mer än åtta år.

Lyckligtvis är det alltid bolagens egna förmåga att skapa värden för aktieägarna som är av betydelse över tid. Generellt sett är tillståndet bland fastighetsbolagen mycket gott då hyrorna fortsätter att växa och skuldsidan är betydligt sundare och mer diversifierad än på länge. Många bolagsledningar har lärt sig från förra krisen och lagt mycket möda på att göra balansräkningen mer motståndskraftig.

Mer än bara ränteläget

Efter att långräntorna började stiga i mitten av förra året började investerare sälja fastighetsaktier. Förhållandet är naturligtvis betydligt mer nyanserat än så. Över tid spelar andra faktorer in för ett fastighetsbolags värdeskapande. En höjd ränta indikerar i regel även en god ekonomi, vilket skapar efterfrågan och höjda hyror. Så länge intjäningen är god och växer kompenserar detta för eventuella värdetapp drivit av högre avkastningskrav. Portföljen fortsätter att domineras av och vi gillar särskilt bolag som har en tillväxtpotential till exempel genom renovering eller inslag av nybyggnation, dock alltid med en stor andel tillgångar som genererar kassaflöde. Fastigheter är en realvärdebeständig tillgång, och oavsett hög eller låg inflation bibehålls värdet. Om ränteuppgången beror på inflation är den allmänna oron ganska obefogad då denna kan tas ut i form av höjda hyror på hyrestagaren. Om den reala räntan höjs är det värre, men inget tyder på det just nu – tvärtom.



Bolag med tillväxtpotential

Fastighetsmarknaden påverkades mer än många andra sektorer av spekulationer om vart makroekonomi och räntor är på väg. I synnerhet när det varit tillväxteufori kring eventuella inflationsdrivande amerikanska reformer. Detta har bidragit till att många fastighetsaktier globalt värderas på än attraktivare nivåer än nedgången i höstas. I många fall handlas bolagen till stor rabatt på innevarande års substans, ofta med ett starkt kassaflöde och balanserad skuldsättning. Detta innebär implicit att marknaden tror att värdet på tillgångarna kommer att sjunka. SKAGEN m² är av den uppfattningen att värdet i många fall fortsatt kommer att stiga utifrån höjda och efterfrågedrivna hyresnivåer, billigare finansiering och sannolikt ytterligare press på avkastningskravet som har en eftersläpande tidsfaktor. I vissa fall handlas bolagen till premie på substans, vilket kan vara motiverat så länge värdet av denna växer snabbare än avkastningskravet.

Medvind från tillväxtmarknaderna

Kvartalets bästa bidragsgivare är en av världens största logistikbolag, Singapore-noterade Global Logistic Properties (GLP). Bolaget har aviserat en strategisk översyn och har öppnat upp för fler potentiella budgivare. GLP som har varit kraftigt undervärderat handlades upp till nivåer runt bokfört värde. Trots detta finns ytterligare dolda värden i bolagen bland annat genom deras landbank och pågående projektering. Nästa kvartal vet vi sannolikt utgången.

En av förra årets bästa aktier, argentinska IRSA fortsatte att leverera. Bolaget fortsätter i rätt riktning både finansiellt och operationellt, samtidigt som förhoppningarna om en bättre ekonomi i Argentina är stora. Under perioden vaknade även hotellbolaget Shangri-la, noterat i Hongkong. Tillsammans med förbättrade operativa resultat, var en förväntan om en vändning av den kinesiska hotellmarknaden en av anledningarna till uppgången.

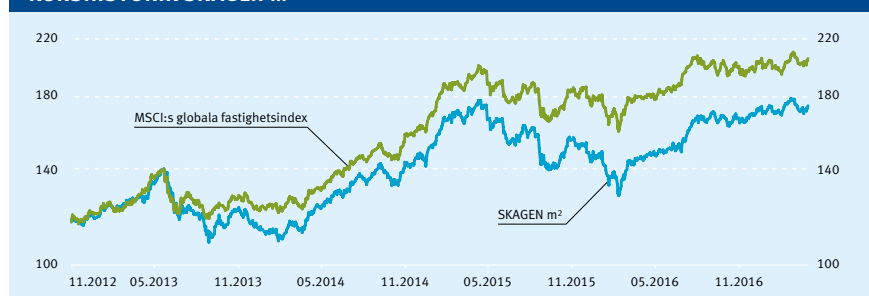
Vi sålde ut den franska köpcenteraktören Mercialis, som varit en god bidragsgivare i portföljen. Nu ser vi dock osäkerhet om bolagets fortsatta tillväxt i kassaflödet. Vi adderade samtidigt en annan aktör inom kommersiella fastigheter, finländska Sponda. Vi köpte bolaget på mycket goda nivåer långt under substansvärde. Sponda håller på att rotera portföljen och kommer att fokusera främst på god kvalitet i centrala Helsingfors.

NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN m² (PER 31/3 2017)

Företag	Postens storlek	Kurs	P/NAV senaste	Dividend Yield 2017E	EBITDA 2017E/EV
Olav Thon	5,3%	161	75%	1,4%	6,6%
SL Green	5,5%	105,6	75%	3,0%	5,4%
D Carnegie	5,5%	103	88%	0,0%	4,1%
Catena	5,5%	131,5	91%	4,2%	5,9%
Deutsche Wohnen	5,0%	30,8	104%	2,7%	3,5%
Inmobiliaria Colonial	5,2%	6,9	81%	3,2%	3,4%
Global Logistic Properties	4,2%	2,8	93%	2,5%	3,7%
Mitsui Fudosan	4,5%	2 374	61%	1,4%	6,7%
Irsa	4,3%	25	63%	0,6%	7,8%
GGP	3,9%	23,2	72%	4,0%	6,0%
Topp 10 vägt genomsnitt	49,0%		80%	2,3%	5,3%
Topp 35 vägt genomsnitt	95,1%			3,2%	5,8%
Jämförelseindex (MSCI ACWI Real Estate IMI)					3,5% actual

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

KURSHISTORIK SKAGEN m²





Sämst i år

Årets hittills sämsta aktie är den amerikanska shoppingcenterkedjan CBL Properties. Bolaget drabbades av det dåliga sentimentet som byggdes upp under kvartalet där flera detaljhandelsaktörer som JC Penny, Sears och Macys aviserade att de skulle stänga ner flertalet varuhus. Detta skapade oro hos investerare som började sälja ut shoppingcenter av rädsla att dessa så småningom skulle få lönsamhetsproblem på grund av ökade vakanser.

Negativt var att det amerikanska hotellbolaget Ashford Hospitality Trust annonserade ett förvärv av kanadensiska Felcor till 25 procents premie. Förvärvet ska finansieras av en stor mängd nyemitterade aktier med en oproportionerlig utspädning som följd. Detta kom helt oväntat för marknaden som hoppats på att bolagets kassaposition skulle delas ut. Det är i skrivande stund fortsatt osäkert om affären går igenom då det ej stöds av Felcore.

På grund av dålig bolagsstyrning sålde vi oss under kvartalet kraftigt ner i Ashford Prime och helt ut ur Ashford Inc som är relaterade bolag.



Potential i mellan- och Östeuropa

En av våra mest spännande nya bolag är österrikiska Immofinanz, verksamt inom kommersiella fastigheter främst i Österrike, Tyskland och det forna Östeuropa. Bolaget handlas till kraftig rabatt på grund av sin historia av försämrat resultat, nedskrivningar, skulder och dålig bolagsstyrning. Mycket av svårigheterna härrör från köpcenter i Moskva som nu är till försäljning. Immofinanz äger 26 procent i ett annat m²-bolag, CA Immo, som man avser att gå samman med. Detta är dock villkorat en försäljning av de ryska köpcentren. Marknaden är helt fokuserad på, och är djupt skeptisk till, när detta kommer att ske samt till vilket pris. Ett annat alternativ är att dela ut dessa tillgångar till aktieägarna, dock mindre attraktivt. Oavsett, har den nya bolagsledningen initierat ett omstruktureringsprogram som syftar till att skapa bättre lönsamhet. Beläggningsgraden ökar, krediter refinansieras, bolaget köper tillbaka egna aktier och har en kvalitativ projektering i Tyskland som inom några år kommer generera kassaflöden. Alla åtgärder syftar till att renodla och öka kassaflödet markant.

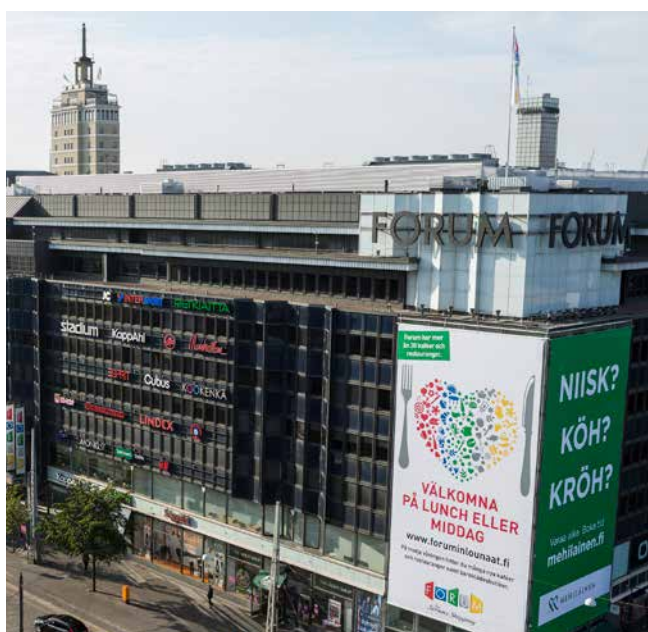
Om en sammanslagning med CA Immo blir verklighet, skapas en av Europas största bolag inom kommersiella fastigheter med stor exponering mot ett Östeuropa i stark tillväxt. Bolagen har en god match då de verkar inom samma geografier och segment. Dessutom har en högljudd aktivistinvestor och en av världens största hedgefonder landat på sockerbiten, något som brukar vara intressant.

Tror på värdeskapande aktier

För innevarande år tror vi fortsatt att bolag med inbyggda tillväxtkomponenter kommer att vara mest framgångsrika, det vill säga bolagsledningar som arbetar aktivt med tillgångarna. Främst via hyresdrivande investeringar, gärna i marknader med underutbud. Vi ser fortsatt en trend av billigare finansiering, faktum är att bolagen generellt sett är väl rustade för en ränteuppgång. Under året ser vi också fler bolagstransaktioner, drivet bland annat av den stora skillnaden i värdering mellan direkt- och aktiemarknaden. Detta har vi redan sett bevis på i portföljen och vi tror att takten kommer öka.

Ovanstående analys ligger till grund för hur portföljen är strukturerad, något vi fick betalt för under 2016 och strategin känns fortsatt mycket rationell.

Att investera i fastigheter handlar om att diversifiera sig, både i portföljen genom olika fastighetssegment, geografier, hyresnivåer, lånenivåer. Än viktigare torde diversifieringen vara mellan tillgångsslag som aktier och räntor över tid. Att investera i fastigheter på börsen är inget 100-meterslopp, det är ett ultramaraton och vi har bara börjat springa.



SKAGEN m² adderade det finländska fastighetsbolaget Sponda under kvartalet. Bolaget siktar på att fokusera främst på god kvalitet i centrala Helsingfors.

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

* Siffrorna i 1 000 NOK.

SKAGEN m² Q1 2017 (% AV FÖRVALTNINGSKAPITALET)

De 5 största positiva bidragsgivarna

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

De 5 största negativa bidragsgivarna

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

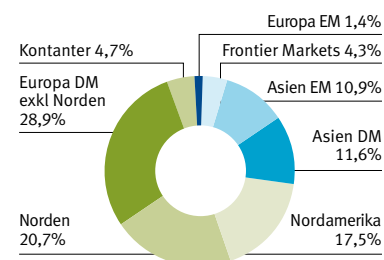
5 största köp

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

5 största försäljningar

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

GEOGRAFISK FÖRDELNING SKAGEN m²





SKAGEN Focus

På jakt efter exceptionella investeringar

- › Vi inledde en position i det Sydafrika-baserade guldgruvbolaget Gold Fields.
- › Kvartalets bästa bidragsgivare var sydkoreanska lågpriskedjan E-mart.
- › Vi bibehåller vår disciplinerade investeringsprocess med avseende på positiondimensionering och prismål.

1	2	3	4	RISK	6	7
Startdatum	26 maj 2015					
Avkastning sedan start	7,1%					
Genomsnittlig årlig avkastning sedan start	3,8%					
Förvaltningskapital	2 243 miljoner SEK					
Antal fondsparare	5 491					
AVKASTNING, %	Q1/-17*	12 M*				
SKAGEN Focus	3,1	33,8				
MSCI World AC TR Index	5,1	26,6				

* Per 31 mars 2017



PORTFÖLJFÖRVALTARE

Filip Weintraub, Jonas Edholm och David Harris **

** Junior portföljförvaltare

P.S. Krøyer, Krøyers hund, Rap, 1898. Bilden är manipulerad och tillhör Skagens Konstmuseer.



Aktiemarknaderna trotsade osäkerheten

I en miljö med högaktig retorik från centralbanker och stor osäkerhet på marknaden, genererade SKAGEN Focus en solid absolut avkastning på 3,1 procent under kvartalet.

På väg in i det nya året var ett huvudtema inflationens återkomst, efter att ha varit mer eller mindre dödförklarad. Detta åtföljdes också av högaktig retorik från världens centralbanker. Federal Reserve höjde mycket riktigt räntan under första kvartalet med förväntade 25 punkter. Under kvartalet dämpades aktiemarknadens fokus på inflation gradvis. Många förväntade politiska förändringar, bäst personifierade av USA:s president Trump, kommer förmodligen att ta längre tid än väntat att genomföras – om alls.

Trots detta trotsade de globala aktiemarknaderna "the wall of worry" med stora osäkerheter på marknaden. Dessa inkluderar protektionistiska åtgärder som införandet av en gränsskatt i USA och högre räntor generellt, särskilt i USA.

Vi såg en återuppgång för många industrimetaller under 2016, men dessa marknadssegment har sedan dess sjunkit eller i bästa fall stagnerat. Kraftsektorn gick svagt då oljepriset föll kraftigt till följd av att utbudet i USA uppväger OPEC:s produktionsnedskärningar. Detta är bakgrunden till den svagare utvecklingen för vårt enda oljeproduktionsbolag, Whiting Petroleum. Vår övriga exponering mot energi, den USA-baserade raffinaderiet Tesoro borde logiskt gynnas av lägre oljepriser, men aktien klarade sig inte lika bra som vi hade förväntat oss i denna miljö.

Ett gyllene tillfälle

Efter att ha sålt ut ur våra positioner i First Quantum, South32 och Pan America Silver förra året, minskade vår exponering mot metall- och gruvsegmentet avsevärt. Nu har vi dock åter investerat i segmentet och inlett en position i det Sydafrika-baserade guldgruvbolaget Gold Fields. Gold Fields är ett av de största guldprospekteringsbolagen i världen med en sammanlagd produktionskapacitet på 2,2 miljoner uns och reserver överstigande 50 miljoner uns. Företaget har sitt huvudkontor i Sydafrika, men huvuddelen av tillgångarna är placerade utanför landet i Australien, Sydamerika och Västafrika. Bolaget äger en tillgång i Sydafrika via South Deep, potentiellt en av de största guldreserverna i världen. Analytiker verkar ha en alltför pessimistisk syn på reserverna i den australiensiska tillgångsbasen och South Deeps långsiktiga produktionspotential. Vid nuvarande värdering innebär aktien ett negativt värde för South Deep, trots att de flesta tillgångsspecifika investeringarna har gjorts och produktion potentiellt har nått en brytpunkt. Gold Fields är för närvarande en 2,5 procent stor position i fonden.



Rotation i finans – viva Italia!

Några av våra långvariga kunder kanske minns att Unicredit köpte vår gamle vän Bank Austria för nästan tio år sedan med en betydande premie. Vi har nu möjligheten att köpa tillbaka denna tillgång till extremt lågt pris. Den italienska bankmarknaden har plågats av nödlån, de flesta av dem äldre lån från tiden före 2007. En våg av omstruktureringar har nu sköljt över den italienska bankmarknaden, inklusive fusioner bland mindre banker, konkurser och re-kapitalisering av de större bankerna. Den italienska bankmarknaden har varit fragmenterad, men vi tror att detta kan förändras till det bättre nu, eftersom marknaden blir mer koncentrerad och de kvarvarande spelarna mer lönsamma.

Unicredit är den näst största banken i Italien efter Intesa och har stor verksamhet i Central- och Östeuropa samt Turkiet. När företaget nyligen gick igenom en rekapitalisering med en nyemission motsvarande 13 miljarder euro, initierade vi en position. Unicredit har också sålt tillgångar utanför kärnverksamheten för 7 miljarder euro för att stärka sin kapitalbas. Den strategiska planen syftar till att avsevärt minska kostnaderna och målet är att lägga ner 25 procent av bankkontoren. Efter omstruktureringen kan Unicredit bli en av de mer effektiva bankerna i Europa. Unicredit är för närvarande en 2,7 procent stor position i fonden.



SKAGEN FOCUS Q1 2017 (% AV FÖRVALTNINGSKAPITALET)

De 5 största positiva bidragsgivarna		5 största köp	
E-MART	0,84%	Hyundai Motor	3,83%
Samsung SDI	0,66%	UniCredit	3,23%
Jenoptik	0,60%	Gold Fields Ltd	2,96%
Adient	0,57%	Tesoro	1,88%
Philips Lighting	0,52%	Carlsberg	1,54%
De 5 största negativa bidragsgivarna		5 största försäljningar	
Aryzta	-0,90%	Ence Energia y Celulosa	-2,96%
Whiting Petroleum	-0,78%	Jenoptik	-2,67%
Teva Pharmaceutical Industries	-0,42%	Adient	-1,21%
AIG	-0,30%	SK Hynix	-0,46%
Tesoro	-0,27%	FFP	-0,06%

NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN FOCUS (PER 31/3 2017)

Företag	Postens storlek	Kurs	P/E 2017E	P/E 2018E	P/BV senaste	Kursmål
American International Group Inc	7,1%	62,4	12,8	10,5	0,8	90
Telecom Italia Spa	4,5%	0,8	12,0	11,2	0,8	1,2
E-MART Inc	4,5%	205 500	13,9	12,3	0,7	270 000
Tesoro Corp	4,3%	81,1	14,4	11,7	1,7	120
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	3,8%	32,1	6,6	6,7	1,2	90
Philips Lighting NV	3,7%	26,8	11,3	10,7	1,5	30
SBI Holdings Inc	3,7%	1 552	13,9	14,0	0,8	3 000
Taiheiy Cement Corp	3,7%	372	8,7	11,6	1,3	495
Jbs SA	3,6%	10,2	6,9	5,9	1,2	22
Softbank Group Corp	3,6%	7 862	9,2	12,2	2,8	9 600
Topp 10 vägt genomsnitt	42,3%		17,8	12,5	1,1	
Aktier (33 positioner)	95,2%					
Kontanter	4,8%					
Total portfölj	100,0%					

P/E-talen kan skilja sig från andra källor då de är baserade på SKAGENS egna estimat. *JBS är den största aktieägaren i Pilgrim's Pride, som utgör 1,0% av fonden. Dessa två positioner bär ses som en, med en sammanlagd vikt på 4,6%.

Vändning i sydkoreansk detaljhandel

Den bästa bidragsgivaren under kvartalet var den sydkoreanska lågpriskedjan E-Mart, som framförallt verkar inom stormarknader. Företaget har kämpat med mättnad inom sin kärnverksamhet och ökad konkurrens från nya onlineaktörer. Aktien har omvärderats i takt med att flera tecken på verksamhetsförbättringar blivit synliga. E-Marts dotterbolag, inklusive närbutiksegmentet och den kinesiska verksamheten, visade en förbättring jämfört med förra året då bolaget gradvis drog sig ur olönsamma verksamheter. Investorer kan fortfarande underskatta de positiva effekterna av E-Marts onlineverksamhet och nya retailkoncept på medellång sikt. Aktien är fortfarande en 4,5 procent stor position i fonden eftersom vi fortsatt ser en gedigen uppsida till vår riktkurs.



Laserfokuserad tysk träffar riktkursen

Vi avslutade vår position i det Tyskland-baserade industribolaget Jenoptik, vars aktier är upp mer än 40 procent bara i år, och som handlas till mer än två gånger vårt ingångspris för 18 månader sedan.

Vi sålde vårt innehav i den Spanien-baserade cellulosaproducenten Ence efter en mer än solid omvärdering sedan vi gick in i positionen för bara sex månader sedan. Detta belyser vår disciplinerade investeringsprocess med avseende på dimensionering av positioner och riktkurser.

Vi upplevde turbulens i det Schweiz-baserade specialbageribolaget Aryzta som kom med ännu en nedslående resultatprognos. Efter denna utveckling sparkades till slut ledningen, och den nyligen utsedda styrelseordföranden McGann, verkar ha tagit ett fast grepp om företaget och successionsprocessen. Aryzta har nu ett tydligt mål för att minska skulden med 1 miljard euro fram till 2019 och potentiellt sälja sin kontroversiella Picard-andel.

Vi gick på nytt in i en position i den Sydkorea-baserade biltillverkaren Hyundai Motors, särskilt genom preferensaktier som handlas till en betydande rabatt till den redan mycket attraktivt värderade stamaktien. Vi tror att bolaget kan vara på väg att genomgå en omfattande omstrukturering och eventuellt dra till sig aktivistintresse på medellång sikt.

Vid utgången av kvartalet bestod SKAGEN Focus portfölj av 35 aktier, varav elva procent är smallcap-positioner och 45 procent midcap. Gemensamt för alla är att de är betydligt undervärderade med bolagsspecifik potential att omvärderas på två till tre års sikt.

Vi tackar för ert stöd och förtroende!



Foto: Bloomberg



Foto: Bloomberg



Foto: Adient

Samsung SDI

Företaget grundades 1970 som Samsung-NEC och förvärvade Cheil Industries 2014. Företaget har flera verksamheter inom små batterier samt batterier för handverktyg, dammsugare, elcyklar och elfordon (EV). EV-batterier utgör ca nio procent av försäljningen och innefattar prismatiska och cylindriska litiumbatterier för el- och hybridfordon.

FFP

FFP är ett investmentbolag med en diversifierad portfölj där de flesta av tillgångarna är noterade. Bolaget kontrolleras av Peugeot-familjen (80 procent) och den största tillgången är andelen i Peugeot. Företaget har successivt diversifierat sig bort från sitt innehav i Peugeot och har nu en stor exponering mot andra områden såsom hälsovård- och industribolag. 90 procent av portföljen är noterade innehav och aktien handlas till en betydande rabatt till substansvärdet.

Adient

Adient är global marknadsledare inom säten och inre komponenter för personbilar, lastbilar och lätta lastbilar. Företaget knoppades av från det USA-baserade Johnson Controls i oktober 2016. Adient äger en myriad kinesiska joint ventures som inte konsolideras i bolagets bokföring, men som ger betydande aktieintäkter. Den nyligen rekryterade ledningsgruppen från Peer Visteon har tidigare genomfört en lyckad monetarisering av tillgångar med en liknande företagsstruktur.

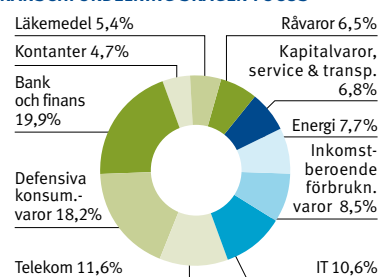
Värdepapper		Antal	Köpvärde NOK*	Marknadsvärde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
American International Group Inc	Financials	283 812	141 390	152 241	10 851	7,06 %	New York
E-MART Inc	Consumer Staples	60 800	78 474	96 111	17 637	4,45 %	Seoul
Tesoro Corp	Energy	133 500	92 831	92 681	-150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

* Siffrorna i 1 000 NOK.

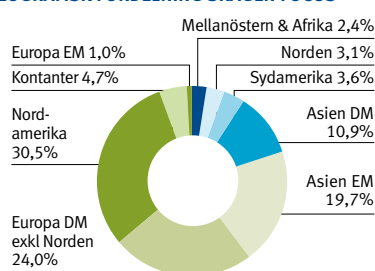
KURSHISTORIK SKAGEN FOCUS



BRANSCHFÖRDELNING SKAGEN FOCUS



GEOGRAFISK FÖRDELNING SKAGEN FOCUS



Trump mot trenden

Marknaderna har utvecklats överraskande bra efter valet av Donald Trump. Men kan det fortsätta?

Löften om skattesänkningar, ökade offentliga investeringar och avregleringar har överskuggat den protektionistiska retoriken och hittills skruvat upp förväntningarna på USA:s ekonomi.

När Trumps sjukvårdsreform drogs tillbaka i slutet av första kvartalet backade dock aktiemarknaderna något. Även förtroendet för Trumps förmåga att föra en tillväxtfrämjande finanspolitik har dämpats. Kanske uteblir också avregleringarna. Men ett mer grundläggande problem är att ekonomin är inne i en period av låg trendtillväxt. Den svaga trenden började 2005, det vill säga före finanskrisen och recessionen 2008–2009. Och det är svårt att se att Trump ska kunna göra något åt detta.

Låg trendtillväxt förklarar varför återhämtningen efter recessionen varit så svag. Om USA snabbt hade tagit sig ur recessionen och bibehållit den trendtillväxt man hade under tioårsperioden fram till 2005 skulle dagens BNP vara 18 procent högre. Att tillväxten varit svagare, trots att arbetslösheten minskat till under 5 procent, beror på att de faktorer som driver trendtillväxten har mattats av. BNP har ökat med 2,1 procent per år sedan recessionen bottenade 2009. Till stor del är dock detta en återhämtning efter en recession som drog ned BNP med 4 procent, och det finns därför anledning att tro att trendtillväxten nu är lägre än 2 procent, kanske runt 1,5 procent. Man måste gå tillbaka ända till 1970-talet för att hitta en svagare trendtillväxt.

Vad beror då detta på? Ekonomins effektiviseringsförmåga fick sig en knäck 2005. Under tio år fram till 2005 ökade effektiviteten – ekonomins förmåga att producera varor och tjänster med en given mängd kapital och arbetskraft – med i genomsnitt 1,7 procent per år. Efter 2005 har motsvarande siffra varit 0,4 procent per år. Varför är oklart. Samma sak har vi sett i flera andra avancerade ekonomier, även i Norge. Är orsaken ett mätproblem? Forskningen tyder inte på att det har blivit svårare att mäta effektivitet.

Låg effektivitetstillväxt visar sig direkt i svag tillväxt i arbetskraftsproduktivet,

något som betyder att ökad sysselsättning har begränsad effekt på BNP.

En annan förklaring till den lägre trendtillväxten är lägre arbetskraftsdeltagande, vilket började redan runt millennieskiftet. Arbetskraften – den andel av den arbetsföra befolkningen som har eller söker arbete – utgjorde 67,5 procent av den amerikanska befolkningen år 2000. Sedan dess, och speciellt efter 2005, har denna andel minskat och är nu 63 procent. Om den hade legat kvar på 67,5 procent skulle 11 miljoner fler varit ute på arbetsmarknaden idag. Även med en svag tillväxt i produktiviteten skulle det ha gett en ordentlig skjuts åt BNP.

Att arbetskraftsdeltagandet inte har ökat efter recessionen tyder på att huvudorsaken är demografisk. USA:s befolkning åldras. Andelen av befolkningen som har högst arbetskraftsdeltagande, personer mellan 25 och 64 år, ökar nu med 0,8 procent per år – hälften av ökningstakten under trettioårsperioden fram till 2005. Och den väntas sjunka ytterligare de närmaste åren. Det innebär att när arbetslösheten väl är nere på 4,7 procent kommer inte BNP att öka särskilt mycket bara för att sysselsättningen stiger.

Helt naturligt minskade investeringarna under recessionsåren 2008 och 2009. Dessa har nu repat sig, men i lägre takt än vad som är vanligt efter en recession. Förklaringen är en svag effektivitetsökning och lägre arbetskraftsdeltagande. När ekonomin producerar mindre extra varor och tjänster med mer kapital, dämpas investeringarna. Och när färre personer är på väg in på arbetsmarknaden minskar också behovet av kapital.

Utan att öppna dörren på vid gavel för invandring är det inte mycket USA kan göra åt demografin. Då blir det desto viktigare med effektivitetsförbättringar. Men det är lättare sagt än gjort. Vad kan Trump och kongressen göra för att vända trenden? Kanske har den svaga effektivitetstillväxten rentav inte så mycket med politiken att göra. En möjlighet är att införandet av ny teknik tillfälligt bromsar tillväxten och att detta och löser sig på egen hand, som på 90-talet.

En expansiv finanspolitik i form av ökade offentliga investeringar och skattesänkningar kan ha positiv inverkan på BNP, men det är inte mycket som talar för att det kommer att dra upp trendtillväxten. Förenklingar av skattesystemet och andra avregleringar kan visserligen gynna trendtillväxten, men det krävs kostsamma insatser för att det ska leda till långvariga förbättringar. Protektionismen kommer definitivt att dämpa effektivitetstillväxten – högre tullar innebär grus i det ekonomiska maskineriet. Det är inte särskilt sannolikt att man från politiskt håll ska lyckas vända trendtillväxten i BNP. Dessutom är det minst sagt osäkert hur kongressen kommer att agera och svårt att förutse effekterna av eventuella positiva politiska insatser.

Men det betyder givetvis inte att inte trendtillväxten kan vända. 1987 sade nobelpristagaren Robert Solow, som utarbetade modeller för att kartlägga orsakerna till trendtillväxt, att it-revolutionen märktes överallt utom i den ekonomiska statistiken. Kort därefter ökade produktiviteten. Trump kämpar med trenden, men den är inte huggen i sten.



– Torgeir Høien
Portföljförvaltare SKAGEN Tellus



SKAGEN Tellus

Dörröppnaren till globala räntemarknader

- › Mexiko största bidragsgivaren i fonden.
- › Avviker rejält från index på flera parametrar.
- › Hög ränteduration i länder med hög ränta eller med stor potential för fallande ränta.

	1	2	3	RISK	5	6	7
Startdatum	29 sept 2006						
Avkastning sedan start	77,10%						
Genomsnittlig årlig avkastning sedan start	5,59%						
Förvaltningskapital	1 011 milj SEK						
Antal fondsparare	2 527						

AVKASTNING, %	Q1/-17*	12 M*
SKAGEN Tellus	0,22	9,83
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged	-0,17	6,41

* Per 31 mars 2017.



PORTFÖLJFÖRVALTARE

Jane Tvedt och Torgeir Høien

Anna Ancher, Interior. Brøndum's annex, cirka 1920. Bilden är manipulerad och tillhör Skagens Konstmuseer.

Trumpeufoirin dämpas

SKAGEN Tellus gav en avkastning på 0,22 procent under första kvartalet medan jämförelseindexet slutade på -0,17 procent.

Kvartalet präglades av en gryende misstro mot Trumps förmåga att genomföra vallöftena om handelshinder. Detta var positivt för räntor och valutor i framväxande ekonomier i allmänhet, och för Mexiko och den mexikanska peson i synnerhet. Insatser från den mexikanska centralbanken för att motverka försvagningen och tveksamheter kring om Trump verkligen kommer att kunna genomföra sin protektionistiska politik ledde till att den mexikanska peson stärktes med 8 procent under kvartalet. Mexiko var därmed fondens största bidragsgivare under perioden. En annan latinamerikansk investering som hade god inverkan på avkastningen var Peru.

SKAGEN Tellus är en aktivt förvaltd fond. Vi avviker från indexet både när det gäller räntekänslighet, där vi tar ränterisk, och valutan vi investerar i. Indexet har både hög ränterisk och valutaexponering mot USA, Japan och större europeiska länder. SKAGEN Tellus avviker rejält från detta.

Under första kvartalet fortsatte vi att ha en relativt låg räntekänslighet. Vi tror att lånräntor-

na i större länder som USA, Tyskland och Japan har nått botten och att risken nu är stor för högre räntor. Tillväxten är god och deflationsfaran över. Den amerikanska centralbanken stramar åt penningpolitiken och Europeiska centralbanken lär snart följa efter, vilket kommer att leda till högre räntor. I slutet av mars var räntedurationen i fonden 3,1 år men 7,6 år för indexet.

SKAGEN Tellus har hög ränteduration i länder där räntan antingen är hög eller sannolikt kommer att falla framöver. I det här sammanhanget sticker Latinamerika ut. Där finns det många länder som fortfarande har attraktiva räntor. Våra investeringar i Peru, Chile och Dominikanska republiken är motiverade sett till den attraktiva räntan. Både Peru och Chile har mycket solida statsfinanser och nästan ingen statskuld, vilket innebär att man får höga räntor utan att ta hög risk. Dominikanska republiken, i sin tur, har en utmärkt tillväxthistoria och ger en ränta på över 10 procent.

Vi har valt att ha låg ränteduration i de länder där vi menar att räntorna kommer att stiga och valutan stärkas. Hit hör bland annat Mexiko, Storbritannien, Norge, Kanada och USA.

Värdepapper	Förfälldatum	Kupong, procent	Nominellt	Kostnads-värde NOK**	Marknads-kurs NOK	Upplöpen ränta, NOK	Marknads-värde NOK**	Marknads-värde inkl upplöpen NOK**	Orealiserad vinst/förlust, NOK**	Andelar av fonden
STATSOBLIGATIONER										
Canadian Government	01.03.2018	1,25	8 000	49 891	649,04	53	51 923	51 976	2 032	5,34 %
Chilean Government	05.08.2020	5,50	4 410 000	54 659	1,37	488	60 287	60 775	5 628	6,25 %
Dominican Republic	10.05.2024	11,50	150 000	28 449	19,38	1 228	29 075	30 303	626	3,12 %
Croatia Government Int Bond	30.05.2022	3,87	8 300	74 798	1 000,14	2 467	83 012	85 479	8 214	8,79 %
Portugese Government	15.10.2025	2,87	7 000	66 651	883,89	845	61 872	62 718	-4 779	6,45 %
Slovenia Government	30.03.2026	5,12	3 500	41 766	1 248,85	5	43 710	43 714	1 943	4,50 %
Spanish Government	30.04.2025	1,60	6 000	55 241	940,97	809	56 458	57 267	1 217	5,89 %
UK Government	25.08.2017	8,75	4 500	49 256	1 109,16	396	49 912	50 308	656	5,17 %
UK Government	07.09.2017	1,00	5 000	54 636	1 076,21	35	53 810	53 845	-826	5,54 %
European Bank Recon & Dev	19.03.2018	5,75	200 000	25 846	13,27	50	26 535	26 585	688	2,73 %
Mexican Government	15.06.2017	5,00	120 000	50 145	45,61	808	54 736	55 544	4 591	5,71 %
Norwegian Government	19.05.2017	4,25	95 000	99 059	100,46	3 495	95 441	98 937	-3 618	10,17 %
New Zealand Government	17.04.2023	5,50	8 000	54 358	690,50	1 212	55 240	56 452	882	5,81 %
Peruvian Government	12.08.2037	6,90	20 000	48 107	280,60	473	56 119	56 593	8 012	5,82 %
US Government	30.06.2017	0,62	7 800	64 786	858,84	104	66 989	67 093	2 204	6,90 %
US Government	30.09.2017	0,62	10 000	85 135	857,92	0	85 792	85 792	657	8,82 %
Summa värdepappersportfölj				902 785		12 470	930 911	943 381	28 126	97,01 %
Disponibel likviditet				28 850			29 059	29 059	208	2,99 %
Summa andelskapital				931 635		12 470	959 970	972 440	28 334	100,00 %
Nyckeltal										
Effektiv underliggande avkastning	3,42%		Duration*	3,10						
*	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 31/3.2017. Obligationer och certifikat där det inte existerar "market-maker" kurser prissätts från tid till tid mot gällande yield-kurva.										



God avkastning trots lägre risknivå

SKAGEN Credit SEK

De bästa obligationerna från den globala fruktträdgården

- › God avkastning genom minskat kreditpåslag och löpande kupongränta.
- › Att plocka rätt obligationer är viktigare än någonsin.
- › Fonden är rustad för sämre tider.

1	2	RISK	4	5	6	7
Startdatum	30 maj 2014					
Genomsnittlig årlig avkastning sedan start	0,73%					
Förvaltningskapital	28 milj SEK					
Antal fondsparare	67					

AVKASTNING, %	Q1/-17*	12 M*
SKAGEN Credit	1,15	7,49
OMRX-TBILL	-0,22	-0,76

* Per 31 mars 2017



PORTFÖLJFÖRVALTARE

Ola Sjöstrand

Michael Ancher, Æbletræer, 1907. Bilden är manipulerad och tillhör Skagens Konstmuseer.

Det blev ett bra första kvartal. Kreditpåslaget minskade på merparten av investeringarna i fonden och medförde att fondens värde steg. Den här minskningen i kombination med den löpande kupongräntan från obligationerna gjorde att avkastningen blev bra.

SKAGEN Credit SEK gav en avkastning på 1,15 procent trots att risknivån i fonden minskats en hel del. Genomsnittsratingen på investeringarna har det senaste året ökat från BB+ till dagens BBB. Vidare har även investeringarnas genomsnittliga löptid minskats från 2,7 till 2,4 år. Nu kanske det är många som undrar varför fonden minskat risken nu när allt ser så bra ut och det emitteras företagsobligationer som aldrig förr?

Företag och andra som emitterar obligationer har varit väldigt aktiva under första kvartalet. Nivåerna, det vill säga vilken ränta de får betala på sina obligationer, har inte varit så här låga på länge. Det är alltså inte så konstigt att alla som kan och har det minsta lilla behov att få billig finansiering utnyttjar dagens nivåer. Mer underligt är att det finns investerare som är intresserade av att köpa så mycket.

Jakten på avkastning

En förklaring till det stora köpintresset är att räntor generellt är så låga att många är villiga att ta mer risk för att få någon som helst ränta. När de mest säkra obligationerna som till exempel tyska korta statsobligationer ger negativ ränta så väljer många att öka risken och istället köpa de näst säkraste obligationerna. När sedan tillräckligt många vill köpa även dessa så pressas priset nedåt tills även dessa handlas på negativ ränta. Det här fortplantas vidare nedöver i kreditkalan och är alltså med och pressar påslaget på alla slags obligationer. Räntan, eller mer korrekt kreditpåslaget, på företagens obligationer är alltså nedpressad på grund av att investerare letar avkastning och inte för att kreditkvaliteten förbättrats.

Obligationsplockning

Dessa låga nivåer pressar alltså ner lånekostnaden för "alla" företag och det görs liten skillnad på företagens finansiella situation eller på deras framtidsutsikter. Det är därmed viktigare än på länge att selektivt välja ut obligationer där risken står i proportion till avkastningen. När det ser som bäst ut är det också oftast störst nedsida och att då urskilningslöst investera i "företagsobligationer" är kanske inte att rekommendera. Ett index skiljer sällan på bra och dåliga företag och i obligationsindex bestäms viktningen ofta utifrån hur mycket obligationer de har utestående, det vill säga ju mer de lånar desto större vikt får de i indexet.

Koncentrerad kompott

De cirka 40 investeringarna i Credit är utvalda utifrån all världens företagsobligationer. De har ofta en speciell händelse/trigger som kommer öka värdet eller så ger de helt enkelt en högre avkastning relativt andra motsvarande obligationer av en eller annan anledning. Poängen är att de är varje obligation är vald av en anledning och noga analyserad innan. Självklart kan den här analysen vara fel och investeringen gå dåligt, men genom att endast välja de med ett mervärde är fonden rustad för att både kunna stå emot sämre tider samtidigt som den skall ge en avkastning som står i proportion till risken.

VÄRDEPAPERSPORTFÖLJ SKAGEN CREDIT PER 31 MAR 2017

SKAGEN CREDIT SEK	Antal andelar i tusental	SEK	%
SKAGEN Credit	229	25 510	91,00
Likviditet		2 523	9,00
Summa Andelskapital		28 033	100,00

Valutasäkringsgrad 96,27%, ägarandel av SKAGEN Credit 7,14%. SKAGEN Credit SEK/NOK/EUR är matarfonder som investerar sina tillgångar i huvudfonden (master fund) som tillvarar alla portföljinvesteringar. Följande är en överblick av SKAGEN Credits huvudfonds portfölj.

SKAGEN CREDIT MASTER FUND, NOK	Valuta	Förfalldatum	Andelar	Kupong, procent	Marknadsvärde, NOK	Andelar av fonden
Värdepapper						
Gazprom OAO	USD	11.04.2018	700	8,15	6 612	1,92
Petrobras Global Finance BV	USD	01.03.2018	600	5,88	5 336	1,55
Petrobras Global Finance BV	USD	20.01.2020	300	5,75	2 743	0,80
Seadrill Ltd	USD	15.09.2017	300	6,13	1 039	0,30
Summa Energi					15 730	4,57
Glencore Canada Financial Corp	GBP	27.05.2020	900	7,38	11 893	3,45
Glencore Funding LLC	USD	30.05.2023	800	4,13	7 121	2,07
Summa Råvaror					19 014	5,52
DSV A/S	DKK	18.03.2022	8 000	1,60	10 268	2,98
Schaeffler Finance BV	USD	15.05.2023	1 100	4,75	9 801	2,85
Tallink Group AS	NOK	18.10.2018	6 000	6,09	6 336	1,84
Heathrow Funding Ltd	GBP	20.03.2020	500	6,00	6 104	1,77
Heathrow Funding Ltd	GBP	10.09.2018	500	6,25	5 945	1,73
Color Group AS	NOK	18.09.2019	5 000	6,19	5 259	1,53
Bombardier Inc	USD	16.03.2020	400	7,75	3 698	1,07
Bombardier Inc	USD	14.10.2022	200	6,00	1 753	0,51
Summa Kapitalvaror, service och transport					49 164	14,28
Jaguar Land Rover Automotive Plc	GBP	01.03.2023	800	3,88	8 936	2,60
Best Buy Co Inc	USD	15.03.2021	900	5,50	8 380	2,43
Fiat Finance & Trade SA	EUR	15.03.2018	600	6,63	5 846	1,70
Samvardhana Motherson Automotive	EUR	15.07.2021	600	4,13	5 700	1,66
Jacob Holm & Sonner Holding AS	EUR	31.03.2022	500	3,42	4 632	1,35
Fiat Chrysler Finance Europe	EUR	22.03.2021	400	4,75	4 064	1,18
Samvardhana Motherson Automotive	USD	16.12.2021	400	4,88	3 603	1,05
Volvo Car AB	SEK	07.03.2022	3 000	1,86	2 966	0,86
Summa Intäktsberoende konsumtionsvaror					44 126	12,81
Cosan	USD	14.03.2023	1 200	5,00	10 359	3,01
JBS Investments GmbH	USD	28.10.2020	900	7,75	8 388	2,44
Lennar Corp	USD	17.06.2019	500	4,50	4 489	1,30
Summa Defensiva konsumtionsvaror					23 236	6,75
Sparebank 1 Telemark	NOK	15.06.2017	15 000	1,55	15 080	4,38
Länsförsäkringar Bank AB	SEK	27.04.2026	9 000	1,77	9 027	2,62
Danske Bank AS	GBP	29.09.2021	700	5,38	8 151	2,37
Sparebank 1 Nord-Norge	NOK	26.05.2017	7 000	1,40	7 013	2,04
Bank of Baroda	USD	23.07.2019	750	4,88	6 818	1,98
Türkiye Halk Bankasi AS	USD	13.07.2021	800	5,00	6 684	1,94
Standard Chartered PLC	EUR	23.11.2022	500	3,63	5 078	1,47
Standard Chartered Bank	GBP	03.04.2018	200	7,75	2 453	0,71
Summa Bank och finans					60 303	17,51
Volta Americas LLC	USD	24.07.2019	400	-	757	0,22
Summa Informationsteknik					757	0,22
Bharti Airtel International	USD	20.05.2024	700	5,35	6 503	1,89
VimpelCom Holdings BV	USD	01.03.2022	650	7,50	6 370	1,85
Bharti Airtel International	EUR	20.05.2021	400	3,38	4 098	1,19
Frontier Communications Corp	USD	15.09.2022	300	10,50	2 621	0,76
Summa Telekom					19 593	5,69
BKK AS	NOK	22.05.2020	16 000	1,70	16 092	4,67
EDP Finance BV	USD	01.10.2019	1 600	4,90	14 792	4,30
Agder Energi AS	NOK	04.04.2018	10 000	2,16	10 062	2,92
EDP Finance BV	USD	14.01.2021	200	5,25	1 857	0,54
Summa Nyttotjänster					42 804	12,43
Entra ASA	NOK	10.04.2017	10 000	2,37	10 055	2,92
SAGAX AB	EUR	09.09.2020	300	3,50	2 856	0,83
American Tower Corp	USD	15.02.2019	300	3,40	2 647	0,77
SAGAX AB	EUR	15.06.2021	100	4,50	982	0,29
Summa Fastigheter					16 539	4,80
Summa värdepappersportfölj					291 266	84,58
IRS EUR 20180620	EUR	20.06.2018	3 000		-377	-0,11
IRS EUR 20210511	EUR	11.05.2021	600		-152	-0,04
IRS GBP 20180129	GBP	29.01.2018	1 200		-172	-0,05
IRS GBP 20230523	GBP	23.05.2023	400		-89	-0,03
IRS USD 20180620	USD	20.06.2018	3 500		-121	-0,04
IRS USD 20190820	USD	20.08.2019	2 000		-36	-0,01
IRS USD 20210622	USD	22.06.2021	1 000		-29	-0,01
IRS USD 20220927	USD	27.09.2022	1 500		540	0,16
IRS USD 20230905	USD	05.09.2023	1 000		425	0,12
Summa Derivater					-11	-
Likviditet					53 086	15,42
Summa andelskapital					344 340	100,00



Stabilt och bra kvartal

SKAGEN Krona

Tillsammans för bättre räntor

- › Slog jämförelseindex med 0,3 procent under kvartalet.
- › Investerar i flera värdepapper utställda av kreditstarka men "oratade" företag.
- › Fortsätter fokusera på stabil avkastning till låg risk.

RISK	2	3	4	5	6	7
Startdatum	29 juni 2007					
Genomsnittlig årlig avkastning sedan start	1,99%					
Förvaltningskapital	345 milj SEK					
Antal fondsparare	270					
AVKASTNING, %	Q1/-17*	12 M*				
SKAGEN Krona	0,08	0,25				
OMRX-TBILL	-0,22	-0,76				

* Per 31 mars 2017



PORTFÖLJFÖRVALTARE

Ola Sjöstrand och Elisabeth Gausel

P.S. Krøyer, Fiskere trækker vod på Skagen Nordstrand. Sildig eftermiddag, 1883. Bilden är manipulerad och tillhör Skagens Konstmuseer.

Ett bra kvartal med minskat kreditpåslag på fondens investeringar. Avkastningen på 0,08 procent motsvarar en årsavkastning på cirka 0,3 procent.

Riksbanken håller fast vid sin negativa repo-ränta på -0,50 procent och det ser inte ut som om de kommer ändra den så mycket 2017. Nivån gör att även andra räntor pressas ner. När ett företag önskar låna pengar i till exempel tre månader på räntemarknaden så används tre månaders interbankräntan (-0,44 procent) som bas och därtill ett påslag beroende på det enskilda företagets finansiella situation, som ska täcka den risk det innebär att låna ut pengar till företaget. Ett påslag på 30 basispunkter gör att företaget i det här exemplet kan låna pengar på -0,14 procent. De får således betalt för att låna pengar.

Dock är det många företag som trots att de har en stark finansiell situation är villiga/tvingade att reellt betala för att låna. Ofta saknar dessa företag en officiell rating då de är något mindre

och har merparten av sin verksamhet i Sverige. Kreditvaliteten är rinte sämre, men de kategoriseras som "oratade" och för att få lån i räntemarknaden betalar de således något lite mer än de "ratade". Flertalet av dessa kreditstarka "oratade" företag betalar för tillfället mellan 0,05 och 0,2 procent, så det är alltså inte tal om betungande räntenivåer. För Krona är det dock attraktivt att kunna få 0,1 procent istället för säg -0,1 procent på placeringarna. Nollpunkten är viktig i det här sammanhanget då vi konkurrerar med bankkonton som ofta ger 0 procent.

För Krona är fokus att ge kunderna en stabil avkastning genom att placera i ränteinstrument med låg risk. Innehavet har väldigt kort kvar till förfall eftersom all slags ändringar påverkar priset på långa ränteinvesteringar avsevärt mer än på korta. Gensomsnittlig tid till förfall i Krona är 0,4 år, vilket betyder att inom fem månader så har portföljens innehav bytts ut.

Värdepapper	Förfalldatum	Kupong, procent	Nominellt, NOK ***	Kostnadspris, NOK ***	Marknadskurs, NOK	Uppslutningsränta, NOK	Marknadsvärde, NOK ***	Marknadsvärde inkl upplupen ränta, NOK***	Orealiserad vinst/förlust, NOK ***	Andelar av fonden
RÄNTEPAPPER MED RÖRLIG RÄNTA										
Finans										
Ikano Bank SE	01.02.2018	0,44	10 000	10 000	100,21	7	10 021	10 028	21	2,90%
Ikano Bank SE	29.04.2019	0,68	4 000	4 000	100,83	5	4 033	4 038	33	1,17%
Länsförsäkringar Bank AB	15.05.2018	0,34	15 000	15 056	100,36	6	15 054	15 061	-2	4,36%
Sparebank 1 SMN	29.10.2018	0,33	13 000	13 020	100,23	7	13 030	13 038	10	3,78%
Sparebank 1 Nord-Norge	24.01.2019	0,18	10 000	9 859	99,91	3	9 991	9 994	132	2,89%
Sparebanken Vest	10.09.2018	0,06	16 000	15 886	99,70	1	15 953	15 953	67	4,62%
Industri										
Arla Foods amba	04.06.2018	1,20	10 000	10 165	101,01	8	10 101	10 109	-64	2,93%
Fortum Värme	27.11.2017	0,18	15 000	15 000	100,00	2	15 000	15 002	0	4,34%
Scania CV AB	02.10.2017	0,41	12 000	12 049	100,20	12	12 025	12 036	-25	3,49%
Tele2 AB	15.05.2017	2,34	15 000	15 252	100,27	43	15 041	15 084	-211	4,37%
RÄNTEPAPPER MED FAST RÄNTA										
Industri										
Arla Foods Finance	31.07.2017	0,00	5 000	4 999	99,94	-	4 997	4 997	-2	1,45%
Bergvik Skog AB	18.05.2017	0,00	17 000	16 993	99,97	-	16 995	16 995	2	4,92%
Bergvik Skog AB	19.06.2017	0,00	12 000	11 995	99,95	-	11 994	11 994	-1	3,47%
Castellum AB	04.04.2017	0,00	20 000	19 998	100,00	-	20 000	20 000	2	5,79%
Castellum AB	07.06.2017	0,00	7 000	6 997	99,97	-	6 998	6 998	0	2,03%
Castellum AB	22.05.2017	0,00	5 000	4 999	99,98	-	4 999	4 999	0	1,45%
Citycon Oyj	14.06.2017	0,00	10 000	9 998	99,95	-	9 995	9 995	-3	2,89%
Fabege AB	12.06.2017	0,00	16 000	15 996	99,95	-	15 993	15 993	-4	4,63%
Fabege AB	21.06.2017	0,00	5 000	4 999	99,95	-	4 997	4 997	-2	1,45%
Fabege AB	25.04.2017	0,00	8 000	7 998	99,99	-	7 999	7 999	1	2,32%
Hexagon AB	11.04.2017	0,00	15 000	14 987	100,00	-	15 000	15 000	13	4,34%
Indutrade	24.05.2017	0,00	25 000	24 992	99,97	-	24 992	24 992	0	7,24%
Intrum Justitia AB	15.05.2017	0,00	5 000	4 997	99,99	-	4 999	4 999	2	1,45%
Intrum Justitia AB	26.04.2017	0,00	10 000	9 993	99,99	-	9 999	9 999	7	2,90%
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	23.05.2017	0,00	15 000	14 987	99,98	-	14 997	14 997	9	4,34%
Volkswagen Finans Sverige AB	02.05.2017	0,00	15 000	14 986	99,98	-	14 997	14 997	11	4,34%
Wallenstam	22.05.2017	0,00	15 000	14 996	99,97	-	14 996	14 996	-1	4,34%
Summa värdepappersportfölj				325 199		95	325 195	325 289	-5	94,20 %
Disponibel likviditet				20 037			20 037	20 037		5,80 %
Summa andelskapital				345 236		95	345 232	345 326	-5	100,00 %
Nyckeltal										
Effektiv underliggande avkastning	0,18%			Effektiv avkastning till kunder*	0,08%		Duration**			0,12

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

Effektiv ränta är den genomsnittliga årliga avkastningen på ett räntepapper fram till det förfaller. Värdepapper är värderade till marknadskurs 31.3.2017. Obligationer och certifikat där det inte existerar "market-maker" kurser prissätts från tid till tid mot gällande yield-kurva.

Kurs per 31.3.2017

100,1696

Avkastnings- och riskredovisning

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

Per 31.3.2017	Hittills i år	Senaste året	Senaste 2 år	Senaste 3 år	Senaste 5 år	Senaste 10 år	Sedan start
SKAGEN Vekst A*	5,7%	26,1%	6,0%	8,3%	9,1%	3,6%	13,8%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	5,0%	21,2%	4,7%	13,7%	13,0%	5,6%	10,0%
SKAGEN Global A**	5,1%	22,3%	4,1%	11,2%	11,0%	6,3%	14,9%
MSCI World AC	5,1%	26,6%	6,6%	16,9%	15,1%	6,2%	5,2%
SKAGEN Kon-Tiki A****	11,2%	32,3%	4,3%	9,3%	6,8%	7,2%	14,1%
MSCI Emerging Markets	9,7%	29,2%	3,4%	12,7%	7,0%	5,3%	8,5%
SKAGEN m ² A	1,9%	19,9%	0,5%	14,0%			9,6%
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	2,4%	14,5%	3,0%	17,5%			13,8%
SKAGEN Focus A	3,1%	33,8%					3,8%
MSCI World AC	5,1%	26,6%					6,7%
SKAGEN Tellus A***	0,2%	9,8%	-0,9%	7,3%	6,4%	5,4%	5,6%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR	-0,2%	6,4%	2,6%	10,4%	5,6%	5,5%	5,2%
SKAGEN Credit SEK	1,2%	7,5%	1,8%				0,7%
OMRX Treasury Bill Index	-0,2%	-0,8%	-0,6%				-0,3%
SKAGEN Krona	0,1%	0,2%	0,1%	0,4%	1,3%		2,0%
OMRX Treasury Bill Index	-0,2%	-0,8%	-0,6%	-0,3%	0,2%		1,0%

Riskmått

Per 31.3.2017	SKAGEN Vekst A	SKAGEN Global A	SKAGEN Kon-Tiki A	SKAGEN Focus	SKAGEN m ²	SKAGEN Tellus A
TRADITIONELLA RISKMÅTT SENASTE 5 ÅR						
Standardavvikelse NAV	11,5%	12,4%	14,1%			6,6%
Standardavvikelse jämförelseindex	10,4%	10,5%	13,2%			8,3%
Tracking Error	5,9%	4,9%	4,9%			5,3%
Beta	0,95	1,08	1,00			0,61
Active share*****	88%	92%	91%	98%	94%	

Riskjusterad avkastning

Per 31.3.2017	SKAGEN Vekst A	SKAGEN Global A	SKAGEN Kon-Tiki A	SKAGEN Focus	SKAGEN m ²	SKAGEN Tellus A
TRADITIONELLA PRESTATIONSMÅTT SENASTE 5 ÅR						
Alfa	-3,0%	-4,8%	-0,2%			2,9%
Sharpe aritmetisk	0,73	0,82	0,45			0,91
Sharpe Ratio jämförelseindex	1,15	1,32	0,50			0,62
Informationskvot aritmetisk	-0,60	-0,74	-0,04			0,15

* 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 2017

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 avvikelserna är större än de negativa, har fonden uppnått högre avkastning än index. Summan av positiva och negativ avvikelser är ett mått på fondens oberoende av jämförelseindex.

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

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

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

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

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

Konsistens är andelen månader med meravkastning i förhållande till index.

Returadress:
SKAGEN Fonder
Box 11
101 20 Stockholm



SKAGEN Fonder grundades i Stavanger 1993 och är idag en ledande nordisk fondförvaltare. En filial etablerades i Sverige 2004 med kontor i Stockholm och 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/skagenfunds
www.facebook.com/skagenfonder

Postadress

Box 11, 101 20 Stockholm

Redaktion

Anna S Marcus (redaktör), Parisa Kate Lemaire, Trygve Meyer, Vevika Søberg, Ole-Christian Tronstad.

Form: Werksemd

Framsidesbild: Anna Ancher, Høst-arbejdere, 1905. Bilden är manipulerad och tillhör Skagens Konstmuseer.

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

RISKINFORMATION

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

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