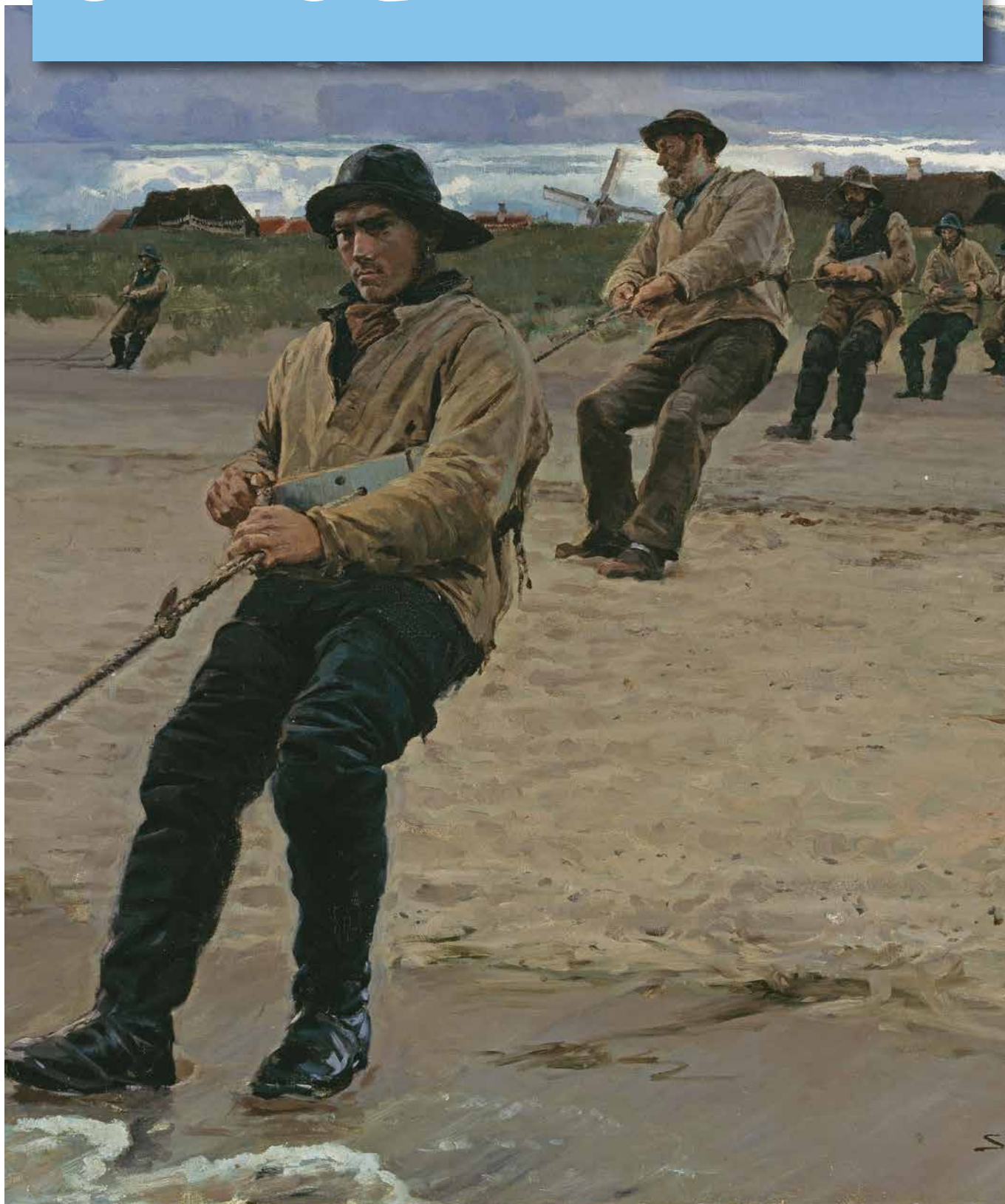


MARKNADSRAPPORT

# SKAGEN



STOCK PICKING ÄR EN KONST OCH EN FÄRDIGHET – SOM KRÄVER TÅLAMOD

NUMMER 1 | JANUARI 2017 | [www.skagenfonder.se](http://www.skagenfonder.se)

# Ett traditionellt hantverk att hålla fast vid

Medan historieböckerna sannolikt kommer att förknippa 2016 med Brexit och Donald Trump, kommer andra mindre kända händelser att ha en mer varaktig effekt på fondbranschen.

## Från aktivt till passivt

En av de största investeringstrenderna sedan finanskrisen är den stora rotationen från aktiva investeringar och in i passiva. Denna trend har fortsatt med oförminskad styrka 2016 och förväntas fortsätta även i år. Enligt Morningstar som citeras av MarketWarch, togs 285,2 miljarder dollar ut ur aktiva fonder under 2016, medan passiva fonder attraherade 428,7 miljarder dollar.

Denna trend kommer att fortsätta, sporrade av förändringar i lagstiftningen och tekniska förändringar i fondbranschen – inte bara i Sverige, utan även på andra håll i världen. I skrivande stund är drygt en av tre investerade dollar i världen placerade i passiva fonder.

## Aktiv på riktigt

Som en i sann mening aktiv förvaltare fokuserar vi i första hand på företagens fundamenta och bedömda framtidsutsikter och tar inte, som många andra, avstamp i makroförhållanden och allokeringstrender. En av våra grundare, Kristoffer Stensrud, har till och med sagt att han faktiskt upplever det som att han är med i själva byggandet av företag som har varit med länge i portföljen.

De senaste åren har dock varit tuffa för aktiva förvaltare. Värdebaserad bolagsanalys har inte gett full utdelning och det har nu gått så långt att många till och med frågat sig om det alls är möjligt att slå marknaden genom goda aktieval. Den viktigaste förklaringen till detta är kanske den expansiva och okonventionella penningpolitik som har förts ända sedan finanskrisen. Som en konsekvens har alla värderingar höjts, vare sig det gäller aktier, fastigheter, obligationer eller

annat. Vi befinner oss helt enkelt i en period med högvatten där alla båtar, oavsett kvalitet, har lyfts upp av floden.

## Tyngdkraften går inte att undvika

Faktum kvarstår dock – gör man som alla andra ska man förvänta sig en avkastning som alla andra över tid. Absolut inte mer. Och högvatten varar inte för evigt. Perioden med låga räntor och låg volatilitet närmar sig nu med all sannolikhet sitt slut. Och i takt med att alltmer kapital fortsätter allokeras till passiva mandat kommer möjligheterna för aktiva investerare att förbättras successivt. Det kommer den finansiella gravitationen till slut att se till.

Det gäller med andra ord att fortsätta hålla fast vid devisen: Ansträngning lönar sig bara om man vägrar ge upp. Det finns en poäng med det traditionella hantverket kring bolagsanalys.

## Nya ledare

Vi har under det senaste året utsett en särskild investeringsdirektör, Alexandra Morris – som några av er träffade på vår Nyårskonferens i Stockholm i januari – som leder portföljförvaltarna. Vi har också skapat ett innovationsteam för att hålla jämna steg med utvecklingen.

Nästa etapp av SKAGEN-resan kommer att ledas av Øyvind Schanke, som ersätter Leif-Ola Rød som vd i början av februari. Han kommer till oss med en djup tro på aktiv förvaltning och ser den starka tillväxten i indexförvaltning över hela världen som en möjlighet för SKAGEN. Både företaget och våra kunder bör därför vara i goda händer när han arbetar för att SKAGEN ska vara den bästa leverantören av aktivt förvaldade fonder – även i framtiden.

Vi går nu ett minst sagt spännande år till mötes. I den kinesiska kalendern kommer 2017 att vara tuppens år. Skarpsinnets, flitens och beslutsamhetens år.



– Per Wennberg  
vd, SKAGEN Fonder Sverige



Foto: Bloomberg

26

**SKAGEN Focus** gick in i Telecom Italia vid slutet av året. Bolagets aktie har tyngts av det förväntade konkurrenstrycket från mobiloperatören Iliad och Enel inom fiber.



Foto: Bloomberg

10 + 14

Den amerikanska finansgiganten Citigroups aktiekurs steg med över 27 procent under det fjärde kvartalet 2016, och var en av de bästa bidragsgivarna i både SKAGEN Global och SKAGEN Vekst.



Foto: Bloomberg

33

Det brittisk-schweiziska multinationella råvaru- och gruvbolaget Glencore var en av de största bidragsgivarna till SKAGEN Credits avkastning. Bilden är tagen inne i Glencores Plc Bracemac-McLeod zinkgruva i Malartic, Quebec, Kanada.

## LEDARE

Ett traditionellt hantverk att hålla fast vid › 2  
Per Wennberg

Avkastning › 4

## INVESTERINGS-DIREKTÖRENS BERÄTTELSE

Både färdighet och konst › 6

## AKTIEFONDER

**SKAGEN Vekst** › 10  
Ny vår för värdeaktier

**SKAGEN Global** › 14  
Ett år av utmaningar och möjligheter

**SKAGEN Kon-Tiki** › 18  
Stark avslutning på tufft år för aktiva förvaltare

**SKAGEN m<sup>2</sup>** › 22  
Bäst i klassen

**SKAGEN Focus** › 26  
Marknadens två ansikten

## RÄNTEFONDER

**Räntekommentarer** › 30  
Kan förnuftet trumfa över protektionismen?

**SKAGEN Tellus** › 31  
Året då opinionsmätningarna misslyckades

**SKAGEN Credit** › 32  
Fondens mandat lönar sig

**SKAGEN Krona** › 34  
Låg risk och förutsägbarhet

## RISK O. AVKASTNING

Risk och avkastning › 35

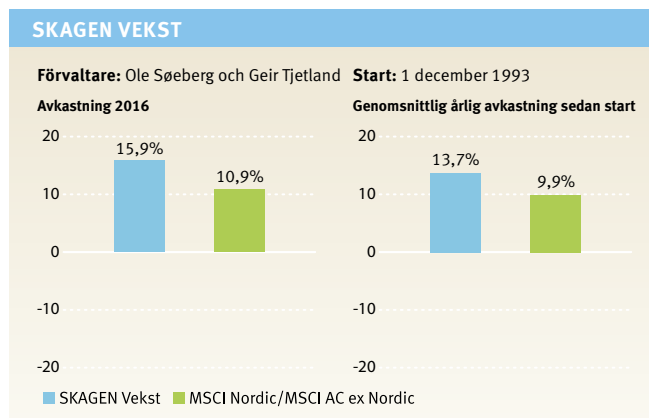
Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. Framtida avkastning kommer bland annat att bero på marknadens utveckling, förvaltarens skicklighet, fondens risk samt förvaltningsavgifter. Avkastningen kan bli negativ till följd av kursnedgångar. Faktablad och informationsbroschyrer (prospekt)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

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

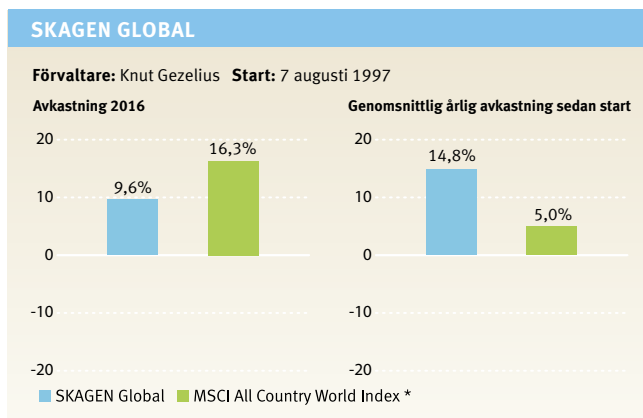
SKAGEN har som mål att säkerställa att all information i Marknadsrapporten är korrekt, men vill reservera sig för eventuella fel och utelämnanden. Uttalanden som reflekterar portföljförvaltarens syn är gjorda vid en bestämd tidpunkt – och kan förändras utan förvarning.

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

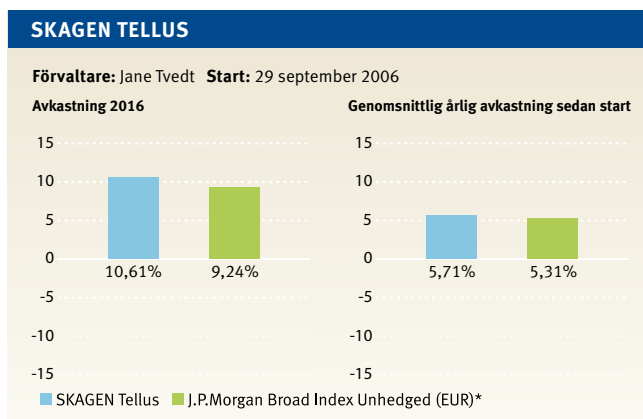
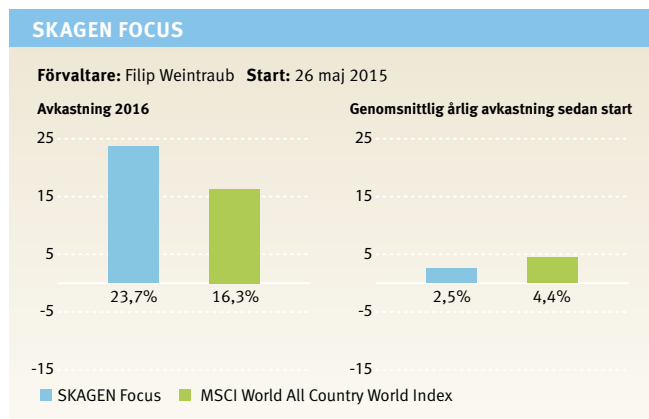
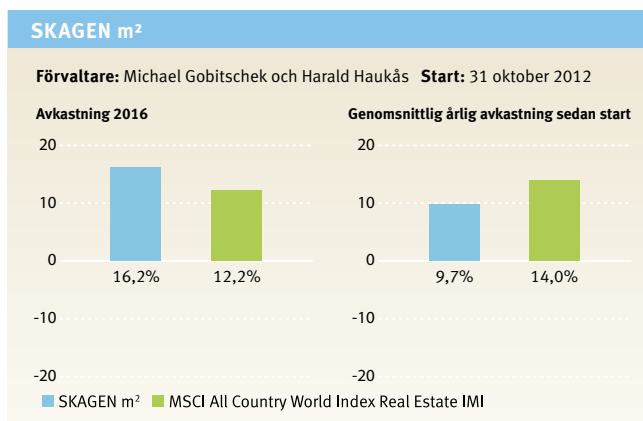
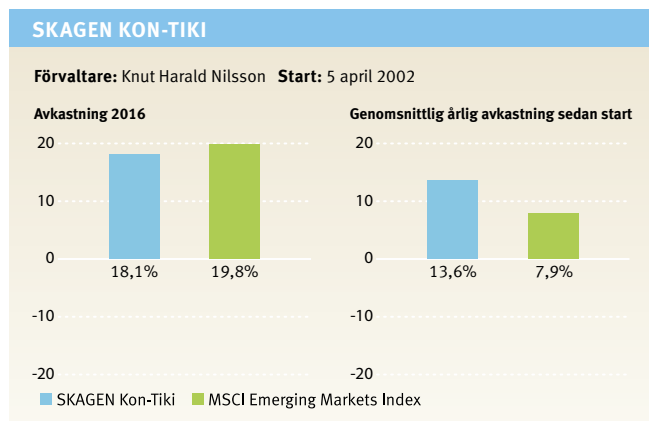
# FONDAVKASTNING PER DEN 30 DECEMBER 2016



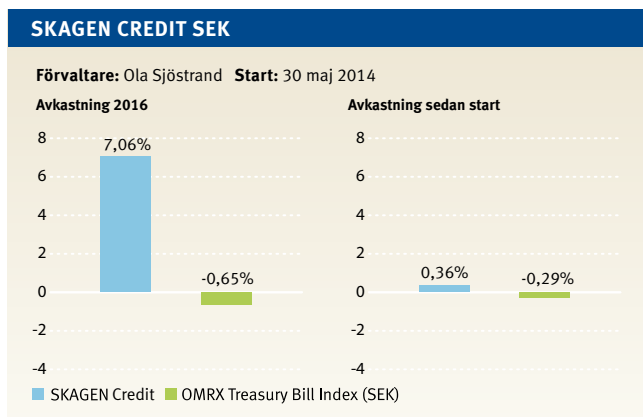
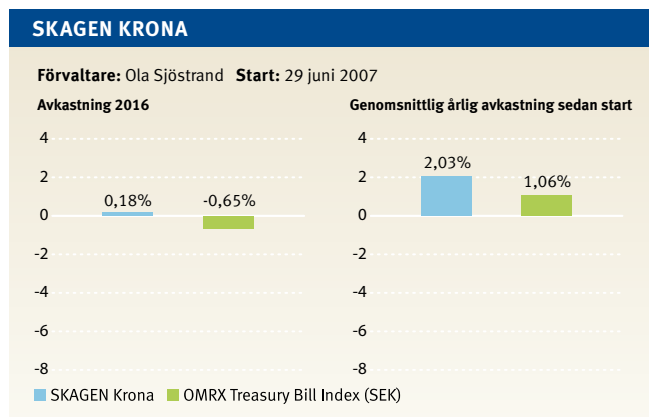
\* Från och med 1 jan 2014 ändrades fondens investeringsmandat från att investera minst 50% av kapitalet i Norge, till att investera minst 50% av kapitalet i de nordiska länderna. Det innebär att avkastningen före ändringen uppnåddes under andra förutsättningar än i dag. Fondens jämförelseindex före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



\* Jämförelseindex före 1 jan 2010 MSCI World Index.



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



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



Foto: Bloomberg

**Janet Yellen**, Federal Reserves ordförande, vid en presskonferens i december 2016. Sysselsättningen i USA ökade mindre än väntat i december, men timlönerna steg rejält, vilket tyder på en fortsatt stark arbetsmarknad och bäddar för nya räntehöjningar från Fed. 2016 höjde Fed styrräntan för andra gången på tio år. Under 2017 räknar Fed med att höja räntan ytterligare tre gånger.



Foto: Bloomberg

**Marine Le Pen**, partiledare för franska Nationella Fronten, är EU-motståndare och har för avsikt att replikera Donald Trumps framgångar med att mobilisera missnöjesröster.



Foto: Bloomberg

**Storbritanniens premiärminister Theresa May** har meddelat att landet kommer att dra sig ur både EU och den inre marknaden.

## Portföljförvaltarnas berättelse

# Inledning

- › 2016 var ett bra år för de flesta av SKAGENS fonder. Sex av åtta överträffade sina jämförelseindex.
- › 2017 ser ut att bli ett spännande år och den globala ekonomin har haft en bra start.
- › Europa förväntas gå bättre i år. Det stora okända är tidplanen för och effekterna av Storbritanniens utträde ur EU. Även presidentvalet i Frankrike i vår bidrar till osäkerheten.
- › Fed kommer troligen fortsätta höja styrräntan. De började höja i december och har meddelat att fler höjningar är att vänta.
- › Himlen på tillväxtmarknaderna har ljusnat och vi tror att de kan visa sig vara det bästa stället att vara på 2017.

SKAGEN är en i sann mening aktiv förvaltare. Vi sneglar inte på jämförelseindex, gömmer oss inte bakom de största aktierna eller index-taktiker – att smälta in är inte något vi sysslar med. SKAGEN har erfarenhet och en lång tradition av aktiv förvaltning.

Detta är några av skälen till att jag började i SKAGEN, som har ett team med några av de bästa portföljförvaltarna i Skandinavien och en bevisat långsiktig track-record.

Aktiv fondförvaltning har nyligen gått igenom en tuff period. Underavkastning och utflöden har varit normen under de senaste åren och denna trend fortsatte under 2016. Mitt bland alla förändringar som vår bransch går igenom (se vd:s ledare), håller vi på SKAGEN fast vid det vi kan, nämligen stock picking.

# Både färdighet och konst

Stock picking är både en färdighet och en konst. Båda är lika viktiga och beroende av varandra.

– Alexandra Morris  
Investeringsdirektör

Stock picking är både en färdighet och en konst. Båda är lika viktiga och beroende av varandra. Färdigheten ligger i förmågan att använda sig av sin utbildning och erfarenhet – och tillämpa dessa för att förstå komplexa investeringscase, finansiella risker och värderingsmetodik. Det är förmågan att titta på alla sidor av investering utan att missa några relevanta möjligheter eller risker som kan vara viktiga för din slutsats.

Den andra delen, konsten, ligger i förmågan att se in i framtiden och förstå den mänskliga dimensionen av de finansiella marknaderna, befintliga portföljbolag och potentiella portföljbolags ledning, styrelse och ägare samt deras kunders framtida sympatier och antipatier. Konsten ligger också i förmågan att se världsekonomin ur ett fågelperspektiv och fatta goda beslut på detaljerad företags- och portföljnivå.

Att kombinera konst och färdighet är en kraftfull brygd. Tillsam-

mans med vår värdebaserade stock picking, våra okonventionella metoder för att hitta möjligheter och vårt engagemang i att ge våra andelsägare bästa möjliga avkastning – är detta receptet på SKAGENS framgångar.

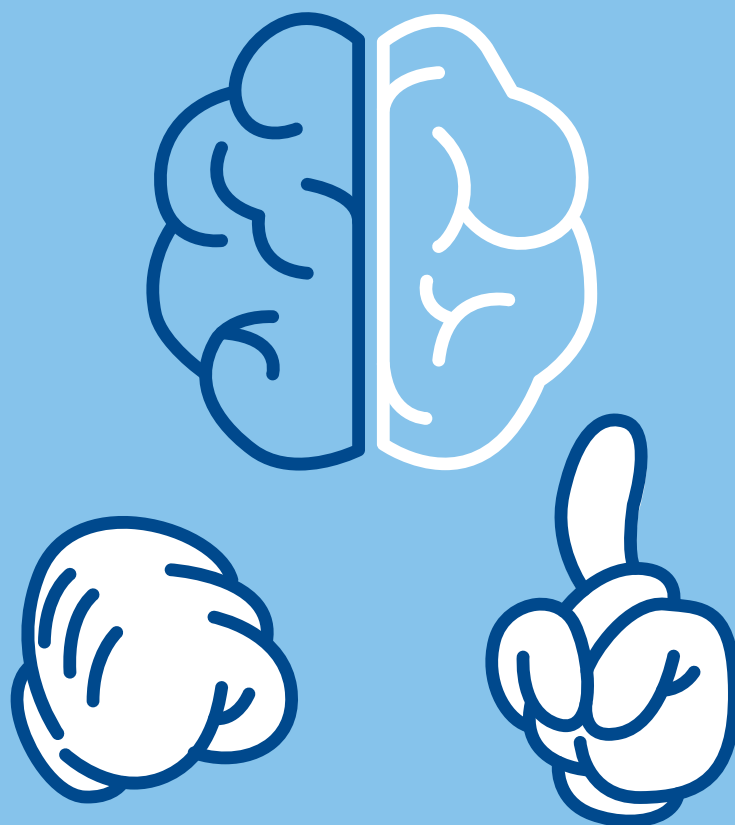
Efter mina första fyra månader på SKAGEN, ser jag att våra viktigaste styrkor har olika dimensioner, och dessa kan illustreras på följande sätt:



## Sex av åtta ligger före

2016 var ett bra år för de flesta av våra fonder. De flesta investeringsdirektörer skulle vara nöjda med att sex av åtta fonder har slagit sina jämförelseindex. Men som organisation vill vi alltid mer för våra andelsägare och kommer att fortsätta att sträva efter det perfekta resultatet.

SKAGEN Kon-Tiki har slagit sitt jämförelseindex 11 av 15 år; vi ligger efter de senaste tre åren. De fyra bästa bidragsgivarna i portföljen tjänade två miljarder norska kronor åt våra andelsägare under 2016. Dessa bidragsgivare var det brasilianska diversifierade energibolaget Cosan, den ryska livsmedelskedjan X5, det koreanska teknikbolaget Samsung Electronics och den brasilianska banken Banrisul. SKAGEN Kon-Tiki börjar dra ifrån igen och den andra hälften av 2016 – då fonden låg före jämförelseindex – var betydligt bättre än den första hälften. 2016 markerade också



året då Kristoffer Stensrud valde att lämna över som huvudförvaltare av SKAGEN Kon-Tiki till Knut Harald Nilsson. Knut Harald har förvaltat fonden tillsammans med Kristoffer under de senaste tio åren.

SKAGEN Global, som fyller 20 år i år, har slagit sitt jämförelseindex 15 av 19 år. Under dessa nästan tjugofem år har fonden genererat en avkastning på närmare 15 procent per år. Medan 2015 var ett bra år för fonden då vi slog jämförelseindex, kunde vi inte att följa upp detta goda resultat under 2016. Vi blev överraskade av brexit under det första halvåret, och under den andra hälften ledde rotationen från hälsoaktier och ogynnsamma företagsnyheter till att två läkemedelslager i portföljen, Roche och Teva utvecklades svagt. Detta är en brysk påminnelse om vikten av att undvika förlorare för att uppnå god avkastning. Som aktiva förvaltare vet vi att vi kommer att avvika från jämförelseindex – både på upp- och nedsidan. Vi tror att 2017 kommer att bli ett uppsidesår.

Jag vill betona att vår högsta prioritet för 2017 är att SKAGEN Kon-Tiki och SKA-

GEN Global återigen ska ge överavkastning.

SKAGEN Vekst investerar omkring hälften av sina tillgångar i Norden och resten globalt. Fonden har vuxit tjugofalt sedan starten 1993. År 2016 slog SKAGEN Vekst sitt jämförelseindex, drivet av investeringar i företag som det svenska kosmetikföretaget Oriflame, Samsung Electronics och det norska aluminiumbolaget Norsk Hydro.

Vår globala fastighetsfond SKAGEN m<sup>2</sup> utvecklades också väl under 2016. SKAGEN m<sup>2</sup> hade några barnsjukdomar vid starten för fyra år sedan, men ett lyckat byte av portföljförvaltare och en upprepning i portföljen har fått fonden stabilt tillbaka på rätt spår. SKAGEN m<sup>2</sup> är en spännande produkt för kunder som söker internationell exponering mot fastigheter.

Sist men inte minst, vill jag redogöra för vårt senaste tillskott, aktiefonden SKAGEN Focus. Det är en global aktiefond som har ett mycket tydligt definierat mandat och en tydlig strategi. Fonden levererade en fantastisk avkastning 2016, och slog sitt jämförelseindex med god marginal.

SKAGEN erbjuder flera räntefonder, varav ett antal har varit med oss under många år. Våra räntefonder levererar konsekvent god avkastning, inte bara jämfört med sina jämförelseindex, utan jämfört med konkurrenterna också. Detta framgår bland annat av den globala statsobligationsfonden SKAGEN Tellus fem stjärnor hos Morningstar.

Du kan läsa mer om våra ränte- och aktiefonder på följande sidor.

#### **Ett lovande år**

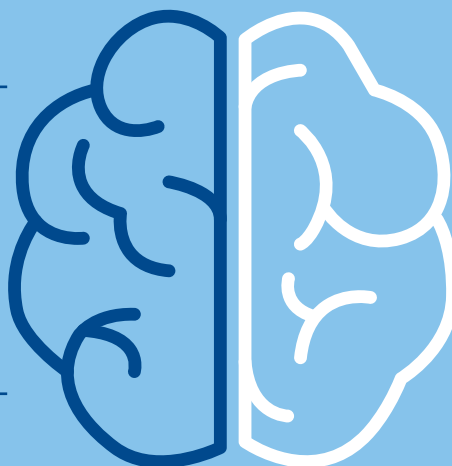
2017 ser ut att bli ett spännande år och den globala ekonomin har fått en bra start. Den amerikanska ekonomin är stark, och en ny president kommer att vara på plats i slutet av januari. Vad detta egentligen innebär för investerare återstår att se.

Vad vi vet är att Europa förväntas gå bättre i år efter en sanering av italienska banker och bättre export, drivet av en svagare euro. Det stora okända är tidslinjen och effekterna av att britterna aktiverar artikel 50 och startar brexitprocessen. Den brittiska premiärministern har signalerat

Använda  
färdigheter,  
kunskap och  
erfarenhet

Undersöka  
alla sidor av  
ett case

Dra rationella  
slutsatser



Intuition

Förstå den  
mänskliga sidan

Fågelperspektiv

att den formella processen kommer att inledas i slutet av mars. Storbritanniens regering avslutar ett halvt sekel av utrikes- och ekonomisk politik, och det europeiska samarbetet kommer att sättas på prov.

Vårmanaderna kommer också sannolikt att fyllas med buller kring valet i Frankrike. Men man bör inte distraheras från det faktum att den amerikanska centralbanken kan fortsätta att höja räntorna. De har redan börjat göra det i december och har signalerat att mer kan komma. Andra viktiga händelser är det tyska valet och det kommunistiska partiet i Kinas kongress under andra halvåret.

Vad president Trump kommer eller inte kommer att göra när det gäller protektionism är långt ifrån klart. Kommer han att ta till olika knep för att få stora rubriker, eller kommer han faktiskt att införa importskatter och exportstöd eller andra kraftfulla åtgärder för att hindra den globala handeln? Det nuvarande företagsklimatet i tillväxtmarknaderna förbättras allt mer. Ett handelskrig skulle sätta käppar i hjulet.

Men bortsett från dessa moln har himlen blivit ljusare på tillväxtmarknaderna. Efter flera år av fallande vinster på grund av hög kostnadsinflation och lägre efterfrågan, är nu tillväxtmarknaderna på väg

att återhämta sig. Kostnaderna är på väg ner och efterfrågan är på väg upp, vilket i sig är mycket positivt för företagen. Kombinerat med mycket låga värderingar, kan vi få se positiv aktieavkastning på tillväxtmarknaderna. Vi tror att de kan visa sig vara det bästa stället att vara på 2017; kombinationen av ökade vinster och rekordlåga värderingar är verkligen stark.





Foto: Bloomberg

### Donald Trump

Kommer USA.s nyttillträdde president att ta till olika knep för att få stora rubriker, eller kommer han faktiskt att införa importskatter och exportstöd eller andra kraftfulla åtgärder för att hindra den globala handeln?



Foto: Dhiraj Singh/Bloomberg

### Tillväxtmarknaderna

Efter flera år av fallande vinster på grund av hög kostnadsinflation och lägre efterfrågan, är nu tillväxtmarknaderna på väg att återhämta sig. Kostnaderna är på väg ner och efterfrågan är på väg upp, vilket i sig är mycket positivt för företagen. Kombinerat med mycket låga värderingar, kan vi få se positiv aktieavkastning på tillväxtmarknaderna. På bilden: anställda hos Tiny Owl vid företagets huvudkontor i Mumbai i Indien. Tiny Owl är en smartphone-app som hjälper stadsbor välja hemkörning från olika restauranger.



## SKAGEN Vekst

Den smala stigen till välstånd

- › Överavkastning under ett turbulent år.
- › Finans bästa bidragsgivare under fjärde kvartalet.
- › Ökande intresse för värdeaktier.

	1	2	3	4	RISK	6	7
Startdatum	1 december 1993						
Avkastning sedan start	1 829,4%						
Genomsnittlig årlig avkastning sedan start	13,7%						
Förvaltningskapital	7 879 miljoner SEK						
Antal fondsparare	69 309						

AVKASTNING, %	Q4/-16*	12 M*
SKAGEN Vekst	7,0	15,9
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	5,0	10,9

\* Per 30 december 2016

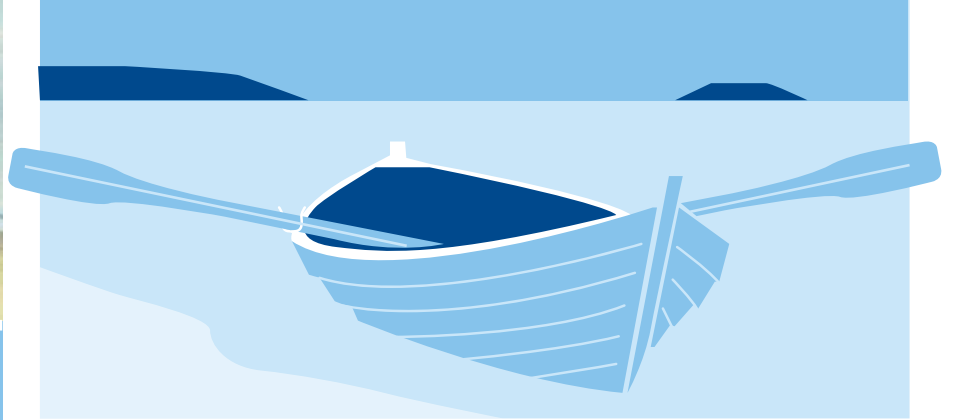


### PORTFÖLJFÖRVALTARE

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

\*\* Juniorförvaltare

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



## Ny vår för värdeaktier

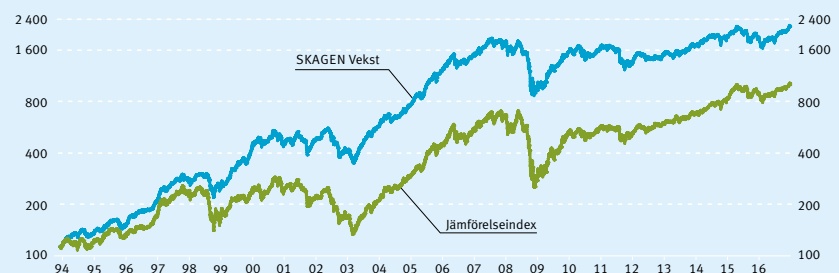
Förra året såg vi ett ökat intresse för värdeaktier på bekostnad av tillväxtaktier. Om denna trend fortsätter är det goda nyheter efter ett turbulent år.

Vilket aktieår vi har lagt bakom oss. Ett år som väl kunde ha varit en del av Roald Dahls Berättelser om det oväntade. I fonden valde vi att sitta still i båten när det gäller de stora politiska händelserna kring Brexitvalet i England och det amerikanska presidentvalet. De på förhand förmodat "omöjliga" resultaten inträffade, vilket ledde till negativa rörelser på aktiemarknaden – i ett par timmar. Därefter fick vi se en börs som utvecklades mycket starkt under resten av året, och avkastningen i SKAGEN Vekst var 18,06 procent under det andra halvåret. För det fjärde kvartalet blev fondens avkastning 7,0 procent och helåret 2016 slutade på upp 15,9 procent, samtliga perioder betydligt bättre än jämförelseindex.

### SKAGEN VEKST Q4 2016 (% AV FÖRVALTNINGSKAPITALET)

De 5 största positiva bidragsgivarna		5 största köp	
Citigroup	1,60%	Novo Nordisk	1,52%
Bonheur	0,91%	Gazprom OAO	1,16%
Norsk Hydro	0,78%	Hennes & Mauritz AB	0,50%
Samsung Electronics	0,71%	Golar LNG	0,44%
Sodastream International	0,58%	Norwegian Air Shuttle	0,43%
De 5 största negativa bidragsgivarna		5 största försäljningar	
Ericsson	-0,43%	Oriflame Holding	-1,75%
Solstad Offshore	-0,13%	Phillips	-1,45%
Catena	-0,13%	Citigroup	-1,31%
Oriflame Holding	-0,12%	Nippon Seiki	-1,00%
Kia Motors	-0,11%	ABB	-0,93%

### KURSHISTORIK SKAGEN VEKST\*



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

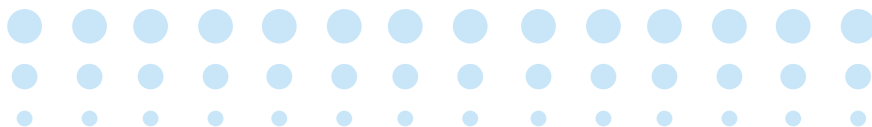


Foto: Pixabay

Foto: Pixabay

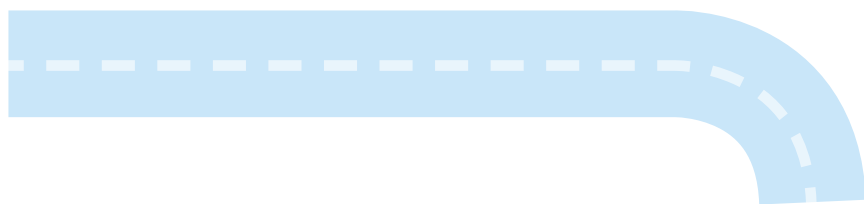
### Goda utiskter för Citigroup

Fondens bästa bidragsgivare under det fjärde kvartalet var amerikanska Citigroup, efter en prisökning på över 27 procent. För helåret var 15 procent ökning efter en milt sagt volatil resa. Stigande räntor i USA kommer att leda till bättre resultat för banken framöver och enligt företaget kommer 100 punkter högre räntor att ge en omsättningsökning på 1,3 miljarder dollar utan ökade kostnader. USA:s tillträdande president har uttalat tydliga mål för att minska bolagsskatten. Detta skulle kunna vara positivt för Citigroup, eftersom det normalt skulle innebära en ökad förvärsaktivitet bland amerikanska företag och ökade konsultintäkter för banken som en följd. Vi tror att banken kan tjäna 7 dollar per aktie under 2018, vilket fortsatt ger stort utrymme för en ökning av aktiekursen.



### Sodastream

Sodastream, som många av er har stående på köksbänken, steg med 50 procent under det sista kvartalet och hela 142 procent för 2016. Vi ser fortfarande potential då bolaget växer kraftigt i Tyskland, Norden, Frankrike och Japan. Även i USA börjar försäljningen att öka efter att Sodastream även där repositionerat sig från att vara en läskleverantör till att facilitera tillverkning av kolsyrat vatten hemma.



### Bil och mobil drog ner

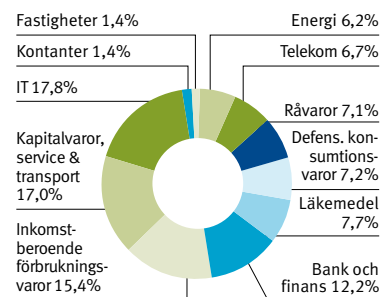
På den negativa sidan hittar vi i första hand svenska Ericsson som hade en negativ utveckling under det fjärde kvartalet och föll över 30 procent för helåret. Bolaget är en världsledande leverantör av infrastruktur och service för mobiltelefonbranschen. Vi räknar med att bolaget levererar på den pågående planen för kostnadsminskningar, samtidigt som vi ser att Ericssons kunder står inför stora investeringar i ny infrastruktur. Ökad användning av video och smartphones i allmänhet leder till flaskhalsar i kapaciteten – alltså måste telekombolagen åter öka investeringarna för att kunna erbjuda sina kunder tillräckligt bra kvalitet. Förhoppningsvis kommer en hel del av detta Ericsson till godo.

Även våra bolag inom fordonsindustrin hade ett tungt år. Speciellt Continental, men även Kia var stora negativa bidragsgivare.

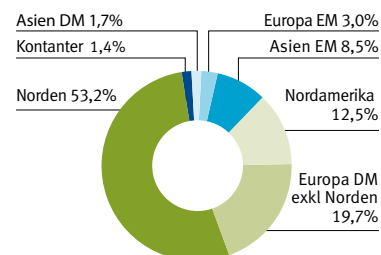
### Bonheur

Fred Olsen-bolaget Bonheur bidrog väl till kvartalets avkastning efter en kursuppgång på 50 procent. Fler än vi börjar bli medvetna om bolagets värden inom förnybar energi (vindkraft). Vi anser att vi köper en krona för trettio öre och att dessa värden förr eller senare kommer att omprissättas avsevärt. Företaget är skuldfritt, men det finns uppenbarligen en moralisk skyldighet i systemet att hjälpa dotterbolaget Fred Olsen Energy om behov skulle uppstå. I början av ett nytt år är det väl tillåtet att önska sig något; Bonheur börsnoterade Fred Olsen Energy 1997, Fred Olsen Production 2007, och vår nyårsönskan är en börsintroduktion av förnybar energi 2017.

#### BRANSCHFÖRDELNING SKAGEN VEKST



#### GEOGRAFISK FÖRDELNING SKAGEN VEKST





**Gazprom-anställda** passerar under oljeledningar till två stora depåer i Saly i Ryssland. Gazprom är tillbaka i portföljen efter sjunkande gaspriser och lågt intresse från investerare.

### Goda bidrag från gamla trotjänare

Även ryska Sberbank bidrog bra både underkvartalet och för helåret, efter en ökning med 70 procent. Denna bank fortsätter att leverera en imponerande avkastning på eget kapital på mer än 20 procent. Och vi tycker om att Sberbank fortsätter att minska kostnaderna genom att minska antalet bankkontor. Mer än 6 procent av

kontoren stängdes 2016, men fortfarande finns mer än 15.000 i drift. Vi tror att det finns mer att hämta.

Vi kan inte heller undgå att nämna två "gamla trotjänare" när vi sammanfattar bidragsgivarna, både Samsung och norska Hydro bidrog i hög grad till fondens goda avkastning för det fjärde kvartalet samt för helåret. Samsung slutade året med en

ökning med 31 procent trots det negativa bullret kring lanseringen och tillbakadragandet av Galaxy Note 7. Norsk Hydros kurs ökat rejält efter att pessimismen kring det förväntade överutbudet av aluminium ersattes av förväntningar om mindre tillgångskapacitet och högre förväntningar på efterfrågesidan.



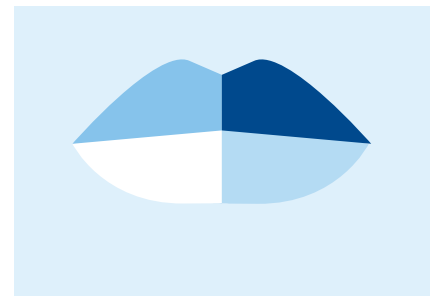
**Under 2016 som helhet** var det koreanska elektronikföretaget Samsung Electronics en av de bästa bidragsgivarna till fondens absoluta avkastning. Samsung Galaxy Note 7 drabbades av batterirelaterade problem, men den operativa utvecklingen inom bolaget gick i rätt riktning. På bilden anställda i en Samsung-butik i Hongkong.

### Gamla bekanta

Novo Nordisk togs åter in i portföljen under det fjärde kvartalet. Bolaget är världsledande inom behandling av diabetes och har också en stark ställning inom blödersjuka (hemofili). Novo Nordisk förlorade mycket av sin "måste ägas"-ställning på aktiemarknaden förra året, när den sedvanliga tillväxten på 10 procent i omsättning och 15-20 procent i vinst justerades ner till 5 respektive 10 procent. Efter att aktien fallit över 30 procent fann tiden vara mogen för att åter investera i bolaget. Livsstilssjukdomarna diabetes och fetma är fortsatt på stark framfarsch och Novo kommer (tyvärr) att se en stark efterfrågan på sina produkter en lång tid framöver.

Pressen från fallande gaspriser och lågt intresse från investerare fick oss att åter investera i ryska Gazprom. Bolaget är världens största gasexportör, har en solid resursbas, oöverträffad marknadstillgång och goda transportsystem. Mot bakgrund av prishöjningen på kol och andra traditionella energikällor, framstår nya Gazprom som mycket attraktiv. Dessutom anser vi att Gazprom är en prioriterad partner för Ryssland om nya områden, en stor potential då mindre än 10 procent av de ryska reserverna utvecklats hittills. Vid tidpunkten för investeringen betalade vi 5 gånger vinsten och endast 30 procent av det bokförda värdet. Då ska väl det mesta av den ryska risken redan vara inprisad i aktiekursen?

Vi ökade också positionen något i Hennes & Mauritz och Golar LNG.



### Kursmålet uppnått för kosmetika

Oriflame såldes ut ur portföljen under det fjärde kvartalet. Oriflame var fondens största bidragsgivare förra året med en realiserad vinst på drygt 125 miljoner norska kronor. Efter att börskursen nästan tredubblades under året, blev den i våra ögon för dyr och förväntningarna om fortsatt stark tillväxt är mer än inprisade i aktiekursen.

Den japanska tillverkaren av bilinstrument och -skärmar Nippon Seiki såldes ut ur portföljen i december. Företaget har mestadels levererat som vi förväntade oss vid tidpunkten för investeringen hösten 2013, och vi har fått 47 procent avkastning på investeringen. Detta är nära vårt mål på cirka 50 procent avkastning på 2-3 års sikt.

Även danska Solar AS såldes ut ur portföljen, medan innehaven i Philips och ABB trimmades något i takt med att de närmar sig målkursen.

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

\* Siffrorna i 1 000 NOK.

NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN VEKST (PER 30/12 2016)

Företag	Postens storlek	Kurs	P/E 2016E	P/E 2017E	P/E 2018E	P/BV senaste	Kursmät
Samsung Electronics Pref	6,5 %	1 433 000	9,9	8,4	8,0	1,2	1 680 000
Continental AG	5,6 %	184	13,5	11,3	10,5	2,8	265
SAP SE	5,2 %	83	21,6	19,5	17,7	4,4	102
Norwegian Air Shuttle ASA	5,0 %	287	9,9	6,4	5,2	2,9	500
Citigroup Inc	5,0 %	59	11,2	10,5	9,4	0,8	75
Carlsberg AS-B	4,6 %	610	16,7	14,8	13,4	2,0	847
Norsk Hydro ASA	4,4 %	41	15,3	12,5	11,8	1,1	45
Hennes & Mauritz AB	4,0 %	253	20,3	16,9	14,9	7,7	400
Kinnevik AB-B	4,0 %	218	54,6	36,4	34,1	0,8	295
Ericsson LM-B SHS	3,1 %	54	21,2	15,4	12,0	1,3	75
<b>Topp 10 vägt genomsnitt</b>	<b>47,3 %</b>		<b>14,6</b>	<b>11,8</b>	<b>10,5</b>	<b>1,6</b>	<b>36 %</b>
<b>Topp 35 vägt genomsnitt</b>	<b>90,8 %</b>		<b>13,6</b>	<b>11,1</b>	<b>9,7</b>	<b>1,5</b>	<b>36 %</b>
<b>MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic</b>			<b>18,1</b>	<b>16,1</b>	<b>14,6</b>	<b>2,1</b>	

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

Ökande intresse för värde

Vid början av det nya året är SKAGEN Vekst portfölj prissatt till 13,6 gånger årets resultat, betydligt lägre än marknadens 18 gånger vinsten. Portföljen består av 52 bolag, där 90 procent av kapitalet finns i de 35 största positionerna. Under 2016 omfördelades eller återinvesterades ungefär en fjärdedel av fondens, vilket indikerar att en investering i SKAGEN Vekst i genomsnitt ägs i fyra år.

Förra året såg vi ett ökat intresse för värdeaktier på bekostnad av tillväxtaktier och så kallade stable earners. Vi förväntar oss att denna trend kommer att fortsätta, något som borgar för SKAGEN Vekst och SKAGEN:s investeringsfilosofi i allmänhet under året som kommer.

# SKAGEN Global

En värld full av möjligheter

- › Nya, attraktivt värderade företag i läkemedels- och hälso-sektorn i portföljen.
- › Samsung ett av de största bidragen trots batteriskandalen.
- › Högre global tillväxt och stigande räntor 2017 ger goda möjligheter för värdebaserade investerare.

1 2 3 4 RISK 6 7

Startdatum 7 augusti 1997

Avkastning sedan start 1 365,4%

Genomsnittlig årlig avkastning sedan start 14,8%

Förvaltningskapital 29 865 miljoner SEK

Antal fondsparare 87 553

AVKASTNING, %	Q4/-16*	12 M*
SKAGEN Global	6,0	9,6
MSCI ACWI	7,5	16,3

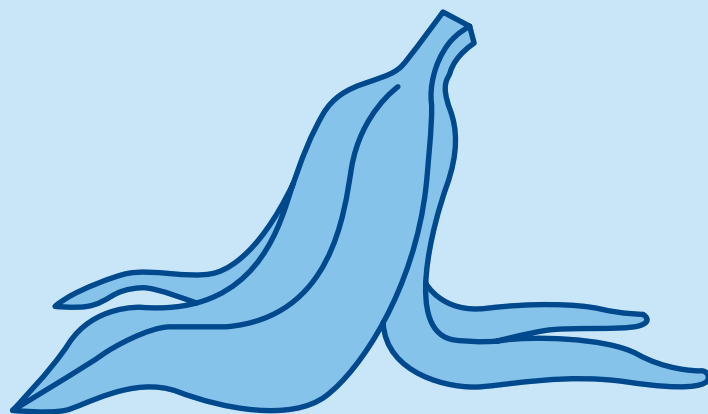
\* Per 30 december 2016



## PORTFÖLJFÖRVALTARE

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

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



## Ett år av utmaningar och möjligheter

2016 blev ett blandat år för SKAGEN Global där utvecklingen dominerades av fondens placeringar i läkemedel och hälsa samt i finanssektorn.

Trots alla domedagsprofetior valde aktiemarknaden att fokusera på det positiva när Donald Trump valdes till USA:s nya president i november. Det gav en stark avslutning på börsåret, även för SKAGEN Globals andelsägare som fick en avkastning på 6,0 procent under årets sista kvartal. Detta räckte dock inte för att uppväga den svagare kursutvecklingen under de första nio månaderna 2016. Fonden noterade en avkastning på 9,6 procent för helåret, jämfört med 16,3 procent för jämförelseindex MSCI All Country World.

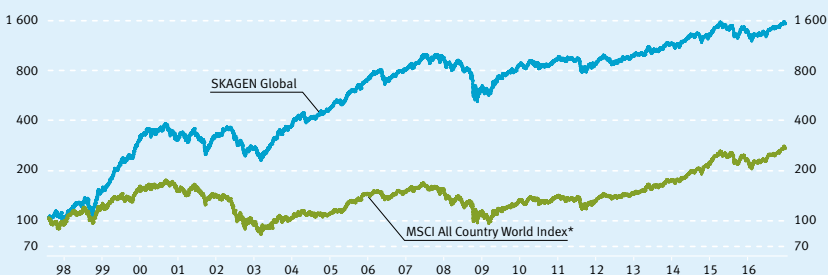
### SKAGEN GLOBAL Q4 2016 (% AV FÖRVALTNINGSKAPITALET)

De 5 största positiva bidragsgivarna	5 största köp
Citigroup 1,50%	Medtronic Plc 2,88%
AIIG 1,00%	Unilever CVA 2,75%
General Electric 0,62%	China Mobile 1,94%
Microsoft 0,60%	3M 1,50%
NN Group 0,49%	Cms Energy Corp 1,29%

De 5 största negativa bidragsgivarna	5 största försäljningar
Teva Pharmaceutical Industries -0,38%	Sanofi -2,44%
Medtronic Plc -0,22%	Citigroup -2,13%
Cheung Kong Holdings -0,19%	AIIG -2,04%
China Mobile -0,17%	Volvo -1,42%
Ntt Docomo -0,17%	Goldman Sachs -1,21%

### KURSHISTORIK SKAGEN GLOBAL



\* Jämförelseindex före 1 jan 2010 MSCI World Index.



Foto: Bloomberg

Foto: Pixabay

### Största bidragen till avkastningen

Den kraftiga kursuppgången under kvartalet drevs framförallt av förhoppningar om sänkt bolagsskatt i USA, ett uppsving för tillväxten och högre inflation och räntor. Dessa trender gynnar främst finanssektorn, som dessutom har hört till de billigaste sektorerna i flera år. Den ljusare synen på finans märktes också i SKAGEN Global, där de amerikanska finansbolagen Citibank och AIG stod för de största bidragen till fondens absoluta avkastning i det fjärde kvartalet. Även om vi trimmat innehaven i Citibank och AIG har fonden alltså stora positioner i båda företagen. Marknaden undervärderar fortfarande mängden fritt kapital som de här bolagen kommer att kunna generera och dela ut till aktieägarna under de närmaste fem åren, i synnerhet om räntorna verkligen börjar stiga på allvar. Bland förlorarna under perioden fanns två bolag i läkemedels- och hälsosektorn, Teva Pharmaceutical och Medtronic som bägge justerade ner sina vinstprognoser.

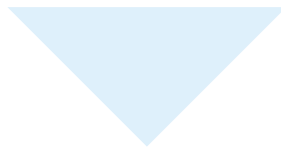
### CMS Energy

Energibolaget CMS Energy är bara verksam i den amerikanska delstaten Michigan, som har en fördelaktig lagstiftning. En fantastisk ledning, en stark balansräkning och stigande vinst och utdelning är faktorer som inte återspeglas fullt ut i den nuvarande värderingen. Vi ser därför aktien som attraktiv i absoluta tal men framförallt i förhållande till vad som betalas för andra liknande företag.



### Positivt

Under 2016 som helhet hade koreanska elektronikföretaget Samsung Electronics och det amerikanska industriföretaget Johnson Controls bäst inverkan på fondens absoluta avkastning. Samsung Galaxy Note 7 drabbades visserligen av batterirelaterade problem, men den operativa utvecklingen inom Samsung Electronics gick i rätt riktning. Företaget fortsatte dessutom på sin aktieägarvänliga linje, vilket uppskattades av investerarna. Johnson Controls fina avkastning under 2016 berodde dels på sammanslagningen med Tyco International, dels på förhoppningarna om ökade investeringar i infrastruktur i USA.



### Negativt

De största sänkena under helåret fanns bland våra innehav i läkemedels- och hälsosektorn, nämligen i Teva Pharmaceutical och Roche. En allmänt ökad skepsis till sektorns framtidsutsikter slog mot båda bolagen. Teva hade dessutom ett turbulent år med en rad företagsspecifika nyheter. Vi anser dock att marknaden har överreagerat på de negativa nyheterna i läkemedels- och hälsosektorn. Därför har vi valt att gå emot strömmen under året och öka vår exponering genom att bygga ut befintliga och inleda nya innehav.



Foto: Novo Nordisk



Foto: Medtronic

**Novo Nordisk**

Både bransch- och företagspecifika nyheter gjorde 2016 till ett miserabelt år för aktieägarna i det danska läkemedelsföretaget Novo Nordisk. I december fick vi därför en unik möjlighet att köpa ett av världens ledande företag inom diabetesbehandling till en mycket attraktiv kurs. Novo Nordisk har en växande marknad och en stark portfölj med nya och befintliga produkter. Vi tror därför att företaget kan fortsätta leverera ett allt större fritt kassaflöde som delas ut till aktieägarna. Men marknaden i stort delar tydligen inte den uppfattningen eftersom vi kunnat köpa aktien till en kurs som (i förhållande till det fria kassaflödet) ligger i nivå med företag som har betydligt sämre affärsmodeller och tillväxtutsikter.

**Medtronic**

Sedan starten 1949 har det amerikanska bolaget Medtronic utvecklats till en global leverantör av medicinsk utrustning. Vi anser att marknaden undervärderar företagets möjligheter att öka sin vinst, i synnerhet som det fortfarande finns många synergivinster att ta hem efter köpet av konkurrenten Covidien. Dessutom gillar vi kombinationen av en stark balansräkning och ett högt fritt kassaflöde.



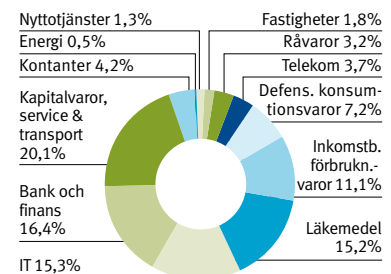
Foto: Bloomberg

**Framtidsutsikter**

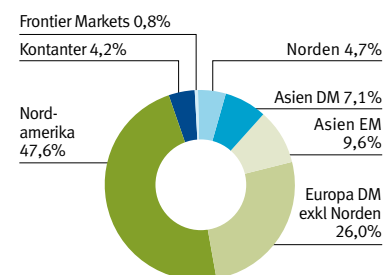
Den globala aktiemarknaden (MSCI All Country World Index) handlas nu till 15,5 gånger den förväntade vinsten 2017, vilket är något högre än det historiska genomsnittet. De låga räntorna är en del av förklaringen, men man ska förstås inte glömma att världens börser har stigit kraftigt sedan finanskrisen. Som andelsägare i SKAGEN Global är det dock inte den breda marknaden du placerar i, utan vi fortsätter att leta upp attraktivt värderade och förbisedda aktier. Genom noggranna företagsanalyser väljer SKAGEN Global ut mellan

40 och 50 undervärderade globala aktier som erbjuder en attraktiv riskjusterad avkastning. Fondens 35 största positioner utgjorde vid slutet av året 91 procent av portföljen och har i genomsnitt en uppsida på 31 procent till våra riktkurser. Trots att 2016 var ett motigt år för SKAGEN Global har SKAGENs investeringsfilosofi visat sig ge stark avkastning på lång sikt och fonden har slagit sitt jämförelseindex 15 år av 20. Utsikterna till högre ekonomisk tillväxt och ett högre ränteläge gör att 2017 ser ut att kunna bli ett bra år för värdebaserade investerare som SKAGEN.

**BRANSCHFÖRDELNING SKAGEN GLOBAL**



**GEOGRAFISK FÖRDELNING SKAGEN GLOBAL**





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

\* Siffrorna i 1 000 NOK.

NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN GLOBAL (PER 30/12 2016)

Företag	Postens storlek, %	Kurs	P/E 2016E	P/E 2017E	P/BV senaste	Kursmål
AIG	5,5	65,3	17,2	12,0	0,8	90
Unilever	5,1	39,1	21,1	19,5	7,7	44
Citigroup	4,9	59,4	12,6	11,4	0,8	70
CK Hutchison	4,7	87,9	10,8	9,8	0,9	140
General Electric	4,6	31,6	21,2	19,0	3,4	36
Samsung Electronic	4,5	1 433 000	9,4	7,6	1,1	1 650 000
Roche	4,4	232,6	15,8	14,8	10,7	360
Microsoft	4,1	62,1	20,9	19,0	6,9	68
3M	3,7	178,6	21,9	20,7	8,9	230
Merck	3,7	58,9	15,6	15,3	3,7	76
<b>Topp 10 vägt genomsnitt</b>	<b>45,2</b>		<b>15,3</b>	<b>13,3</b>	<b>1,7</b>	<b>28 %</b>
<b>Topp 35 vägt genomsnitt</b>	<b>91,0</b>		<b>15,0</b>	<b>13,5</b>	<b>1,6</b>	<b>31 %</b>
<b>Jämförelseindex (MSCI ACWI)</b>			<b>17,5</b>	<b>15,5</b>	<b>2,1</b>	

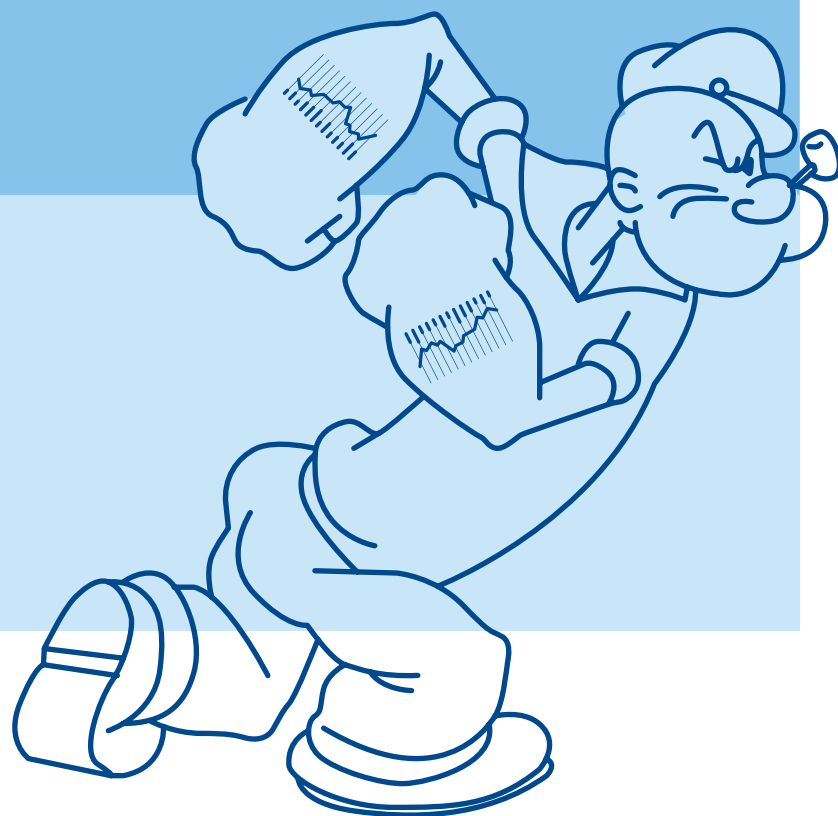
P/E-talen kan skilja sig från andra källor då de är baserade på SKAGENS egna estimat.



## SKAGEN Kon-Tiki

Visar kursen mot nya vatten

- › 2016 var första året sedan 2012 som tillväxtmarknaderna överträffade de utvecklade marknaderna.
- › Ett tufft år för aktiva förvaltare avslutades positivt med medvind för värde.
- › Den ryska detaljhandelskedjan X5 var en av de bästa bidragsgivarna under fjärde kvartalet och 2016 som helhet.



## Stark avslutning på tufft år för aktiva förvaltare

2016 var en utmaning för aktiva förvaltare. En undersökning bland 58 stora aktiva tillväxtmarknadsfonder visar att medianen av fonderna utvecklades 3,3 procentenheter svagare än sina respektive jämförelseindex. Under året steg SKAGEN Kon-Tiki med 18,1 procent jämfört med en uppgång på 19,8 procent för jämförelseindexet, något vi inte är nöjda med. Men i slutet av året började vår värdeinriktade investeringsstil återigen få vind i seglen och vi känner optimism inför 2017.

SKAGEN Kon-Tiki avslutade året bra med en uppgång på 3,7 procent under det fjärde kvartalet, vilket var 2,2 procentenheter bättre än MSCI EM Index. En lång rad innehav bidrog till avkastningen och i täten fanns Samsung Electronics, X5 Retail Group, CNH Industrial, Richter Gedeon och nykomlingen Borr Drilling.

1	2	3	4	5	RISK	7
Startdatum						5 april 2002
Avkastning sedan start						552,1%
Genomsnittlig årlig avkastning sedan start						13,6%
Förvaltningskapital						32 355 miljoner SEK
Antal fondsparare						67 035
<b>AVKASTNING, %</b>		<b>Q4/-16*</b>	<b>12 M*</b>			
SKAGEN Kon-Tiki		3,7	18,1			
MSCI Emerging Markets		1,5	19,8			

\* Per 30 december 2016

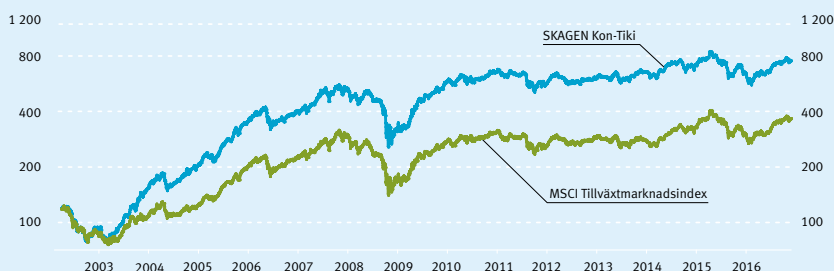


### PORTFÖLJFÖRVALTARE

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

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

### KURSHISTORIK SKAGEN KON-TIKI



\* Jämförelseindex före 1 jan 2004 MSCI World Index.



Foto: Pixabay

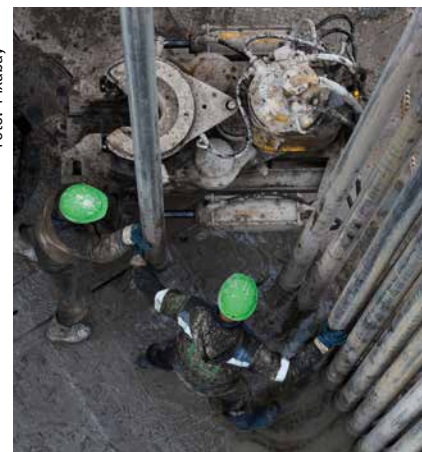


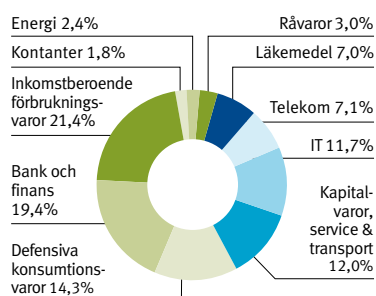
Foto: Bloomberg

### Tillväxtmarknaderna överkastade för första gången sedan 2012

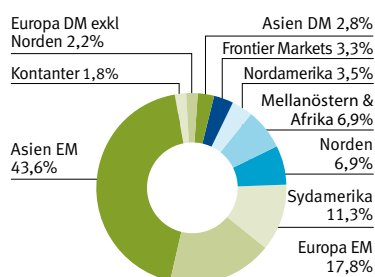
Efter fem år av underkastning utvecklades tillväxtmarknader bättre än utvecklade marknader under 2016. De senaste åren har präglats av en rad besvikelser men i somras vände vinstutvecklingen och vi ser nu ljus på 2017. Tillväxtmarknaderna är alltjämt betydligt lägre värderade än sina utvecklade motsvarigheter sett till pris per aktie i förhållande till vinst och bokfört värde (p/e- och p/b-tal) samtidigt som vår portfölj handlas till en ordentlig rabatt jämfört med tillväxtmarknadsområdet som helhet.

Tillväxtmarknadernas valutärörelser hade stor inverkan på avkastningen i utvecklade länders valutor under 2016. Den ryska rubeln och den brasilianska realen steg båda med runt 30 procent, medan den turkiska liran noterade en tvåsiffrig uppgång. Detta påverkade avkastningen och bidrog till att Ryssland och Brasilien hamnade i topp bland tillväxtmarknaderna under året.

#### BRANSCHFÖRDELNING SKAGEN KON-TIKI



#### GEOGRAFISK FÖRDELNING SKAGEN KON-TIKI



#### NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN KON-TIKI (PER 30/12 2016)

Företag	Postens storlek, %	Kurs	P/E 2016E	P/E 2017E	P/BV senaste	Kursmål
Hyundai Motor	7,6	95 700	4,0	3,8	0,4	170 000
Samsung Electronics	7,5	1 433 000	9,2	8,4	1,1	1 700 000
Richter Gedeon	4,9	6 210	20,7	17,0	1,8	7 500
Mahindra & Mahindra	4,5	1 185	15,8	11,8	2,5	2 000
Naspers	4,5	146	32,6	22,5	5,7	218
X5 Retail Group	4,4	1 989	19,1	15,3	4,3	2 391
Sabanci Holding	4,2	9,15	6,3	5,7	0,8	14
Cosan Ltd.	3,4	24,6	8,2	7,0	1,0	33
State Bank of India	2,9	250	15,6	11,4	0,9	300
SBI Holdings	2,8	1 487	10,6	9,9	0,8	2 500
Kinnevik	2,4	218	43,7	36,4	0,8	312
ABB	2,4	192	18,3	16,7	3,6	200
<b>Topp 12 vägt genomsnitt</b>	<b>51,4</b>		<b>9,7</b>	<b>8,6</b>	<b>1,0</b>	
<b>Topp 35 vägt genomsnitt</b>	<b>85,1</b>		<b>11,1</b>	<b>9,4</b>	<b>1,0</b>	
<b>Jämförelseindex (MSCI Tillväxtmarknadsindex)</b>			<b>13,4</b>	<b>12,0</b>	<b>1,4</b>	

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

#### SKAGEN KON-TIKI Q4 2016 (% AV FÖRVALTNINGSKAPITALET)

De 5 största positiva bidragsgivarna		5 största köp	
Samsung Electronics	0,80%	Aberdeen Asset Management	0,93%
X5 Retail Group	0,75%	Bolloré	0,47%
Borr Drilling Ltd	0,57%	Golar LNG	0,45%
CNH Industrial	0,51%	Borr Drilling Ltd	0,33%
Richter Gedeon	0,51%	Rumo Logística Operadora	0,22%
De 5 största negativa bidragsgivarna		5 största försäljningar	
Mahindra & Mahindra	-0,51%	Frontline	-0,85%
Hacı Omer Sabanci Holding	-0,42%	DIA	-0,85%
Naspers	-0,39%	ABB	-0,76%
Hyundai Motor	-0,29%	Podravka	-0,71%
OCI	-0,14%	China Shipping Development	-0,57%

### Köp och försäljningar

Vi koncentrerade portföljen ytterligare under 2016 och i början av 2017 och har nu 60 företag mot 69 för ett år sedan. Under fjärde kvartalet sålde vi innehaven i DIA och Podravka samt tre mindre positioner i REC Silicon, Toray Industries och Suzano.

I stället investerade vi i två nya bolag: Aberdeen Asset Management och Borr Drilling. Aberdeen är en fondförvaltare med fokus på tillväxtländer, som i likhet med andra förvaltare med samma inriktning haft det motigt på senare år. Företaget har gjort lyckade fusioner och förvärv och har en generös utdelningspolicy. Aktien har varit ett lönsamt inslag i fonden två gånger tidigare och bör ha goda förutsättningar nu när intresset för tillväxtmarknaderna återvänder. I och med köpet av Borr Drilling investerade vi i två moderna jack-up-rigg till en fjärdedel av vad det kostade att bygga dem 2013 och till halva värderingen jämfört med noterade konkurrenter. Vi räknar med att Borr kommer att göra fler värdeskapande förvärv under 2017. Faktum är att Borr får oss att tänka på Seadrill, som vi investerade i 2005 när de startade upp med två riggar. De gick från att vara ett litet venturebolag mitt i en lågkonjunktur till att förse våra andelsägare med en avkastning på mer än en miljard norska kronor. Vår förhoppning är att en av huvudpersonerna bakom Seadrill nu kommer att kunna upprepa dessa framgångar med Borr.

Våra 35 största innehav utgör 85 procent av fondens tillgångar och investeringar på en procent eller mer svarar för 88 procent. Portföljen är starkt koncentrerad till de innehav vi tror allra mest på och har en aktiv andel på drygt 90 procent. Portföljkoncentrationen ger oss också mer tid att leta efter nya uppslag som har ännu större potential att leverera bästa möjliga riskjusterade avkastning.



Den ryska dagligvarukedjan X5 var en av SKAGEN Kon-Tikis bästa bidragsgivare både under fjärde kvartalet och för helåret 2016. På bilden kunder i en av X5:s Perekrestok-butiker i Moskva.

## Vinnarna

Under 2016 såg vi en upplyftande utveckling på bolagsstyrningsområdet i Samsung Electronics, som stod för toppbidraget till fonden under fjärde kvartalet. Elektronikjätten har tagit fram en plan för hur man ska kunna återföra en stor del av det värde som skapas till aktieägarna. Även de operativa utsikterna är ljusa med en god utveckling för minneskort och bildskärmar. Vi räknar också med en comeback för smarttelefonerna efter batteriproblemen i Galaxy Note 7. För att sätta detta i perspektiv motsvarar "förlusterna" på grund av batteristrulen ungefär två månaders vinst. Värderingen är dock fortsatt attraktiv på under sju gånger vinsten. Vi bantade positionen efter årets starka utveckling för att anpassa storleken på innehavet till fondstrategin.

Ett av de största bidragen under både fjärde kvartalet och hela 2016 var det ryska detaljhandelsföretaget X5 Retail Group. Vi hade aktier i bolaget redan för många år sedan varefter vi sålde och sedan återvände som aktieägare 2013. Då värderades bolaget till en fjärdedel av sin omsättning eller till omkring hälften av marknadsledaren Magnits värdering. X5 är i god form, ökar sina marknadsandelar och växer med 25 procent per år på en fragmenterad marknad. Ändå är värderingen lägre än för både inhemska konkurrenter och motsvarande bolag på andra tillväxtmarknader.

Av X5 lärde vi oss att en lågt värderad dagligvarukedja med en ledande position på en fragmenterad marknad ofta erbjuder utmärkta möjligheter. Därför tog vi med oss konceptet till Brasilien där vi 2015 köpte in oss i marknadsledaren Cia Brasileira de Distribuicao (tidigare GPA). Brasilien liknar på många sätt Ryssland med en låg men tilltagande branschkonsolidering. Den makroekonomiska motvinden har dragit ned lönsamheten i bolaget och ledningen har vidtagit åtgärder för att skapa tillväxt och öka marginalerna. Trots en hygglig utveckling under 2016 värderas detaljhandelskedjan fortfarande till en fjärdedel av omsättningen och mindre än fem gånger kassaflödet.

Tack vare bättre socker- och etanolpriser gav vårt brasilianska energiinnehav Cosan Ltd. ett starkt bidrag till avkastningen i det fjärde kvartalet och under 2016 som helhet.

Den pågående skuldavvecklingen har dämpat riskoron samtidigt som förnyat fokus på effektivitet, kapitalallokering och struktur välkomnats. Substansvärdesrabatten har minskat från en hög nivå men enligt oss är den fortfarande för hög. Vidare lär socker- och etanolpriserna fortsätta att gynnas av förväntningarna på ett globalt sockerunderskott och ett begränsat etanolutbud i Brasilien även framöver.

Vårt ungerska läkemedelsföretag Gedeon Richter gav god avkastning i det fjärde kvartalet. Bolaget utmanar konkurrensen i generikabranschen genom att dels fokusera på hälsovårdsprodukter för kvinnor med högre marginaler, dels stärka sin närvaro på underpenetrerade tillväxtmarknader. Vi menar att marknaden underskattar den marginaltillväxtpotential som lanseringen av Vraylar (mot depression) och Esmya (myombehandling) i USA innebär, och tror att preparaten kommer att spela en stor roll under 2017. Ett positivt utfall för pågående kliniska prövningar skulle också medföra en ordentlig uppsida. Och i bolagets satsningar på forskning och utveckling ryms även där goda möjligheter på längre sikt.

## Förlorarna

Som andra globala biltillverkare hade Hyundai Motor ett tuftt år. En av orsakerna var den utdragna strejken vid bolagets koreanska fabriker under hösten. Men vi tror att 2017 blir en vändpunkt i fråga om volymer och marginaler tack vare en ökad efterfrågan på tillväxtmarknaderna, som svarar för 65 procent av enhetsförsäljningen, och positiva effekter från lanseringen av nya modeller. Att företagets bildivision värderas till en gång vinsten säger väl det mesta om omvärderingspotentialen.

Sabancı Holding tillhörde förlorarna under årets sista kvartal, främst på grund av nedgången för den turkiska valutan. Dess största investering, Akbank, är en välkapitaliserad bank, och energiinvesteringarna var också klart mer lönsamma under 2016. Här har vi tillgångar som handlas till en minst sagt intressant värderingsrabatt på 40 procent.

Vår allokering till Turkiet är 7,3 procent. Det råder inget tvivel om att Turkiet står inför både politiska och geopolitiska utmaningar och vi ser allt annat än posi-

tivt på regeringens agerande i fråga om mänskliga rättigheter den senaste tiden. Likväl har den turkiska marknaden en rad mycket lovande investeringsmöjligheter i välskötta bolag. Under 2016 tittade vi på flera intressanta investeringar, men hittills har vår övergripande riskbedömning för portföljen hindrat oss från att göra slag i saken. Våra befintliga innehav har dock fortsatt mycket god potential och bolagen uppvisar en allt bättre operativ utveckling och balansräkning. Vårt näst största innehav i Turkiet, Yazicilar Holding, handlas till 30 procents rabatt redan om man bara räknar dess attraktivt värderade dryckstillgångar. Resten av tillgångarna får vi på köpet. Vi menar att det verkliga värdet är mer än det dubbla mot nuvarande aktiekurs.

Den indiska biltillverkaren Mahindra & Mahindra drog ned avkastningen under fjärde kvartalet. En förklaring var premiärminister Modis beslut om att ta vissa sedlar ur bruk, vilket skapade visst tumult när konsumenterna försökte ta ut och växla sina pengar – men det ser vi som övergående. Företagets viktigaste affärsområde, lantbruksutrustning, gynnas av ökad efterfrågan i spåren av bättre skördar och lägre räntor. Och på bilsidan lanseras nya modeller som väl matchar den rådande efterfrågetrenden i Indien, särskilt när det gäller mindre SUV-modeller.

Naspers kursutveckling var en besvikelser under fjärde kvartalet och raderade en stor del av årets vinst. Värdet på bolagets andel i den kinesiska internetjätten Tencent överstiger nu vida det egna marknadsvärdet. Därför räknar nu marknaden med negativa effekter av dess ledande positioner på flera tillväxtmarknader inom betal-tv, online-klassificerade tjänster och nätresor, som bör gynnas av ökad internetpenetrering på tillväxtmarknaderna. Trots försenat värdeskapande och minskad lönsamhet för investeringar i nya områden har vi fått god utdelning på innehavet sedan vi investerade 2010, och utsikterna är fortfarande lika goda.

Vi vill tacka våra andelsägare för förtroendet under 2016. Nu går vi in i 2017 med en stark och självständig portfölj bestående av stabila undervärderade bolag med god tillväxt- och uppgångspotential.

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

\* Siffrorna i 1 000 NOK. -

Under 2016 fortsatte SKAGEN Kon-Tiki att fokusera på företagens hållbarhetsarbete utifrån miljö-, sociala och bolagsstyrningsfrågor (ESG). Fonden röstade vid inte mindre än 92 procent av alla aktieägarmöten och engagerade sig närmare i flera företag och ledningsgrupper. Vi anser att det är en del av vårt ansvar som förvaltare eftersom det kan minska risken.



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

En del av den globala fastighetsmarknaden

- › De två bästa bidragsgivarna var D.Carnegie & Co och IRSA.
- › SKAGEN m<sup>2</sup> har ökat sin exponering mot Norden under det senaste året.
- › Vi är optimistiska för de som är långsiktiga.

1 2 3 4 **RISK** 6 7

Startdatum 31 oktober 2012

Avkastning sedan start 47,1%

Genomsnittlig årlig avkastning sedan start 9,7%

Förvaltningskapital 1 013 miljoner SEK

Antal fondsparare 8 006

**AVKASTNING, %** **Q4/-16\*** **12 M\***

SKAGEN m<sup>2</sup> 2,4 16,2

MSCI ACWI Real Estate IMI -0,1 12,2

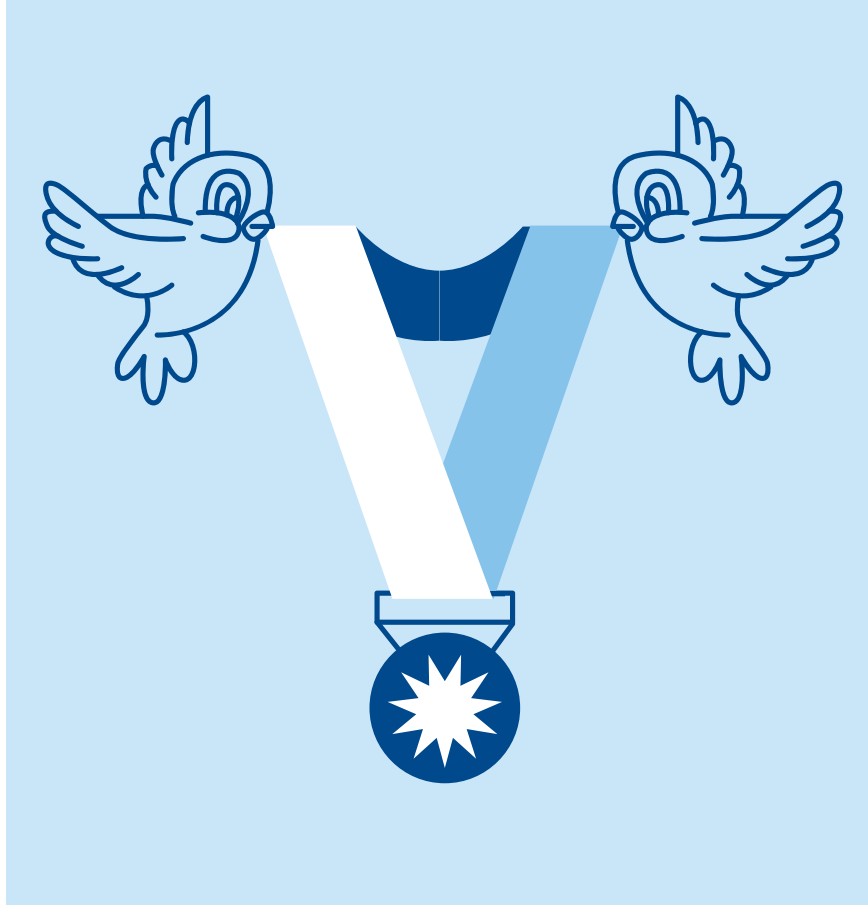
\* Per 30 december 2016



### PORTFÖLJFÖRVALTARE

Michael Gobitschek och Harald Haukås

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



## Bäst i klassen

SKAGEN m<sup>2</sup> rankades som den bästa globala fastighetsfonden 2016 i Europa av Morningstar och Citywire.\* I synnerhet den positiva avkastningen under andra hälften av 2016 bidrog till fondens resultat.

Året präglades av överraskande valresultat och av att den förväntade räntehöjningen i USA tog fart efter Trumps valseger. Marknaden var inte beredd på brexit och reaktionen efteråt bekräftade detta. Överraskningen med brexit medförde dock att marknaden var väl förberedd på Trumps valseger. Även om valresultatet verkade oväntat, sålde marknaden i förväg på grund av rädsla för vad en Trumpseger skulle innebära. Detta innebar att när det fruktade resultatet var ett faktum, hade alla sålt klart och ett klassiskt rally i spåren av att den sista optimisten blivit pessimist, utlöstes. Detta rally pågår fortfarande samtidigt som vi har sett en kraftig ökning av de långa räntorna i både USA och Europa.

### Bör man investera i fastigheter när räntorna stiger?

Många minns fortfarande fastighetskraschen under finanskrisen. Den stora skillnaden nu är skuldsättningsgraden. De flesta fastighetsbolag har använt tiden från finanskrisen fram till idag till att minska skulderna. Före finanskrisen var fastighetsbolag typiskt belånade 50–75 procent mätt i förhållande till fastighetsvärden. Idag har detta reducerats till 25–50 procent, där den stora majoriteten finns i intervallet 30 till 40 procent. Detta innebär att företag är bättre förberedda på högre räntekostnader och lägre fastighetsvärden än någonsin.

Vinnare vid högre räntor är företag som utfärdar perpetuallån som kan köpas tillbaka på marknaden. Vår vinnare i USA, PS Business Park, är ett sådant företag. Företagets senaste perpetuallån utfärdades den 12 oktober 2016 till 5,2 procents ränta. När räntorna steg, sjönk det nominella värdet till 82 procent två månader senare. Eftersom lånet handlas på marknaden kan bolaget använda sitt fria kassaflöde till att köpa tillbaka lånet till en betydande rabatt, och därmed göra en vinst. Detta är ett företag som kommer att gynnas av inflation och högre räntor på båda sidor av balansräkningen.

\* Avser noterade fastighetsaktier.



Foto: IRSA

### Sverige i topp

Våra två bästa bidragsgivare till både den absoluta avkastningen och överavkastningen är D.Carnegie & Co och IRSA. Det förstnämnda är ett svenskt lägenhetsbolag som delvis bygger på resterna av Acta i Sverige. Ökad invandring, liksom efterfrågan på lägenheter i Stockholm som en följd av hyresregleringen och den allmänna urbaniseringen, resulterade i en kraftig omvärdering av lägenheterna. Bolaget genomför ett omfattande renoveringsprogram som ger avkastning i intervallet 8–9 procent på investerat kapital. Det är betydligt högre än avkastningskravet på

4–5 procent och ger stora omvärderingsvinster.

IRSA är ett argentinskt bolag med exponering mot New York, Argentina och Israel. Under det senaste året har bolaget minskat sin exponering mot New York och ökat exponeringen mot Israel, genom köpet av ett israeliskt investmentbolag under omstrukturering. IRSA utsattes för spekulationer om att de skulle behöva konsolidera lånen i det israeliska bolaget, som var ett konkursbo. Poängen är dock inte konsolidering eller ej, utan om moderbolaget är ansvarigt för dotterbolagets skulder. När aktiekursen föll fick vi möjlighet

att öka positionen. Efter spekulationerna steg aktiekursen med över 100 procent. En bidragande orsak var att Argentina utvecklats i positiv riktning politiskt och ekonomiskt, och ser ut att förhandla sig ur sin hopplösa skuldsituation.

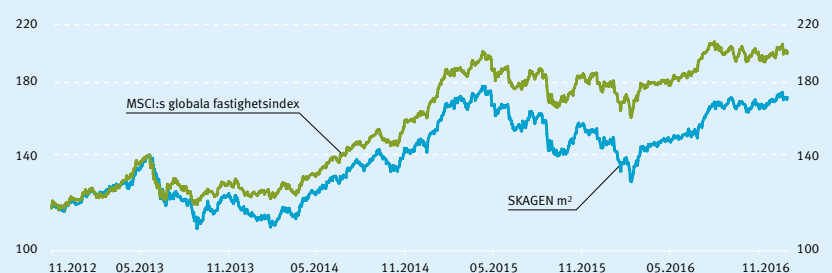
Det var ett år med få, och inga stora, förlorare. Vår största relativa förlorare var Big Yellow Group som visade sig inte vara någon trygg hamn, som många trodde. En stor del av förlusten var kopplad till försvagningen av det brittiska pundet. Mitsui Fudosan förlorade på de minskade förväntningarna om Abenomics, men förlusten var liten i förhållande till postens storlek.

### NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN m<sup>2</sup> (PER 30/12 2016)

Företag	Postens storlek	Kurs	P/NAV senaste	Dividend Yield 2016E	EBITDA 2016E/EV
D Carnegie	5,6 %	109	112 %	0 %	3,6 %
SL Green Realty	5,3 %	107,56	75 %	2,6 %	6,4 %
Olav Thon	5,2 %	160	75 %	1,3 %	6,6 %
Inmobiliaria Colonial	5,1 %	6,58	90 %	3,0 %	3,1 %
Catena	5,0 %	128,5	97 %	2,5 %	5,2 %
Mitsui Fudosan	4,8 %	2705	69 %	1,2 %	6,1 %
Deutsche Wohnen	4,6 %	29,84	107 %	2,5 %	3,7 %
Global Logistic Properties	4,6 %	2,2	73 %	3,2 %	3,9 %
CBL Properties	3,9 %	11,5	60 %	9,2 %	9,5 %
Mercialys	3,9 %	19,24	90 %	6,0 %	4,7 %
<b>Topp 10 vägt genomsnitt</b>	<b>48,0 %</b>		<b>85 %</b>	<b>2,8 %</b>	<b>4,7 %</b>
<b>Topp 35 vägt genomsnitt</b>	<b>95,0 %</b>			<b>2,9 %</b>	<b>5,5 %</b>
<b>Jämförelseindex (MSCI ACWI Real Estate IMI)</b>				<b>3,8 % actual</b>	

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

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



### Skattemässig uppförande

SKAGEN m<sup>2</sup> har ökat sin exponering mot Norden under det senaste året, vilket har bidragit positivt till avkastningen. Dessutom har vi fokuserat mer på företag som är långsiktiga värdeskapare. Fastighetsfonder får högre utdelning än andra fonder. Detta har både med företagets natur, de stabila kassaflödena, och REIT-skattesystemet att göra.

REIT-skattesystemet skapades i USA på 60-talet för att göra det mer attraktivt för privatpersoner att investera i fastigheter. Denna skattelagstiftning innebär att företag inte betalar inkomstskatt på att dela ut 90 procent av det beskattningsbara överskottet. Mottagaren av utdelningen skulle alltså beskattas istället. En nackdel med denna skattelagstiftning är att många företag som vill växa måste finansiera tillväxten genom nyemission snarare än genom att tillbakahålla intjänat kapital. Detta innebär att företagen betalar utdelningar med ena handen och sedan tar in kapital genom emission med den andra. Detta är en allt annat än optimal kapitalallokering. Företagen betalar avgifter till mäklare och investerare beskattas för utdelningen. För norskregistrerade aktiefonder är det dessutom en stor nackdel att få utdelning i stället för värdeökning, eftersom norska fonder måste betala skatt på utdelningen (efter avdrag för förvaltningsavgiften) från företag utanför det Europeiska ekonomiska samarbetsområdet (EES).

Norskregistrerade aktiefonder betalar dock inte skatt för utdelning från bolag i Norden, och enligt EES-domstolen ska också utdelningar från företag inom området vara skattefria. I praktiken utkämpar förvaltningsbolag en hård kamp för att undvika källskatt i EES-länderna och nu ser ut att lyckas.

Detta var gällande skattesystemet för SKAGEN m<sup>2</sup> fram tills i somras. Då kom en ny förordning från de norska skattemyndigheterna som tyvärr kommer att resultera i beskattning av utdelning från europeiska REITs till norska fonder. Det innebär att vi i ännu högre grad kommer att anpassa portföljen till icke-REIT-bolag i europeiska länder som inte tar ut källskatt i strid med EES-domstolen, allt annat lika. Detta är i vilket fall som helst förnuftigt. Trumps ekonomiska politik kommer inte att ge REITs någon skattemässig uppsida kopplad till potential för reducerad skatt då skatten redan är noll, men risk för nackdelar då många länder försöker bredda sin skattebas.

När vi nu blickar in i 2017, med stigande räntor, finns det attraktiva företag med låg skuldsättning och inflationsskyddade tillgångar. Detta gäller särskilt fastighetsbolag där inflationsskydd ingår i hyresavtalen. Även om räntekostnaderna stiger, kan vi förvänta oss att detta kompenseras av höjda hyror.

Under en kort period kan fastighetsaktier förlora på högre avkastningskrav. Vi är fortfarande långsiktigt positiva till fastighetsaktier och ser ingen orsak till att aktieinvestorer skulle bete sig annorlunda än de som köper fastigheter – vara långsiktiga.

Marknaden prisar in det mesta i förväg. Det är därför oerhört svårt att vinna på att vara smart, vilket de som sålde på rädslan för en Trumpseger har märkt. De fick rätt i sin förutsägelse men fel i sin investeringsstrategi. Låt det bli en läxa i marknadens logik. De investerare som uppnår de bästa resultaten investerar länge och alltid.

### SKAGEN m<sup>2</sup> Q4 2016 (% AV FÖRVALTNINGSKAPITALET)

#### De 5 största positiva bidragsgivarna

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

#### De 5 största negativa bidragsgivarna

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

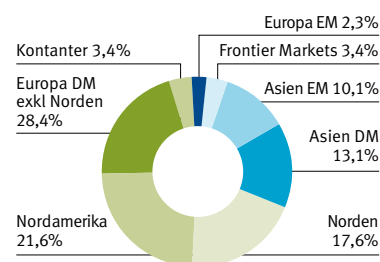
#### 5 största köp

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

#### 5 största försäljningar

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

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





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

\* Siffrorna i 1 000 NOK.



## SKAGEN Focus

På jakt efter exceptionella investeringar

- › 2016 var ett mångfacetterat år på marknaderna, med en dramatisk helomvändning under fjärde kvartalet.
- › Finans och råvaror bidrog mest till avkastningen under det fjärde kvartalet.
- › Fyra av de fem bästa bidragsgivarna under 2016 såldes ut efter att ha nått sina kursmål.

1	2	3	4	<b>RISK</b>	6	7
Startdatum	26 maj 2015					
Avkastning sedan start	4,0%					
Genomsnittlig årlig avkastning sedan start	2,5%					
Förvaltningskapital	1 790 miljoner SEK					
Antal fondsparare	4 934					
<b>AVKASTNING, %</b>	<b>Q4/-16*</b>	<b>12 M*</b>				
SKAGEN Focus	7,8	23,7				
MSCI World AC TR Index	7,5	16,3				

\* Per 30 december 2016

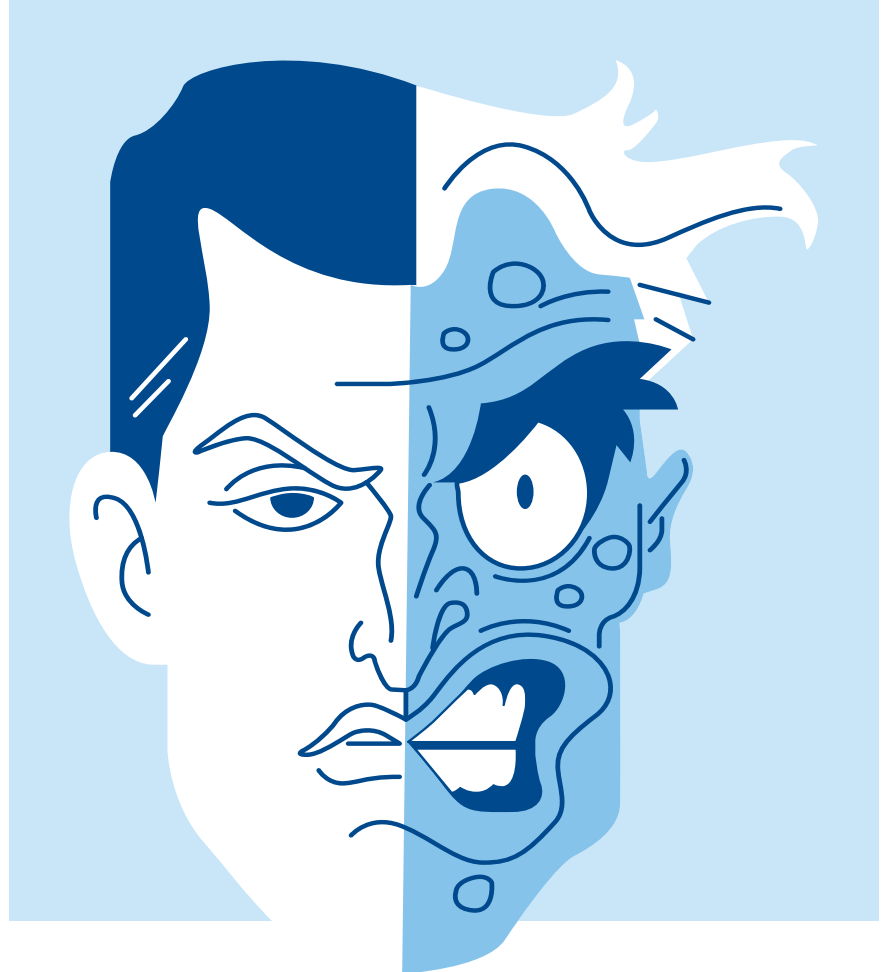


### PORTFÖLJFÖRVALTARE

Filip Weintraub, Jonas Edholm och David Harris \*\*

\*\* Junior portföljförvaltare

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



## Marknadens två ansikten

2016 var ett mångfacetterat år; SKAGEN Focus levererade en absolut avkastning på 23,7% – avsevärt mer än de globala aktiemarknaderna. Under det sista kvartalet ändrades landskapet på de finansiella marknaderna avsevärt, främst drivet av utvecklingen på de amerikanska börserna.

Vi kommer att fokusera på det fjärde kvartalet i den här rapporten, vänligen se marknadsrapporterna för 2016 för information om resten av året. Precis som Batmanskurken Dubbelansiktet, har marknaden visat ett ganska förutsägbart ansikte sedan de globala kvantitativa lättnaderna initierades av de flesta centralbanker under 2010. Den exempellösa penningpolitiska stimulansen har lett till extremt låga räntor globalt och även negativa räntor i några länder. I takt med att avkastningen har minskat till dessa absurda nivåer, har stora kapitalflöden flyttats till "obligationsliknande" aktier, till exempel vissa dagligvaror, telekom och högavkastande aktier. Som vi kommunicerade tydligt när fonden startades, såg vi mycket litet värde i dessa marknadssegment, där vissa områden är kraftigt övervärderade enligt vår uppfattning. Kapitalrörelsen mot ETF:er och fonder med låg volatilitet har varit en stark kraft som underbyggt detta. Dessutom har vi varit underviktade i tillväxtmarknaderna sedan fondens start men har hittat attraktivt värde i enskilda aktier i segmentet och ökat vår exponering betydligt under det andra kvartalet 2016.

Men vi hävdar att även före Trumps valseger, fanns det tecken på en förändring av detta mönster. Vi såg tidigt styrka i råvaror och andra relaterade bolag. Katalysatorn för den fullständiga vändningen på marknaderna var valresultatet i USA, åtminstone enligt medierna i allmänhet. Helt plötsligt blev marknaden besatt av deflation, det vill säga högre inflation, högre räntor och potentiellt högre tillväxt, främst i USA. Obligationsräntorna toppade och aktiesegment som ignorerats under fem–sex år ökade. Så var fallet med finansaktier till exempel, som är starkt beroende av en brantare avkastningskurva.

Foto: Bloomberg



### Ekonomi och råvaror på topp efter rotation

Hur har SKAGEN Focus varit placerad under denna ganska dramatiska rotation? Sedan fondens start har vi haft positioner med varierande grad av exponering mot råvaror och finansbolag, som båda har gynnats av den nya aktiemiljön. Kvartalets bästa bidragsgivare återfinns i dessa segment.

Vår största position är det diversifierade försäkringsbolaget AIG, som gav avkastning i topp under kvartalet, mätt som absolut bidrag. AIG var en 8 procent stor position vid årets slut, och vi fortsätter att tro att aktien står för betydande värde. Den handlas med stor rabatt till bokfört värde, med en tydlig grundläggande återhämtningsprocess på plats.

Vår amerikanska mid cap-regionbank Citizens Financial har varit med oss sedan fonden lanserades. På den tiden såg vi en misskött tillgång med potential att mer än fördubbla avkastningen på eget kapital till att nå samma nivå som konkurrenterna. Grundläggande framsteg hade gjorts men det gick långsamt för aktien att omvärderas. Men den starka avslutningen på året och reflationsfokuset fick aktien att åter nå sin riktkurs och vi sålde av den i slutet av 2016. Det amerikanska kreditkortsbolaget Synchrony Financial var tidigare drabbat av konsumenternas krediträdsla. Även detta bolag omvärderades märkbart under kvartalet i och med att det tydligt gynnas av avregleringen och bättre tillväxtutsikter i USA. Bolaget handlas till en betydande rabatt mot vår uppskattning av absolut verkligt värde.



Foto: Tesoro

### Tesoro

Företaget är det fjärde största oberoende raffinaderiet i västra USA. Tesoro äger och driver sju oljeraffinaderier och har en stor detaljhandels- /marknadsföringsverksamhet med ett stort nätverk av bensinstationer. Företaget har en stark marknadsposition med en nästintill monopolställning lokalt i sina geografiska områden. Vid nuvarande aktiekurs tror att vi marknaden indirekt undervärderar raffinaderiverksamheten jämfört med konkurrenter och absolut verkligt värde.

### SKAGEN FOCUS Q4 2016 (% AV FÖRVALTNINGSKAPITALET)

#### De 5 största positiva bidragsgivarna

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

#### De 5 största negativa bidragsgivarna

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

#### 5 största köp

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

#### 5 största försäljningar

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

### NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN FOCUS (PER 30/12 2016)

Företag	Postens storlek	Kurs	P/E 2016E	P/E 2017E	P/BV senaste	Kursmål
American International Group Inc	7,9 %	65,31	17,2	12,0	0,8	90
Jbs SA	4,7 %	11,40	63,7	7,4	1,3	22
Telecom Italia Spa	4,6 %	0,84	12,7	12,7	0,8	1,2
E-MART Inc	4,4 %	183 000,00	15,2	13,2	0,7	270 000
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	4,3 %	36,25	7,1	6,7	1,0	90
SBI Holdings Inc	4,0 %	1 487,00	13,3	13,4	0,8	3 000
Softbank Group Corp	3,9 %	7 765,00	9,4	12,8	3,7	9 600
Tesoro Corp	3,9 %	87,45	17,7	14,0	1,9	120
Taiheiyu Cement Corp	3,6 %	370,00	8,7	11,6	1,4	495
Whiting Petroleum Corp	3,4 %	12,02	n/a	n/a	0,7	35
<b>Topp 10 vägt genomsnitt</b>	<b>44,6 %</b>		<b>17,8</b>	<b>12,5</b>	<b>1,0</b>	
<b>Aktier (33 positioner)</b>	<b>95,4 %</b>					
<b>Kontanter</b>	<b>4,6 %</b>					
<b>Total portfölj</b>	<b>100,0 %</b>					

P/E-talen kan skilja sig från andra källor då de är baserade på SKAGENS egna estimat. \*JBS är den största aktieägaren i Pilgrim's Pride. Den kombinerade vikten för dessa två positioner är 8,55%.



Foto: Adient

### Adient

Den USA-baserade bildelsleverantören Adient är global marknadsledare inom säten och inre komponenter för personbilar, lastbilar och lätta lastbilar. Adient har en myriad av kinesiska joint ventures som levererar sittprodukter till den kinesiska marknaden. Företaget har nyligen installerat en ny ledningsgrupp som rekryterats från konkurrenten Visteon. Vi ser en stor potential för marginalförbättring och monetarisering av bolagets joint venture-struktur på medellång sikt.



Foton: Pixabay

### Sax, sten, påse... och lite olja

Under hela året höll vi vår övergripande råvaruexponering stabil på under 10 procent, men bolagstypen varierade kraftigt. Först investerade vi i ädelråvarubolaget PanAmerican silver (sax), därefter den diversifierade gruvproducenten South32 (sten) som till slut upptäcktes av investerare som ett nyligen avknoppat bolag. Slutligen köpte vi in oss i First Quantum, den mest effektiva kopparkopparproducent inom sektorn. Alla tre har genererat mer än 100 procents avkastning under året. Denna realisationsvinst investerade vi efter likvideringen i pappersmassa och energi mot slutet av året, genom positioner i pappersmasseproducenten Ence (påse) och olika energibolag.

Vår energiexponering har varit begränsad under hela året, och den nedtryckta miljön har fått värderingen att kollapsa i många delar av energisektorn. Under kvartalet ökade vi vår position i det amerikanska borrhålet Whiting Petroleum. Med en olycklig timing lyckades Whiting förvärva konkurrenten Kodiak i december 2014 och samtidigt bygga upp en alltför stor skuldbörda. Vid denna tidpunkt förutsåg uppenbarligen ingen oljeprisets fall, och bolaget har de senaste två åren arbetat med att minska kostnaderna och minska investeringarna, utveckla och

genomföra mer effektiva metoder för att utvinna olja och minska överdriven skuldsättning. Vid utgången av kvartalet är aktien en 3 procent stor position i fonden. Även vår nyligen etablerade position i den USA-baserade raffinören Tesoro är oljerelaterad. Se bolagscasen härintill. Dessa två positioner visar konservativ hållning eftersom oljepriset underförstått hedgas ut, eftersom Whiting har en lång exponering mot olja och Tesoro, allt annat lika, kommer att dra nytta av ett lägre oljepris genom en större så kallad crack spread.

En viktig del av investeringsprocessen är att hålla fast vid den ursprungliga investeringstesen och kursmålet. Flera positioner nådde våra kursmål under kvartalet, nämligen det Kanada-baserade koppargruvbolaget First Quantum, det Australien-baserade diversifierade gruvbolaget South 32 och mid cap-banken Citizens Financial. I själva verket har fyra av de fem bästa bidragsgivarna i fonden sålts ut under året. Som en följd är fondens exponering mot metall och gruvdrift på sin lägsta nivå sedan starten. Det återstående kapitalet har främst använts till nya positioner, bland annat den USA-baserade bildelsleverantören Adient, globalt ledande inom sittplatser. Positionen inleddes i slutet av året, efter en spin-off från Johnson Controls.



### Frånkopplad från verkligt värde

Vi gick in i Telecom Italia i slutet av året efter den allmänna nedvärderingen av bolag med stabil vinst samt den politiska risken och försvagningen av banksystemet i Italien. Aktierna i telekomföretaget har också tyngts av det förväntade konkurrenstrycket från mobiloperatören Iliad och energibolaget Enel när det gäller fiber. Fiberpenetrationen är för närvarande låg i Italien och ligger på en nivå i paritet med tillväxtmarknaderna. Aktien handlades till mindre än fem gånger kassaflödet när vi gick in, och ser undervärderad ut. Det finns påtagliga triggers för omvärdering på horisonten. Det franska mediakonglomeratet Vivendi är ny huvudägare med ett innehav på 25 procent, och driver på en bolagsöversyn och kostnadsbesparingar. De har nyligen installerat den tidigare styrelseledamoten Flavio Cattaneo som ny vd, och han är mycket motiverad att leverera på ett effektiviseringsprogram framåt 2018. Dessutom kan det förmodade framtida konkurrenstrycket vara alltför diskonterat i aktiekursen. Telecom Italia var en 4,5 procents position i fonden vid årets slut.

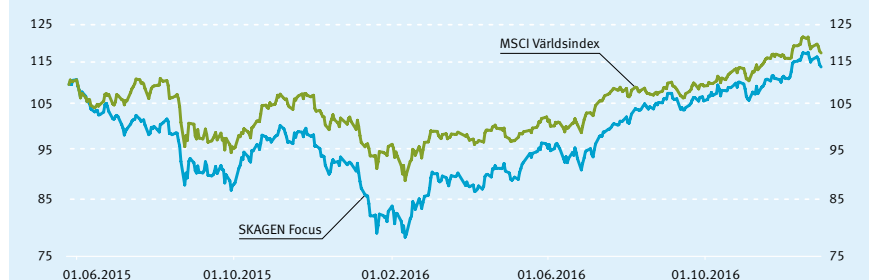
Det återstår att se om marknaden inom en snar framtid kommer att byta skepnad igen. Vår syn är att SKAGEN Focus portfölj vid årsskiftet innehåller en kraftigt undervärderad grupp med 33 bolag, vilket förhoppningsvis kommer att ge god riskjusterad absolut avkastning oberoende av den ständigt föränderliga marknaden.

Vi tackar för ditt förtroende under 2016.

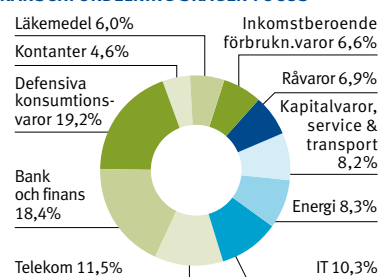
Värdepapper		Antal	Köpvärde NOK*	Marknadsvärde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
American International Group Inc	Financials	238 000	116 420	133 808	17 388	7,89%	New York
Jbs SA	Consumer Staples	2 625 000	64 115	79 122	15 007	4,67%	Sao Paulo
E-MART Inc	Consumer Staples	56 800	72 973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

\* Siffrorna i 1 000 NOK.

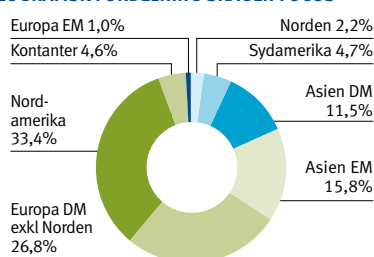
## KURSHISTORIK SKAGEN FOCUS



## BRANSCHFÖRDELNING SKAGEN FOCUS



## GEOGRAFISK FÖRDELNING SKAGEN FOCUS



# Kan förnuftet trumfa över protektionismen?

Den största kända osäkerhetsfaktorn nu i början av 2017 är om president Trump kommer att föra en protektionistisk politik eller inte. För protektionism kan leda USA och resten av världen in i en ny djup recession.

Jag hörde inte till dem som fruktade att världsekonomin skulle kollapsa om Donald Trump blev amerikansk president. Jag tog inte alla hans märkliga utspel under valkampanjen på allvar utan antog att han när det kom till kritan skulle föra en politik som inte avvek särskilt mycket från tidigare presidenters.

Reaktionerna efter valet tyder på att många delar den uppfattningen. Börserna har stigit, både i USA och på de flesta andra håll i världen. Det borde betyda att de flesta investerare förväntar sig en politik som är gynnsam för företagets vinstutveckling. Och på vissa områden kommer Trump och kongressen troligen mycket riktigt att föra en företagsvänlig politik. Men USA har ett starkt behov av avregleringar och här är faran att Trump istället kommer med en rad tivittrade direktiv. Amerikanerna har inga goda erfarenheter av det de brukar kalla "jawboning", en metod som användes av Herbert Hoover på 30-talet och av Lyndon B. Johnson på 60-talet och som innebär att Vita huset tvingar näringslivet att följa dess kommandon.

Det amerikanska skattesystemet är invecklat och ineffektivt. En skattereform med lägre skattesatser kan ge ökad tillväxt, men skulle också ge en period med högre budgetunderskott. För det är inte mycket som tyder på att Trump och de folkvalda kommer att bromsa ökningen av de offentliga utgifterna. Det mesta tyder tvärtom på att dessa kommer att bli ännu större. Bland ekonomer går meningarna isär om huruvida ökad offentlig konsumtion av varor och tjänster är positivt eller negativt för ekonomin.

Den största faran är att valkampanjens protektionistiska retorik omsätts i politisk handling. Hittills har Trumps utnämningar och utspel efter valet varit mer protektionistiska än jag hade väntat mig. Det är dock oklart om han har för avsikt att bygga ekonomiska murar runt USA eller om han bara hotar med det för att få andra länder att lätta på sina hinder. I det senare fallet går vi istället mot en ökad globalisering.

Men en sak är värd att ta på allvar: både Trump och några av hans viktigaste ekonomiska rådgivare tror att genomsnittssamerikanen får det bättre om landet blir mer ekonomiskt isolerat från omvärlden. Och här kan han dessvärre göra mycket på egen hand. Kongressen måste anta nya handelslagar för att hindra Trump från att höja tullsatserna. Under den processen kan andra länder hinna reagera på USA:s protektionistiska åtgärder.

Att protektionism inte är vägen till rikedom har bevisats och förklarats så grundligt att det egentligen inte finns något att tillägga. Men ett sätt att visa på fördelarna med frihandel är att beskriva utrikeshandel som en produktionsteknik.

Ta Norge som exempel. Varje dag pumpas det upp stora mängder olja från kontinentalsockeln. Ekonomiskt sett är oljeutvinningen bara ett smart sätt att producera bilar, byxor och bananer. Tänk dig att oljan lastas på fartyg som sedan sätter kurs mot ekvatorn. Där händer något mystiskt som får oljan att förvandlas till bilar, byxor och bananer. Fartygen vänder hemåt igen och varorna lossas och säljs till norrmän, precis som om oljebolagen själva hade producerat dem.

Om det faktiskt var så det gått till skulle offshoreproduktionen räknas som en del av den norska industrin och vi norrmän skulle kunna skryta med att producera alla möjliga exotiska varor på egen hand.

Att det som faktiskt sker är ett varuutbyte med utlänningar via export och import har ingen ekonomisk relevans. Poängen är att vi kan skaffa oss bättre och billigare bilar genom att producera dem med hjälp av olja än genom norska industriarbetsplatser.

Protektionism är detsamma som sämre produktionsteknik. Att "skydda" amerikaner mot billiga kinesiska och mexikanska varor är som att förbjuda Boeing och GM att använda it i sina produktionshallar – något som skulle ge betydligt högre produktionskostnader och ett mycket lägre värdeskapande.

Ett allt vanligare argument mot frihandel är att även om handeln innebär att den generella välförhållanden stiger, finns det alltid någon som förlorar på att bli utkonkurrerad av utlänningar. Så är det förstås, och det är det som är skälet till att protektionistiska tankegångar alltid är i ropet i vissa kretsar. Men varför ska vi gråta över kapitalägare som måste ta en förlust eller arbetstagare som måste hitta ett nytt jobb? En av kapitalismens grundbultar är ju just att välförhållanden drivs av resursbesparande innovationer. Alternativet är en ekonomi som står och trampar vatten. Och det vill de flesta inte ha.

Det finns ingen anledning att göra skillnad på handel inom ett land och handel mellan länder. Norska Lyses streamingtjänst Altibox tog knäcken på min grannes videobutik. Betyder det att Altibox aldrig borde ha lanserats eller att min granne borde ha fått kompensation? Nu driver han en bowlinghall istället. Och ett av skälen till att folk där jag bor har råd att spela mer bowling än tidigare är att de nu kan titta på film billigare tack vare Lyse.

Trump, som har blivit dollarmiljardär på handel när och fjärran, borde förstå att arbetsdelning, specialisering och fritt utbyte av varor och tjänster är det som bäst gynnar genomsnittssamerikanen. Det är sorgligt om världsekonomin går in i en ny recession därför att han och hans rådgivare inte orkar sätta sig in i Adam Smiths och David Ricardos kloka resonemang. Presidenten borde läsa några väl valda stycken ur deras böcker nästa gång han besöker sin golfbana i deras skotska hemland.



– Torgeir Høien  
Portföljförvaltare SKAGEN Tellus



# Året då opinionsmätningarna misslyckades

## SKAGEN Tellus

Dörröppnaren till globala räntemarknader

- › Tror på höjda räntor i USA och Centraleuropa.
- › Peru, USA, Chile, Kroatien och Grekland bidrog mest till den absoluta avkastningen.
- › Låg ränteduration gav god relativ avkastning.

	1	2	3	RISK	5	6	7
Startdatum	29 sept 2006						
Avkastning sedan start	76,72%						
Genomsnittlig årlig avkastning sedan start	5,71%						
Förvaltningskapital	1 109 milj SEK						
Antal fondsparare	2 680						

AVKASTNING, %	Q4/-16*	12 M*
SKAGEN Tellus	1,35	10,61
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged	-2,78	9,24

\* Per 30 december 2016.



### PORTFÖLJFÖRVALTARE

Jane Tvedt, Torgeir Høien och Sondre Solvoll Bakketun

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

2016 var inte opinionsundersökningarnas år.

SKAGEN Tellus gav en avkastning på 10,61 procent under 2016, medan indexet gav 9,24 procent.

I juni blev vi tagna på sängen av britternas ja till att lämna EU, och i november var chocken minst lika stor när Donald Trump tog hem segern i det amerikanska presidentvalet. Nästan lika överraskande var finansmarknadernas reaktioner på dessa händelser. Marknadsoron efter brexitomröstningen varade inte mer än några dagar. Och i motsats till vad de flesta hade förväntat sig ledde Trumps valseger till ränteuppgångar och en starkare dollar.

Under 2016 var fonden investerad utifrån vår bedömning att de långa räntorna i USA, Japan och Centraleuropa kommer att ligga kvar runt nuvarande nivå eller stiga framöver. Vi tog ränterisk i länder där vi lär få se lägre kreditpremier framöver, bland annat i Kroatien, Grekland och Portugal, och där den effektiva räntan är fortsatt attraktiv, som i Peru och Chile. Våra investeringar i USA, Norge, Kanada och Storbritannien har låg ränterisk och är baserade på att valutorna kommer att stärkas.

Investeringarna i Peru, USA, Chile, Kroatien och Grekland hade bäst inverkan på utvecklingen

i fjol och bidrog stort. I Peru och Chile hade både räntefallet och en starkare valuta positiv effekt. I USA gav en starkare dollar utdelning medan sjunkande långräntor i Kroatien och Grekland ledde till kursvinster på våra placeringar.

Rädslan för att Trumps protektionistiska retorik ska visa sig vara mer än bara ord har markant försvagat den mexikanska peson, vilket i sin tur resulterat i minusavkastning på den investeringen. En svagare portugisisk ekonomi och mindre fokus på reformer hos den nya regeringen fick räntorna att stiga och orsakade en liten förlust där.

Vår syn på de långa räntorna ledde till att vi under hela 2016 hade en låg ränteduration i förhållande till indexet: 3,9 år mot 7,7 år i snitt under året. Vi hade också en undervikt i Japan under hela förra året. Nedgången i de långa räntorna och en starkare japansk yen gjorde att fonden inte lyckades hålla jämna steg med indexet under första halvåret. Under den andra halvan av året, och särskilt efter Trumps valseger, fick vi dock betalt för vår lägre ränteduration när de långa räntorna steg rejält. Vidare medförde en betydande försvagning av yenen att fonden gav en meravkastning på 5 procentenheter jämfört med index under den senare hälften av året.

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

### Nyckeltal

Effektiv underliggande avkastning	4,59%	Duration*	3,73
* 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 30/12.2016.

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



## SKAGEN Credit SEK

De bästa obligationerna från den globala fruktträdgården

- › 2016 bekräftade att fondens mandat ger resultat.
- › Glencore var den största bidragsgivaren i fonden.
- › Med lägre kreditspreadar är det viktigare än någonsin att välja rätt företagsobligationer.

1	2	RISK	4	5	6	7
Startdatum	30 maj 2014					
Genomsnittlig årlig avkastning sedan start	0,36 %					
Förvaltningskapital	48 milj SEK					
Antal fondsparare	64					
<b>AVKASTNING, %</b>	<b>Q4/-16*</b>	<b>12 M*</b>				
SKAGEN Credit	0,98	7,06				
OMRX-TBILL	-0,20	-0,65				

\* Per 30 december 2016



### PORTFÖLJFÖRVALTARE

Ola Sjöstrand och Tomas Nordbø Middelthon

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

# Fondens mandat lönar sig

2016 var ett bra år för SKAGEN Credit, som levererade en avkastning på 7,06 procent jämfört med jämförelseindex -0,65 procent. Men avkastningen är inte det enda vi är nöjda med. 2016 visade också att fondens mandat lönar sig; avkastning och volatilitet genereras av förändringar i kreditspreadar – ingenting annat.

Året började dramatiskt. Nästan alla high yield- och tillväxtmarknadsobligationer föll kraftigt under årets första en och en halv månader. Utvecklingen vände dock snabbt, och på bara en månad återhämtades förlusterna.

Under denna korta period utvecklades alla obligationer mer eller mindre i takt med marknaden oavsett kreditkvalitet. Detta var också fallet med SKAGEN Credits innehav vilka vid bottenivån hade tappat fyra procentenheter.

Sedan mitten av mars har utvecklingen i fonden varit stabil. Uppståndelsen kring Brexit i juni varade bara några veckor. Efter Trumps oväntade seger i november steg räntorna i USA. Eftersom många företagsobligationer runt om i världen utfärdas i amerikanska dollar, sjönk ett stort antal obligationer i värde mot slutet av året. SKAGEN Credit har cirka 40 procent investerat i amerikanska dollar men eftersom ränteswapar minskar portföljens ränterisk, påverkades inte fonden.

### Överreaktion

Den överlägset största bidragsgivaren till fondens avkastning var brittisk-schweiziska multinationella råvaruhandels- och gruvbolaget Glencore. Företaget fick problem 2015, främst som ett resultat av sjunkande råvarupriser. Dess investment grade hotades och dess utestående obligationer föll kraftigt i värde. Glencore agerade snabbt och beslutsamt och vidtog flera åtgärder för att behålla sin rating. De övertygade oss och vi ökade positionen under hela året. Situationen i Glencore är nu tillbaka till det normala och det är ett gott exempel på hur marknaden kan överreagera.

En annan stor bidragsgivare var det brasilianska oljebolaget Petrobras. Även detta bolag gjorde en helomvändning 2016 och visade förmågan att finansiera sig självt även i svåra tider. Situationen i Petrobras är nära kopplad till Brasilien som helhet, och det är fortfarande en lång väg att gå.

### Vikten av att välja rätt obligationer

De globala kreditspreadarna ligger nu under femårsgenomsnittet och är inte lika attraktiva som de var för ett år sedan. Det är därför inte troligt att avkastningen från företagsobligationer under 2017 kommer att vara lika bra som den var 2016. De lägre obligationsspreadarna innebär inte nödvändigtvis att man bör avstå från att investera i företagsobligationer, eftersom det fortfarande går att hitta ett stort antal obligationer till attraktiva priser. Med tanke på de lägre företagsobligationsspreadarna, är det än viktigare att välja rätt företagsobligationer, i stället för att bara köpa ett index.

Under årets sista månader nådde flera innehav sådana nivåer att risken inte längre motiverade den förväntade avkastningen. Vi sålde därför av vissa positioner och trimmade andra, och slutade året med en lägre risknivå i fonden. Behållningen har investerats i korta obligationer med hög kreditvärdighet och god likviditet. När situationen förändras och tillfälle ges, kommer vi inte att tveka att höja risknivån igen.



# VÄRDEPAPPERSPORTFÖLJ SKAGEN CREDIT PER 30 DEC 2016

SKAGEN CREDIT SEK	Antal andelar i tusental		SEK	%
SKAGEN Credit	405		47 955	99,11
Likviditet			430	0,89
<b>Summa Andelskapital</b>			<b>48 385</b>	<b>100,00</b>

Valutasäkringsgrad 94,56%, ägarandel av SKAGEN Credit 13,47%. 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	Förfallodatum	Andelar	Kupong, procent	Marknadsvärde, NOK	Andelar av fonden
<b>Värdepapper</b>						
Gazprom OAO	USD	11.04.2018	900	8,15	8 415	2,51
Petrobras Global Finance BV	USD	01.03.2018	600	5,88	5 407	1,61
Petrobras Global Finance BV	USD	20.01.2020	300	5,75	2 678	0,80
Seadrill Ltd	USD	15.09.2017	300	6,13	1 369	0,41
<b>Summa Energi</b>					<b>17 869</b>	<b>5,34</b>
Glencore Canada Financial Corp	GBP	27.05.2020	900	7,38	11 579	3,46
Glencore Funding LLC	USD	30.05.2023	800	4,13	6 977	2,08
<b>Summa Råvaror</b>					<b>18 556</b>	<b>5,54</b>
DSV A/S	DKK	18.03.2022	8 000	–	10 058	3,00
Schaeffler Finance BV	USD	15.05.2023	1 100	4,75	9 820	2,93
Tallink Group AS	NOK	18.10.2018	6 000	6,11	6 337	1,89
Heathrow Funding Ltd	GBP	10.09.2018	500	6,25	5 877	1,76
Color Group AS	NOK	18.09.2019	5 000	6,40	5 247	1,57
Heathrow Funding Ltd	GBP	20.03.2020	300	6,00	3 797	1,13
Bombardier Inc	USD	16.03.2020	400	7,75	3 695	1,10
Bombardier Inc	USD	14.10.2022	200	6,00	1 667	0,50
<b>Summa Kapitalvaror, service och transport</b>					<b>46 499</b>	<b>13,88</b>
Jaguar Land Rover Automotive Plc	GBP	01.03.2023	1 000	3,88	11 132	3,32
Best Buy Co Inc	USD	15.03.2021	900	5,50	8 624	2,58
Samvardhana Motherson Automotive	EUR	15.07.2021	600	4,13	5 713	1,71
Fiat Finance & Trade SA	EUR	15.03.2018	400	6,63	4 081	1,22
Samvardhana Motherson Automotive	USD	16.12.2021	400	4,88	3 464	1,03
Fiat Chrysler Finance Europe	EUR	22.03.2021	300	4,75	3 105	0,93
Volvo Car AB	SEK	07.03.2022	3 000	2,50	2 885	0,86
<b>Summa Intäktsberoende konsumtionsvaror</b>					<b>39 003</b>	<b>11,65</b>
JBS Investments GmbH	USD	28.10.2020	1 100	7,75	10 206	3,05
Cosan	USD	14.03.2023	1 200	5,00	10 071	3,01
Safeway Ltd	GBP	10.01.2017	400	6,00	4 506	1,35
Lennar Corp	USD	17.06.2019	500	4,50	4 477	1,34
<b>Summa Defensiva konsumtionsvaror</b>					<b>29 260</b>	<b>8,74</b>
Sparebank 1 Telemark	NOK	15.06.2017	15 000	1,55	15 012	4,48
Länsförsäkringar Bank AB	SEK	27.04.2026	9 000	1,84	8 771	2,62
Sparebank 1 Nord-Norge	NOK	26.05.2017	7 000	1,47	7 010	2,09
Bank of Baroda	USD	23.07.2019	750	4,88	6 922	2,07
Danske Bank AS	GBP	29.09.2021	600	5,38	6 811	2,03
Türkiye Halk Bankasi AS	USD	13.07.2021	800	5,00	6 607	1,97
Standard Chartered PLC	EUR	23.11.2022	600	3,63	5 844	1,75
Standard Chartered Bank	GBP	03.04.2018	200	7,75	2 417	0,72
Banco Est Rio Grande Sul	USD	02.02.2022	250	7,38	2 024	0,60
<b>Summa Bank och finans</b>					<b>61 419</b>	<b>18,34</b>
Rolta Americas LLC	USD	24.07.2019	400	–	766	0,23
<b>Summa Informationsteknik</b>					<b>766</b>	<b>0,23</b>
VimpelCom Holdings BV	USD	01.03.2022	850	7,50	8 325	2,49
Bharti Airtel International	USD	20.05.2024	700	5,35	6 352	1,90
Bharti Airtel International	EUR	20.05.2021	500	3,38	5 006	1,49
Frontier Communications Corp	USD	15.09.2022	300	10,50	2 806	0,84
<b>Summa Telekom</b>					<b>22 489</b>	<b>6,72</b>
BKK AS	NOK	22.05.2020	16 000	1,78	16 012	4,78
EDP Finance BV	USD	01.10.2019	1 600	4,90	14 608	4,36
Agder Energi AS	NOK	04.04.2018	10 000	2,15	10 106	3,02
EDP Finance BV	USD	14.01.2021	200	5,25	1 867	0,56
<b>Summa Nyttotjänster</b>					<b>42 593</b>	<b>12,72</b>
Entra ASA	NOK	10.04.2017	10 000	2,38	10 073	3,01
American Tower Corp	USD	15.02.2019	300	3,40	2 672	0,80
<b>Summa Fastigheter</b>					<b>12 746</b>	<b>3,81</b>
<b>Summa värdepappersportfölj</b>					<b>291 201</b>	<b>86,97</b>
IRS EUR 20180620	EUR	20.06.2018	3 000		-366	-0,11
IRS EUR 20210511	EUR	11.05.2021	600		-164	-0,04
IRS GBP 20180129	GBP	29.01.2018	1 200		-252	-0,08
IRS GBP 20230523	GBP	23.05.2023	400		-71	-0,02
IRS USD 20180620	USD	20.06.2018	3 500		-68	-0,02
IRS USD 20190820	USD	20.08.2019	2 000		-147	-0,04
IRS USD 20210622	USD	22.06.2021	1 000		-12	–
IRS USD 20220927	USD	27.09.2022	1 500		484	0,15
IRS USD 20230905	USD	05.09.2023	1 000		387	0,11
<b>Summa Derivater</b>					<b>-209</b>	<b>-0,05</b>
<b>Likviditet</b>					<b>43 897</b>	<b>13,11</b>
<b>Summa andelskapital</b>					<b>334 889</b>	<b>100,00</b>



# Låg risk och förutsägbarhet

## SKAGEN Krona

Tillsammans för bättre räntor

- › 2016 blev det första hela året med negativ reporänta i Sverige.
- › SKAGEN Krona kommer inte att höja risken.
- › Hoppas på högre räntor, vilket skulle ge högre avkastning i fonden.

RISK 2 3 4 5 6 7

Startdatum 29 juni 2007

Genomsnittlig årlig avkastning sedan start 2,03%

Förvaltningskapital 372 milj SEK

Antal fondsparare 279

AVKASTNING, % Q4/-16\* 12 M\*

SKAGEN Krona 0,02 0,18

OMRX-TBILL -0,20 -0,65

\* Per 30 december 2016



### PORTFÖLJFÖRVALTARE

Ola Sjöstrand och Elisabeth Gausel

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

Den effektiva räntan i Krona var i genomsnitt 0,14 procent 2016. Den har under året minskat från 0,2 procent till 0,03 procent. Det är alltså rimligt att anta att fondens avkastning kommer hålla sig runt noll procent, förhoppningsvis något över, under 2017 om reporäntan inte ändras. Det är dock möjligt med fondens mandat att åstadkomma en högre avkastning – genom att öka risken. Det vill för Kronas del säga att köpa längre räntepapper eller att minska kreditkvaliteten och köpa räntepapper från utställare där återbetalningsförmågan anses vara lägre. Anledningen till att vi inte gör det är just att risken ökar och att priset/värdet varierar mer på investeringarna. Det i sin tur gör att avkastningen i fonden blir mer oförutsägbar från en dag till en annan, från en vecka till en annan, eller kanske mer relevant från en månad till en annan. SKAGEN Krona är

ett lågriskalternativ där avkastningen ska vara stabil och förutsägbar.

2017 ser ut att kunna bli väldigt intressant, framförallt det som sker utanför Sverige. Om vi som många tror, står inför en period med stigande räntor globalt, får det uppenbarligen stora konsekvenser. Europeiska centralbanken (ECB) ägnar sig åt att stödköpa bland annat företagsobligationer och om dessa upphör kommer finansieringskostnaden för företagen och räntan på obligationerna att stiga. Centralbanken i USA höjde sin styrränta i december och om ECB följer efter så följer även Sveriges Riksbank i spåren. Det kan ske. Vi som förvaltare av SKAGEN Krona hoppas på högre räntor. Det ger både en högre avkastning i fonden samtidigt som bankernas felprisering på konton får mindre betydelse och att konkurrenseren framöver sker på lika villkor.

Värdepapper	Förfallo- datum	Kupong, procent	Nominellt, NOK***	Kostnads- pris, NOK***	Marknads- kurs NOK	Upplöst ränta, NOK	Marknads- värde, NOK***	Marknads- värde till upplösten ränta, NOK***	Orealiserad vinst/ förlust, NOK***	Andelar av fonden
<b>RÄNTEPAPPER MED RÖRLIG RÄNTA</b>										
<b>Finans</b>										
Ikano Bank SE	01.02.2018	0,47	10 000	10 000	100,12	8	10 012	10 020	12	2,69%
Ikano Bank SE	29.04.2019	0,72	4 000	4 000	100,23	5	4 009	4 014	9	1,08%
Länsförsäkringar Bank AB	15.05.2018	0,30	17 000	17 064	100,46	6	17 078	17 084	14	4,59%
Sparebank 1 SMN	29.10.2018	0,37	13 000	13 020	99,92	8	12 989	12 997	-31	3,49%
Sparebank 1 Nord-Norge	24.01.2019	0,24	10 000	9 859	99,49	5	9 949	9 954	91	2,68%
Sparebanken Vest	10.09.2018	0,00	18 000	17 874	99,05	-	17 829	17 829	-45	4,79%
<b>Industri</b>										
Arla Foods amba	04.06.2018	1,08	10 000	10 165	101,07	8	10 107	10 114	-58	2,72%
Fortum Värme	27.11.2017	0,08	17 000	17 000	100,01	1	17 001	17 002	1	4,57%
Scania CV AB	02.10.2017	0,50	12 000	12 049	100,31	15	12 037	12 052	-12	3,24%
Tele2 AB	15.05.2017	2,30	17 000	17 286	100,84	49	17 143	17 192	-142	4,62%
<b>RÄNTEPAPPER MED FAST RÄNTA</b>										
<b>Industri</b>										
Akelius	28.02.2017	0,00	16 000	15 997	99,99	-	15 998	15 998	1	4,30%
Bergvik Skog AB	17.02.2017	0,00	15 000	14 993	99,99	-	14 999	14 999	6	4,03%
Bergvik Skog AB	20.03.2017	0,00	12 000	11 991	99,98	-	11 998	11 998	6	3,22%
Castellum AB	06.02.2017	0,00	26 000	25 991	100,00	-	26 000	26 000	9	6,99%
Castellum AB	25.01.2017	0,00	7 000	6 999	100,00	-	7 000	7 000	1	1,88%
Citycon Oyj	14.03.2017	0,00	7 000	6 999	99,98	-	6 999	6 999	0	1,88%
Fabege AB	09.02.2017	0,00	10 000	9 998	99,99	-	9 999	9 999	1	2,69%
Fabege AB	13.03.2017	0,00	7 000	6 991	99,98	-	6 999	6 999	8	1,88%
Hexagon AB	11.04.2017	0,00	15 000	14 987	99,99	-	14 999	14 999	12	4,03%
Indutrade	24.01.2017	0,00	25 000	24 984	100,00	-	24 999	24 999	15	6,72%
Indutrade	30.01.2017	0,00	5 000	4 998	100,00	-	5 000	5 000	1	1,34%
Intrum Justitia AB	26.01.2017	0,00	11 000	10 997	100,00	-	11 000	11 000	3	2,96%
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	23.05.2017	0,00	15 000	14 987	99,93	-	14 990	14 990	3	4,03%
Skanska Financial Services AB	16.01.2017	0,00	15 000	15 000	100,00	-	15 001	15 001	1	4,03%
Trelleborg Treasury AB	06.03.2017	0,00	13 000	13 001	100,02	-	13 003	13 003	2	3,49%
Volkswagen Finans Sverige AB	02.05.2017	0,00	15 000	14 986	99,94	-	14 991	14 991	5	4,03%
Volkswagen Finans Sverige AB	27.03.2017	0,00	15 000	14 984	99,98	-	14 997	14 997	12	4,03%
<b>Summa värdepappersportfölj</b>				<b>357 204</b>		<b>104</b>	<b>357 128</b>	<b>357 232</b>	<b>-75</b>	<b>96,01%</b>
Disponibel likviditet				14 864			14 864	14 864		3,99%
<b>Summa andelskapital</b>				<b>372 068</b>		<b>104</b>	<b>371 993</b>	<b>372 096</b>	<b>-75</b>	<b>100,00%</b>
<b>Nyckeltal</b>										
Effektiv underliggande avkastning	0,13%		Effektiv avkastning till kunder*	0,03%		Duration**				0,22

\* Effektiv underliggande avkastning justerat för förvaltningsavgifter. \*\* 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 30.12.2016. Obligationer och certifikat där det inte existerar "market-maker" kurser prissätts från tid till tid mot gällande yield-kurva.

Kurs per 30.12.2016

100,0922

# Avkastnings- och riskredovisning

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

Per 30.12.2016	Hittills i år	Senaste året	Senaste 2 år	Senaste 3 år	Senaste 5 år	Senaste 10 år	Sedan start
SKAGEN Vekst A*	15,9%	15,9%	6,5%	8,8%	10,2%	3,7%	13,7%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	10,9%	10,9%	9,7%	13,3%	14,0%	6,1%	9,9%
SKAGEN Global A**	9,6%	9,6%	7,4%	9,6%	11,9%	6,4%	14,8%
MSCI World AC	16,3%	16,3%	10,5%	15,7%	15,7%	6,2%	5,0%
SKAGEN Kon-Tiki A****	18,1%	18,1%	3,1%	5,4%	6,4%	6,7%	13,6%
MSCI Emerging Markets	19,8%	19,8%	4,8%	9,3%	7,1%	4,8%	7,9%
SKAGEN m <sup>2</sup> A	16,2%	16,2%	6,5%	15,0%			9,7%
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	12,2%	12,2%	9,2%	18,1%			14,0%
SKAGEN Focus A	23,7%	23,7%					2,5%
MSCI World AC	16,3%	16,3%					4,4%
SKAGEN Tellus A***	10,6%	10,6%	2,9%	9,0%	6,7%	6,0%	5,7%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR	9,2%	9,2%	6,8%	11,8%	4,8%	6,0%	5,3%
SKAGEN Credit SEK	7,1%	7,1%	1,8%				0,4%
OMRX Treasury Bill Index	-0,7%	-0,7%	-0,5%				-0,3%
SKAGEN Krona	0,2%	0,2%	0,2%	0,5%	1,5%		2,0%
OMRX Treasury Bill Index	-0,7%	-0,7%	-0,5%	-0,2%	0,3%		1,1%

## Riskmått

Per 30.12.2016	SKAGEN Vekst A	SKAGEN Global A	SKAGEN Kon-Tiki A	SKAGEN Focus	SKAGEN m <sup>2</sup>	SKAGEN Tellus A
<b>TRADITIONELLA RISKMÅTT SENASTE 5 ÅR</b>						
Standardavvikelse NAV	12,1%	12,4%	14,4%			6,4%
Standardavvikelse jämförelseindex	10,6%	10,3%	13,7%			8,3%
Tracking Error	6,3%	4,9%	4,9%			5,6%
Beta	0,98	1,11	0,99			0,57
Active share*****	90%	92%	92%	98%	94%	

## Riskjusterad avkastning

Per 30.12.2016	SKAGEN Vekst A	SKAGEN Global A	SKAGEN Kon-Tiki A	SKAGEN Focus	SKAGEN m <sup>2</sup>	SKAGEN Tellus A
<b>TRADITIONELLA PRESTATIONSMÅTT SENASTE 5 ÅR</b>						
Alfa	-3,1%	-4,9%	-0,6%			3,8%
Sharpe aritmetisk	0,77	0,88	0,41			0,97
Sharpe Ratio jämförelseindex	1,20	1,38	0,48			0,52
Informationskvot aritmetisk	-0,55	-0,67	-0,15			0,33

\* 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 30/12 2016

## ORDFÖRKLARING

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Returadress:  
SKAGEN Fonder  
Box 11  
101 20 Stockholm



SKAGEN Fonder grundades i Stavanger 1993 och är idag en ledande nordisk fondförvaltare. En filial etablerades i Sverige 2004 med kontor i Stockholm och 2007 i Göteborg.

#### Besöksadresser

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

#### Postadress

Box 11, 101 20 Stockholm

#### Redaktion

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

Form: Werksemd

Framsidesbild: Peder Severin Krøyer, Fiskere trækker vod på Skagen Sønderstrand, 1882. 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.

