

MARKEDSRAPPORT

# SKAGEN



**VERDEN SER VESTOVER – VI SER OVER ALT**

Valg i USA og mulig renteøkning fra FED er rett rundt hjørnet. Vi fortsetter å se etter muligheter globalt.

# Fornuft og følelser

I vår forrige markedsrapport ved halvårsskiftet konstaterte vi at den britiske folkeavstemningen om EU-medlemskapet først rystet de globale finansmarkedene – og at det bare tok noen uker før store indekser som MSCI EM og S&P 500 igjen landet i et intervall på 1 prosent fra nivåene før Brexit-beslutningen.

Pundet har derimot ikke hentet seg inn like lett målt mot andre valutaer og handles etter folkeavstemningen til de laveste nivåene på 31 år, når vi nå går inn i fjerde kvartal. Den fortsatte svekkelsen kom etter at statsminister Theresa May kunngjorde tidsplanen for utmeldelsen fra EU tidlig i oktober.

## Markedet er ikke alltid rasjonelt

Urolige perioder på børsene gir iblant oss aktive investorer mulighet til å investere til gunstige kurser. Samtidig er de kraftige kursbevegelsene et bevis på at finansmarkedenes prissetting ikke alltid er rasjonell. Det er en av grunnene til at vi har valgt aktiv forvaltning og baserer våre investeringsbeslutninger på grundige selvstendige analyser.

Nobelprisvinner og økonom Robert Shiller publiserte en artikkel i 1981 med tittelen «Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?» Jeg vil kanskje ikke anbefale artikkelen som sengelektyre men i teksten trekker Shiller en viktig konklusjon: at volatiliteten på børsen er større enn det som rasjonelt kan forklares med tanke på selskapenes fremtidsutsikter. Børskraket i 1987 ga ytterligere støtte til Shillers tese at markedets aktører tidvis drives mer av følelser enn rasjonell tenkning.

Så hvordan er Shillers forskning relevant for tredje kvartals utvikling i SKAGENs fond? Hvis vi for eksempel ser på de tre selskapene som har bidratt mest i absolutte termer til SKAGEN Globals avkastning, finner vi to amerikanske finansselskaper (AIG og Citigroup) og det britiske sikkerhets-selskapet G4S. Felles for disse er dels at de fikk urettferdig mye juling etter Brexit-avstemningen, dels at de etterpå kom med sterke kvartalsrapporter som var helt på linje med vårt investeringscase.

Et annet eksempel er vårt globale eiendomsfond SKAGEN m2. Fondet ble rammet i etterdønningene av Brexit. Ikke fordi fondet var eksponert mot Storbritannia, snarere fordi at store mengder kapital ble flyttet fra Europa til USA, hvor fondet er undervektet. Kort tid etterpå svingte pendelen tilbake og i slutten av tredje kvartal hadde fondet steget nær fem prosentpoeng mot indeks og er nå

kåret til det beste fondet i sin kategori i de fleste markedene vi opererer i av Morningstar.

## Markedets oversette muligheter

Når det gjelder teorien om at markedet faktisk er rasjonell – eller effektiv, som det heter på økonomspråk – har Robert Shiller hevdet at akkurat den effektive markedshypotesen er «en av de mest bemerkelsesverdige feilene i den økonomiske tenkningens historie».

Samtidig fortsetter investeringene i passivt forvaltede fond å øke. En fersk undersøkelse fra S&P viser at passive fond nå står for mer enn en tredel av fondsmarkedet i USA. Når færre analytikere faktisk analyserer selskapene før de velger å investere er det grunn til å hevde at vi kan gå inn i posisjoner som store deler av markedet overser. Et godt eksempel i dette kvartalet er Oriflame i SKAGEN Vekst. Oriflame er et svensk kosmetikk-selskap som lenge ble ansett for å være helt avhengig av salget til Øst-Europa. Men nå har salget til Asia, Tyrkia og Latin-Amerika skutt fart og stadig flere investorer får øynene opp for selskapet. Kursen er opp 130 prosent hittil i år. En annen nøy utvalgt aksje er det australske gruveselskapet South32 i SKAGEN Focus' portefølje. Da selskapet ble utskilt fra BHP Billiton var kostnadsstrukturen ikke optimal. Men etter en tid med kostnadskutt er markedet nå positivt: aksjekursen steg 56 prosent i lokal valuta i kvartalet og er opp 120 prosent hittil i år. Du kan lese mer om disse og mange andre selskaper videre i rapporten.

## Ny investeringsdirektør

Til slutt er jeg veldig glad for å kunne ønske vår nye investeringsdirektør Alexandra Morris velkommen. Hun har omfattende bransjeerfaring etter å ha jobbet med investor relations i legemiddelindustrien, som analytiker, som porteføljeforvalter og nå sist som investeringsdirektør i DNB. Hun blir den første i SKAGEN som fokuserer helt på rollen som investeringsdirektør og det er unødvendig å nevne at investeringsfilosofien forblir uendret fremover.



– Leif Ola Rød  
Administrerende direktør



10

Det svenske kosmetikkelskapet Oriflame var nok en gang beste bidragsyter til SKAGEN Vekst i kvartalet med 130 prosent økning i aksjekursen hittil i år.

Foto: Oriflame



18

Det er fortsatt vekstmuligheter i den russiske dagligvarekjeden X5, til tross for 45 percents økning i kvartalet. På bildet: bokser med kaviar på Perekrestok supermarkedet i Moskva, drevet av X5.

Foto: Bloomberg



26 og 32

Den tyske billedprodusenten Schaeffler ble børsnotert i oktober 2015 på Frankfurt-børsen (på bildet). SKAGEN Focus har investert i selskapet og SKAGEN Credit har kjøpt seg inn i en dollarobligasjon utstedt av Schaeffler i kvartalet.

Foto: Haitai

## LEDER

Fornuft og følelser › 2  
Leif Ola Rød

## OM SKAGEN

Utvikling › 4  
Avkastning- og risikomåling › 39

## INVESTERINGS-DIREKTØRENS BERETNING

## INNLEDNING

- For et år - så langt › 5

## AKSJEFOND

SKAGEN Vekst › 10  
Godt kledd

SKAGEN Global › 14  
Kunsten å gå sin egen vei

SKAGEN Kon-Tiki › 18  
Positiv vending for vekstmarkedene

SKAGEN m<sup>2</sup> › 22  
Sterk opphenting

SKAGEN Focus › 26  
Et tilfredsstillende kvartal

## KOMBINASJONSFOND

SKAGEN Balanse 60/40 › 33

## RENTEFOND

Makrokommentar › 30  
Muligheter i utfordringens tid

SKAGEN Tellus › 31  
Trump og Brexit

SKAGEN Credit › 32  
Ser utenfor Europa

SKAGEN Avkastning › 34  
Det lønnet seg å dra til Kroatia

SKAGEN Høyrente › 36  
Bedre enn på lenge

SKAGEN Høyrente Institusjon › 38  
Fokus på likviditet

SKAGEN søker etter beste evne å sikre at all informasjon gitt i denne rapporten er korrekt, men tar forbehold for eventuelle feil og utelatelser. Uttalelsene reflekterer porteføljeforvalternes syn på ett bestemt tidspunkt, og dette synet kan endres uten varsel.

Rapporten skal ikke forstås som et tilbud eller en anbefaling om kjøp eller salg av finansielle instrumenter. SKAGEN påtar seg intet ansvar for direkte eller indirekte tap eller utgifter som skyldes bruk eller forståelse av rapporten. SKAGEN anbefaler alle som ønsker å investere i våre fond å ta kontakt med en kvalifisert kundefrådgiver på telefon 04001. Du kan også sende epost til [kundeservice@skagenfondene.no](mailto:kundeservice@skagenfondene.no).

# Utvikling

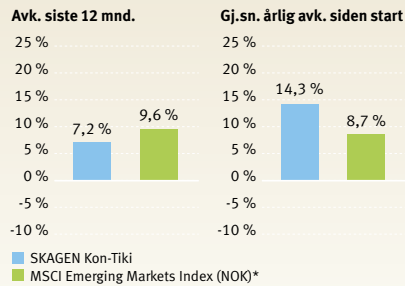
Tabellene viser avkastningen i SKAGENS fond målt mot referanseindeksene. Med mindre annet er oppgitt er alle avkastningstall i denne markedsrapporten knyttet til klasse A, og oppgis etter fradrag for gebyrer. Tall per 30. september 2016.

Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning. Fremtidig avkastning vil blant annet avhenge av markedsutviklingen, forvalters dyktighet, fondets risiko, samt kostnader ved tegning og forvaltning. Avkastningen kan bli negativ som følge av kursstap.

Aksjefond      Rentefond

## SKAGEN KON-TIKI

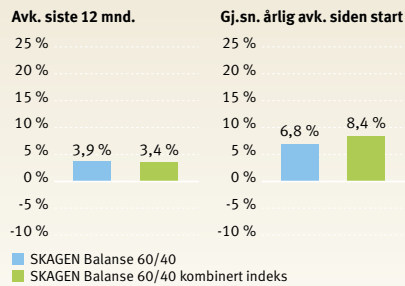
**Forvaltere:** Kristoffer Stensrud og Knut Harald Nilsson  
**Start:** 5. april 2002



\* Før 1.1.2004 var indeks MSCI World (NOK)

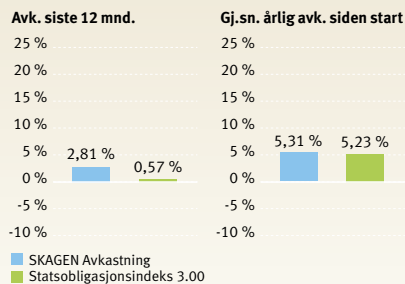
## SKAGEN BALANSE 60/40

**Forvalter:** Beate Bredesen  
**Start:** 29. februar 2012



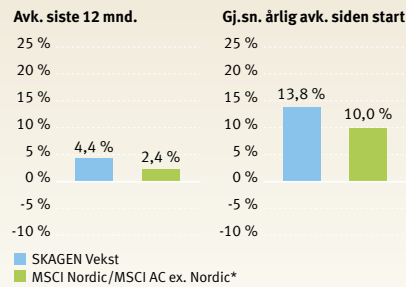
## SKAGEN AVKASTNING

**Forvalter:** Jane Tvedt  
**Start:** 16. september 1994



## SKAGEN VEKST

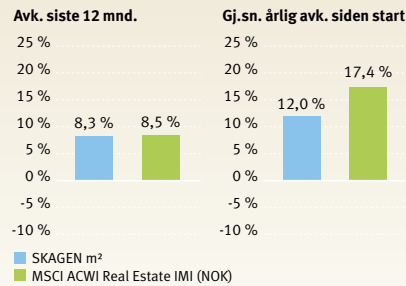
**Forvaltere:** Ole Sjøberg og Geir Tjetland  
**Start:** 1. desember 1993



\* Investeringsmandatet endret 1.1.2014. Mer informasjon på side 39. Før 1.1.2010 var indeks OSEBX

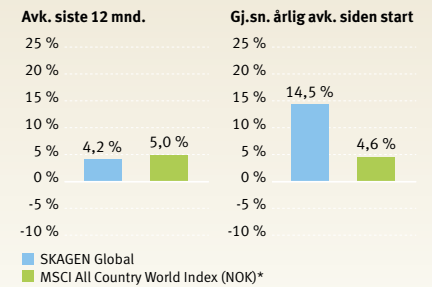
## SKAGEN m²

**Forvaltere:** Michael Gobitschek og Harald Haukås  
**Start:** 31. oktober 2012



## SKAGEN GLOBAL

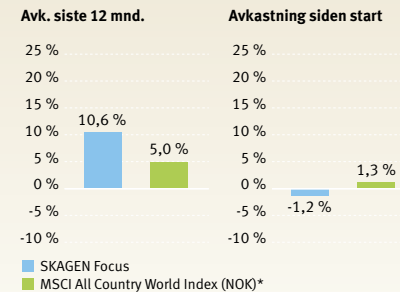
**Forvalter:** Knut Gezelius  
**Start:** 7. august 1997



\* Før 1.1.2010 var indeks MSCI World (NOK)

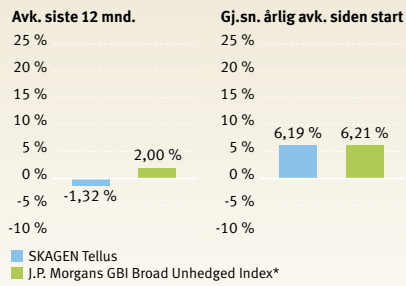
## SKAGEN FOCUS

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



## SKAGEN TELLUS

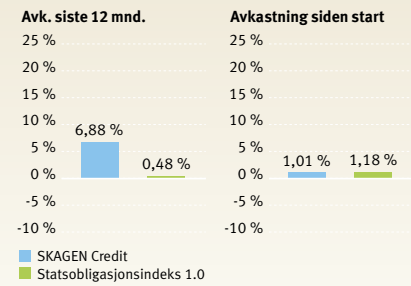
**Forvalter:** Jane Tvedt  
**Start:** 29. september 2006



\* Før 01.01.2013 var indeks Barclays Capital Global Treasury Index 3-5 years

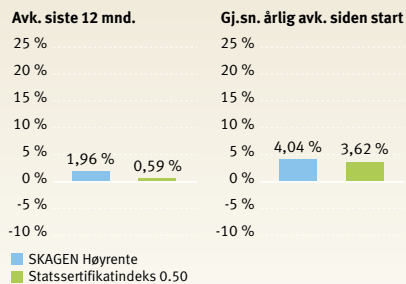
## SKAGEN CREDIT NOK

**Forvalter:** Ola Sjøstrand  
**Start:** 30. mai 2014



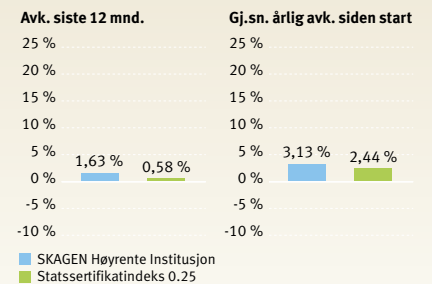
## SKAGEN HØYRENTE

**Forvalter:** Elisabeth Gausel  
**Start:** 18. september 1998



## SKAGEN HØYRENTE INSTITUSJON

**Forvalter:** Elisabeth Gausel  
**Start:** 14. mars 2003



# Innledning

- › Gledelig tredje kvartal - 10 av våre 11 fond endte foran indeks.
- › Vekstmarkedene gjorde det bedre enn de utviklede markedene i tredje kvartal, og vi så et skifte i investorsentiment for EM aksjer.
- › Pengeflyten inn i vekstmarkene har derfor vært tiltagende. Fra mars til mai gikk mye inn i indeksfond (ETF), men nå strømmer det igjen inn i aktiv forvaltning.
- › Fjerde kvartal byr på valg og mulig renteoppgang i USA – spenningen i markedene ligger nå i hva som blir utfallet av disse begivenhetene



Foto: Bloomberg

# - For et år - så langt

Selv om jeg kom inn i SKAGEN i begynnelsen av september, vil jeg likevel våge meg å si: ”For et år det har vært så langt.” Vi har nå tilbakelagt ni måneder av året, en periode som startet med kraftig fall for deretter å hente seg inn fram til sommerens store overraskelser - med britisk ja til å forlate EU (Brexit) og kuppforsøk i Tyrkia.

– Alexandra Morris  
Investeringsdirektør

Troen på aktiv, verdibasert forvaltning er urokkelig. Det er derfor gledelig å kunne løfte fram at tredje kvartal var positivt for våre kunder – både dem som har investert i aksjefond og dem som har sine investeringer i obligasjoner eller pengemarkedsfond. Hele 10 av våre 11 fond endte tredje kvartal foran sine respektive indekser.

Det eneste fondet som i perioden havnet bak sin referanseindeks var SKAGEN Kon-Tiki. Absoluttavkastningen varierte fra 5,8 prosent for SKAGEN Focus til 2,2 prosent i SKAGEN Global. Relativavkastningen var på en skala fra 4,8 prosentpoeng i SKAGEN Focus til minus 1,7 prosentpoeng i SKAGEN Kon-Tiki. Se de enkelte fondene

for mer informasjon om den absolutte og relative avkastningen i tredje kvartal.

I løpet av tredje kvartal steg MSCI All Country World Index med 1 prosent, mens MSCI sin vekstmarkedsindeks var opp 4,5 prosent. Begge ble ledet opp av teknologi-sektoren. Dette er en sektor som ble vendt ryggen under markedsuroen i

AVKASTNING I SKAGENS AKSJEFOND HITTIL I ÅR

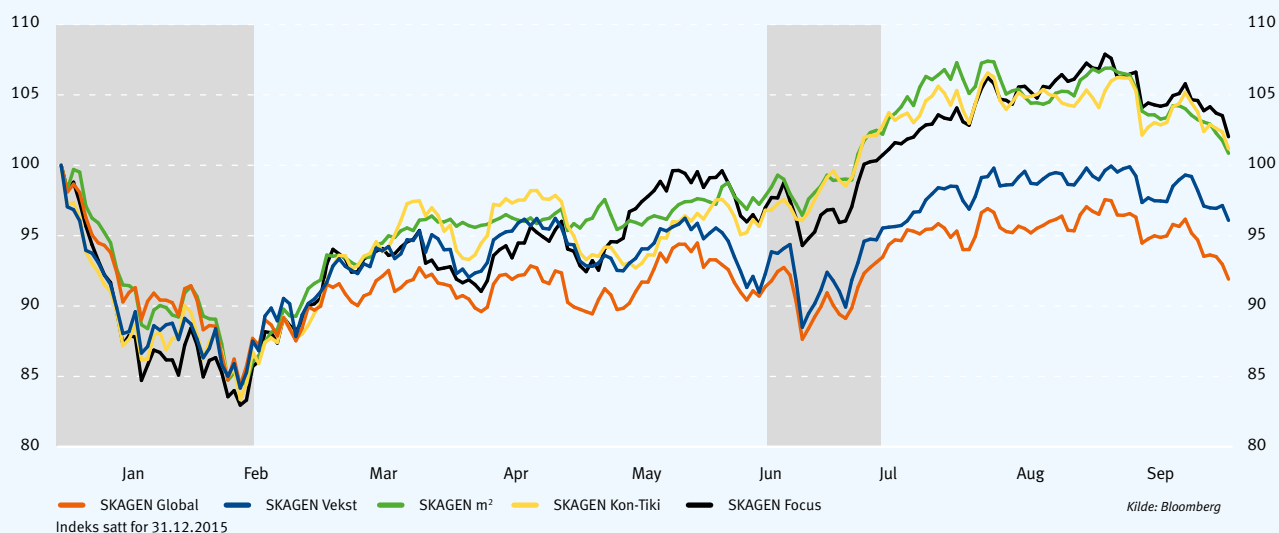




Foto: Bloomberg

**I begynnelsen av 2016** var det mange som mente at det ikke så særlig lyst ut for vekstmarkedene, men hittil har de vist seg overraskende motstandsdyktige. De fortsetter å oppvise høyere økonomisk vekst enn mer modne markeder, og vekstmarkedsland har også vist sin vilje til å gjennomføre politiske, økonomiske og strukturelle reformer. På bildet en gatescene fra Mumbai.

starten av året, men som har stadig økt i popularitet ettersom månedene har gått. Finanssektoren har også hatt et comeback etter å ha fått litt medfart i forbindelse med Brexit. Den siste sektoren som er verdt å nevne er forbruksvarer, som spesielt i vekstmarkedene hadde et godt tredjerkvartal.

Utover det å konstatere hvem som vant popularitetskonkurransen blant de ulike sektorene i kvartalet, er det verdt å påpeke at som langsiktige investorer vet vi godt at preferanser skifter og et annet kvartal kan gi et annet resultat.

### Vekstmarkeder i frammarsj

Med bakgrunn i avkastningstallene for tredje kvartal er det vel verdt å si noen ord om utsiktene, og da spesielt for de globale vekstmarkedene. Ved inngangen til 2016 var det flere som mente at utsiktene for disse markedene ikke var spesielt lyse. Men, vekstmarkedene har så langt vist en overraskende sterk motstandsdyktighet.

Vi konstaterer at den økonomiske veksten fortsetter i et raskere tempo enn i mer utviklede markeder. Kina har slett ikke falt sammen slik mange hadde fryktet. I tillegg har flere vekstmarkedsland vist vilje til poli-

tiske, økonomiske og strukturelle endringer.

Økonomisk utvikling er viktig, men vel så viktig er hva investorer er villig til å betale for inntjening. Det ser nå ut til at globale investorer har oppdaget og blitt mer positive til de globale vekstmarkedene og ser at disse landene er preget av lav aksjeverdsettelse. Vekstmarkedene handles til en P/E (pris-inntjening) i den lave enden sammenlignet med utviklede markeder de siste 10 årene. Dette samtidig som stadig flere påpeker et positivt inntjeningsmomentum og analytikerne igjen har begynt å øke inntjeningsestimaten sine for selskaper i vekstmarkedsland.

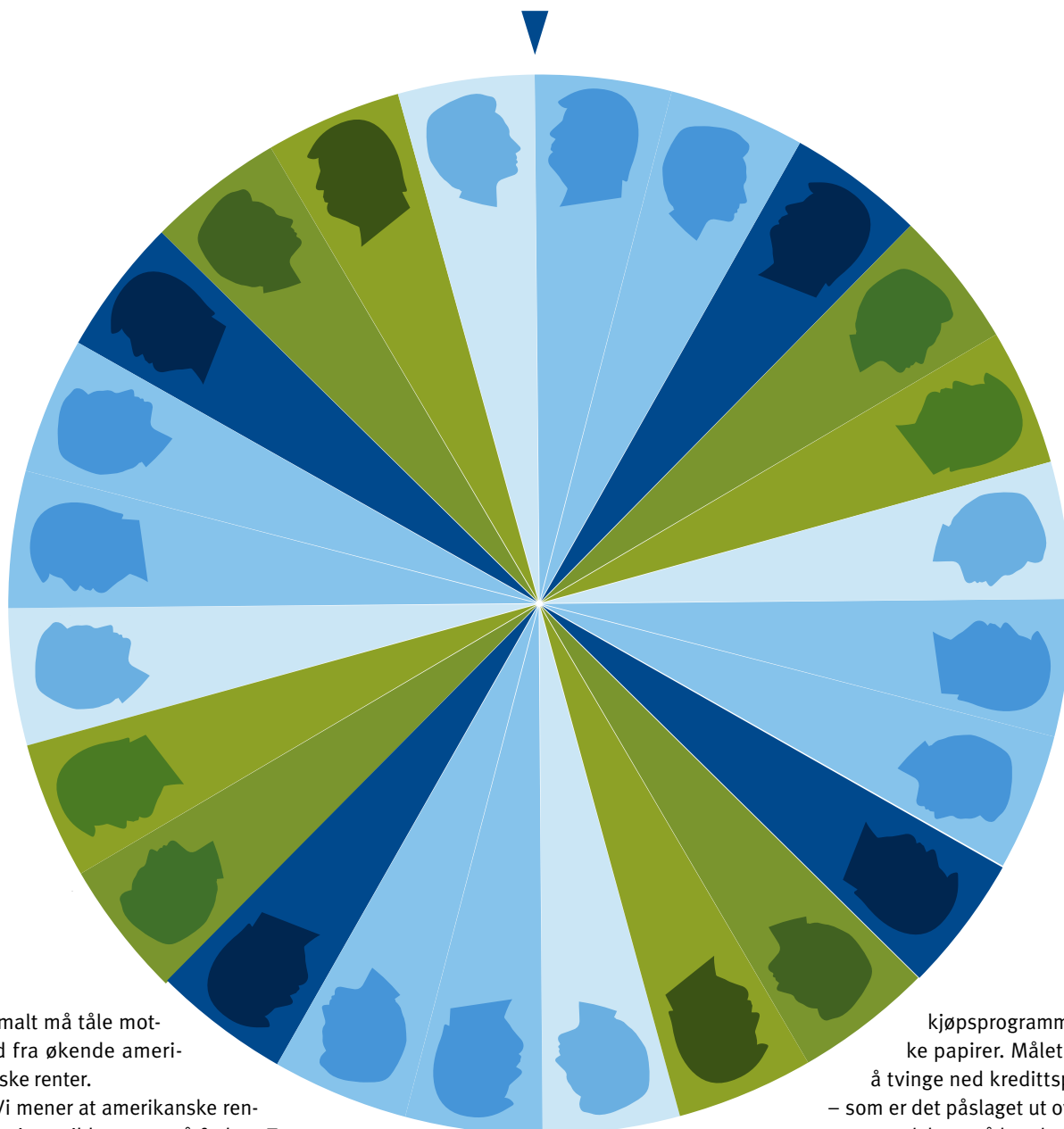
Et oppsving i råvareprisene har også bidratt til å snu det som hadde vært et negativt sentiment mot vekstmarkedene. Fra bunnen den 20. januar har oljeprisen, målt med Brent Blend, nesten doblet seg til rundt 48 dollar per fat. I løpet av tredje kvartal har oljeprisen for det meste ligget rundt 46-48 dollar fatet. En skal heller ikke glemme at dollaren for øyeblikket ser ut til å ha stoppet oppturen mot nesten alle valutaer, noe som bedrer situasjonen for de mange land og selskaper som har lånt penger i dollar.

Pengeflyten inn i vekstmarkene har derfor vært sterk ettersom globale investorer søkte bedre avkastningsmuligheter enn i de utviklede markedene. Ved utgangen av august hadde nesten 9 milliarder dollar flytt inn i aksjefond som fokuserer på vekstmarkedene, ifølge tall fra det internasjonale analyseselskapet EPFR. Dette er det første året med penger inn siden 2012. Fra toppen i 2010 har totalt 155 milliarder dollar gått ut av slike aksjefond. Det er også godt å se at pengeflyten inn i aktive fond er stigende. Fra mars til mai gikk mye av pengene inn i indeksfond (ETF), men nå strømmer det igjen penger til aktiv forvaltning.

### Tåler renteøkning

Det blir derfor spennende å se hva som skjer hvis den amerikanske sentralbanken Federal Reserve i desember starter et løp med økning av styringsrenten. De har så langt vært svært forsiktig med innstramningene, men på et eller annet tidspunkt kommer den lenge annonserte neste renteøkningen.

Spekulasjonene om hva som vil skje er mange. Noen forventer at dette vil være svært negativt for markedene som helhet, og da spesielt for vekstmarkedene som



normalt må tåle motvind fra økende amerikanske renter.

Vi mener at amerikanske rentehevinger ikke er noe å frykte. Tvert imot er det positivt med en normalisering av rentenivået fordi økonomien går bedre. Det globale rentenivået er, og har vært historisk lavt. Flere land spesielt i Europa, har negative markedsrenter. Vekstmarkedene vil således kunne tåle små og gradvise økninger i amerikanske renter uten at det skal endre på totalbildet for disse landene.

Til tross for at den amerikanske sentralbanken fortsatt er i ventemodus, økte obligasjonsrentene for de fleste løpetider i utviklede markeder i løpet av tredje kvartal. Oppgangen kom etter at de fleste av disse landene nådde et nytt bunnivå i dagene etter Brexit-avstemmingen. Renten på den amerikanske 10-årige statsobligasjon steg fra 1,36 prosent til 1,58 prosent. Samtidig steg den tyske 10-årige statsobligasjonen fra minus 0,19 til minus 0,12 i

løpet av perioden.

Til tross for Moodys og S&P sine nedgraderinger av Tyrkias gjeld til under Investment Grade, hadde vekstmarkedsgjeld generelt sett et godt kvartal. Det var da også tydelig i avkastningen for våre to renefond fokusert på statsobligasjoner. Ved hjelp av god obligasjonsplukking leverte SKAGEN Tellus og SKAGEN Avkastning en avkastning på henholdsvis -3,34 prosent og 0,76 prosent i kvartalet. Til sammenligning leverte referanseindeksene til de to fondene henholdsvis -4,4 prosent og -0,64 prosent.

Det var også interessant å se oppgangen i markedet for selskapsobligasjoner fortsatte i kvartalet. Noe av oppgangen har vært drevet av at både den europeiske og den britiske sentralbanken har iverksatt

kjøpsprogrammer av slike papirer. Målet har vært å tvinge ned kredittspredene – som er det påslaget ut over statsrente som et selskap må betale for å låne penger i markedet. De to sentralbankene vil med kjøpsprogrammene sine forsøke å senke lånekostnadene til selskaper for å få i gang økonomien.

Som et resultat av utviklingen i markedet for selskapsobligasjoner og en godt utvalgt portefølje leverte SKAGEN Credit en avkastning på 2,32 prosent i kvartalet. Fondet søker å identifisere kredittinvesteringmuligheter oversett av markedet og benytter den samme disiplinerte, verdiorienterte investeringsfilosofien som våre aksjefond.

**Amerikansk valg**

Nå, ved inngangen til årets siste kvartal, står vi fortsatt overfor begivenheter som kan skape turbulens i markedet. Jeg har tidligere nevnt forventningen om økt styrings-





Foto: Bloomberg

**Organisasjonen for oljeeksporterende land (OPEC)** møttes i september og ble tilsynelatende enige om å kutte produksjonen moderat for å øke oljeprisen i markedet. På bildet Qatars olje- og industriminister, og OPECs president Mohammed Al-Sada.



Foto: Bloomberg

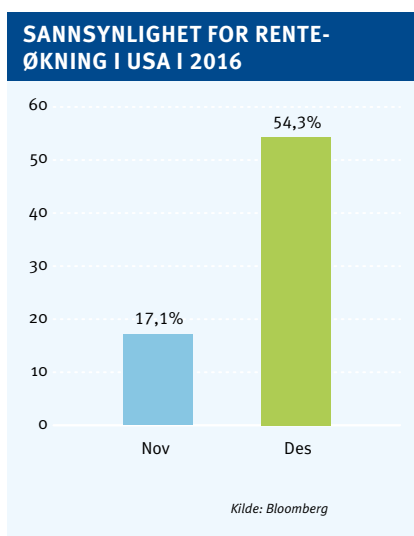
**Markedet forbereder seg** på renteøkning fra den amerikanske sentralbanken. På bildet: Sentralbanksjef Janet Yellen i kongressen.

rente i USA. Vel så viktig er det amerikanske presidentvalget i november.

Usikkerheten rundt utfallet av det amerikanske valget skaper selvfølgelig bekymringer både i USA og i de globale markedene. Meningsmålingene har strammet seg til, og etter hvert som valget nærmer seg blir markedene tvunget til å vurdere hva en Trump-seier vil bety. Men fortvil ikke. For en langsiktig investor skaper uroligheter i markedet muligheter til å kjøpe gode selskaper til en rimelig pris – og det er viktig.

Som sagt innledningsvis er jeg ny i min rolle som investeringsdirektør i SKAGEN og vil ikke gi noen programerklæringer ut over at jeg er fokusert på at vi skal fortsette å levere gode resultater for våre kunder – akkurat som SKAGEN har gjort historisk.

Jeg har stor tro på SKAGENS investeringsfilosofi og våre forvaltere. Verdiinvestorer kjenner ofte selskapene sine bedre enn andre investorer, de tenker langsiktig og spekulerer ikke med kundenes penger. Slikt skaper resultater over tid.





## SKAGEN Vekst

Den smale sti til velstand

- › Vekst solid foran indeks i kvartalet
- › Solgte seg helt ut av tankmarkedet
- › Oriflame beste bidragsyter igjen

1 2 3 4 RISIKO 6 7

Fondets startdato 1. desember 1993

Avkastning siden oppstart 1808,3 %

Gjennomsnittlig årlig avkastning siden start 13,8 %

Forvaltningskapital 7 066 mill NOK

Antall andelseiere 69 641

**AVKASTNING** 3.KV. 16\* 12 M\*

SKAGEN Vekst 5,4 % 4,4 %

MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic 0,6 % 2,4 %

\* Per 30 juni, 2016

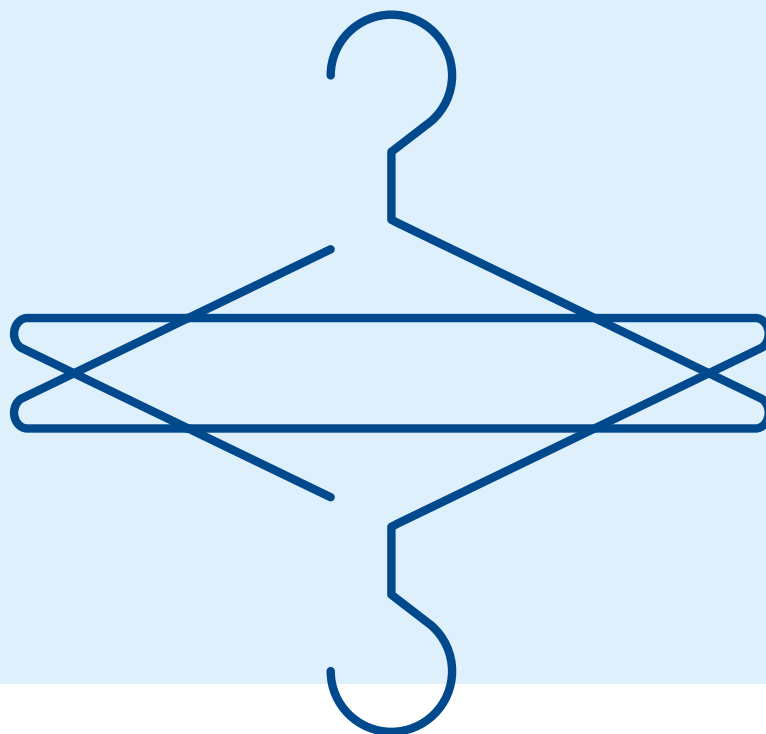


### PORTEFØLJEFORVALTERE

Geir Tjetland, Ole Sjøberg og Alexander Stensrud\*

\* Junior porteføljeforvalter.

\* Syklisten på stranden. 1894 (Utsnitt). Av Einar Hein, en av Skagenmalerne. Bildet tilhører Skagens Kunstmuseer.



## Godt kledd

Svensk kosmetikk og mote preget porteføljen i tredje kvartal.

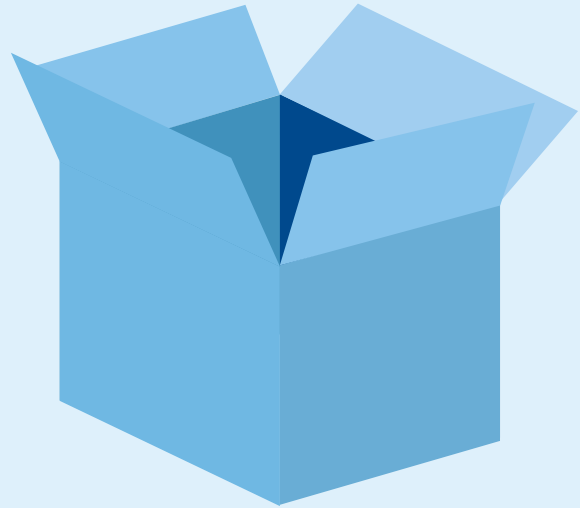
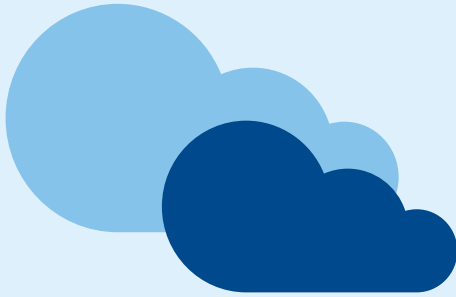
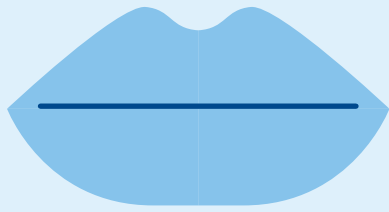
SKAGEN Vekst steg 5,4 prosent i tredje kvartal, noe som var langt sterkere enn referanseindeksen som steg 0,6 prosent. Hittil i år er SKAGEN Vekst ned 3,9 prosent noe vi ikke kan si oss fornøyd med selv om det er bedre enn det generelle markedet som har falt 6,3 prosent.

Generelt har vi i tredje kvartal sett et sterkt aksjemarked i Norden, men med unntak av Danmark. Norge, Sverige og Finland kunne vise til en oppgang (målt i NOK) på mellom 3 og 6 prosent, mens nevnte Danmark var ned over 11 prosent. Også det brede europeiske aksjemarkedet kunne vise til en oppgang på 2 prosent, mens USA hadde en nedgang på 1 prosent. I Japan steg aksjemarkedet med nesten 5 prosent. Uroen i forbindelse med Brexit var meget kortvarig, og i skrivende stund er fokus flyttet til presidentvalget i USA. Det interessante er hvilke konsekvenser de to presidentkandidatene vil få for verdensøkonomien og aksjemarkedene. Valget kan selvfølgelig medføre urolige markeder, men til forskjell fra Brexit er valgresultatet sannsynligvis fokusert på en stabil og forutsigbar amerikansk politikk fremover. Det har aksjemarkedene formodentlig allerede regnet inn i verdifastsettelsen. Under alle omstendigheter fokuserer vi våre investeringer på gode og attraktivt prisede selskaper.

### NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE I SKAGEN VEKST (PER 30.9.2016)

Selskap	Postens størrelse	Kurs	P/E 2016E	P/E 2017E	P/E 2018E	P/BV siste	Kursmål
Samsung Electronics	6,6%	1 290 000	8,6	7,6	7,2	1,0	1 500 000
Continental AG	5,9%	187	12,8	10,7	9,7	2,9	275
SAP SE	5,2%	81	21,1	19,1	17,3	4,3	99
Citigroup Inc	5,0%	47	9,4	8,3	7,5	0,6	65
Norwegian Air Shuttle	4,9%	293	9,1	5,9	5,3	3,8	500
Carlsberg AS-B	4,7%	632	18,4	16,2	14,4	2,2	830
Kinnevik AB-B	4,1%	219	109,4	36,5	34,2	0,8	295
Norsk Hydro ASA	3,9%	34	13,8	10,4	9,8	0,9	45
Ericsson LM-B SHS	3,7%	62	18,8	13,8	11,9	1,5	88
Hennes & Mauritz AB	3,5%	242	19,4	16,1	14,2	8,1	400
<b>Topp 10 vektet gjennomsnitt</b>	<b>47,5%</b>		<b>13,6</b>	<b>10,8</b>	<b>9,9</b>	<b>1,4</b>	<b>39%</b>
<b>Topp 35 vektet gjennomsnitt</b>	<b>91,4%</b>		<b>12,7</b>	<b>10,3</b>	<b>9,2</b>	<b>1,5</b>	<b>41%</b>
<b>MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic</b>			<b>17,3</b>	<b>15,4</b>	<b>13,9</b>	<b>2,1</b>	

P/E kan avvike fra andre kilder når de er basert på SKAGENS estimater.



### Kosmetikk på topp

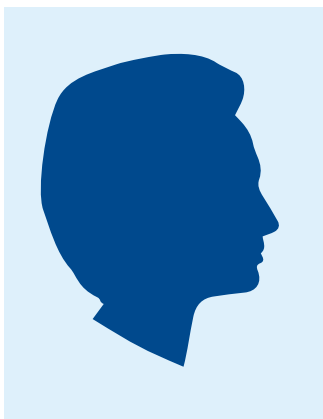
Som i andre kvartal, ble det svenske kosmetikkselskapet Oriflame igjen fondets beste bidragsyter. Flere enn oss har fått øynene opp for at selskapet ikke lenger er avhengig av utviklingen i de tidligere Sovjet-statene, men at veksten kommer i Asia, Tyrkia og Latin-Amerika. Særlig har fortsatt kraftig vekst i Kina gjort sitt til at aksjen steg drøye 45 prosent i tredje kvartal og er opp hele 130 prosent så langt i år. Den siste tids oppgang har imidlertid ført til at vi har redusert beholdningen vår betydelig da kursmålet er i ferd med å nås.

Også tyske SAP hadde en fin utvikling i tredje kvartal med en oppgang på over 16 prosent. Selskapet som er verdensledende innenfor programvare/dataløsninger til store bedrifter er fortsatt i prosess med å flytte virksomheten fra tradisjonell programvare til «skyen» eller cloud. Salg av cloud-løsninger vokser raskt og er hoveddriveren for selskapets verdiskapning og videre oppdrift i aksjekursen i tiden fremover. Vi benyttet denne sterke oppgangen til å redusere posten litt.

Norsk Hydro ble en god bidragsyter dette kvartalet, noe hjulpet

av en bedring i aluminiumsprisen – som er basert på forventninger om at aluminiumsmarkedet nærmer seg balanse i løpet av inneværende år. I starten av året var den generelle oppfatningen at aluminiumsmarkedet ville forbli i til dels kraftig ubalanse på grunn av langt mer produksjon enn etterspørsel fra Kina. Vi benyttet perioder hvor aksjen ble priset opp mot bokførte verdier til å redusere posten noe, men vi er sterke i troen på at Norsk Hydro vil ha en god utvikling fremover – noe en 3.9 prosent posisjon av fondet viser.

Sist, men ikke minst er det verd å nevne amerikanske eBay. Aksjen steg hele 34 prosent i tredje kvartal og utgjør nå i overkant av 2.5 prosent av fondet. Selskapets viktigste virksomhet, markeds plass for internetthandel, kunne igjen vise til vekst både i antall brukere (2 millioner flere) og i volum (+5 prosent målt ut fra salgsverdi). I forbindelse med rapporteringen for andre kvartal oppjusterte eBay forventet vekst til å bli 5 – 6 prosent for helåret 2016. I tillegg økte selskapet tilbakekjøpsprogrammet av egne aksjer, hvor de nå sier at ytterligere USD 2.5 milliarder skal brukes til tilbakekjøp eller 7 prosent av alle aksjer på nåværende kurs.



### Hillary-frykten

I et sterkt kvartal både absolutt og relativt, var det likevel posisjoner som fungerte mindre bra. Her må vi først og fremst trekke frem farmasiselskapet Roche. Selskapet hadde sammen med hele farmasisektoren en svak kursutvikling i tredje kvartal. Noen ganger fungerer altså hukommelsen i aksjemarkedet, siden mange tydeligvis husker Hillary Clintons korstog mot farmasibedrifter for mer enn 20 år tilbake. Enkelte frykter at Clinton vil sette press på hele industrien når det gjelder prising av farmasiprodukter, skulle hun vinne valget i november.

Både Telia og Ericsson hadde en svak negativ verdiutvikling i tredje kvartal og selv om Carlsberg var flat over kvartalet må det sies å være noe skuffende. En så varm og fin sensommer/høst skal en lete lenge etter, noe som bør bety godt ølsalg over det meste av Europa. Legg til en generell bedring i Russland, så bør summen kunne bli hyggelige Carlsberg-rapporter fremover.

## SKAGEN VEKST

### Ut av tankmarkedet

Frontline ble solgt ut av porteføljen i løpet av kvartalet. Vi valgte å forlate vår eneste eksponering mot tankmarkedet da rateutviklingen fortsatte i negativ retning, samtidig som flåteveksten fortsetter opp. Mot slutten av kvartalet kom også meldingen om at OPEC foreslår (for første gang på åtte år) å kutte oljeproduksjonen med 740.000 tønner pr dag. Hvis dette får gjennomslag (og vedvarer) vil det gi redusert etterspørsel av tankskip, kanskje så mye som bortfall av 20 skip. Dette vil helt klart sette ytterligere press på ratene fremover.

Samsung kunne vise til en hyggelig aksjekursutvikling i kvartalet. Vi brukte denne oppgangen til å redusere beholdningen noe, først og fremst på grunn av at aksjen nærmet seg kursmål og dertil har noe mindre oppside. Batteriproblemene i den nye mobiltelefonen Galaxy Note 7 har hatt en kortsiktig negativ effekt på aksjekursen. Vi mener det er av forbigående art siden selskapet har vist evne og vilje til tidlig å ta tak i disse problemene. I tillegg fortsatte Samsung med å selge av «non-core business», både aksjeinnehavet i halvledervirksomheten ASML og Samsungs printerdivisjon ble solgt i løpet av tredje kvartal.

Aksjeposten i Philips ble redusert i kvartalet, noe av den frigjorte kapitalen ble brukt til å øke beholdningen i den nylig utspunnede datter, Philips Lighting. Vi trimmet også eierandelen vår i Volvo og Credit Suisse noe, samt Norsk Hydro og SAP.

### Hva vi har kjøpt/økt eksponering i

Farmasiselskabet Shire ble i løpet av sommeren en nykommer i porteføljen. Selskapet har 30 års historie innen utvikling av medikamenter til behandling av sjeldne lidelser innenfor nevrologi, gastrointestinale sykdommer og indremedisin. Dette kan være behandling av en ekstremt sjelden og livstruende sykdom som Hunters syndrom eller Fabrys sykdom, samt behandling av

ADHD og ulcerøs kolitt. Shires oppkjøp av Baxalta ble sluttført i juni i år, og det kombinerte selskapet er nå klart verdensledende innen sjeldne sykdommer. Vi vurderer at selskapet vil fortsette å vokse mer enn 15 prosent de neste 4-5 årene. Det vil gi mer enn 60 prosent oppside fra dagens nivå.

Aksjeposten i H&M ble nesten doblet i tredje kvartal og utgjør nå i overkant av tre prosent av porteføljen. Verdiutviklingen har som kjent vært meget svak siste år, men vi opplever nåværende prising av H&M meget attraktiv for en langsiktig investor. Vi mener nå å skimte en utflating i bruttomargin og benytter altså svake salgstall på grunn av varmt vær (lite salg av høstklær) til å øke vår posisjon. Været kommer trolig tilbake.

Kinnevik er en gammel travert i SKAGENs porteføljer. Vår første investering i Kinnevik ble gjort helt tilbake til 1994. Siden den gang har selskapet nok en gang skiftet ham. I dag er verdiene først og fremst å finne i e-handelselskapene Zalando og Global Fashion Group samt de «gamle» verdiene som ligger i telefoniselskapene Millicom og Tele2. De sistnevnte har hatt en svak utvikling de seneste årene, men dagens prising bør kunne gi betydelig oppside. Vi tror Kinnevik vil fortsette å bygge verdier gjennom nye investeringer, samt salg av eksisterende virksomheter. Den store driveren vil være videreutviklingen av selskapets e-handels virksomheter.

Vi økte også vår eierandel i Norwegian Air og Danske Bank. Ved utgangen av tredje kvartal prises SKAGEN Vekst porteføljen til 13 ganger inneværende års inntjening, betydelig lavere enn det generelle markedet. Målt mot bokførte verdier prises porteføljen nå til 1,5, også dette langt under markedets 2,1. Vi anser oss derfor godt posisjonert til å møte både kommende presidentvalg så vel som andre eventuelle geopolitiske utfordringer som måtte dukke opp fremover.

### SKAGEN VEKST 3. KVARTAL 2016 (% AV FORVALTNINGSKAPITALEN)

#### De 5 største positive bidragsytere

Oriflame Holding	0,87 %
SAP	0,79 %
Norsk Hydro	0,76 %
Samsung Electronics	0,68 %
eBay	0,64 %

#### De 5 største negative bidragsytere

Ericsson	-0,32 %
Roche Holding	-0,29 %
Hennes & Mauritz AB	-0,26 %
Telia	-0,25 %
Bonheur	-0,18 %

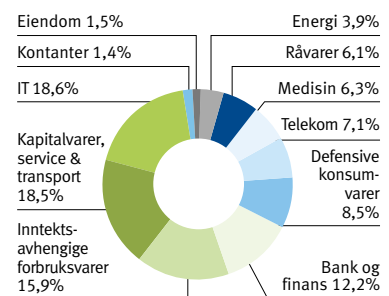
#### 5 største kjøp

Hennes & Mauritz AB	2,24 %
Kinnevik	1,16 %
Shire	0,83 %
Norwegian Air Shuttle	0,75 %
Danske Bank	0,56 %

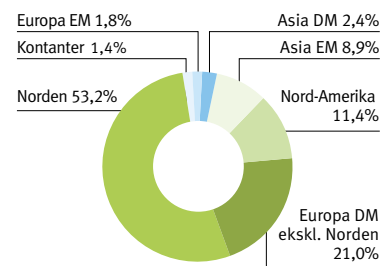
#### 5 største salg

Norsk Hydro	-2,01 %
Samsung Electronics	-1,97 %
Oriflame Holding	-1,96 %
Phillips	-1,46 %
SAP	-0,59 %

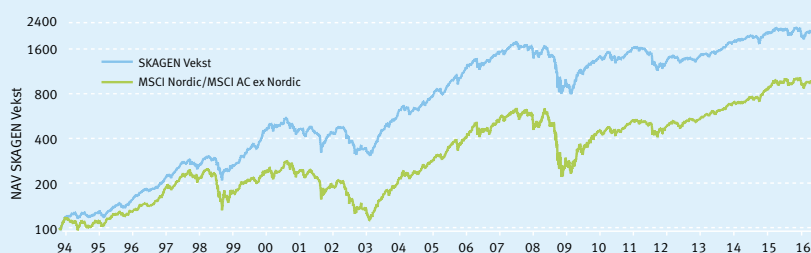
### BRANSJEFORDELING SKAGEN VEKST



### GEOGRAFISK FORDELING SKAGEN VEKST



### KURSHISTORIKK SKAGEN VEKST



\* Investeringsmandatet endret 1.1.2014. Mer informasjon på side 39. Før 1.1.2010 var indeks OSEBX

Verdipapir	Sektor	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markeds- verdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Fordeling	Børs
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Information Technology	49 630	296 541	464 241	167 700	6,57%	Seoul
Continental AG	Consumer Discretionary	252 000	139 867	419 608	279 741	5,94%	Frankfurt
SAP SE	Information Technology	515 000	238 067	370 365	132 298	5,24%	Frankfurt
Citigroup Inc	Financials	943 700	337 135	351 702	14 566	4,98%	New York
Norwegian Air Shuttle ASA	Industrials	1 188 040	170 372	347 621	177 248	4,92%	Oslo Børs
Carlsberg AS-B	Consumer Staples	432 000	272 000	328 735	56 735	4,65%	København
Kinnevik AB-B	Telecommunication Services	1 425 000	296 078	288 888	-7 190	4,09%	Stockholm
Norsk Hydro ASA	Materials	8 000 000	205 706	275 600	69 894	3,90%	Oslo Børs
Ericsson LM-B SHS	Information Technology	4 522 950	349 543	259 544	-89 999	3,67%	Stockholm
Hennes & Mauritz AB	Consumer Discretionary	1 100 000	289 108	247 779	-41 329	3,51%	Stockholm
ABB Ltd	Industrials	1 300 000	171 569	232 086	60 517	3,28%	Stockholm
Telia Co AB	Telecommunication Services	5 880 000	270 096	209 291	-60 804	2,96%	Stockholm
Roge Holding AG-Genusschein	Health Care	106 000	229 901	209 250	-20 652	2,96%	Zürich
Danske Bank A/S	Financials	890 000	129 646	206 978	77 332	2,93%	København
eBay Inc	Information Technology	690 000	137 899	180 161	42 261	2,55%	NASDAQ
Koninklijke Philips NV	Industrials	750 000	152 748	176 115	23 368	2,49%	Amsterdam
Volvo AB	Consumer Discretionary	1 885 000	159 470	171 069	11 599	2,42%	Stockholm
Kia Motors Corporation	Consumer Discretionary	425 000	130 536	129 896	-640	1,84%	Seoul
SKF AB - B Shares	Industrials	908 000	140 010	124 493	-15 517	1,76%	Stockholm
Oriflame Holding AG	Consumer Staples	425 000	54 629	124 017	69 388	1,76%	Stockholm
Kemira OYJ	Materials	1 119 000	107 832	120 003	12 172	1,70%	Helsingfors
Bonheur ASA	Energy	2 420 511	224 825	116 669	-108 156	1,65%	Oslo Børs
SBI Holdings Inc	Financials	1 139 000	96 714	107 394	10 680	1,52%	Tokyo
Catena AB	Real Estate	800 000	70 593	105 739	35 146	1,50%	Stockholm
Sberbank of Russia Pref	Financials	7 580 000	109 840	101 496	-8 343	1,44%	Moskva
Philips Lighting NV	Industrials	471 792	92 014	100 071	8 057	1,42%	Amsterdam
Swatch Group AG	Consumer Discretionary	44 000	115 141	99 013	-16 128	1,40%	Zürich
Shire Plc-ADR	Health Care	60 000	94 024	92 823	-1 202	1,31%	NASDAQ
Wilh. Wilhelmsen Holding ASA	Industrials	539 701	38 599	91 209	52 611	1,29%	Oslo Børs
Golden Ocean Group Ltd	Industrials	2 642 660	65 732	86 151	20 419	1,22%	Oslo Børs
Lundin Petroleum AB	Energy	471 000	46 434	68 567	22 133	0,97%	Stockholm
Medi-Stim ASA	Health Care	1 070 072	13 385	66 880	53 495	0,95%	Oslo Børs
Cal-Maine Foods Inc	Consumer Staples	189 600	88 481	59 848	-28 632	0,85%	New York
Nippon Seiki Co Ltd	Consumer Discretionary	393 000	49 406	59 517	10 112	0,84%	Tokyo
Sodastream International Ltd	Consumer Staples	277 183	63 016	58 569	-4 447	0,83%	NASDAQ
H Lundbeck A/S	Health Care	220 000	42 146	57 807	15 661	0,82%	København
Danieli & Officine Meccaniche SpA	Industrials	527 390	67 936	55 660	-12 275	0,79%	Italien
Credit Suisse Group AG	Financials	500 000	99 213	51 427	-47 786	0,73%	Zürich
HitecVision AS	Financials	792 668	7 191	40 585	33 394	0,57%	Onoterat
Strongpoint ASA	Information Technology	3 555 227	40 680	39 641	-1 040	0,56%	Oslo Børs
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	Energy	35 000 000	65 216	37 128	-28 088	0,53%	Hong Kong
Solar AS - B Shs	Industrials	77 576	29 955	35 139	5 185	0,50%	København
Solstad Offshore ASA	Energy	2 006 645	100 573	31 103	-69 470	0,44%	Oslo Børs
CF Industries Holdings Inc	Materials	158 900	31 989	30 917	-1 072	0,44%	New York
Golar LNG Ltd	Industrials	180 000	55 641	30 264	-25 378	0,43%	NASDAQ
Rec Silicon ASA	Energy	21 000 000	31 267	23 394	-7 873	0,33%	Oslo Børs
Yazicilar Holding AS	Consumer Staples	654 669	22 383	22 659	276	0,32%	Istanbul
PhotoCure ASA	Health Care	427 092	17 228	17 041	-187	0,24%	Oslo Børs
Goodtech ASA	Industrials	1 950 949	44 407	16 193	-28 214	0,23%	Oslo Børs
TTS Group ASA	Industrials	3 035 946	30 321	9 381	-20 940	0,13%	Oslo Børs
Nordic Mining ASA	Materials	8 797 128	9 924	6 598	-3 327	0,09%	Oslo Axess
I.M. Skaugen SE	Industrials	1 554 152	18 891	3 233	-15 658	0,05%	Oslo Børs
Solstad Offshore ASA Tegningsret	Energy	311 208	0	934	934	0,01%	Oslo Børs
<b>Sum Verdipapirportefølje*</b>			<b>6 161 918</b>	<b>6 960 492</b>	<b>798 573</b>	<b>98,51%</b>	
Disponibel likviditet				105 377		1,49%	
<b>Sum andelskapital</b>				<b>7 065 869</b>		<b>100,00%</b>	

\* Alle tall i 1 000 NOK.

# SKAGEN Global

En verden av muligheter

- › Et godt kvartal med meravkastning på 1,2 prosentpoeng
- › AIG, G4S og Citigroup ga et løft til porteføljen
- › To nye selskap: 3M og Amerco

1	2	3	4	5	RISK	7
Fondets startdato	7. august 1997					
Avkastning siden oppstart	1246,1 %					
Gjennomsnittlig årlig avkastning siden start	14,5 %					
Forvaltningskapital	27 218 mill NOK					
Antall andelseiere	87 905					
<b>AVKASTNING</b>	<b>3.KV. 16*</b>	<b>12 M*</b>				
SKAGEN Global	2,2 %	4,2 %				
MSCI ACWI	1,0 %	5,0 %				

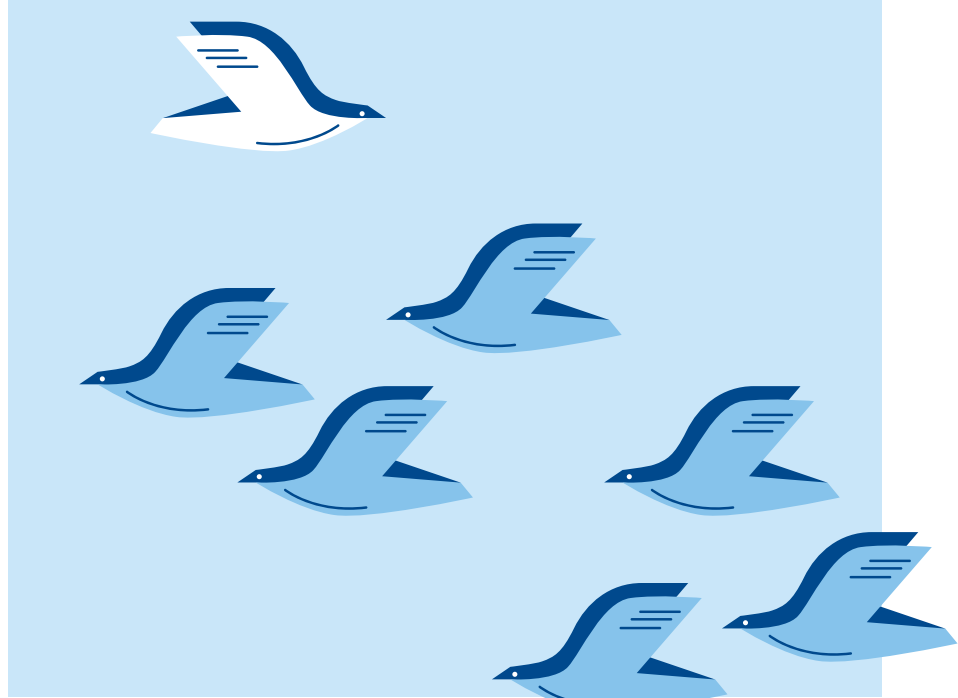
\* Per 30 september, 2016.



## PORTEFØLJEFORVALTERE

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

Fra heden nord for Skagen, 1885 (Utsnitt). Av P.s. Krøyer, en av Skagenmalerne. Bildet tilhører Skagens Kunstmuseer.



## Kunsten å gå sin egen vei

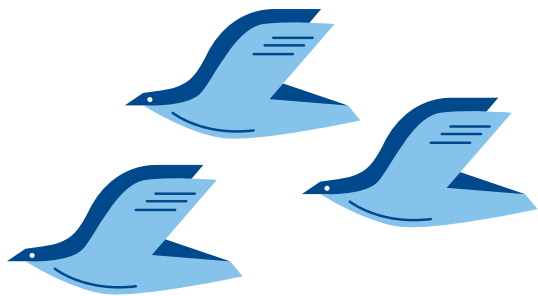
I etterspillet etter Brexit valgte SKAGEN Global å gå sin egen vei. Det bidro til et godt kvartal hvor fondet leverte en meravkastning på 1,2 prosentpoeng.

«Når folk er enige med meg får jeg alltid en følelse at jeg tar feil», skal den irske 1800-tallsforfatteren og satiriker Oscar Wilde ha sagt. Instinkt og evnen til å tørre å stille spørsmål ved etablerte oppfatninger er en viktig egenskap også hos investorer som vil prestere bedre enn markedet. Stadig oftere virker det som at flokkmentalitet snarere enn individuell kritisk tenkning er den styrende beslutningsfaktoren i finansmarkedene. I begynnelsen av tredje kvartal, rett etter den omveltende Brexit-avstemmingen, var markedet posisjonert for en fortsatt urolig børs. Ifølge data fra Bank of America holdt den gjennomsnittlige globale forvalteren 5,8 prosent av porteføljen i juli i kontanter. Det er det høyeste nivået siden 2001. Men børsen trosset investorkollektivets pessimisme og verdensindeksen MSCI World AC (SKAGEN Globals referanseindeks) steg i stedet med 1 prosent i kvartalet. SKAGEN Global som gikk mot strømmen økte aksjeeksponeringen i begynnelsen av kvartalet og genererte en avkastning på 2,2 prosent i samme periode.

### NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE I SKAGEN GLOBAL (PER 30.9.2016)

Selskap	Postens størrelse, %	Kurs	P/E 2016E	P/E 2017E	P/BV siste	Kursmål
AIG	6,8	59,3	14,7	10,7	0,7	90
Citigroup	5,7	47,2	10,2	9,2	0,6	70
Roche	4,6	241	16,4	15,2	11,1	360
Samsung Electronics	4,3	1 290 000	8,1	7,2	1	1 500 000
Merck	4,3	62,4	16,6	16,2	4	76
General Electric	4,2	29,6	19,7	17,2	3,1	36
CK Hutchison Holdings	4,2	98,6	12,2	11,0	1	140
NN Group	3,6	27,4	9,4	8,7	0,4	35
Microsoft	3,6	57,6	19,8	17,9	6,2	68
G4S	3,5	227,8	14,9	13,4	4,8	380
<b>Topp 10 vektet gjennomsnitt</b>	<b>44,8</b>		<b>13,0</b>	<b>11,4</b>	<b>1,1</b>	<b>38%</b>
<b>Topp 35 vektet gjennomsnitt</b>	<b>88,1</b>		<b>14,4</b>	<b>12,8</b>	<b>1,4</b>	<b>35%</b>
<b>MSCI AC World</b>			<b>17</b>	<b>15</b>	<b>2,1</b>	

P/E kan avvike fra andre kilder når de er basert på SKAGENs estimater.



### Porteføljeaktivitet

Fondet startet to nye posisjoner (3M og Amerco) og solgte seg ut av fem selskaper (Xcel Energy, General Motors, Nordea, Barclays, Credit Suisse) i løpet av tredje kvartal.

### Bidragstyttere

Fondets tre beste bidragstyttere i absolutte termer var ALG, G4S og Citigroup. De amerikanske finansselskapene ALG og Citigroup ble straffet ufortjent hardt under Brexit-turbulensen, men spratt tilbake etter fine kvartalsrapporter. I begge tilfeller bekreftet de vår inves-

teringshypotese. Det britiske sikkerhetselskapet G4S steg nær 25 prosent i lokal valuta i kvartalet etter en sterk kvartalsrapport, hvor markedet først og fremst satte pris på den bedrede balansen.

Tre posisjoner som påvirket avkastningen negativt i kvartalet var Dollar General, Roche og Sanofi. Den amerikanske lavpriskjeden Dollar General innfridde ikke forventningene rundt omsetningsvekst per butikk og falt 18 prosent i lokal valuta i forbindelse med kvartalsrapporten for andre kvartal. Vi anser at kursraset er en overreaksjon og har økt vår posisjon, siden aksjen nå handles til attraktive 14x neste års overskudd. Det er lavere enn gjennomsnittsmultipellen tilbake til 2010, tross gode overskudds- og vekstutsikter.

Legemiddelsektoren hadde generelt dårlig utvikling i tredje kvartal, noe som ble gjenspeilet i svake aksjekurser for så vel sveitsiske Roche som franske Sanofi. I Roche sitt tilfelle er markedet i tillegg nervøs før fase-3 studien APHINITY (brystkreft), hvor resultatet ventes før utgangen av 2016. Sanofi-aksjen falt tilbake etter at selskapets langtidsvirkende basisinsulin Lantus ble erstattet av et konkurrerende produkt hos en stor amerikansk distributør.

sernets salg er i høyeste grad globalt diversifisert med rundt 30 prosent Nord-Amerika, 30 prosent Asia, 20 prosent Europa og Midtøsten samt 10 prosent resten av verden. 3M klassifiseres ofte som et industriselskap, men i virkeligheten er produktpaletten betydelig bredere enn klassifiseringen antyder. Forbruksvarer, helse- og sikkerhetsprodukter er også inkludert. Takket være god prissetting og fokus på premiumsegmentet genererer 3M en avkastning på arbeidende kapital som overstiger 20 prosent. Vi mener markedet fortsatt undervurderer 3M's evne til å generere sterk kontantstrøm over flere år som kan finansiere store satsinger innen forskning og utvikling (tilsvarende 6 prosent av salget) og samtidig belønne aksjonærene gjennom utbytte og gjenkjøp. 3M har uten avbrudd betalt utbytte de siste 100 årene og har økt det hele 58 år på rad. Dette er et tegn på selskapets evne til å kontinuerlig fornye produkttilbudet og mestre uventede kriser. Det tror vi begrenser nedsiderisikoen i aksjen. Vi antar at kursen har en 30 prosents oppside på to års sikt, minst.



Foto: Shutterstock

### 3M

Fondet kjøpte seg inn i 3M, et amerikansk konglomerat med aner fra tidlig 1900-tall. I dag ledes selskapet av en svensk administrerende direktør Inge Thulin, med lang fartstid i selskapet. 3M er børsnotert i USA, men kon-

Vi solgte det amerikanske kraftselskapet **Xcel Energy**. Etter en jevn klatring på børsen nærmet selskapet seg kursmålet vårt og fremstod dermed ikke lenger markant undervurdert. Vi har også solgt posisjonen i den amerikanske bilprodusenten **General Motors**. Selskapet har riktignok slått analytikernes forventninger til overmål flere kvartaler på rad, men har samtidig slåss med en bilsyklus som

kan ha passert toppen og som på sikt kan stå overfor grunnleggende utfordringer som digitale samkjøringstjenester og selvkjørende biler. Innen banksegmentet vurderer vi at den strukturelle motvinden ikke løyer i overskuelig fremtid og derfor solgte vi de siste aksjene i Nordea, Barclays og Credit Suisse.

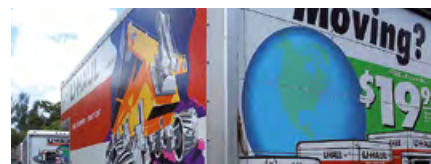


Foto: Bloomberg

### Amerco

Amerco er det anonyme morselskapet til det mer kjente U-Haul. Selskapet dominerer flyttemarkedet i USA med anslagsvis 50 prosents markedsandel med sine 250.000 lastebiler og hengere. Familiekontrollerte Amerco har også ekspandert virksomheten til nærliggende segmenter som lagring og flyttegodsforsikring. Avkastning på arbeidende kapital (før skatt) utgjør rundt 15 prosent. Det bør reflekteres i god aksjeavkastning over tid, gitt at markedsforutsetningene ikke endres betydelig. Flyttevirksomheten er i prinsippet gjeldfri, og det åpner muligheter for mulig fremtidige utbytter hvis balansen optimeres. Til tross for en børsverdi på 6 milliarder dollar har selskapet nesten ingen dekning fra analytikersiden – kanskje på grunn av en kompleks selskapsstruktur. Bedre kommunikasjon fra (og rundt) selskapet kan føre til større interesse fra investorsiden heretter, med påfølgende multipelleksjon.



## Utsikter og vurdering

Da Oscar Wilde døde i 1900 var renten på tiårige amerikanske statsobligasjoner rundt 3 prosent. Siden da har dette rentenivået svingt mellom 1,5 prosent (2016) og 15,8 prosent (1981). I slutten av tredje kvartal i år landet den på 1,6 prosent. Det globale aksjemarkedet (MSCI AC World) handles nå på 15x 2017 P/E, som er 13 prosent høyere enn gjennomsnittet de siste 15 årene. Vurderingen bør settes i perspektiv til de lave rentene og mot denne bakgrunnen ser vi fortsatt en global aksjeportefølje som et svært attraktivt alternativ for langsiktige investorer. Gjennom nøye grunnleggende selskapsanalyse velger SKAGEN Global mellom 40 og 50 undervurderte globale aksjer som tilbyr attraktiv risikostjustert avkastning. Fondets 35 største poster representerer 88 prosent av den totale porteføljen og har i gjennomsnitt 35 prosents oppside, over en tidshorison på to år. SKAGENS investeringsfilosofi har vist seg å være et fremgangsrikt konsept som har beredt grunnen for at SKAGEN Global har slått sin referanseindeks i 15 av 19 år.

### SKAGEN GLOBAL 3. KVARTAL 2016 (% AV FORVALTNINGSKAPITALEN)

#### De 5 største positive bidragsytere

ALG	0,68 %
Citigroup	0,48 %
G4S	0,48 %
Cheung Kong Holdings	0,43 %
Samsung Electronics	0,39 %

#### 5 største kjøp

3M	2,05 %
Comcast	1,40 %
Unilever	0,67 %
Amerco	0,52 %
Dollar General	0,46 %

#### De 5 største negative bidragsytere

Dollar General	-0,64 %
Roche Holding	-0,47 %
Sanofi	-0,35 %
General Electric	-0,33 %
Teva Pharmaceutical Industries	-0,32 %

#### 5 største salg

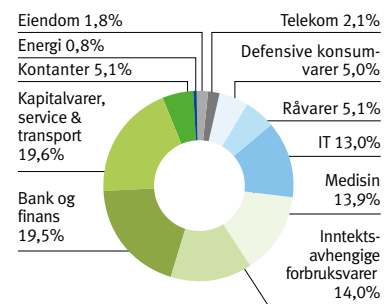
Citigroup	-1,56 %
ALG	-1,49 %
Xcel Energy	-1,38 %
Heidelberg Cement	-0,93 %
Credit Suisse Group	-0,88 %

### KURSHISTORIKK SKAGEN GLOBAL

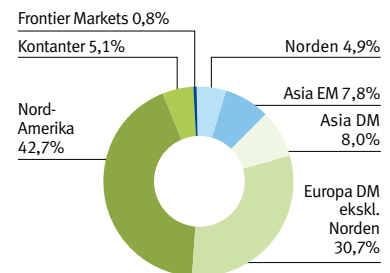


\* Før 1.1.2010 var indeks MSCI World (NOK)

### BRANSJEFORDELING SKAGEN GLOBAL



### GEOGRAFISK FORDELING SKAGEN GLOBAL





Verdipapir	Sektor	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Fordeling	Børs
American International Group Inc	Financials	3 909 586	1 274 700	1 843 537	568 837	6,77%	New York
Citigroup Inc	Financials	4 160 767	1 095 689	1 559 706	464 016	5,73%	New York
Roge Holding AG-Genusschein	Health Care	631 458	941 586	1 249 756	308 170	4,59%	Zürich
Merck & Co Inc	Health Care	2 347 310	1 083 177	1 173 936	90 760	4,31%	New York
General Electric Co	Industrials	4 796 440	979 757	1 139 490	159 733	4,19%	New York
CK Hutchison Holdings Ltd	Industrials	11 120 098	981 277	1 129 773	148 496	4,15%	Hong Kong
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Information Technology	111 904	271 818	1 046 813	774 995	3,85%	Seoul
NN Group NV	Financials	4 030 990	866 426	987 720	121 294	3,63%	Amsterdam
Microsoft Corp	Information Technology	2 142 570	513 419	984 794	471 376	3,62%	NASDAQ
G4S Plc	Industrials	40 072 713	1 166 322	941 143	-225 179	3,46%	London
Unilever NV-Cva	Consumer Staples	1 899 849	630 690	697 090	66 401	2,56%	Amsterdam
Comcast Corp	Consumer Discretionary	1 297 708	531 216	688 273	157 057	2,53%	NASDAQ
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	Health Care	1 850 367	769 426	680 834	-88 591	2,50%	NASDAQ
Sanofi	Health Care	1 125 289	748 090	680 030	-68 060	2,50%	Paris
Kingfisher Plc	Consumer Discretionary	17 395 707	669 919	678 394	8 475	2,49%	London
Toyota Industries Corp	Consumer Discretionary	1 645 705	445 251	603 853	158 603	2,22%	Tokyo
Koninklijke Philips NV	Industrials	2 456 460	473 235	577 861	104 626	2,12%	Amsterdam
Cap Gemini SA	Information Technology	707 453	548 103	552 326	4 222	2,03%	Paris
3M Co	Industrials	389 500	578 688	548 756	-29 932	2,02%	New York
Carlsberg AS-B	Consumer Staples	678 377	465 628	517 139	51 512	1,90%	København
Dollar General Corp	Consumer Discretionary	928 677	580 778	515 412	-65 366	1,89%	New York
Koninklijke DSM NV	Materials	769 391	321 768	412 088	90 320	1,51%	Amsterdam
Autoliv Inc	Industrials	458 182	302 867	386 799	83 933	1,42%	New York
Volvo AB	Consumer Discretionary	4 241 770	334 623	385 311	50 688	1,42%	Stockholm
China Mobile Ltd	Telecommunication Services	3 973 490	396 169	384 249	-11 921	1,41%	Hong Kong
Akzo Nobel NV	Materials	693 647	231 902	374 261	142 359	1,38%	Amsterdam
Alphabet Inc Class C	Information Technology	59 696	244 165	370 654	126 489	1,36%	NASDAQ
Sony Corp	Consumer Discretionary	1 229 300	243 540	319 430	75 891	1,17%	Tokyo
Johnson Controls International Plc	Industrials	834 251	108 247	307 693	199 446	1,13%	New York
Ageas	Financials	1 015 112	383 434	294 187	-89 247	1,08%	Brussel
Mayr-Melnhof Karton AG	Materials	333 933	172 249	293 703	121 454	1,08%	Wien
Columbia Property Trust Inc	Real Estate	1 589 780	289 144	284 661	-4 483	1,05%	New York
Baidu Inc ADR	Information Technology	180 410	263 950	263 058	-892	0,97%	NASDAQ
ServiceMaster Global Holdings Inc	Consumer Discretionary	945 676	288 194	255 884	-32 310	0,94%	New York
Skechers USA Inc	Consumer Discretionary	1 394 387	325 627	254 467	-71 160	0,93%	New York
Lundin Petroleum AB	Energy	1 583 370	176 741	230 481	53 740	0,85%	Stockholm
Hiscox Ltd	Financials	2 084 780	234 455	225 333	-9 121	0,83%	London
Goldman Sachs Group Inc	Financials	1 72 636	153 809	221 888	68 078	0,82%	New York
Irsa Sa ADR	Real Estate	1 425 497	118 740	217 300	98 560	0,80%	New York
Lenovo Group Ltd	Information Technology	38 742 506	283 916	205 190	-78 726	0,75%	Hong Kong
HeidelbergCement AG	Materials	252 045	83 468	188 854	105 386	0,69%	Frankfurt
China Mobile Ltd ADR	Telecommunication Services	373 130	186 660	182 956	-3 704	0,67%	New York
Autoliv Inc SDR	Industrials	188 105	117 692	158 846	41 154	0,58%	Stockholm
State Bank Of India GDR	Financials	496 529	91 101	147 847	56 746	0,54%	India
WM Morrison Super.markets PLC	Consumer Staples	6 463 929	139 589	145 167	5 578	0,53%	London
Amerco	Industrials	51 405	146 849	132 273	-14 576	0,49%	NASDAQ
Samsung Electronics Co Ltd	Information Technology	11 108	94 970	128 720	33 750	0,47%	Seoul
Sony Corp Sponsored ADR	Consumer Discretionary	437 000	90 416	115 054	24 638	0,42%	New York
Lundin Mining Corp	Materials	1 462 531	40 571	46 335	5 764	0,17%	Toronto
State Bank of India	Financials	1 261 856	32 513	38 033	5 521	0,14%	India
<b>Sum Verdipapirportefølje*</b>			<b>21 512 562</b>	<b>25 767 362</b>	<b>4 254 800</b>	<b>94,67%</b>	
Disponibel likviditet				1 449 973		5,33%	
<b>Sum andelskapital</b>				<b>27 217 335</b>		<b>100,00%</b>	

\* Alle tall i 1 000 NOK.



## SKAGEN Kon-Tiki

Viser vei i nytt farvann

- › Vekstmarkedene slo utviklede markeder i kvartalet og tegn tyder på at det vil fortsette
- › Strukturelle reformer i flere vekstmarkeder bør stimulere til langsiktig vekst
- › Den russiske dagligvarekjeden X5 pekte seg ut med en kursoppgang på 45 prosent i kvartalet

	1	2	3	4	5	RISK	7
Fondets startdato	5. april 2002						
Avkastning siden oppstart	592,9 %						
Gjennomsnittlig årlig avkastning siden start	14,3 %						
Forvaltningskapital	31 649 mill NOK						
Antall andelseiere	67 293						
<b>AVKASTNING</b>	<b>3. KV. 16*</b>		<b>12 M*</b>				
SKAGEN Kon-Tiki	2,8 %		7,2 %				
MSCI Emerging Markets	4,5 %		9,6 %				

\* Per 30. september 2016

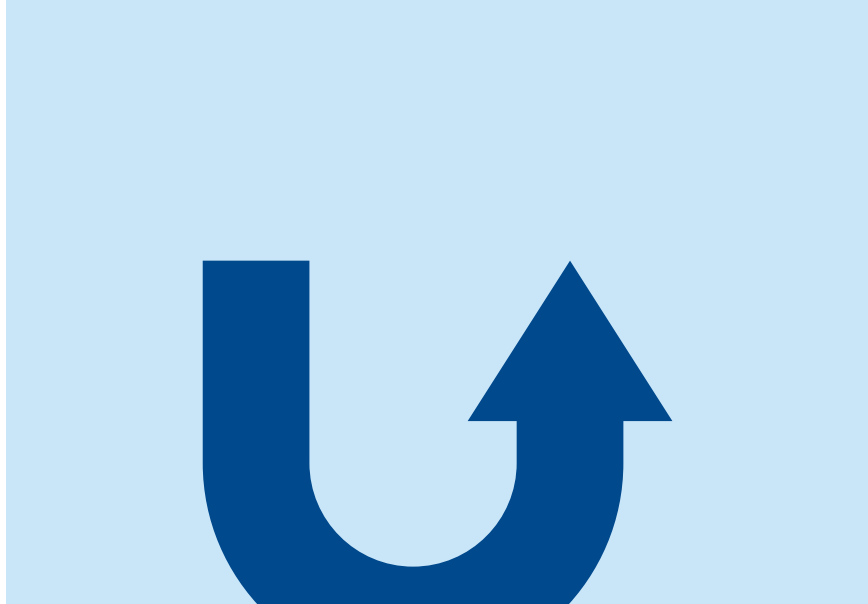


### PORTEFØLJEFORVALTERE

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

\*Hilde Jenssen skal lede teamet av produktspecialister fra 12. oktober.

Skagen Rev Fyrskib, 1892 (Utsnitt).  
Av Carl Loger, en av Skagenmalere.  
Bildet tilhører Skagens Kunstmuseer.



# Positiv vending for vekstmarkedene

Vekstmarkedene overgikk de utviklede markedene i kvartalet, og vi så en endring i investeringsklimaet til fordel for vekstmarkedsaksjer. For SKAGEN Kon-Tiki var det gledelig å se at rapporteringssesongen for andre kvartal viste positive tegn, selv om det ikke var nok for å hjelpe på fondets relative avkastning.

Vekstmarkedene har vært en skuffelse for investorene de siste årene. Aksjene har blitt holdt nede, blant annet av politisk uro, svake valutakurser, svake råvarepriser og treg eksportvekst. Dette har ført til nedslående selskapsresultater og estimat-nedgraderinger i vekstmarkedene.

I tredje kvartal så vi tegn til at det snur. Vekstmarkedsaksjer overgikk utviklede markeder med nær 4 prosentpoeng i løpet av

kvartalet. Det store spørsmålet er om dette vil fortsette.

Volatiliteten vil trolig fortsette siden vekstmarkedene er følsomme for både den globale pengepolitikken og makroøkonomiske indikatorer på kort sikt. Tilliten ser imidlertid ut til å ha kommet tilbake i vekstmarkedene og vi ser tegn til at meravkastningen i forhold til utviklede markeder kan fortsette.

### Positiv rapporteringssesong

For SKAGEN Kon-Tiki, som fokuserer på selskapenes fundamentale verdier, var det også gledelig at resultatene i vekstmarkedene er forbedret på aggregert nivå og at rapporteringssesongen i andre kvartal brøt den nedadgående resultattrenden. Dette kan være et tegn på at forventningene nå er nede på et mer realistisk nivå, slik at vi kan begynne å se positive overraskelser igjen. Men det gjenstår fortsatt å se om dette er en trend eller enkeltstående tilfelle.

Den sterke rapporteringssesongen i andre kvartal hjalp ikke fondets relative resultat i tredje kvartal. SKAGEN Kon-Tiki steg 2,8 prosent mens vekstmarkedsindeksen var opp 4,5 prosent.

### Klatrer på risikostigen

Vi opererer nå i et miljø med lave renter i utviklede markeder og svak forventet avkastning. Når mer enn en tredjedel av utviklede markeds statsobligasjoner har negativ rente – hva gjør investorer da? De søker høyere avkastning ved å klatre oppover risikostigen. Derfor har det vært en sterk tilstrømming til vekstmarkedsobligasjoner og –aksjer de siste månedene. Etter Brexit i juni tiltok dette da investorer begynte å justere om på sin risikoskala. Svak vekst i Europa og en forsiktig amerikansk sentralbank bør føre til en fortsatt tilpasset pengepolitikk og lavrenteregime i utviklede markeder.

Andre faktorer har også påvirket endringen i investorenes velvilje til vekstmarkedsaksjer. I Kina virker regjeringens stimulanser å ha stabilisert aktiviteten. Det negative fokuset på en potensiell krasjlanding som vi så i begynnelsen av året, samt uroen rundt Kinas valutapolitikk har avtatt. Råvareprisene har stabilisert seg på et nivå som virker sunt for både eksportører og importører, mens vekstmarkedsvalutaer i snitt er mer konkurransedyktige etter nedgangen i 2015.

Vekstgapet mellom utviklede- og vekstmarkeder vil øke igjen, og det er normalt korrelert med et sterkere aksjemarked i vekstmarkedslandene. Ifølge Bloombergs konsensusanslag vil BNP i vekstmarkeder øke med rundt fire prosent i år, mens veksten neste år vil være på om lag 5 prosent. Utviklede markeder derimot får en mer beskjeden vekst på rundt 1,7 prosent begge årene. Store økonomier som Russland og Brasil er blant driverne bak veksten, begge land ser ut til å ha kommet ut av resesjonen. Økonomiske indikatorer i Asia signaliserer også ytterligere vekst.

### Strukturelle reformer

Vi har også sett tegn til at mange vekstmarkeder endelig gjør fremskritt med tanke på

strukturelle reformer som skal stimulere til langsiktig vekst. India har gjennomført to svært positive reformer de siste månedene, med sin nasjonale konkurslovgivning og vare- og tjenesteskattelovgivning. Brasil ser ut til å rydde opp både når det gjelder korrupsjon og politikk med en mer markedsvillig president. Dette er nettopp de tiltak vi behøver for å se en fortsatt bedring i sentimentet rundt vekstmarkeder fremover.

Med tanke på at vekstmarkedselskaper nå har historisk lave marginer (i motsetning til mange utviklede land), med verdsettelsesgap mot utviklede markeder som nå nesten er tilbake til det vi så under IT-boblen på 2000-tallet, er det enkelt å argumentere for en relativ meravkastning. Når det gjelder absolutte nivåer handles vekstmarkeder på linje med det historiske gjennomsnittet på rundt 1,5 ganger selskapets bokførte verdier.



Foto: Bloomberg



Foto: Bloomberg



Foto: Bloomberg

### Vinnere og tapere

Blant de negative bidragsyterne til fondets resultat i kvartalet finner vi vår indiske telekomleverandør Bharti Airtel (1,7 prosent av porteføljen), som falt nesten 15 prosent i lokal valuta. Først og fremst på grunn av uro for den nye konkurrenten Reliance Jios forventede lansering i dette kvartalet. Nok en konkurrent i India er åpenbart ikke positive nyheter, men som vi forventet er det ingen tegn til at selskapet er ute etter å ødelegge markedet med prispakkene sine. Vi tror at den pågående markedskonsolideringen fortsetter. De langsiktige utsiktene ser fortsatt sterke ut siden smarttelefon-penetrasjonen er på lave 25 prosent (som står for mer enn halvparten av mobildata i India) og den mobile bredbåndspenetrasjonen er bare 12 prosent. Dette understreker det store mulighetsrommet for vekst. En hel del dårlige nyheter er allerede priset inn med en vurdering på 6x 17e EV/EBITDA.

Vårt tyrkiske konglomerat Sabanci Holding (4,5 prosents eierandel) var også en negativ bidragsyter i kvartalet. Moody nedgraderte Tyrkia fra investment grade mot slutten av kvartalet, og den siste tidens politiske turbulens påvirket også aksjen negativt. Men Sabanci har vist god operativ utvikling i første halvår. Selskapet gir oss bankesponoring av høy kvalitet og en lav vurdering for ikke-finansporteføljen med sterk resultatvekst til en kraftig rabattert pris, basert på vår analyse av de ulike delene i selskapet.

### NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE I SKAGEN KON-TIKI (PER 30.9.2016)

Selskap	Postens størrelse, %	Kurs	P/E 2016E	P/E 2017E	P/BV siste	Kursmål
Hyundai Motor	8,0	100 500	4,2	4,0	0,4	170 000
Samsung Electronics	7,0	1 290 000	8,3	7,6	1,0	1 700 000
Mahindra & Mahindra	4,9	1 406	18,7	14,1	2,9	2 000
Naspers	4,5	172	38,2	26,4	7,4	216
Sabancı Holding	4,5	9,29	6,4	5,8	0,9	14
Richter Gedeon	4,2	5 600	18,7	15,3	1,6	7 500
X5 Retail Group	3,7	1 910	18,4	14,7	4,4	2 242
ABB	3,1	192	18,3	16,7	3,8	200
Cosan Ltd.	3,0	23,4	7,8	7,1	0,5	32
State Bank of India	2,7	251	15,7	11,4	0,9	300
SBI Holdings	2,3	1 196	8,5	8,0	0,7	2 500
Banrisul	2,2	10,7	6,5	6,3	0,7	14
<b>Topp 12 vektet gjennomsnitt</b>	<b>49,9</b>		<b>9,0</b>	<b>8,1</b>	<b>0,9</b>	
<b>Topp 35 vektet gjennomsnitt</b>	<b>79,8</b>		<b>12,5</b>	<b>10,0</b>	<b>1,0</b>	
<b>Vekstmarkedsindeksen</b>			<b>13,8</b>	<b>12,0</b>	<b>1,6</b>	

P/E kan avvike fra andre kilder når de er basert på SKAGENS estimater.

## Muligheter

På vannersiden stikker den russiske dagligvarekjeden X5 (3,7 prosent av porteføljen) seg ut dette kvartalet. Aksjen steg med 45 prosent i lokal valuta etter å ha levert sterke resultater i andre kvartal. X5 er på vei til å ta over som markedsleder innen russisk dagligvarehandel neste år, og å doble virksomheten på 3-4 års sikt. Selskapet har fornyet seg og reposisjonert butikkformatet, i tillegg til å forbedre prisposisjoneringen de siste årene. I takt med at de har økt butikkekspansjonen er det tydelig at selskapet får større forhandlingsstyrke mot leverandørene, samt stordriftsfordeler i virksomheten.

Den russiske dagligvarehandelen er fortsatt i et tidlig utviklingsstadium og moderne butikkformater står fortsatt for en mindre andel av dagligvarehandelen sammenlignet med mer modne land. Det er et fragmentert marked hvor de fem største aktørene har rundt 20 prosent markedsandel, sammenlignet med om lag 60-70 prosent i mer etablerte markeder. Derfor er vi overbevist om at X5 har gode vekstmuligheter fremover. Til tross for den siste tidens sterke utvikling er X5 fortsatt et av de billigste selskapene innen dagligvarehandelen i vekstmarkedsuniverset. Det handles til en 2017e EV/EBITDA-multippel på 7x sammenlignet med nær 10x for sektoren, tross høyere vekst og høyere avkastning på egenkapitalen.



## Holder oss til verdi

Jakten på avkastning har tvunget kapital til mer risikofylte aktivklasser som aksjer. Vi tror den fornyede interessen for vekstmarkeder sannsynligvis vil fortsette, siden det er en attraktiv avkastningsmulighet gjennom bedre fundamentale forhold og en mer attraktiv vurdering enn utviklede markeder. Vekstmarkedene handles til en 2016e P/B-multippel på 1,5x, sammenlignet med 2,1x for utviklede markeder. Til sammenligning kan det nevnes at SKAGEN Kon-Tiki's portefølje nå handles til 1,0x. Dette viser porteføljens verdiinnretning og at vi holder fast ved vår investeringsfilosofi som har tjent oss så bra i årenes løp.

Verdiaksjer har vært i unåde i lang tid nå, men i takt med at vurderingsgapet mellom verdi og vekst også har økt, tror vi at verdi-aspektet etter hvert kommer tilbake.



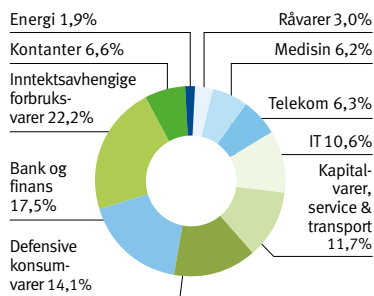
Foto: Bolloré

## Kompleks nykommer

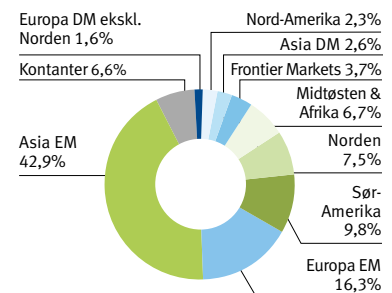
En nykommer i porteføljen i kvartalet er det fransknoterte konglomeratet Bolloré. Selskapet er klart i tet som logistikkleverandør på det afrikanske kontinentet, og drar fordeler av den langsiktige økonomiske utviklingen i regionen. Bolloré driver også innen spedisjon hvor selskapet har sterke vekstmuligheter, særlig i Nord- og Sør-Amerika. Det har også en andel i medieselskapet Vivendi som er en snuoperasjonskandidat. Batteriteknikken og bildelingsprogrammet deres gir en «free option» om selskapet lykkes. Kompleks selskapsstruktur betyr at Bolloré eier rundt 50 prosent av sitt eget selskap. Å rydde opp i dette komplekse nettverket ville utkrystallisere verdi, selv om vi ikke regner med dette som et trolig scenario i vår vurdering.

En kompleks selskapsstruktur gjør det upopulært blant investorer og Bolloré er trolig et av de minst analyserte selskapene på markedet med en markedsverdi på nesten 10 milliarder euro. Med en attraktiv 30 prosent-rabatt på vår konservative beregnede verdsettelse av et sammensatt selskap av Bollorés kaliber, er dette et langsiktig investeringscase som tydelig oppfyller vår investeringsfilosofi.

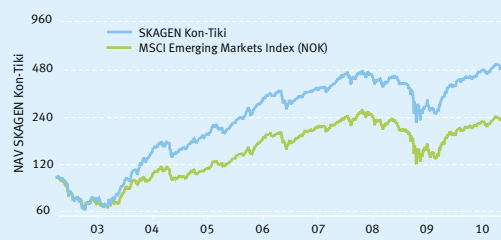
### BRANSJEFORDELING SKAGEN KON-TIKI



### GEOGRAFISK FORDELING SKAGEN KON-TIKI



### KURSHISTORIKK SKAGEN KON-TIKI



\* Før 1.1.2004 var indeks MSCI World (NOK)

### SKAGEN KON-TIKI 3. KVARTAL 2016 (% AV FORVALTNINGSKAPITALEN)

#### De 5 største positive bidragsytere

X5 Retail Group	0,99 %
Samsung Electronics	0,64 %
Hyundai Motor	0,57 %
ABB	0,40 %
Banrisul	0,38 %

#### De 5 største negative bidragsytere

Haci Omer Sabanci Holding	-0,47 %
Bharti Airtel	-0,35 %
Tech Mahindra	-0,29 %
LG Electronics	-0,28 %
Samsung SDI	-0,18 %

#### 5 største kjøp

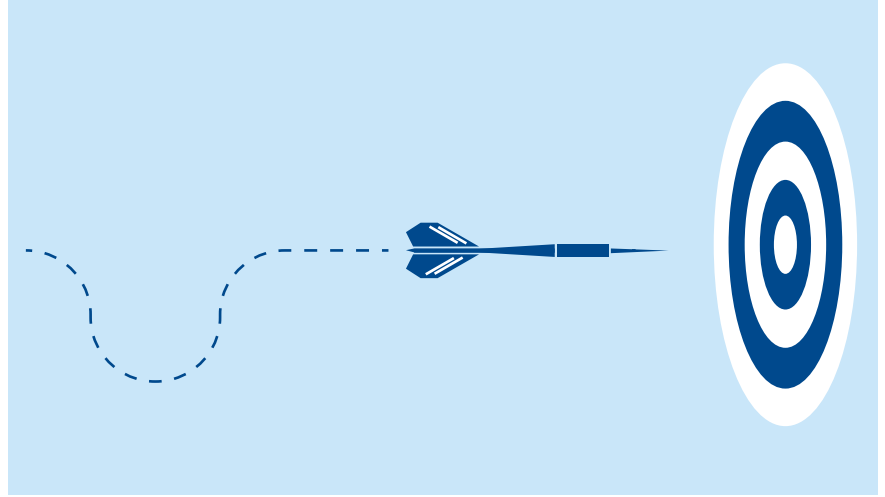
Naspers	0,44 %
Bolloré	0,25 %
Kinnevik	0,23 %
Sistema	0,17 %
Cia Cervecerias Unidas	0,16 %

#### 5 største salg

State Bank of India	-1,87 %
Moscow Exchange	-1,76 %
Samsung Electronics	-1,26 %
UPL	-0,68 %
Bharti Airtel	-0,62 %

Verdipapir	Sektor	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Fordeling	Børs
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Information Technology	176 000	844 789	1 646 403	801 615	5,20%	Seoul
Naspers Ltd	Consumer Discretionary	1 035 393	414 217	1 434 723	1 020 506	4,54%	Johannesburg
Haci Omer Sabanci Holding AS	Financials	56 848 322	1 240 691	1 406 560	165 869	4,45%	Istanbul
Richter Gedeon Nyrt	Health Care	8 234 857	896 692	1 340 615	443 923	4,24%	Budapest
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	Consumer Discretionary	7 629 541	178 007	1 292 936	1 114 929	4,09%	London Ikkernational
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	Consumer Discretionary	1 690 000	286 196	1 292 924	1 006 728	4,09%	Seoul
Hyundai Motor Co Pref (1p)	Consumer Discretionary	1 670 000	268 957	1 217 072	948 116	3,85%	Seoul
X5 Retail Group NV GDR	Consumer Staples	4 990 306	506 677	1 155 629	648 952	3,65%	London Ikkernational
ABB Ltd	Industrials	5 405 900	445 582	967 486	521 904	3,06%	Stockholm
Cosan Ltd	Consumer Staples	16 220 419	907 123	932 253	25 129	2,95%	New York
State Bank of India	Financials	28 375 000	646 809	855 243	208 434	2,70%	India
SBI Holdings Inc	Financials	7 759 600	603 768	732 314	128 545	2,31%	Tokyo
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	Financials	25 985 500	608 331	682 712	74 381	2,16%	Sao Paulo
Kinnevik AB-B	Telecommunication Services	3 292 167	549 279	667 221	117 942	2,11%	Stockholm
Great Wall Motor Co Ltd	Consumer Discretionary	79 522 500	83 910	618 647	534 737	1,96%	Hong Kong
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	Information Technology	119 489	117 733	556 851	439 118	1,76%	London Ikkernational
LG Electronics Inc Pref	Consumer Discretionary	3 050 000	826 565	549 617	-276 948	1,74%	Seoul
Cia Brasileira de Distribuicao - Pref	Consumer Staples	4 192 200	642 353	549 467	-92 886	1,74%	Sao Paulo
Bharti Airtel Ltd	Telecommunication Services	14 582 628	557 791	549 304	-8 486	1,74%	India
CNH Industrial NV	Industrials	9 138 348	555 765	520 469	-35 296	1,65%	New York
Indosat Tbk PT	Telecommunication Services	126 424 850	341 055	466 928	125 873	1,48%	Indonesia
Samsung SDI Co Ltd	Information Technology	670 000	480 383	466 423	-13 960	1,47%	Seoul
Tech Mahindra Ltd	Information Technology	8 784 608	354 670	442 450	87 780	1,40%	India
Korean Reinsurance Co	Financials	4 860 366	182 711	410 609	227 898	1,30%	Seoul
Yazicilar Holding AS	Consumer Staples	10 837 139	313 127	375 506	62 379	1,19%	Istanbul
Kiatnakin Bank Plc	Financials	30 000 000	268 342	366 654	98 312	1,16%	Bangkok
Marfrig Global Foods SA	Consumer Staples	28 290 400	445 599	360 499	-85 100	1,14%	Sao Paulo
Apollo Tyres Ltd	Consumer Discretionary	13 028 865	109 665	343 778	234 113	1,09%	India
JSE Ltd	Financials	3 514 971	136 477	325 343	188 865	1,03%	Johannesburg
UPL Ltd	Materials	3 970 315	82 219	320 949	238 730	1,01%	India
Cia Cervecerias Unidas SA ADR	Consumer Staples	1 929 549	344 490	311 257	-33 232	0,98%	New York
LG Chem Ltd Pref	Materials	259 179	179 108	309 172	130 064	0,98%	Seoul
China Shineway Pharmaceutical	Health Care	36 934 000	280 824	302 932	22 108	0,96%	Hong Kong
Frontline Ltd	Industrials	5 210 072	264 969	299 840	34 871	0,95%	Oslo Børs
Sistema PJSC FC	Telecommunication Services	115 287 412	606 630	296 228	-310 401	0,94%	Moskva
Rumo Logística Operadora	Industrials	18 734 600	212 375	288 505	76 130	0,91%	Sao Paulo
Enka Insaat Ve Sanayi AS	Industrials	24 246 616	218 014	283 492	65 478	0,90%	Istanbul
Vietnam Enterprise Investments Ltd	Financials	9 000 000	257 177	280 102	22 925	0,89%	Dublin
Distribuidora Ikkernational de Alimentacion SA	Consumer Staples	5 522 518	197 189	272 126	74 938	0,86%	Madrid
OCI Co Ltd	Materials	396 454	301 427	268 806	-32 621	0,85%	Seoul
Mahindra & Mahindra Ltd	Consumer Discretionary	1 565 122	126 864	263 930	137 065	0,83%	India
China Shipping Development	Industrials	58 670 000	325 473	253 300	-72 172	0,80%	Hong Kong
Tullow Oil Plc	Energy	9 241 978	821 783	242 677	-579 106	0,77%	London
LG Corp Pref	Industrials	808 430	118 669	241 238	122 569	0,76%	Seoul
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	Energy	224 088 000	369 048	237 827	-131 221	0,75%	Hong Kong
Podravka Prehrambena Ind DD	Consumer Staples	517 852	153 914	234 599	80 686	0,74%	Zagreb
Lenovo Group Ltd	Information Technology	43 490 000	280 193	230 334	-49 859	0,73%	Hong Kong
Golar LNG Ltd	Industrials	1 298 301	471 325	219 704	-251 621	0,69%	NASDAQ
Norwegian Air Shuttle ASA	Industrials	700 000	65 751	204 820	139 069	0,65%	Oslo Børs
Eis Eczacibasi Ilac ve Sinai	Health Care	19 410 554	133 394	203 685	70 291	0,64%	Istanbul
EFG-Hermes Holding SAE	Financials	13 778 665	237 808	154 411	-83 397	0,49%	Kairo
Ghana Commercial Bank Ltd	Financials	18 001 604	90 783	142 594	51 811	0,45%	Ghana
East African Breweries Ltd	Consumer Staples	6 489 466	103 695	142 341	38 646	0,45%	Nairobi
Massmart Holdings Ltd	Consumer Staples	1 932 340	147 925	134 116	-13 808	0,42%	Johannesburg
Bolloré	Industrials	4 764 499	133 508	131 766	-1 742	0,42%	Paris
Golden Ocean Group Ltd	Industrials	3 695 653	97 061	120 478	23 418	0,38%	Oslo Børs
VinaCapital Vietnam Opportunity Fund Ltd	Financials	4 392 100	92 364	108 875	16 511	0,34%	London
Eczacibasi Yatirim Holding	Health Care	3 362 732	40 038	106 577	66 539	0,34%	Istanbul
Toray Industries Inc	Industrials	1 100 000	78 907	84 977	6 070	0,27%	Tokyo
Euronav SA	Industrials	1 340 286	127 454	82 187	-45 266	0,26%	Brussel
Rec Silicon ASA	Energy	72 628 788	115 820	80 908	-34 912	0,26%	Oslo Børs
Norfinance AS	Financials	578 397	57 840	56 527	-1 313	0,18%	Noterater
Asia Cement China Holdings	Materials	28 497 000	105 063	54 909	-50 154	0,17%	Hong Kong
Deep Sea Supply Plc	Energy	17 250 931	171 047	24 496	-146 551	0,08%	Oslo Børs
Diamond Bank Plc	Financials	718 971 941	154 156	21 884	-132 272	0,07%	Lagos
Euronav SA	Industrials	247 965	21 297	15 173	-6 124	0,05%	New York
Hyundai Motor Co GDR	Consumer Discretionary	33 510	10 090	12 121	2 031	0,04%	London
Suzano Papel E Celulose SA	Materials	249 300	6 412	6 390	-22	0,02%	Sao Paulo
EFG-Hermes Holding GDR	Financials	232 480	8 193	3 494	-4 700	0,01%	London Ikkernational
<b>Sum Verdipapirportefølje*</b>			<b>21 423 559</b>	<b>29 576 387</b>	<b>8 152 827</b>	<b>93,49%</b>	
Disponibel likviditet				2 058 936		6,51%	
<b>Sum andelskapital</b>				<b>31 635 322</b>		<b>100,00%</b>	

\* Alle tall i 1 000 NOK.



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

En andel i det globale eiendomsmarkedet\*

- › Beste globale eiendomsfond etter et sterkt kvartal
- › Amerikanske CBL og argentinske IRSA vinnere i porteføljen
- › Eiendom skilt ut som egen sektor – lover godt på sikt

	1	2	3	4	RISIKO	6	7
Fondets startdato	31. oktober 2012						
Avkastning siden oppstart	55,9 %						
Gjennomsnittlig årlig avkastning siden start	12,0 %						
Forvaltningskapital	944 mill NOK						
Antall andelseiere	8 084						
<b>AVKASTNING</b>	<b>3.KV. 16*</b>	<b>12 M*</b>					
SKAGEN m <sup>2</sup>	2,4 %	8,3 %					
MSCI ACWI Real Estate IMI	-2,4 %	8,5 %					

\* Per 30 september, 2016.



### PORTEFØLJEFORVALTERE

Michael Gobitschek og Harald Haukås

Arkitekten Ulrik Plesners første tilbygning til Brøndums hotel. 1892. Utsnitt. Av Johan Peter von Wildenradt, en av Skagenmalerne. Bildet tilhører Skagens Kunstmuseer.

## Sterk opphenting

Tredje kvartal startet turbulent for SKAGEN m<sup>2</sup> i kjølvannet av Brexit-avstemningen.

Ikke fordi vi hadde så stor eksponering mot det britiske eiendomsmarkedet – snarere tvert imot – men fordi kapitalen flommet ut av Europa, hvor vi har en overvekt. Pengene ble for det meste plassert i USA, hvor vi er undervektet både med hensyn til aksjer og valuta. Den negative trenden snudde kort tid etterpå og pengene fant veien tilbake, og SKAGEN m<sup>2</sup> hadde en svært sterk utvikling i juli og august. Ved utgangen av september er fondet tilbake i positivt territorium både relativt og absolutt. Mellom andre og tredje kvartal tok SKAGEN m<sup>2</sup> igjen 2,3 prosentpoeng i absolutte tall og 4,8 prosentpoeng relativt til indeks, som betyr at SKAGEN m<sup>2</sup> per september er det beste globale eiendomsfondet i Norge hittil i år. \*

### Eiendom viser fortsatt styrke

Mange av verdens toneangivende sentralbanker, unntatt Storbritannias, fortsatte å trykke på snooze-knappen og unnlot å stramme inn pengepolitikken. Det lave rentenivået ser ut til å fortsette i lang tid fremover, og investorer må gå stadig lengre ut på risikoskalaen siden rentemarkedet ikke innfrir avkastningskravene.

Eiendom med høy avkastning og lavere risiko er det naturlige valget, og det fortsetter å drive verdiene opp og presse avkastningskravet ned på eiendom globalt. Motvekten var at ytterligere pengepolitiske stimulanser i eksempelvis Europa ble lagt på is. Eiendoms-selskapene viser generelt fortsatt styrke og står definitivt på egne ben, med eller uten flere sentralbankstiltak.

### NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE I SKAGEN m<sup>2</sup> (PER 30.9.2016)

Selskap	Postens størrelse	Kurs	P/NAV siste	Dividend Yield 2016E	EBITDA 2016E/EV
SL Green Realty Corp	5,1%	103,74	75%	2,8%	5,8%
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	5,1%	143,5	70%	1,3%	6,3%
Mitsui Fudosan Co Ltd	4,8%	2331,5	58%	1,4%	6,5%
Global Logistic Properties Ltd	4,6%	1,8	61%	3,6%	3,7%
Inmobiliaria Colonial SA	4,6%	0,66	86%	3,5%	3,5%
Mercialys SA	4,1%	19,2	94%	6,4%	4,8%
D Carnegie & Co AB	4,0%	96,75	108%	0,0%	3,8%
Catena AB	3,7%	122,5	85%	3,0%	6,8%
Irsa Sa ADR	3,2%	16,27	55%	1,3%	12,0%
Deutsche Wohnen AG	3,2%	30,56	122%	2,4%	3,7%
<b>Topp 10 vektet gjennomsnitt</b>	<b>42,6%</b>		<b>80%</b>	<b>2,4%</b>	<b>5,5%</b>
<b>Topp 35 vektet gjennomsnitt</b>	<b>95,0%</b>			<b>3,3%</b>	<b>6,2%</b>
<b>Eiendomsmarkedsindeksen</b>				<b>3,6%</b>	

P/E kan avvike fra andre kilder når de er basert på SKAGENs estimater.

Foto: Bloomberg



### Hett i Norge og Sverige

Kontormarkedet i Stockholm er et svært godt eksempel på denne styrken. De dyreste leieavtalene på lokaler med den beste beliggenheten har økt med rundt 29 prosent hittil i år. Det gjør byen til den nest heteste målt i utleievækst etter San Francisco. \*\*

Det svenske eiendomsmarkedet fortsetter å gå knallsterkt i alle segmenter. I august tok en av verdens største aktører innen alternative investeringer, amerikanske Blackstone, en posisjon i vårt porteføljeselskap D. Carnegie & Co. På grunn av ulike budpliktsregler vil Blackstone bli nødt til å legge inn bud på hele utleiebolig-operatøren. Dette er et positivt signal og bekrefter vår tese om selskapets fortsatte potensial. D. Carnegie & Co er fondets beste bidragsyter i både absolutte og relative termer hittil i år.

Også norske eiendommer går fortsatt sterkt, tross de siste årenes oljekrise. Vi kjøpte oss mer opp i Olav Thon etter at en av storeierne endelig avsluttet den langdragne salgsprosessen.

**Det svenske eiendomsmarkedet** fortsetter å vise styrke i alle segmenter. Stockholm (bildet) er nå det nest heteste markedet målt i utleievækst etter San Francisco.

### Tregt for Abenomics

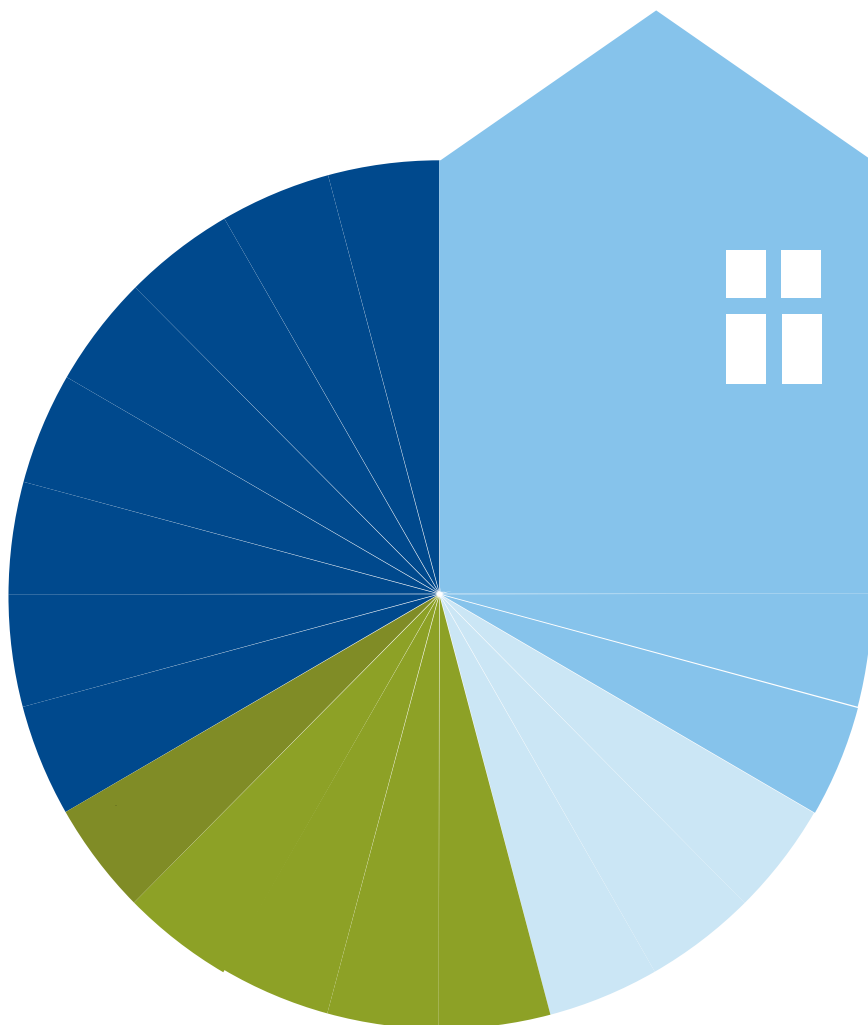
Den japanske eiendomsutvikleren Mitsui Fudosan har det fortsatt tungt og falt mest i perioden, tross en sterk kvartalsrapport i andre kvartal. Årsaken er først og fremst makroøkonomisk snarere enn selskaps-spesifikk. Problemene med å skape inflasjon og stimulere økonomien fortsetter. Det gjør at markedet stiller seg undrende til om Abenomics vil hjelpe folk eller velte landets økonomi.

Eiendomsmarkedet i Tokyo går fortsatt på høygir i alle segmenter, og det drar selskapet fordel av. Med sin diversifiserte forretningsmodell kan kapital raskt allokere internt mellom de ulike segmentene og markedene de opererer i. Mitsui Fudosan handles til historisk lave nivåer, og vi har fortsatt stor tro på selskapet.

### Eiendom egen sektor

September 2016 var en historisk måned for eiendom. For første gang ble det tatt ut av Financials-sektoren og gitt en egen og ellefte sektor i GICS-klassifisering. En unik begivenhet etter at sektorkvalifisering ble innført i 1999. Det berørte begge de store indeksene MSCI og S&P500. Delingen førte til at kapital strømmet til og ut av begge sektorer. Reallokeringen var merkbart i USA mens effekten var nøytral i Europa.

Det viktigste aspektet er langsiktig. Aktivklassen eiendom blir mer belyst av media, analytikere og investorer. Dette vil tydeliggjøre fordelene ved å være investert i eiendom og deres spesielle egenskaper som aktivklasse. Dessuten er det logisk at eiendom ikke blandes med banker og forsikringsselskaper.





### Et selskap inn og to ut

Etter at Brexit var et faktum og børsene raske, kjøpte vi tilbake British Land med kraftig rabatt. Rabatten ble forsterket av at en rekke store eiendomsfond stengte for inn- og uttak. Det var også en nyttig påminnelse om fordelene med å investere i likvide eiendomsaktiva som eksempelvis SKAGEN m2.

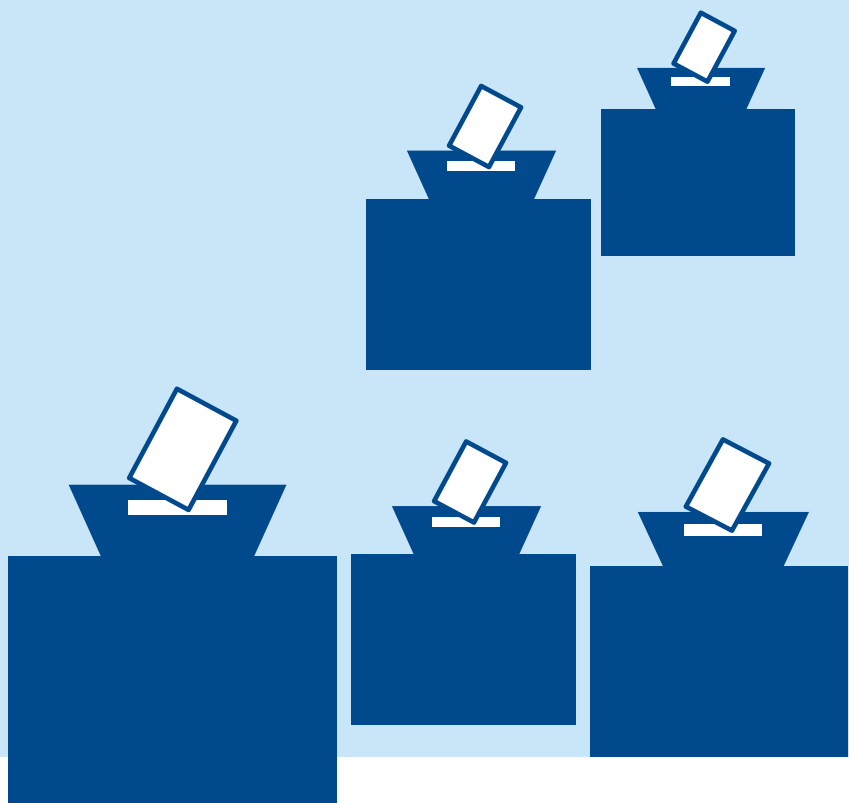
I løpet av kvartalet har mange av våre posisjoner i vekstmarkedene prester bra, etter flere års ørkenvandring. Perioden har også vært preget av at uvanlig mange eiendomsselskaper har sørget for å skaffe ny kapital fra aksjonærene for å øke størrelsen på virksomheten - til en verdivurdering over substansverdien. Det vil trolig fortsette.

Vi solgte kun to selskaper i løpet av kvartalet, brasilianske BR Properties som har vært i en lang budprosess hvor vi så begrenset oppside. Vi solgte også den indonesiske industritomtutvikleren Bekasi Fajar, som er blitt negativt rammet av de utsatte direkteinvesteringene i landet de siste årene. Salgene er også et resultat av fortsatt konsolidering av porteføljen.

### Pinte selskap kvartalsvinnere

Det amerikanske eiendomsselskapet CBL ble kvartalets vinner, etter å ha vært årets største søkkel. Årsaken til den dårlige utviklingen i første halvår var først og fremst anklager at de hadde manipulert utleietall i forbindelse med refinansiering av lån. Anklagene viste seg å være grunnløse og selskapet ble frikjent. Det utløste et rally på rundt 50 prosent før aksjen tok en ny pause i slutten av september.

Også argentinske IRSA fortsatte å overbevise markedet om at anklagene fra investorer som har spekulert i en nedgang var feil. Det mente vi også og kjøpte derfor flere aksjer. Selskapet konsoliderte blant annet datterselskaper, refinansierte gjeld og fortsatte å utvikle virksomhetene i en positiv retning. Tross store utfordringer, går Argentina som land i riktig retning. Selskapet er en av årets vinnere i fondet.



### Interessant høst i vente

De kommende månedene blir spennende med presidentvalg i USA og flere valg i Europa. I tillegg forventer man en amerikansk renteøkning. Med en fotballanalogi kan man si at vi over lengre tid har flyttet flere spillere til midtbanen og forsvar for å ta høyde for økt volatilitet. SKAGEN m2 er godt rustet

for usikkerhet og har mange lovende selskaper i porteføljen som vi gjerne kjøper oss opp i når kjøpsanledningen kommer.

\*Morningstar Norge, kategorien "Eiendom, Indirekte – Global"

\*\*JLL Global Office Index.

Top rents 2q15-2q16.

### SKAGEN m<sup>2</sup> 3. KVARTAL 2016 (% AV FORVALTNINGSKAPITALEN)

#### De 5 største positive bidragsytere

CBL & Associates Properties	0,82 %
Olav Thon Eiendomsselskap	0,72 %
IRSA	0,38 %
Ashford Hospitality Trust	0,33 %
Catena	0,33 %

#### De 5 største negative bidragsytere

Mitsui Fudosan Co	-0,54 %
Inmobiliaria Colonial	-0,28 %
General Growth Properties	-0,20 %
Big Yellow Group	-0,19 %
Keck Seng Investments	-0,15 %

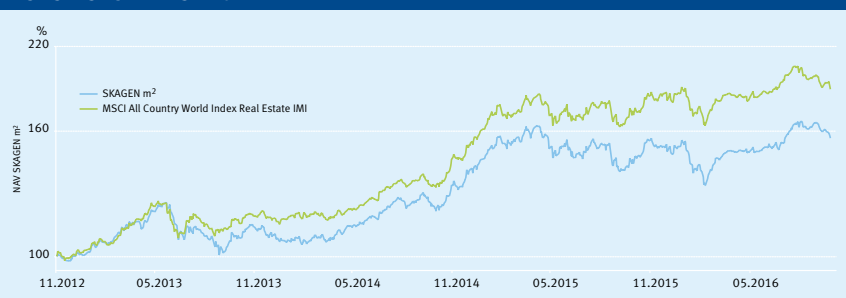
#### 5 største kjøp

British Land	2,00 %
Inmobiliaria Colonial	0,58 %
Axiare Patromonio	0,49 %
Mitsui Fudosan Co	0,48 %
D Carnegie & Co	0,22 %

#### 5 største salg

HCP	-2,60 %
Brandywine Realty Trust	-1,66 %
Bekasi Fajar Industrial Estate	-0,73 %
SOHO China	-0,72 %
General Growth Properties	-0,52 %

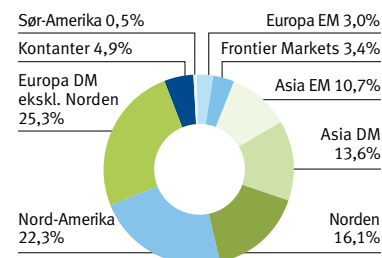
### KURSHISTORIKK SKAGEN m<sup>2</sup>





Verdipapir	Sektor	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Fordeling	Børs
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	Real Estate Companies incl. REITs	325 350	42 807	53 683	10 876	5,68%	Oslo Børs
SL Green Realty Corp	Real Estate Companies incl. REITs	54 500	42 027	46 924	4 897	4,97%	New York
Inmobiliaria Colonial SA	Real Estate Companies incl. REITs	787 580	44 929	45 543	614	4,82%	Madrid
Mitsui Fudosan Co Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	259 000	52 211	43 644	-8 566	4,62%	Tokyo
Global Logistic Properties Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	3 837 700	51 806	42 055	-9 751	4,45%	Singapore
D Carnegie & Co AB	Real Estate Companies incl. REITs	404 084	28 039	41 381	13 342	4,38%	Stockholm
Mercialys SA	Real Estate Companies incl. REITs	205 282	32 614	39 403	6 790	4,17%	Paris
Catena AB	Real Estate Companies incl. REITs	297 842	34 699	39 325	4 627	4,16%	Stockholm
CBL & Associates Properties Inc	Real Estate Companies incl. REITs	366 000	45 344	35 561	-9 782	3,77%	New York
Deutsche Wohnen AG	Real Estate Companies incl. REITs	113 000	24 825	32 748	7 923	3,47%	Frankfurt
Irsa Sa ADR	Real Estate Companies incl. REITs	212 000	22 306	32 317	10 011	3,42%	New York
Columbia Property Trust Inc	Real Estate Companies incl. REITs	148 000	25 316	26 500	1 185	2,81%	New York
Axiare Patrimonio SOCIMI SA	Real Estate Companies incl. REITs	235 000	24 186	24 633	447	2,61%	Madrid
Dic Asset AG	Real Estate Companies incl. REITs	304 000	20 380	24 378	3 999	2,58%	Xetra
Ashford Hospitality Trust	Real Estate Companies incl. REITs	475 000	31 417	22 896	-8 521	2,42%	New York
PS Business Parks Inc	Real Estate Companies incl. REITs	25 000	15 943	22 634	6 691	2,40%	New York
Big Yellow Group Plc	Real Estate Companies incl. REITs	280 000	25 490	22 531	-2 959	2,39%	London
Nomura Real Estate Master Fund Inc	Real Estate Companies incl. REITs	1 483	15 041	19 777	4 736	2,09%	Tokyo
Shangri-La Asia Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	2 150 000	22 641	18 831	-3 810	1,99%	Hong Kong
British Land Co Plc	Real Estate Companies incl. REITs	280 000	18 560	18 315	-244	1,94%	London
CA Immobilien Anlagen AG	Real Estate Companies incl. REITs	120 000	16 969	18 313	1 343	1,94%	Wien
Atrium Ljungberg AB	Real Estate Companies incl. REITs	128 327	13 063	18 129	5 066	1,92%	Stockholm
General Growth Properties Inc	Real Estate Companies incl. REITs	81 000	18 857	17 812	-1 044	1,89%	New York
SM Prime Holdings Inc	Real Estate Companies incl. REITs	3 811 800	11 039	17 748	6 708	1,88%	Filippinerna
Melia Hotels International	Real Estate Companies incl. REITs	177 000	15 586	17 536	1 950	1,86%	Madrid
Phoenix Mills Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	355 160	13 637	16 446	2 809	1,74%	India
Emlak Konut Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Real Estate Companies incl. REITs	1 835 000	16 136	14 857	-1 279	1,57%	Istanbul
First Real Estate Investment Trust	Real Estate Companies incl. REITs	1 827 494	13 439	14 511	1 072	1,54%	Singapore
Ashford Hospitality Prime Inc	Real Estate Companies incl. REITs	127 400	12 143	14 349	2 206	1,52%	New York
CapitaLand Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	750 000	13 330	14 064	734	1,49%	Singapore
Grivalia Properties Reic AE	Real Estate Companies incl. REITs	225 485	15 181	13 570	-1 611	1,44%	Aten
Obero Realty Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	329 090	9 428	11 534	2 106	1,22%	India
Ascendas India Trust	Real Estate Companies incl. REITs	1 780 200	7 454	11 267	3 813	1,19%	Singapore
Soho China Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	2 568 500	13 794	11 089	-2 705	1,17%	Hong Kong
Brandywine Realty Trust	Real Estate Companies incl. REITs	88 000	10 328	10 984	656	1,16%	New York
Keck Seng Investments	Real Estate Companies incl. REITs	1 618 000	12 276	9 253	-3 024	0,98%	Hong Kong
Ashford Inc	Real Estate Companies incl. REITs	18 000	12 572	6 763	-5 809	0,72%	New York
HCP Inc	Real Estate Companies incl. REITs	20 100	6 458	6 179	-279	0,65%	New York
General Shopping Finance	Real Estate Companies incl. REITs	950 000	5 159	5 073	-85	0,54%	Euroclear
<b>Sum Verdipapirportefølje*</b>			<b>857 428</b>	<b>902 556</b>	<b>45 128</b>	<b>95,56%</b>	
Disponibel likviditet				41 931		4,44%	
<b>Sum andelskapital</b>				<b>944 488</b>		<b>100,00%</b>	

\* Alle tall i 1 000 NOK.

 GEOGRAFISK FORDELING SKAGEN m<sup>2</sup>




## SKAGEN Focus

Jakter på eksepsjonelle investeringer

- › Fondet har fortsatt å være disiplinert og solgt aksjene som har nådd målkursen
- › Markedsuroen i begynnelsen av kvartalet ga mulighet til å ta nye posisjoner på gode nivåer

1 2 3 4 RISIKO 6 7

Fondets startdato	26. mai 2015
Avkastning siden oppstart	-1,6 %
Gjennomsnittlig årlig avkastning siden start	-1,2 %
Forvaltningskapital	1334 mill NOK
Antall andelseiere	4 194

AVKASTNING	3. KV. 16*	12 M*
SKAGEN Focus	5,8 %	10,6 %
MSCI ACWI	1,0 %	5,0 %

\* Per 30 september, 2016.

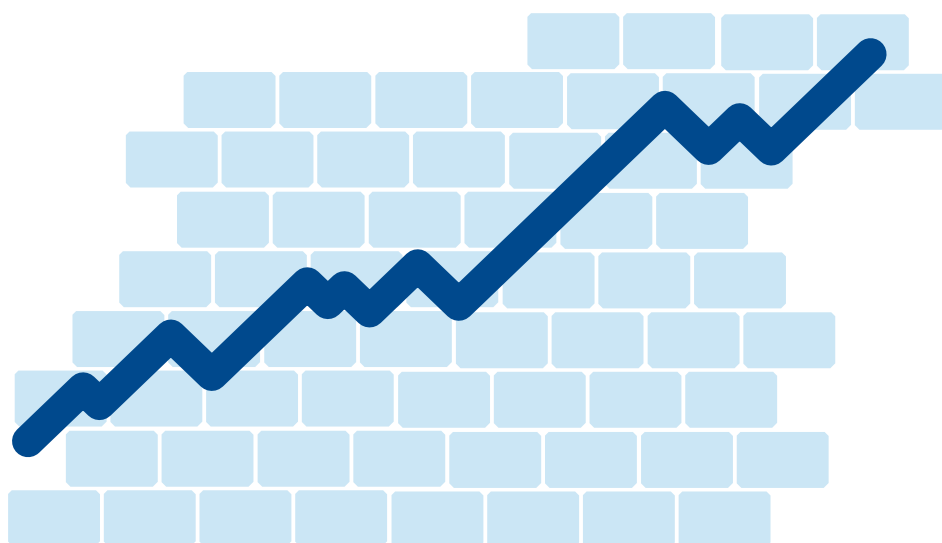


### PORTEFØLJEFORVALTERE

Filip Weintraub, Jonas Edholm og David Harris\*

\* Junior porteføljeforvalter

*Krøyers hund, Rap, 1898. Av P. S. Krøyer, en av Skagenmalerne. Tilhører Skagens Kunstmuseer (detalj).*



## Et tilfredsstillende kvartal

SKAGEN Focus ga en tilfredsstillende avkastning på 5,8 prosent i tredje kvartal 2016. I denne oppdateringen kommer vi først og fremst til å fokusere på våre individuelle aksjeposisjoner.

Men det er interessant å notere at aksjemarkedet generelt handles til høyere nivåer, tross alle hendelser i perioden som burde ha stresset investorer; hendelser som Donald Trumps fremgang, forunderlige sentralbankbeslutninger, dårlige tyske banker, kjernevåpentester i Nord-Korea og til slutt et oljepris-rally igangsatt av OPEC. Tross alt dette, etter turbulensen rundt Brexit i slutten av juni, hentet de globale aksjemarkedene seg inn i tredje kvartal med 1 prosent. Vekstmarkedene var enda sterkere, hvor vi økte vår eksponering etter en bottom-up prosess. Dette kvartalet minte oss om det gamle Wall Street-uttrykket «The market was climbing the wall of worry».

### SKAGEN FOCUS 3. KVARTAL 2016 (% AV FORVALTNINGSKAPITALEN)

De 5 største positive bidragsytere		5 største kjøp	
South32	1,27 %	Taiheiyo Cement	4,76 %
SK Hynix	0,87 %	Crown Confectionery	2,60 %
Infineon Technologies	0,80 %	Teva Pharmaceutical Industries	2,36 %
Omega Protein	0,76 %	AIG	1,95 %
JBS*	0,73 %	Schaeffler	1,42 %
De 5 største negative bidragsytere		5 største salg	
Crown Confectionery	-0,60 %	Hyundai Motor	-2,37 %
Pilgrim's Pride	-0,55 %	Omega Protein	-2,08 %
Teva Pharmaceutical Industries	-0,53 %	Jenoptik	-1,78 %
Magforce	-0,46 %	JBS*	-1,23 %
Taiheiyo Cement	-0,26 %	Aercap Holdings	-1,11 %

\* JBS er største aksjonær i Pilgrim's Pride, som utgjør 2,6 prosent av fondet. Disse to posisjonene bør sees på som en, med en total vekt på 7,2 prosent.



### Sement og nattklubber?

Midt under markedets forvirrede tilstand tidlig i kvartalet lyktes vi å øke noen av våre posisjoner til svært attraktive priser. Vi økte vår relativt nye posisjon i Philips Lighting. Med hensyn til gevinstveksten var det en topp-ti posisjon i porteføljen ved kvartalsslutt. Etter å ha mislyktes med å selge selskapet til en strategisk kjøper i et elendig klima var Royal Philips tvunget til å børsnotere Philips Lighting til det vi anser være en svært lav pris. Vi har fortsatt å øke posisjonen under introduksjonsprisen.

Vi har også kjøpt oss opp i den tyske bildelprodusenten Schaeffler. Tross en gjeldsreduksjon på mer enn 3 milliarder euro på balansen på ett og et halvt år, og en imponerende forventet fri kontantstrøm handles selskapet fortsatt til svært attraktive vurderingsnivåer. Schaeffler havnet også blant topp ti i fondet i kvartalet. Samtidig har vi redusert vår posisjon i Infineon, som er omvurdert etter fallet som ble forårsaket av Volkswagenskandalen for under et år siden, til en rekordhøy aksjekurs i dag. Vi ser fortsatt oppside i selskapet.

Som alltid med SKAGEN Focus er vår kjernevirksomhet å analysere selskapsspesifikke variabler og situasjoner med spesifikke investeringscase med hensyn til porteføljens risikospredning. Et mangfold av aksjer drev derfor avkastningen i kvartalet. Å forbli disiplinerte med å sette kursmål og handle etter disse er sentralt i vår investeringsprosess. Dette viste seg ved at vi solgte oss ut av flere av årets vinnende selskaper, inkludert Pan American Silver, AirAsia og Haitai. De to første gikk dårlig i 2015, men alle tre har

steget mer enn 100 prosent i år. Vi skiftet vår eksponering fra Pan American Silver til vårt australiabaserte gruveselskap South32, noe som viste seg å være en lønnsom beslutning.

### Høytpresterende nattklubb

For noen lesere kan navnet South32 minne om en prangende nattklubb. I virkeligheten er det et australsk gruveselskap verdt 10 milliarder dollar, som fortsatt flyr under de fleste investorers radar. South32 ble utskilt fra BHP Billiton i mai 2015 og består av BHP's ikke-strategiske aktiva. Disse er hovedsakelige høykvalitets aktiva. Selskapet hadde en ikke-optimert kostnadsstruktur og etter sitt første år som frittstående virksomhet, og etter sitt første år som frittstående virksomhet ble kostnadene kuttet med 25 prosent. Nettogjelden ble forvandlet til en solid kontantbeholdning og selskapet har også begynt å utbetale utbytte. Det er uvanlig i råvaresektoren i disse dager. Aksjen har endelig svart og steg mer enn 56 prosent i lokal valuta i kvartalet og har steget mer enn 120 prosent hittil i år.

Nok et vinnerelskap, vår minneprodusent SK-Hynix, ble omvurdert i løpet av kvartalet. Vi har lenge mistenkt at markedet har vært altfor negativ i sin prognose for prissettingen av DRAM, etter flere års dramatisk nedgang. Mistanken ble bekreftet da dynamikken mellom tilbud og etterspørsel ble endret til det bedre. Hynix økte mer enn 24 prosent i kvartalet.



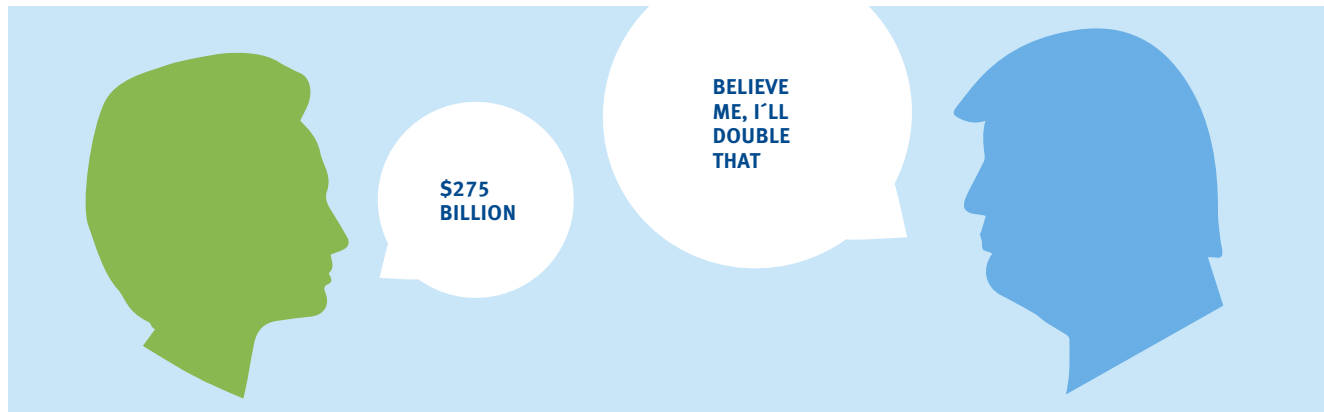
### Fare for «dårlig ku-sjuke»?

I slutten av fjoråret startet vi en posisjon i den brasilianskbaserte matvareprodusenten JBS – verdens fjerde største målt etter inntekt. Investeringsmuligheten i JBS bygger på en nedtrykt vurdering. Denne bunnen i statlige utredninger som pågår mot holdingselskapet – som JBS ikke har noe å gjøre med, i tillegg til overdreven

valutasikring i selskapet. Nå er JBS i ferd med å notere sine internasjonale eiendeler i USA, noe vi tror vil bidra til å bygge bro over vurderingsgapet til liknende selskaper som Tyson Foods.

Vår relaterte post i den amerikanske kyllingprodusenten Pilgrims Pride (PPC), hvor JBS eier 76 prosent av aksjene, var like fullt en av de svakeste bidragsyterne i kvarta-

let. Vi mistenker at det kan finnes ytterligere forenkling av selskapsstrukturen på mellomlang sikt. Dette i kombinasjon med at en avmatning i kyllingmarkedet er forventet og at det fins en sterk kortsiktig interesse for aksjen, lover godt for fremtiden. Den kombinerte JBS- og PPC-posisjonen er fondets nest største og står for 7,2 prosent av porteføljen.



**En oversett mulighet**

Det japanske markedet har i flere år vært for nedadgående og rammet av fallende etterspørsel. Markedet har gjennomgått en betydelig konsolidering de siste 20 årene, og står nå igjen med de tre største aktørene. Taiheiyō Cement er den største av dem med en markedsandel på 40 prosent. Vi har kjøpt oss inn i selskapet i løpet av kvartalet.

Aksjens vurdering synes å reflektere en ytterligere forverring av sementmarkedet i Japan og ser helt bort fra selskapets voksende tilstedeværelse i USA. Taiheiyō kjøpte sementvirksomhet fra Martin &

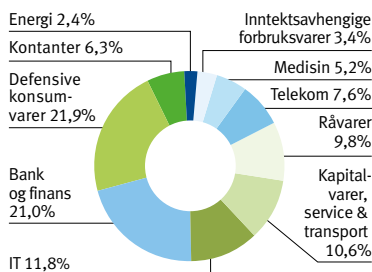
Marietta i fjor og kan dra nytte av økte infrastruktursatsinger i USA. Det senere er ironisk nok den eneste politikken de to presidentkandidatene Trump og Clinton synes å være enige om. Mange USA-relaterte selskap som driver med sementvirksomhet er omvurdert med mer enn 50 prosent i år, og handles til mer enn dobbelt så høye multipler som Taiheiyōs. Vi tror at OL i Tokyo i 2020 kommer til å drive en syklisk innhenting i etterspørsel etter sement de nærmeste årene, mens den nåværende kapasitetsutnyttelsen allerede ligger på 90 prosent. Taiheiyō Cement utgjorde 4 prosent av porteføljen ved utgangen av

kvartalet.

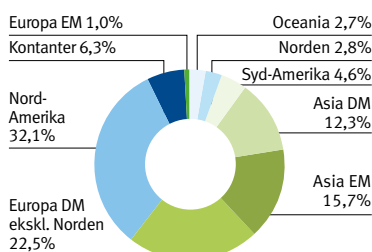
Hvis vi ser fremover, fortsetter vi å lete etter unike selskapssituasjoner hvor vårt krav om 50 prosents oppside for aksjen oppfylles, i en portefølje med et diversifisert sett av risikofaktorer. De gjeldende markedsforholdene hvor enkelte deler av markedet er overdrevet populære, eksempelvis langsiktige «vekst»-aksjer, massive ETF-strømmer og fiksering ved indeks, gir appetittvekkende muligheter for oss prisdrevne aktive investorer.

Takk for din fortsatte tillit – vi vil fortsette å arbeide hardt for å fortjene den i fremtiden.

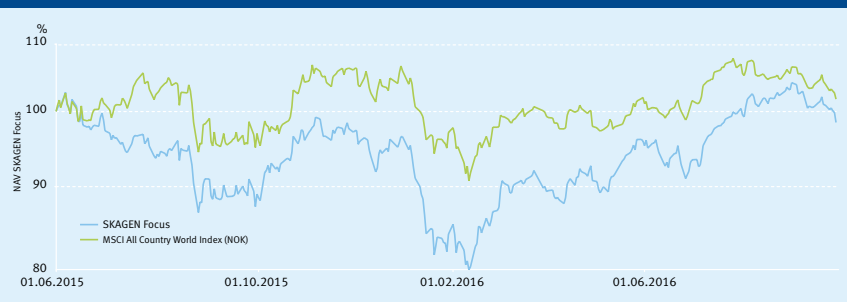
**BRANSJEFORDELING SKAGEN FOCUS**



**GEOGRAFISK FORDELING SKAGEN FOCUS**



**KURSHISTORIKK SKAGEN FOCUS**



**NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE I SKAGEN FOCUS (PER 30.9.2016)**

Selskap	Postens størrelse	Kurs	P/E 2016E	P/E 2017E	P/BV siste	Kursmål
American International Group Inc	7,5%	59,30	14,7	10,7	0,7	90
Jbs SA	4,6%	11,80	48,8	7,6	1,4	22
Softbank Group Corp	4,6%	6 522,00	7,5	10,8	3,1	9 600
Infineon Technologies AG	4,2%	15,90	22,4	19,7	3,7	20
SK Hynix Inc	4,1%	40 200,00	15,4	10,6	1,4	65 000
SBI Holdings Inc	4,0%	1 196,00	9,2	8,5	0,7	3 000
Taiheiyō Cement Corp	3,7%	289,00	8,0	8,7	1,7	420
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	3,6%	46,00	8,8	7,7	1,7	90
Schaeffler AG	3,5%	14,10	9,2	8,6	2,2	19
Philips Lighting NV	3,2%	23,70	12,2	10,5	1,4	30
<b>Topp 10 vektet gjennomsnitt</b>	<b>42,9%</b>		<b>11,9</b>	<b>9,8</b>	<b>1,3</b>	
<b>Aksjer (35 posisjoner)</b>	<b>93,6%</b>					
<b>Kontanter</b>	<b>6,4%</b>					
<b>Totalt</b>	<b>100,0%</b>					

*P/E kan avvike fra andre kilder når de er basert på SKAGENs estimater. \* JBS er største aksjonær i Pilgrim's Pride, som utgjør 2,6 prosent av fondet. Disse 2 posisjonene bør sees på som en, med en total vekt på 7,2 prosent.*

Verdipapir		Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markeds- verdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Fordeling	Børs
American International Group Inc	Financials	212 000	102 236	99 967	-2 269	7,49%	New York
Jbs SA	Consumer Staples	2 110 000	50 468	61 405	10 937	4,60%	Sao Paulo
Softbank Group Corp	Telecommunication Services	118 300	54 401	60 882	6 482	4,56%	Tokyo
Infineon Technologies AG	Information Technology	393 000	45 805	55 526	9 721	4,16%	Frankfurt
SK Hynix Inc	Information Technology	188 000	45 159	54 805	9 646	4,11%	Seoul
SBI Holdings Inc	Financials	568 000	59 955	53 605	-6 350	4,02%	Tokyo
Taiheiy Cement Corp	Materials	2 160 000	53 227	49 258	-3 969	3,69%	Tokyo
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	Health Care	130 000	56 411	47 833	-8 579	3,58%	NASDAQ
Schaeffler AG	Industrials	368 033	47 287	46 247	-1 041	3,47%	Frankfurt
Philips Lighting NV	Industrials	201 193	39 205	42 657	3 453	3,20%	Amsterdam
Aryztà AG	Consumer Staples	117 707	45 073	41 448	-3 625	3,11%	Zürich
China Telecom Corp Ltd	Telecommunication Services	9 914 000	49 123	39 942	-9 181	2,99%	Hong Kong
Citizens Financial Group Inc	Financials	198 000	42 464	38 983	-3 482	2,92%	New York
Carlsberg AS-B	Consumer Staples	49 600	35 727	37 811	2 084	2,83%	København
South32 Ltd	Materials	2 415 601	29 705	35 597	5 892	2,67%	Sydney
Pilgrim's Pride Corp	Consumer Staples	210 000	40 963	35 235	-5 728	2,64%	New York
Alphabet Inc Class C	Information Technology	5 500	33 807	34 150	343	2,56%	NASDAQ
TerraVia Holdings Inc	Materials	1 436 525	30 157	32 210	2 053	2,41%	NASDAQ
Fila Korea Ltd	Consumer Discretionary	45 500	32 637	31 477	-1 160	2,36%	Seoul
E-MART Inc	Consumer Staples	27 000	33 624	30 837	-2 786	2,31%	Seoul
Omega Protein Corp	Consumer Staples	155 300	23 339	29 148	5 810	2,18%	New York
Synchrony Financial	Financials	129 572	33 194	28 758	-4 436	2,16%	New York
CIT Group Inc	Financials	98 000	33 812	28 303	-5 509	2,12%	New York
Jenoptik AG	Industrials	190 909	20 449	27 591	7 141	2,07%	Xetra
First Quantum Minerals Ltd	Materials	370 000	14 676	24 367	9 691	1,83%	Toronto
Stock Spirits Group Plc	Consumer Staples	1 410 375	30 671	22 917	-7 753	1,72%	London
Crown Confectionery Co Ltd	Consumer Staples	100 000	29 067	21 320	-7 747	1,60%	Seoul
Magforce AG	Health Care	595 989	29 829	20 878	-8 951	1,56%	Xetra
Aercap Holdings NV	Financials	58 210	18 126	17 714	-411	1,33%	New York
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	Energy	16 500 000	31 962	17 512	-14 450	1,31%	Hong Kong
Whiting Petroleum Corp	Energy	210 000	30 239	14 923	-15 316	1,12%	New York
Rentech Inc	Industrials	623 816	31 949	14 212	-17 737	1,07%	New York
Fourlis Holdings SA	Consumer Discretionary	400 251	10 037	13 769	3 732	1,03%	Aten
Massimo Zanetti Beverage Group SpA	Consumer Staples	195 564	15 008	12 560	-2 448	0,94%	Italien
FFP	Financials	20 606	12 994	12 262	-733	0,92%	Paris
Samsung SDI Co Ltd Pref	Information Technology	18 720	8 749	6 665	-2 084	0,50%	Seoul
Samsung SDI Co Ltd	Information Technology	9 000	7 139	6 265	-874	0,47%	Seoul
<b>Sum Verdipapirportefølje*</b>			<b>1 308 672</b>	<b>1 249 039</b>	<b>-59 634</b>	<b>93,61%</b>	
Disponibel likviditet				85 237		6,39%	
<b>Sum andelskapital</b>				<b>1 334 276</b>		<b>100,00%</b>	

\* Alle tall i 1 000 NOK.

# Muligheter i utfordringens tid

Verden står foran en kø av politiske og økonomiske utfordringer. Men det amerikanske valget, britenes skilsmisse fra EU og Kinas vakkende vekst byr på muligheter til å tjene penger – om utfallene ikke blir som markedet tror, og man velger riktig – og i tide.

Blir det Donald Trump eller Hillary Clinton som flytter inn i Det Hvite Hus på nyåret? Når dette skrives, i forkant av den andre presidentdebatten, har Hillary et lite forsprang på meningsmålingene. Når dette leses, kan stemningen har snudd. Utfallet er uklart, og man bør så absolutt ta høyde for at en breikjefet eiendomsutvikler og realityserie om noen få måneder kan nyte en sigar i det ovale rom.

Men vil en president Trump være en katastrofe? Nepe. Nesten ingen av oss har noen sans for hva han har sagt i valgkampen. Han fremstår som vulgær, blærete, ignorant og prinsipløs. Men om Trump skulle ende opp som president vil hans stab trolig tildekke de to første karaktertrekkene.

Hans ignoranse er verre. Det meste av det Trump sier om internasjonal handel, som at USA taper på å ha et handelsunderskudd med Kina, er vås fra enda til annen, selv om det sies av dem som burde vite bedre. «Vi har til ingen nytte snakket med Kina i mange år, mens dets handelsoverskudd har svulmet... Nylig sa statsministeren, absurd nok, at landets valuta ikke er overvurdert... Kina må trues med en importtoll på 25 %». Trump? Nei. Sitatet er fra Paul Krugman, professor, spaltist i The New York Times og nobelprisvinner i økonomi. Selv middels skolerte rådgivere vil sannsynligvis påpeke overfor Trump at proteksjonisme vil krympe USAs økonomi. Og det kan godt være at disse, og mange andre utspill fra Trump er kun ment å provosere frem bedre avtaler.

Jeg ser ikke bort fra at Trump, som den slue forretningsmannen han er, kan snu, og at verden til slutt ender opp med færre, snarere enn flere enn flere begrensinger på fri flyt av varer, tjenester kapital og

arbeidskraft. På samme måte som Richard Nixon overrasket alle ved på dra Maos Kina inn i den diplomatiske varmen, kan f.eks. Trump godt finne på å få Russland med på en frihandelsavtale – og jeg ser ikke bort fra at en tur eller to til Beijing radikalt kan endre på hans syn på de sino-amerikanske handelsforbindelsene. Poenget er at hvis Trump blir president, er det mest sannsynlig at hans politikk blir en positiv overraskelse. Han prinsipløshet kan vise seg som et aktiva.

## Fortsatt usikkerhet rundt Brexit

Britene har stemt for å skille seg fra EU, men samlivsbruddet vil ta tid og kan ende med en forsoning. Formelt sett har ikke Storbritannia ennå søkt om skilsmisse – det antas nå å bli gjort i mars neste år. Deretter følger to år med skillsmiseforhandlinger. I mellomtiden skal det være parlamentsvalg både i Storbritannia og Tyskland og presidentvalg i Frankrike. Både EU og Storbritannia vil forandre seg i forhandlingsperioden, og Brexit kan fortone seg annerledes for begge parter etter som forhandlingene går sin gang. Jeg ser ikke bort fra at det ender med gjenforening – husk at folkeavstemningen kun var rådgivende og at Storbritannias uskrevne grunnlov legger all makt til parlamentet. Om du tror løpet er kjørt, vær i hvert fall forberedt på å bli overrasket.

## Stagnerende kinesisk vekst

Står Kina foran en hard landing? Her er jeg usikker. Gjennom 4 tiår har midtens rike hatt en enorm inntektsutvikling – til glede for kineseren selv og konsumenter over hele verden. I det siste har veksten stagnert. Noe annet var ikke må vente. I grunnen til at Kina kunne vokse så hurtig

så lenge var at de, takket være kommunisme, startet på et svært lavt nivå da de begynte å liberalisere økonomien på tampen av 70-tallet. Med et høyt inntektsnivå er det langt vanskeligere å kunne innkasere nye høye vekstrater uansett hvilken økonomisk politikk som føres.

Det snakkes mye om at Kinas økonomiske modell må legges om – ned med investeringer og opp med forbruket. Dette er misforstått. Ingen land blir rikere av å forbruke mer, høyere forbruk, som Kina vitterlig har hatt i årtier, er medaljens forside av at man arbeider mer, akkumulerer kapital og bruker ressursene på en stadig mer effektiv måte.

Problemet i Kina er en alt for stor offentlig sektor, med masse av offentlig eide bedrifter som ikke drives lønnsomt, men holdes opp av politisk bestemte kredittbeslutninger. En genuin omlegging av kinesisk økonomi krever egentlig bare at man slutfører hva Deng Xiaoping startet – fortsette med privatiseringer, dereguleringer og avbyråkratisering. Noe som vil gi mer, ikke mindre vekst.

Spørsmålet er om myndighetene er villige til å ta ytterligere steg i den retning. Hvis de stritter imot, og prøver å holde liv i offentlige tapssluk med subsidiert kreditt, ender det med knall og fall. Jeg frykter det siste, men håper jeg tar feil.



– Torgeir Høyen  
Porteføljeforvalter SKAGEN Tellus

# Trump og Brexit

SKAGEN Tellus hadde en avkastning på -3,3 prosent i 3. kvartal, mens indeksen falt 4,4 prosent. Den negative utviklingen når fondet måles i norske kroner skyldes at norske kroner har styrket seg.

## SKAGEN Tellus

Døråpner til globale renter

- › Kursgevinster og kuponger bidro til å løfte kursen
- › Kroatia beste investering i kvartalet
- › Vi har kjøpt korte britiske statsobligasjoner etter at pundet svekket seg betydelig.

1	2	3	RISIKO	5	6	7
Fondets startdato	29. september 2006					
Avkastning siden oppstart	113,92 %					
Gjennomsnittlig avkastning per år	6,19 %					
Forvaltningskapital	1069 mill NOK					
Antall andelseiere	2 727					

AVKASTNING	3.KV. 16*	12 M*
SKAGEN Tellus	-3,34 %	-1,32 %
JP Morgan GBI Broad Index Unhedged	-4,40 %	2,00 %

\* Per 30 september, 2016.



### PORTEFØLJEFORVALTERE

Jane Tvedt, Torgeir Høien og Sondre Solvoll Bakketun

Interiør. Brøndums aneks, ca. 1920. (Utsnitt).  
Av Anna Ancher, en av Skagenmalerne.  
Bildet tilhører Skagens Kunstmuseer.

Om man måler i euro, som er SKAGEN Tellus' referansevaluta, var avkastningen 0,3 prosent for fondet og minus -0,8 prosent for indeksen. Kursgevinster og kuponger har i begge bidratt til å løfte kursen, mens summen av valuta-kursbevegelser har trukket i motsatt retning.

Som for SKAGEN Avkastning var Kroatia den beste investeringen i fondet tredje kvartal. Men også i Slovenia og Spania falt rentene og bidro til kursgevinster i fondet. Vi har plassert en betydelig del av fondet i Sør-Europa, både innenfor og utenfor euroområdet. Våre analyser tilsier at både høyere vekst og kvantitative lettelse fra den europeiske sentralbanken vil gi rentefall i denne delen av Europa. Til tross for at rentene allerede har kommet ned, er det fortsatt betydelig forskjell mellom rentene i Sør-Europa og Tyskland. Økonomisk vekst, bedre statsfinanser og pengepolitikk medfører trolig at denne divergensen krymper ytterligere – mens tyske statsrenter forblir omtrent på sitt nåværende nivå en god stund fremover.

Investeringene i USA og Mexico dro ned fondets avkastning i tredje kvartal. Pesoen har i det siste beveget seg i takt med Donald Trumps popularitet i den amerikanske presidentvalgkampen – jo sterkere han står på meningsmålingene, desto svakere er pesoen. Etter valget i november vil situasjonen mest sannsynlig roe seg – uansett valgutfall – og pesoen appresiere.

Det britiske pundet svekket seg kraftig i etterkant av Brexit-avstemningen. Da valgte vi å kjøpe korte britiske statspapirer. Pundet svekket seg som følge av usikkerhet knyttet til konsekvensene av separasjonsprosessen fra EU, som kan ta et par-tre år, og den endelige skilsmisseavtalen. Etter svake forventningsindikatorer rett etter folke-avstemningen, har tallene snudd overraskende fort. Optimismen er tilbake både hos konsumenter og bedrifter. Vi mener pundet snart vil følge etter og appresiere.

## VERDIPAPIRPORTEFØLJE SKAGEN TELLUS PER 30. SEPTEMBER 2016

Se hele verdipapirporteføljen: [www.skagenfondene.no/tellus-portefolje](http://www.skagenfondene.no/tellus-portefolje)

Verdipapir	Forfalls- dato	Kupong- prosent	Nominell, NOK ***	Kostnads- pris, NOK ***	Marked- kurs NOK	Pålagt rente, NOK	Markeds- kurs NOK ***	Markeds- verdi inkl pålagt rente NOK***	Urealisert gevinst/ tap, NOK **	Andeler av fondet
<b>STATSOBLIGASJONER</b>										
Canadian Government	01.11.2016	1,00	10 000	65 014	610,86	252	61 086	61 338	-3 929	5,74%
Chilean Government	05.08.2020	5,50	4 410 000	54 659	1,30	451	57 135	57 587	2 476	5,39%
Croatia Government Int Bond	30.05.2022	3,87	8 300	74 798	971,10	972	80 602	81 574	5 804	7,63%
European Bank Recon & Dev	19.03.2018	5,75	200 000	25 846	11,92	739	23 841	24 579	-2 005	2,30%
German Government	10.03.2017	0,00	2 000	18 779	899,75	0	17 995	17 995	-784	1,68%
Hellenic Republic Government	24.02.2035	3,00	9 000	53 134	535,14	1 449	48 162	49 611	-4 972	4,64%
Lithuanian Government	01.02.2022	6,62	5 500	42 570	990,20	478	54 461	54 939	11 891	5,14%
Mexican Government	15.12.2016	7,25	120 000	54 693	41,42	1 066	49 700	50 766	-4 993	4,75%
New Zealand Government	17.04.2023	5,50	8 000	54 358	705,04	1 176	56 403	57 579	2 045	5,39%
Norwegian Government	19.05.2017	4,25	80 000	83 898	102,34	1 248	81 870	83 118	-2 028	7,78%
Peruvian Government	12.08.2037	6,90	25 000	59 712	254,25	539	63 563	64 102	3 852	6,00%
Portugese Government	15.10.2025	2,87	7 000	66 651	880,95	1 731	61 667	63 398	-4 984	5,93%
Slovenia Government	30.03.2026	5,12	3 500	41 766	1 270,83	811	44 479	45 290	2 713	4,24%
Spanish Government	30.04.2025	1,60	6 000	55 241	962,60	361	57 756	58 117	2 514	5,44%
UK Government	23.01.2017	1,75	5 000	54 509	1 043,39	173	52 169	52 342	-2 340	4,90%
UK Government	07.09.2017	1,00	5 000	54 636	1 046,73	33	52 337	52 370	-2 299	4,90%
US Government	30.06.2017	0,62	10 800	88 468	800,92	135	86 500	86 635	-1 968	8,11%
US Government	30.11.2016	0,87	10 000	87 347	801,48	234	80 148	80 383	-7 199	7,52%
<b>Sum Verdipapirportefølje</b>				<b>1 036 081</b>		<b>11 849</b>	<b>1 029 874</b>	<b>1 041 723</b>	<b>-6 206</b>	<b>97,49%</b>
Disponibel likviditet				27 826		0	26 860	26 860	-966	2,51%
<b>Sum andelskapital</b>				<b>1 063 907</b>		<b>11 849</b>	<b>1 056 735</b>	<b>1 068 584</b>	<b>-7 172</b>	<b>100,00%</b>

### Nøkkeltall

Effektiv underliggende avkastning 2,12% Duration\* 3,75

\* Duration er et forenklet uttrykk for hvor mye kursen på rentepapiret fluktuerer om renten endrer seg med 1 prosent.

\*\* Alle tall i 1 000 NOK.

Effektiv rente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på et Rentepapir, fram til det forfaller.

Verdipapir er vurdert til markedskurs 30.09.2016.

Obligasjoner og sertifikat der det ikke eksisterer "market-maker" kurser prissettes fra tid til tid mot gjeldende yield-kurve.



## SKAGEN Credit

*Plukker de beste eplene fra den globale frukthage*

- › Positivt kvartal for fondet
- › EUR- og GBP-obligasjoner er blitt dyre
- › Fondets brede mandat gjør at vi kan investere i de beste verdipapirene globalt

1 2 RISIKO 4 5 6 7

Fondets startdato 30. mai 2014

Avkastning siden oppstart 2,38 %

Gjennomsnittlig årlig avkastning siden start 1,01 %

Forvaltningskapital 157 mill NOK

Antall andelseiere 539

**AVKASTNING** 3. KV. 16\* 12 M\*

SKAGEN Credit NOK 2,32 % 6,88 %

Statsobligasjonsindeks 1.0 0,02 % 0,48 %

\* Per 30 september, 2016.



### PORTEFØLJEFORVALTERE

Ola Sjöstrand  
og Tomas Nordbø Middelthon

*Epletrær, 1907. Av Michael Ancher.  
Bildet tilhører Skagens Kunstmuseer (beskåret).*

# Ser utenfor Europa

SKAGEN Credit hadde et godt tredje kvartal hvor nesten alle våre obligasjoner steg i verdi. Nervøsiteten i markedet rundt Brexit-avstemmingen i juni måtte vike for en gryende optimisme i juli. Stemningsskiftet gjorde at rentespreadene på de fleste selskapsobligasjoner krympet og at prisene dermed steg.

Både den Europeiske sentralbanken (ECB) og Bank of England har begynt å kjøpe selskapsobligasjoner i et forsøk på å få ned selskapenes lånekostnader på obligasjonsmarkedet. Det kommer til å hjelpe selskapene å finne billig finansiering og gi et løft til økonomien.

En konsekvens av støttekjøpene er at obligasjoner utstedt i Euro og britiske pund prises feil siden de vanlige markedskreftene settes ut av spill. I enkelte tilfeller påvirker tiltakene forholdet mellom risiko og avkastning. Obligasjonene som blir støttekjøpt velges nemlig utelukkende fra geografiske kriterier (obligasjoner utstedt i euroområdet, respektive Storbritannia), uten hensyn til om selskapenes kredittkvalitet forbedres eller forverres.

### Fordeler med et bredt mandat

De attraktive investeringsmulighetene i euro-selskapsobligasjonsmarkedet er færre – risk/reward forholdet betaler seg ganske enkelt ikke, når obligasjoner med den samme risikoen kan gi høyere rente og/eller spread i andre valutaer. Men SKAGEN Credit har et investeringsmandat som gjør at vi kan investere i en rekke ulike valutaer og land. Altså kan vi velge de verdipapirene som gir best risikojustert avkastning – derfor har vi minsket andelen euroobligasjoner i porteføljen. I det siste har det vært enklere å finne attraktive USD-obligasjoner, og nå ser til og med visse obligasjoner i skandinaviske valutaer mer fristende ut.

### Større kjøp og salg

I kvartalet solgte vi vår euroobligasjon i Volkswagen og fikk en fin gevinst på investeringen. Oppmerksomheten rundt dieselskandalen i begynnelsen av året gjorde at obligasjonene ble handlet på nivåer som ikke var på linje med den faktiske risikoen. Nå når mye av usikkerheten er borte er feilprisingen i høy grad korrigert og vi valgte derfor å gå ut av posisjonen.

Vi solgte også posten i den amerikanske kosmetikkigiganten Avon, etter at selskapet har begynt å kjøpe tilbake obligasjonene sine til attraktive priser.

Dollarobligasjonen fra nigerianske Diamond Bank fikk også forlate porteføljen. Den ustabile og uforutsigbare økonomiske situasjonen i Nigeria har gjort at prisen på Diamond Banks obligasjoner nå er mindre korrelert til bankens kredittkvalitet og i stedet blir styrt for mye av andre faktorer.

En del av beholdningen fra disse salgene ble brukt til å kjøpe en dollarobligasjon utstedt av den tyske bilkomponentprodusenten Schaeffler. Selskapets organisasjonsstruktur gjorde at den sterke kredittkvaliteten tidligere var delvis skjult eller i det minste ikke glassklar. Men allerede i september – omtrent et år tidligere enn vi hadde regnet med – oppklarte Schaeffler situasjonen og fikk umiddelbart høyere kreditttrating.

### Utsikter

Sentralbankenes tiltak i Euroområdet og Storbritannia har gjort det vanskeligere å finne investeringsmuligheter i obligasjoner i euro og pund. Betyr det at selskapsobligasjoner generelt vil gi dårligere avkastning fremover? Det er selvfølgelig ikke et enkelt svar på det spørsmålet, men det er viktig å vite om fondet du velger har muligheten til å investere i obligasjonsmarkeder utenfor Europa. Selskapsobligasjoner i USD, CAD, AUD og til og med NOK og SEK gir akkurat nå høyere avkastning og er enkelt tilgjengelige.

I SKAGEN Credit har vi mulighet til å håndplukke de obligasjonene som gir best risikojustert avkastning, uansett geografi, valuta, sektor og kreditttrating. Det gjør at vi har et godt utgangspunkt for å kunne skape god avkastning for våre kunder også i fremtiden.



# SKAGEN CREDIT VERDIPAPIRPORTEFØLJE PER. 30.09.2016

SKAGEN CREDIT NOK	Valuta	Pålydende	NOK	%
SKAGEN Credit	NOK	1 462	154 472	98,54
Likviditet			2 286	1,46
<b>Sum andelskapital</b>			<b>156 759</b>	<b>100,00</b>
Valutasikringsgrad	96,71%			
Eierandel av SKAGEN Credit	53,59%			

SKAGEN CREDIT MASTER FUND, NOK	Valuta	Forfallsdato	Pålydende	Kupong, prosent	Markedsverdi, NOK	Andel av fondet
<b>Verdipapir</b>						
Gazprom OAO	USD	11.04.2018	900	8,15	8 058	2,80
Petrobras Global Finance BV	USD	01.03.2018	600	5,88	4 981	1,73
Petrobras Global Finance BV	USD	20.01.2020	300	5,75	2 494	0,87
Seadrill Ltd	USD	15.09.2017	700	6,13	2 446	0,85
Petrobras Global Finance BV	USD	27.01.2021	200	5,38	1 600	0,56
<b>Sum Energy</b>					<b>19 580</b>	<b>6,79</b>
Glencore Canada Financial Corp	GBP	27.05.2020	500	7,38	6 194	2,15
INEOS	EUR	01.05.2023	600	4,00	5 494	1,91
Glencore Funding LLC	USD	30.05.2023	600	4,13	4 840	1,68
Glencore Funding LLC	USD	29.04.2019	500	3,13	4 073	1,41
<b>Sum Materials</b>					<b>20 601</b>	<b>7,15</b>
Color Group AS	NOK	18.09.2019	9 000	6,33	9 422	3,27
Schaeffler Finance BV	USD	15.05.2023	1 100	4,75	9 171	3,18
DSV A/S	DKK	18.03.2022	6 000	1,66	7 366	2,56
Tallink Group AS	NOK	18.10.2018	6 000	6,00	6 318	2,19
Stena AB	EUR	01.02.2019	620	5,88	5 861	2,03
Norwegian Air Shuttle AS	EUR	11.12.2019	500	7,25	4 780	1,66
Heathrow Funding Ltd	GBP	20.03.2020	300	6,00	3 693	1,28
Heathrow Funding Ltd	GBP	10.09.2018	300	6,25	3 414	1,18
Bombardier Inc	USD	16.03.2020	400	7,75	3 294	1,14
Bombardier Inc	USD	14.10.2022	400	6,00	2 961	1,03
Noble Group Ltd	USD	29.01.2020	350	6,75	2 297	0,80
Norwegian Air Shuttle AS	NOK	03.07.2017	2 000	4,76	2 004	0,70
PostNL NV	GBP	14.08.2018	168	7,50	1 976	0,69
<b>Sum Industrials</b>					<b>62 558</b>	<b>21,71</b>
Best Buy Co Inc	USD	15.03.2021	900	5,50	7 994	2,77
Jaguar Land Rover Automotive Plc	GBP	01.03.2023	600	3,88	6 471	2,25
Samvardhana Motherson Automotive	EUR	15.07.2021	600	4,13	5 521	1,92
Fiat Finance & Trade SA	EUR	15.03.2018	400	6,63	3 990	1,38
Samvardhana Motherson Automotive	USD	16.12.2021	400	4,88	3 344	1,16
Fiat Chrysler Finance Europe	EUR	22.03.2021	300	4,75	3 007	1,04
<b>Sum Consumer Discretionary</b>					<b>30 326</b>	<b>10,53</b>
JBS Investments GmbH	USD	28.10.2020	900	7,75	7 787	2,70
Cosan	USD	14.03.2023	700	5,00	5 482	1,90
Safeway Ltd	GBP	10.01.2017	400	6,00	4 376	1,52
Lennar Corp	USD	17.06.2019	500	4,50	4 227	1,47
<b>Sum Consumer Staples</b>					<b>21 873</b>	<b>7,59</b>
Insurance Australia Group Ltd	GBP	21.12.2026	800	5,63	8 635	3,00
Länsförsäkringar Bank AB	SEK	27.04.2026	9 000	1,81	8 632	3,00
Danske Bank AS	GBP	29.09.2021	600	5,38	6 612	2,29
Amlin Plc	GBP	18.12.2026	600	6,50	6 555	2,27
Bank of Baroda	USD	23.07.2019	750	4,88	6 442	2,24
Standard Chartered PLC	EUR	23.11.2022	400	3,63	3 963	1,38
Standard Chartered Bank	GBP	03.04.2018	200	7,75	2 342	0,81
Banco Est Rio Grande Sul	USD	02.02.2022	250	7,38	1 980	0,69
<b>Sum Financials</b>					<b>45 162</b>	<b>15,67</b>
Rolta Americas LLC	USD	24.07.2019	400	-	380	0,13
<b>Sum Information Technology</b>					<b>380</b>	<b>0,13</b>
VimpelCom Holdings BV	USD	01.03.2022	850	7,50	7 672	2,66
Bharti Airtel Ikkernational	USD	20.05.2024	700	5,35	6 259	2,17
Frontier Communications Corp	USD	15.09.2022	550	10,50	4 675	1,62
Bharti Airtel Ikkernational	EUR	20.05.2021	400	3,38	3 956	1,37
<b>Sum Telecommunication Services</b>					<b>22 563</b>	<b>7,83</b>
BKK AS	NOK	22.05.2020	13 000	1,76	13 003	4,51
EDP Finance BV	USD	01.10.2019	1 400	4,90	12 193	4,23
<b>Sum Utilities</b>					<b>25 196</b>	<b>8,74</b>
American Tower Corp	USD	15.02.2019	300	3,40	2 502	0,87
<b>Sum Real Estate</b>					<b>2 502</b>	<b>0,87</b>
<b>Sum verdipapirportefølje</b>					<b>250 740</b>	
IRS EUR 20180620	EUR	20.06.2018	3 000		-398	-0,14
IRS EUR 20210511	EUR	11.05.2021	600		-208	-0,08
IRS GBP 20180129	GBP	29.01.2018	1 200		-258	-0,09
IRS GBP 20230523	GBP	23.05.2023	400		-190	-0,07
IRS USD 20180620	USD	20.06.2018	3 500		-337	-0,11
IRS USD 20190820	USD	20.08.2019	2 000		-328	-0,11
IRS USD 20210622	USD	22.06.2021	1 000		-327	-0,12
IRS USD 20220927	USD	27.09.2022	1 500		-49	-0,02
IRS USD 20230905	USD	05.09.2023	1 000		-42	-0,02
<b>Sum Derivater</b>					<b>-2 136</b>	<b>-0,74</b>
<b>Likviditet</b>					<b>39 553</b>	<b>13,72</b>
<b>TOTAL PORTEFØLJE</b>					<b>288 156</b>	<b>100,00</b>



## SKAGEN Avkastning

Aktiv renteforvaltning

1	RISIKO	3	4	5	6	7
Fondets startdato	16. september 1994					
Avkastning siden oppstart	212,68 %					
Forvaltningskapital	1563 mill NOK					
Gjennomsnittlig årlig avkastning siden start	5,31 %					
Antall andelseiere	10 975					
<b>AVKASTNING</b>	<b>3. KV. 16*</b>	<b>12 M*</b>				
SKAGEN Avkastning	0,76 %	2,81 %				
ST4X	-0,64 %	0,57 %				

\* Per 30 september, 2016.



### PORTEFØLJEFORVALTERE

Jane Tvedt, Torgeir Høien og  
Sondre Solvoll Bakketun

*Båden sættes i søen. Skagen. 1884. (Utsnitt).  
Av Oscar Björck, en av Skagenmalerne.  
Bildet tilhører Skagens Kunstmuseer.*

# Det lønnet seg å dra til Kroatia

SKAGEN Avkastning har hatt en god avkastning hittil i år. Kroatia var vinneren i tredje kvartal.

Fra årsskiftet er fondskursen opp 2,6 prosent, mens indeksen var opp 0,5 prosent. I tredje kvartal steg fondskursen med 0,8 prosent, mens indeksen var ned 0,6 prosent i samme periode.

Kredittpåslaget på bankpapirene, som utgjør rundt 70 prosent av porteføljen, falt med omkring 17 basispunkter i løpet av kvartalet. Det kraftige fallet i kredittpåslaget ga en god avkastning utover den løpende renten på de norske papirene i porteføljen.

### God utvikling i Kroatia

Fondets investering i Kroatia fortsatte den gode utviklingen den har hatt i hele 2016. Renten på vår obligasjon har falt med 150 basispunkter siden årsskiftet, noe som har gitt en kursøkning på 8,0 prosent. I siste kvartal falt renten med 100 basispunkter og løftet obligasjonskursen 5,0 prosent.

Vi investerte i Kroatia fordi vår analyse tilsa at de såkalte kvantitative lettelsene fra den europeiske sentralbanken (ESB) ville føre til at også rentene på euro-denominert gjeld utenfor euroområdet kom til å falle. Kroatia hadde en relativ høy rente, noe som tilsa et stort potensial for rentefall. Når dette skives er renten på fondets kroatisk obligasjon, som forfaller i 2022, 2,3 prosent. Det er 2,8 prosentpoeng høyere enn en tysk obligasjon med lik løpetid. Vi mener det er et potensial for ytterligere rentefall i Kroatia.

Til tross for problemer med å få på plass en permanent regjering i Spania så har renten falt i tredje kvartal. Spansk økonomi vokser seg ut av problemene og markedet har tro på at Rajoy, leder av det konservative partiet og statsminister siden 2011, til slutt vil stable på beina en ny flertallsregjering.

De forhandler fortsatt. Når en regjering er på plass, og markedet får visshet om at den positive økonomiske politikken videreføres, faller rentene trolig enda mer.

Portugal og Hellas bidro negativt til avkastningen i kvartalet. I Portugal har svakere nøkkeltall samt redsel for at Portugal skal miste sin siste investmentgrad-rating, og dermed ekskluderes fra ESBs obligasjonskjøpsprogram, ført til renteøkning. Vi mener at markedet overvurderer betydningen av en slik potensiell hendelse. Hvis ratingbyrået DBRS nedgraderer Portugal, kommer etter all sannsynlighet ESB til å ville justere på kravene for å være en del av programmet. Slik vil Portugal fortsatt være kvalifisert. Vi har derfor valgt å kjøpe mer portugisisk stat ettersom rentene har økt. Vi solgte oss ut av Slovenia i juli etter å ha fått en solid kursgevinst.

Utenlandsandelen i fondet er nå 15,3 prosent, lavere enn normalt. Det skyldes at globale statsrenter har falt så kraftig at renten på investeringer i norske banker er bedre enn renten på plasseringer i store deler av globale statsobligasjoner. Fondets effektive rente er 1,7 prosent. Rentefølsomheten er 1,3 år, og gjennomsnittlig løpetid på investeringene er 2,6 år.

Verdipapir	Forfalls- dato	Kupong	Pålydende ***	Kostpris ***	Markeds- kurs	Påløpt rente	Markeds- verdi***	Markeds- verdi inkl. påløpt rente***	Urealisert gevinst/ tap	Andel av fondet
<b>RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE</b>										
<b>Finans</b>										
Aurskog Sparebank	03.09.2018	2,09	48 000	48 620	100,78	70	48 375	48 445	-246	3,10 %
BN Bank ASA	12.08.2019	1,70	20 000	19 600	99,52	46	19 903	19 949	303	1,28 %
BN Bank ASA	22.05.2018	2,03	25 000	24 972	100,68	55	25 170	25 225	198	1,61 %
Bolig- og Næringskreditt AS	03.11.2016	1,89	5 000	5 039	100,05	15	5 002	5 018	-37	0,32 %
Bank 1 Oslo Akershus AS	05.03.2018	2,19	36 000	36 393	101,01	55	36 364	36 419	-29	2,33 %
Bank 1 Oslo Akershus AS	15.03.2017	2,78	32 000	32 707	100,66	37	32 213	32 250	-495	2,06 %
Brage Finans AS	18.12.2017	1,81	25 000	24 954	99,82	14	24 954	24 968	0	1,60 %
Eiendoms-kreditt AS	04.12.2017	1,71	20 000	20 080	100,11	24	20 023	20 047	-57	1,28 %
Fana Sparebank	09.05.2017	1,47	30 000	30 093	100,02	64	30 007	30 071	-86	1,92 %
Jæren Sparebank	08.05.2018	2,09	10 000	10 169	100,74	31	10 074	10 105	-95	0,65 %
Jæren Sparebank	30.10.2018	2,21	20 000	20 058	101,19	77	20 239	20 316	181	1,30 %
Kredittforeningen for Sparebanker	12.02.2019	1,92	30 000	30 293	100,33	78	30 100	30 178	-193	1,93 %
Kredittforeningen for Sparebanker	27.02.2018	1,96	30 000	30 363	100,57	52	30 172	30 225	-191	1,93 %
Kredittforeningen for Sparebanker	29.09.2017	1,41	50 000	49 910	99,96	-6	49 982	49 976	71	3,20 %
OBOS-banken AS	08.01.2018	1,37	40 000	40 015	99,90	128	39 961	40 089	-54	2,56 %
OBOS-banken AS	25.08.2017	1,41	30 000	29 655	99,96	42	29 987	30 029	332	1,92 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	28.03.2019	1,63	10 000	9 997	99,62	1	9 962	9 963	-35	0,64 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	15.05.2017	1,98	20 000	20 086	100,33	51	20 065	20 116	-21	1,29 %
Sparebanken Øst	09.09.2019	1,87	25 000	25 000	100,34	27	25 086	25 113	86	1,61 %
Pareto Bank ASA	09.01.2017	2,83	10 000	10 129	100,39	64	10 039	10 103	-90	0,65 %
Sandnes Sparebank	06.11.2018	2,00	55 000	55 891	100,15	162	55 082	55 244	-809	3,53 %
Sandnes Sparebank	19.03.2018	2,63	20 000	20 702	101,27	107	20 255	20 362	-447	1,30 %
Santander Consumer Bank AS	08.08.2019	1,68	18 000	17 997	99,99	18	17 999	18 017	1	1,15 %
Santander Consumer Bank AS	14.03.2019	2,47	20 000	20 287	101,89	22	20 378	20 400	91	1,30 %
Santander Consumer Bank AS	19.02.2018	1,83	17 000	17 000	100,49	36	17 083	17 120	83	1,09 %
Sparebank 1 Søre Sunnmøre	20.02.2019	1,73	13 000	13 007	99,92	24	12 989	13 014	-18	0,83 %
SpareBank 1 BV	24.04.2018	1,40	40 000	39 464	99,91	104	39 966	40 070	502	2,56 %
Sparebank 1 SMN	26.11.2018	1,91	37 000	36 714	100,68	69	37 252	37 321	538	2,39 %
Sparebank 1 SMN	15.03.2017	2,99	20 000	20 787	100,76	15	20 152	20 167	-635	1,29 %
Sparebanken Sør	20.02.2019	1,52	70 000	70 006	99,70	115	69 790	69 906	-216	4,47 %
Sparebanken Sør	29.10.2018	1,84	20 000	19 871	100,67	64	20 133	20 198	262	1,29 %
Sparebanken Hedmark	04.12.2018	1,72	20 000	19 968	100,23	24	20 045	20 069	77	1,28 %
Sparebanken Hedmark	30.10.2019	1,55	35 000	34 741	99,57	95	34 849	34 944	108	2,23 %
Sparebanken Møre	02.03.2018	1,39	30 000	29 958	99,89	32	29 968	30 001	10	1,92 %
Sparebanken Møre	05.12.2016	2,19	12 000	12 022	100,16	18	12 019	12 037	-3	0,77 %
Sparebank 1 Telemark	08.05.2018	1,98	25 000	25 400	100,74	73	25 184	25 257	-216	1,62 %
Sparebank 1 Telemark	12.09.2018	1,94	27 000	27 398	100,73	26	27 196	27 223	-202	1,74 %
Sparebank 1 SR-Bank	13.12.2018	1,87	40 000	39 804	100,59	35	40 235	40 270	431	2,58 %
Sparebanken Vest	15.01.2018	2,10	50 000	50 268	100,95	225	50 476	50 701	209	3,24 %
Totens Sparebank	27.09.2018	2,01	20 000	20 328	100,64	3	20 128	20 131	-200	1,29 %
<b>STATSOBLIGASJONER</b>										
Croatia Government International Bond	30.05.2022	3,87	6 000	54 067	969,87	702	58 192	58 894	4 126	3,77 %
Hellenic Republic Government	24.02.2031	3,00	3 000	18 547	567,52	482	17 026	17 508	-1 521	1,12 %
Hellenic Republic Government	24.02.2032	3,00	5 000	28 452	557,84	804	27 892	28 696	-559	1,84 %
Portugese Government	15.10.2025	2,87	8 000	76 125	880,00	1 976	70 400	72 376	-5 725	4,63 %
Spanish Government	30.04.2025	1,60	6 400	58 114	961,64	385	61 545	61 929	3 430	3,96 %
<b>Sum Verdipapirportefølje</b>			<b>1 345 051</b>			<b>6 543</b>	<b>1 343 912</b>	<b>1 350 455</b>	<b>-1 139</b>	<b>86,37 %</b>
Disponibel likviditet			209 829			13	213 044	213 057	3 215	13,63 %
<b>TOTAL</b>			<b>1 554 881</b>			<b>6 556</b>	<b>1 556 956</b>	<b>1 563 513</b>	<b>2 076</b>	<b>100,00 %</b>
<b>Nøkkeltall portefølje</b>										
Effektiv underliggende avkastning			2,22 %							
Effektiv avkastning til kunder*			1,72 %							
Rentefølsomhet**			1,26							

\* effektiv underliggende avkastning justert for forvaltningshonorar.

\*\* rentefølsomhet er et forenklet uttrykk for hvor mye kursen på rentepapiret vil endre seg dersom renten endrer seg 1 prosentpoeng.

Effektiv rente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på et rentepapir fram til det forfaller

Verdipapirer er vurdert til markeds-kurser 30.09.2016

Obligasjoner og sertifikater der det ikke eksisterer "market-maker" kurser prises til en hver tid mot gjeldende yield-kurve.

Andelskurs per 30.09.2016

141,0440



# Bedre enn på lenge

Høy rente i dagens lavrenteregime.

## SKAGEN Høyrente

Sammen for bedre renter

RISIKO 2 3 4 5 6 7

Fondets startdato 18. september 1998

Avkastning siden oppstart 104,27 %

Gjennomsnittlig årlig avkastning siden start 4,0 %

Forvaltningskapital 3056 mill NOK

Antall andelseiere 6148

AVKASTNING 3. KV. 16\* 12 M\*

SKAGEN Høyrente 0,53 % 1,96 %

Statssertifikatindeks 0.50 0,14 % 0,59 %

\* Per 30 september, 2016.



### PORTEFØLJEFORVALTERE

Elisabeth Gausel og Ola Sjöstrand

Fiskere trækker nod på Skagen Nordstrand. Sildig eftermiddag, 1883. (Utsnitt). Av P. S. Krøyer, en av Skagemalerne. Bildet tilhører Skagens Kunstmuseer.

## SKAGEN Balanse 60/40



### PORTEFØLJEFORVALTER

Beate Bredesen

Pengemarkedsfondet SKAGEN Høyrente har siden oppstarten i 1998 vært SKAGENS alternativ til bankkonto. Nå er dette alternativet bedre enn på lenge. I disse dager med historisk lave renter er det ikke mye avkastning å hente gitt at man skal holde risikoen på et minimumsnivå. I dette klimaet tilbyr ikke bankene lenger like gode betingelser på bankkonto, så til sammenligning seiler SKAGEN Høyrente opp som et veldig bra alternativ.

Gjennomsnittlig innskuddsrente på bankkonto uten bindingstid hos de 20 beste bankene ligger på 1,2 %. (Tall hentet fra Finansportalen ved utgangen av tredje kvartal) Effektiv rente i SKAGEN Høyrente er 1,6 %. Effektiv rente er en indikasjon på hva avkastningen vil bli de neste 12 måneder gitt at porteføljen, rentenivå og kredittspreader holder seg uendret.

Årsaken til at vi kan tilby høyere rente er utviklingen i de norske pengemarkedsrentene. 3 måneders NIBOR ligger på 1,15 %, og dette er høyt sammenlignet på sentralbankens styringsrente som ligger helt nede på 0,50 %. Historisk har differansen mellom 3 måneders NIBOR og styringsrenten ligget på rundt 20-25 basispunkter. Nå er denne differansen altså oppe i over 60 punkter. Hovedårsaken til at NIBOR holder seg høy

er en økning i dollarrenten som benyttes ved beregning av NIBOR. Dollarrenten har økt som følge av nye reguleringer av amerikanske pengemarkedsfond. Dette, sammen med strengere likviditetskrav til banker både i Norge og internasjonalt, tilsier at påslaget i NIBOR kan holde seg høyt en stund fremover.

3 måneders NIBOR er den viktigste basisrenten i alle våre investeringer, så vi nyter godt av at denne renten er høy. I tillegg får vi et påslag over NIBOR når vi kjøper obligasjoner. Dette påslaget varierer med hvilket selskap man kjøper og hvilken løpetid obligasjonene har.

SKAGEN Høyrente investerer i lån til både banker, kraft- og industriselskaper, samt bankinnskudd. Vi låner kun ut penger etter grundige analyser av selskapene. I tillegg har vi en god spredning i fondet ved at vi fordeler lånene utover til flere aktører. Dette fører til at risikoen i fondet blir lav og kan sammenlignes med risikoen ved å ha pengene i banken.

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markeds-kurs	Påløpt rente	Markeds-verdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Prosent fordeling
<b>AKSJEFOND</b>							
SKAGEN Global	73 302	90 348	1 346		98 670	8 322	29,43 %
SKAGEN Vekst	26 764	47 462	1 908		51 075	3 613	15,23 %
SKAGEN Kon-Tiki	71 812	47 487	693		49 758	2 271	14,84 %
<b>Sum Aksjefond</b>		<b>185 297</b>			<b>199 503</b>	<b>14 206</b>	<b>59,51 %</b>
<b>RENTEFOND</b>							
SKAGEN Høyrente	496 897	50 084	101	614 065	50 618	534	15,10 %
SKAGEN Høyrente Institusjon	501 273	49 979	100	518 567	50 500	521	15,06 %
SKAGEN Avkastning	240 375	33 423	137	1 012 990	33 904	481	10,11 %
<b>Sum Rentefond</b>		<b>133 486</b>			<b>135 022</b>	<b>1 536</b>	<b>40,27 %</b>
<b>Sum verdipapirportefølje</b>		<b>318 783</b>		<b>2 145 622</b>	<b>334 525</b>	<b>15 742</b>	<b>99,78 %</b>
Disponibel likviditet					732		0,22 %
<b>Sum andelskapital</b>					<b>335 257</b>		<b>100,00 %</b>
Basiskurs per 30.09.2016			135,2356				

Verdipapir	Forfalls- dato	Kupong	Pålydende ***	Kostpris **	Markeds- kurs	Påløpt rente	Markeds- verdi ***	Markeds- påløpt rente ***	Urealisert gevinst/ tap ***	Andel av fondet
<b>RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE</b>										
<b>Finans</b>										
BN Bank ASA	15.03.2017	2,84	80 000	82 389	100,65	57	80 521	80 578	-1 867	2,64 %
BN Bank ASA	22.05.2018	2,03	40 000	39 914	100,68	88	40 271	40 359	358	1,32 %
Bank 1 Oslo Akershus AS	05.03.2018	2,19	60 000	60 252	101,01	91	60 606	60 698	354	1,99 %
Helgeland Sparebank	05.09.2017	1,54	40 000	40 026	100,13	43	40 052	40 095	26	1,31 %
Helgeland Sparebank	16.08.2018	2,01	55 000	55 699	100,81	138	55 444	55 582	-255	1,82 %
Kredittforeningen for Sparebanker	03.10.2016	2,31	24 000	24 463	100,01	-5	24 002	23 997	-461	0,79 %
Kredittforeningen for Sparebanker	10.02.2017	1,95	17 000	17 009	100,20	47	17 034	17 081	25	0,56 %
Kredittforeningen for Sparebanker	12.02.2019	1,92	33 000	32 883	100,33	86	33 110	33 196	227	1,09 %
Kredittforeningen for Sparebanker	18.01.2018	2,40	10 000	10 122	101,22	49	10 122	10 171	0	0,33 %
Kredittforeningen for Sparebanker	18.04.2017	1,51	30 000	30 036	100,10	93	30 030	30 123	-6	0,99 %
Kredittforeningen for Sparebanker	27.02.2018	1,96	58 000	58 434	100,57	101	58 333	58 434	-101	1,91 %
Kredittforeningen for Sparebanker	29.09.2017	1,41	30 000	29 949	99,96	-4	29 989	29 986	40	0,98 %
Kredittforeningen for Sparebanker	29.10.2018	2,02	12 000	12 016	100,78	43	12 094	12 137	78	0,40 %
OBOB-banken AS	08.01.2018	1,37	15 000	15 001	99,90	48	14 985	15 033	-16	0,49 %
OBOB-banken AS	25.08.2017	1,41	11 000	10 913	99,96	16	10 995	11 011	82	0,36 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	18.01.2018	2,05	78 000	79 378	100,76	329	78 596	78 924	-782	2,58 %
Sparebanken Øst	10.01.2019	1,76	40 000	40 107	100,54	158	40 217	40 375	110	1,32 %
Sandnes Sparebank	06.11.2018	2,00	79 000	78 402	100,15	233	79 118	79 350	716	2,60 %
Sandnes Sparebank	19.03.2018	2,63	90 000	92 416	101,27	480	91 148	91 627	-1 269	3,00 %
Santander Consumer Bank AS	19.02.2018	1,83	25 000	25 030	100,49	53	25 122	25 176	92	0,82 %
SpareBank 1 BV	04.12.2017	1,43	85 000	84 164	99,99	84	84 989	85 073	825	2,78 %
SpareBank 1 BV	11.04.2017	1,78	25 000	25 164	100,30	100	25 075	25 175	-89	0,82 %
SpareBank 1 BV	13.03.2019	1,79	20 000	20 092	100,34	17	20 069	20 086	-24	0,66 %
Sparebank 1 SMN	15.03.2017	2,99	101 500	104 805	100,76	76	102 269	102 345	-2 536	3,35 %
Sparebanken Sogn og Fjordane	06.06.2017	1,74	60 000	60 456	100,27	70	60 160	60 229	-296	1,97 %
Sparebanken Sogn og Fjordane	21.08.2017	2,71	65 000	66 675	101,19	191	65 771	65 962	-904	2,16 %
Sparebanken Sør	05.03.2018	2,01	30 000	30 379	100,75	42	30 226	30 268	-153	0,99 %
Sparebanken Sør	20.02.2019	1,52	25 000	24 991	99,70	41	24 925	24 966	-65	0,82 %
Sparebanken Sør	30.11.2017	2,28	79 000	79 887	101,02	155	79 802	79 958	-85	2,62 %
Sparebank 1 Nord-Norge	15.01.2018	2,07	92 000	93 536	100,91	407	92 840	93 247	-696	3,05 %
Sparebank 1 Nordvest	20.03.2018	2,06	30 000	30 225	100,70	17	30 210	30 227	-15	0,99 %
Sparebank 1 Nordvest	25.01.2019	2,24	20 000	20 164	101,22	83	20 245	20 328	81	0,67 %
Sparebank 1 Telemark	12.09.2018	1,94	25 000	25 108	100,73	24	25 182	25 206	74	0,82 %
Sparebank 1 Telemark	16.11.2017	2,39	25 000	25 608	101,07	75	25 267	25 342	-341	0,83 %
Sparebank 1 Telemark	28.01.2019	1,72	46 000	46 161	100,34	141	46 156	46 297	-5	1,51 %
Sparebank 1 SR-Bank	13.12.2018	1,87	35 000	35 150	100,59	31	35 205	35 236	55	1,15 %
Sparebanken Vest	30.06.2017	1,43	40 000	39 738	100,03	0	40 012	40 012	273	1,31 %
<b>Industri</b>										
Entra ASA	10.04.2017	2,23	86 000	86 521	100,46	432	86 393	86 825	-128	2,84 %
Entra ASA	20.09.2018	2,33	69 000	69 814	101,34	45	69 924	69 968	110	2,29 %
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	18.10.2019	1,85	50 000	50 000	100,00	0	50 000	50 000	0	1,64 %
Steen & Strøm AS	11.11.2016	2,35	15 000	15 043	100,09	49	15 014	15 063	-29	0,49 %
Steen & Strøm AS	22.05.2017	1,83	65 000	65 091	100,18	129	65 116	65 245	24	2,13 %
<b>Kraft</b>										
Agder Energi AS	04.04.2018	2,01	75 000	75 300	100,82	-17	75 612	75 595	312	2,47 %
Agder Energi AS	28.10.2016	1,69	90 000	90 420	100,02	270	90 019	90 289	-401	2,95 %
Agder Energi AS	29.05.2017	1,46	45 000	44 956	100,03	58	45 012	45 070	56	1,47 %
BKK AS	22.05.2018	1,63	110 000	110 131	100,11	194	110 120	110 314	-11	3,61 %
BKK AS	22.08.2017	2,36	125 000	127 010	100,80	320	125 997	126 317	-1 013	4,13 %
<b>RENTEPAPIRER MED FAST RENTE</b>										
<b>Industri</b>										
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	15.03.2017	1,43	30 000	30 000	99,95	18	29 984	30 002	-16	0,98 %
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	27.10.2016	1,47	50 000	50 000	100,00	314	49 999	50 313	-1	1,65 %
<b>Sum Verdipapirportefølje</b>			<b>2 461 027</b>		<b>5 511</b>	<b>2 453 382</b>	<b>2 458 893</b>	<b>-7 645</b>	<b>80,45 %</b>	
Disponibel likviditet			597 050		583	597 050	597 634	0	19,55 %	
<b>TOTAL</b>			<b>3 058 077</b>		<b>6 094</b>	<b>3 050 432</b>	<b>3 056 526</b>	<b>-7 645</b>	<b>100,00 %</b>	
<b>Nøkkeltall portefølje</b>										
Effektiv underliggende avkastning	1,82 %									
Effektiv avkastning til kunder*	1,57 %									
Rentefølsomhet**	0,10									

\* Effektiv underliggende avkastning justert for forvaltningshonorer.

\*\* Rentefølsomhet er et forenklet uttrykk for hvor mye kursen på rentepapiret vil endre seg dersom renten endrer seg 1 prosentpoeng.

\*\*\* Tall i 1000 NOK.

Effektiv rente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på et rentepapir fram til det forfaller.

Verdipapirer er vurdert til markedskurs 30.09.2016.

Obligasjoner og sertifikater der det ikke eksisterer "market-maker" kurser prises til enhver tid mot gjeldende yield-kurve.

Andelskurs per 30.09.2016

101,8687



# Fokus på likviditet

Vi er restriktive med å investere i de aller minste bankene.

## SKAGEN Høyrente Institusjon

Sammen for bedre renter

RISIKO 2 3 4 5 6 7

Fondets startdato	14. mars 2003
Avkastning siden oppstart	51,8 %
Gjennomsnittlig avkastning pr år	3,1 %
Forvaltningskapital	876 mill NOK
Antall andelseiere	47

**AVKASTNING 3. KV. 16\* 12 M\***

SKAGEN Høyrente Institusjon	0,33 %	1,63 %
Statsobligasjonsind. 0.25	0,14 %	0,58 %

\* Per 30 september, 2016.



### PORTEFØLJEFORVALTERE

Elisabeth Gausel og Ola Sjøstrand

Skagen Sønnerstrand. Septemberdag, 1893. (Utsnitt). Av Michael Ancher, en av Skagenmalerne.  
Bildet tilhører Skagens Kunstmuseer.

Hittil i år har SKAGEN Høyrente Institusjon hatt en avkastning på 1,33 %, mens indeksens avkastning i samme periode var 0,41 %. For tredje kvartal alene var fondets avkastning 0,33 % mens indeksen la på seg 0,14 %.

Den viktigste basisrenten for investeringene i fondet er 3 måneders NIBOR. Denne er relativt høy nå, og det påvirker avkastningen. Se mer informasjon om dette under teksten til SKAGEN Høyrente.

Kreditspreadene økte litt i september etter en nedgang gjennom store deler av året. De største og mest likvide norske sparebankene betaler nå drøye 60 punkter over 3 måneders NIBOR for et 3 års lån.

Vi har et høyt fokus på likviditeten

til fondet slik at det ikke skal by på noen problemer å takle store kundebevegelser. Dette innebærer at vi er restriktive med å investere i de aller minste bankene med få lån ute i markedet, eller hvor likviditeten er lav av andre grunner. Dersom vi likevel velger en mindre likvid utsteder, er dette kun små poster.

Vi er restriktive med hensyn til bankinnskudd med bindingstid, dette også på grunn av påvirkningen det får på likviditeten i fondet. Vi har kun en veldig liten andel bundne innskudd, og disse er godt betalt sammenlignet med alternativ investering i markedet. Per utgangen av tredje kvartal var kun 2,2 % av fondet plassert på bankkonto med 31 dagers løpende bindingstid.

Verdipapir	Forfalls- dato	Kupong	Pålydende ***	Kestpris ***	Markeds- kurs	Pålept rente	Markeds- verdi ***	Markeds- verdi inkl. pålept rente ***	Urealisert gevinst/ tap ***	Andel av fondet
<b>RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE</b>										
BN Bank ASA	14.11.2017	2,59	10 000	10 287	101,17	33	10 117	10 151	-170	1,16 %
BN Bank ASA	15.03.2017	2,84	5 000	5 060	100,65	4	5 033	5 036	-27	0,58 %
BN Bank ASA	18.07.2017	1,39	10 000	9 981	100,02	29	10 002	10 030	21	1,15 %
Helgeland Sparebank	15.03.2017	2,78	10 000	10 118	100,66	12	10 066	10 078	-51	1,15 %
Helgeland Sparebank	17.01.2018	2,05	10 000	10 191	100,89	42	10 089	10 131	-102	1,16 %
Kredittforeningen for Sparebanker	03.10.2016	2,31	5 000	5 026	100,01	-1	5 000	4 999	-25	0,57 %
Kredittforeningen for Sparebanker	10.02.2017	1,95	30 000	30 056	100,20	83	30 061	30 143	5	3,44 %
Kredittforeningen for Sparebanker	18.04.2017	1,51	5 000	5 004	100,10	16	5 005	5 020	1	0,57 %
OBOs-banken AS	13.03.2019	1,56	20 000	19 941	99,49	15	19 899	19 914	-43	2,27 %
OBOs-banken AS	25.08.2017	1,41	9 000	8 991	99,96	13	8 996	9 009	5	1,03 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	15.05.2017	1,98	25 000	25 125	100,33	63	25 081	25 145	-44	2,87 %
Sparebanken Øst	03.07.2017	1,39	14 000	14 023	100,08	-2	14 012	14 010	-11	1,60 %
Sparebanken Øst	16.01.2018	2,03	11 000	11 034	100,86	46	11 095	11 141	61	1,27 %
Sandnes Sparebank	19.03.2018	2,63	20 000	20 262	101,27	107	20 255	20 362	-7	2,33 %
Santander Consumer Bank AS	14.03.2019	2,47	5 000	5 073	101,89	5	5 095	5 100	22	0,58 %
Santander Consumer Bank AS	18.11.2016	2,32	36 000	36 133	100,13	100	36 048	36 148	-85	4,13 %
SpareBank 1 BV	04.12.2017	1,43	25 000	24 998	99,99	25	24 997	25 022	-1	2,86 %
Sparebank 1 SMN	26.11.2018	1,91	7 000	6 975	100,68	13	7 048	7 061	73	0,81 %
Sparebank 1 SMN	18.06.2018	1,42	5 000	4 976	99,82	2	4 991	4 993	15	0,57 %
Sparebanken Sogn og Fjordane	06.06.2017	1,74	25 000	25 084	100,27	29	25 066	25 095	-17	2,87 %
Sparebanken Sør	16.03.2017	3,00	5 000	5 071	100,76	6	5 038	5 044	-33	0,58 %
Sparebanken Hedmark	05.10.2016	1,54	25 000	24 973	100,00	93	25 001	25 094	28	2,87 %
Sparebanken Møre	05.12.2016	2,19	28 000	28 125	100,16	43	28 045	28 087	-81	3,21 %
Sparebanken Møre	09.10.2018	2,05	5 000	5 020	101,16	23	5 058	5 081	39	0,58 %
Sparebanken Møre	31.03.2017	1,48	5 000	4 994	100,06	0	5 003	5 003	9	0,57 %
Sparebank 1 Nord-Norge	15.01.2018	2,07	25 000	25 150	100,91	111	25 228	25 339	78	2,89 %
Sparebank 1 Nordvest	08.11.2018	1,72	5 000	4 972	99,99	13	4 999	5 012	28	0,57 %
Sparebank 1 Nordvest	20.03.2018	2,06	10 000	10 075	100,70	6	10 070	10 076	-5	1,15 %
Sparebank 1 Nordvest	30.05.2017	1,48	16 000	15 952	100,04	20	16 006	16 026	54	1,83 %
Sparebank 1 SR-Bank	16.01.2017	2,90	32 000	32 407	100,51	191	32 162	32 353	-245	3,69 %
Totens Sparebank	14.10.2016	2,83	22 000	22 717	100,06	135	22 012	22 147	-705	2,53 %
<b>Sum Verdipapirportefølje</b>				<b>467 790</b>		<b>1 272</b>	<b>466 579</b>	<b>467 851</b>	<b>-1 212</b>	<b>53,43 %</b>
Disponibel likviditet				407 723		78	407 723	407 801	0	46,57 %
<b>TOTAL</b>				<b>875 514</b>		<b>1 350</b>	<b>874 302</b>	<b>875 652</b>	<b>-1 212</b>	<b>100,00 %</b>

### Nøkkeltall portefølje

Effektiv underliggende avkastning	467 790	1 272	466 579	467 851	-1 212	53,43 %
Effektiv avkastning til kunder*	407 723	78	407 723	407 801	0	46,57 %
Rentefølsomhet**	875 514	1 350	874 302	875 652	-1 212	100,00 %

\* effektiv underliggende avkastning justert for forvaltningshonorar.

\*\* rentefølsomhet er et forenklet uttrykk for hvor mye kursen på rentepapiret vil endre seg dersom renten endrer seg 1 prosentpoeng. Effektiv rente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på et rentepapir fram til det forfaller. Verdipapirer er vurdert til markedskurser 30.09.2016. Obligasjoner og sertifikater der det ikke eksisterer "market-maker" kurser prises til en hver tid mot gjeldende yield-kurve.

# Avkastning, risikomål og risikojustert avkastning

## Avkastning\*

per 30.09.2016	YTD 2016	Siste 12 måneder	Siste 2 år	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 7 år	Siste 10 år	Siden start
SKAGEN Vekst A	-3,9%	4,4%	5,9%	8,7%	11,6%	7,3%	4,5%	13,8%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic <sup>1</sup>	-6,3%	2,4%	12,4%	14,2%	16,6%	13,3%	7,6%	10,0%
SKAGEN Global A	-8,1%	4,2%	8,2%	10,1%	14,3%	10,7%	7,0%	14,5%
MSCI World AC <sup>2</sup>	-3,9%	5,0%	13,8%	15,5%	17,6%	12,7%	6,0%	4,6%
SKAGEN Kon-Tiki A	1,2%	7,1%	5,1%	6,2%	8,9%	7,1%	7,8%	14,3%
MSCI Emerging Markets <sup>3</sup>	5,0%	9,6%	8,4%	9,3%	9,7%	7,1%	6,1%	8,7%
SKAGEN m2 A	0,8%	8,3%	14,1%	13,5%				12,0%
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	-0,2%	8,5%	20,0%	17,9%				17,4%
SKAGEN Focus A	2,0%	10,6%						-1,2%
MSCI World AC	-3,9%	5,0%						1,3%
SKAGEN Balanse 60/40	-2,2%	3,9%	5,0%	6,2%				6,8%
SKAGEN Balanse 60/40 kombinert indeks	-1,3%	3,4%	7,5%	8,5%				8,4%
SKAGEN Avkastning	2,6%	2,8%	2,2%	3,1%	3,8%	3,4%	3,6%	5,3%
Statsobligasjonsind. 3.00	0,5%	0,6%	2,3%	2,6%	2,2%	3,2%	3,7%	5,2%
SKAGEN Tellus A	-3,1%	-1,3%	8,1%	8,1%	8,2%	6,8%	6,2%	6,2%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR <sup>4</sup>	-0,2%	2,0%	15,0%	12,4%	7,2%	6,6%	6,2%	6,2%
SKAGEN Credit NOK	6,0%	6,9%	1,1%					1,0%
Statsobligasjonsindeks 1.0	0,4%	0,5%	1,1%					1,2%
SKAGEN Høyrente	1,7%	2,0%	1,6%	1,9%	2,4%	2,5%	3,3%	4,0%
Statsobligasjonsind. 0.50	0,4%	0,6%	0,9%	1,1%	1,4%	1,7%	2,5%	3,6%
SKAGEN Høyrente Institusjon	1,3%	1,6%	1,6%	1,9%	2,4%	2,5%	3,3%	3,1%
Statsobligasjonsind. 0.25	0,4%	0,6%	0,8%	1,0%	1,3%	1,6%	2,4%	2,4%

## Risikomål

per 30.09.2016	SKAGEN VEKST A	SKAGEN GLOBAL A	SKAGEN KON-TIKI A	SKAGEN Avkastning	SKAGEN Tellus A	SKAGEN Høyrente
<b>TRADISJONELLE RISIKO- OG PRESTASJONSMÅL SISTE 5 ÅR</b>						
Standardavvik, fond	0,11	0,12	0,13	0,01	0,07	0,00
Standardavvik, referanseindeks	0,10	0,10	0,12	0,02	0,10	0,00
Relativ volatilitet	0,06	0,05	0,05	0,02	0,06	0,00
Beta	0,91	1,08	0,99	-0,05	0,61	0,21
Aktiv andel	92 %	92 %	92 %			

## Risikojustert avkastning

per 30.09.2016	SKAGEN VEKST A	SKAGEN GLOBAL A	SKAGEN KON-TIKI A	SKAGEN Avkastning	SKAGEN Tellus A	SKAGEN Høyrente
<b>TRADISJONELLE RISIKO- OG PRESTASJONSMÅL SISTE 5 ÅR</b>						
Alfa	-0,03	-0,04	-0,01	0,04	0,04	0,02
Sharpe-brøken, fond	0,86	1,02	0,56	1,86	0,89	3,49
Sharpe-brøken, referanseindeks	1,36	1,51	0,66	0,48	0,56	0,35
Information Ratio Arithmetic	-0,71	-0,55	-0,15	0,67	0,15	2,79

\* Alle avkastningstall utover 12 måneder er annualisert

<sup>1</sup> SKAGEN Veksts investeringsmandat ble med virkning fra 1.1.2014 endret fra at fondet investerte minst 50 % av sine midler i Norge til at fondet investerer minst 50 % av sine midler i Norden. Dette betyr at avkastning for endringen ble oppnådd under andre forutsetninger enn i dag. Fondets referanseindeks før 1.1.2014 var en likt sammensatt referanseindeks av Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX) og MSCI All Country World. Referanseindeks før 1.1.2010 var Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX)

<sup>2</sup> Før 1.1.2010 var indeks MSCI World (NOK)

<sup>3</sup> Referanseindeksen for SKAGEN Kon-Tiki var verdensindeksen fram til 31.12.2003 og vekstmarkedsindeksen etter denne dato.

Avkastningstallene for referanseindeksen er derfor en kombinasjon av disse indeksene. For fullstendig oversikt over våre fond se [www.skagenfondene.no](http://www.skagenfondene.no)

<sup>4</sup> Før 01.01.2013 var indeks Barclays Capital Global Treasury Index 3-5 years

## ORDFORKLARING

Alle beregninger av mål er basert på månedlige observasjoner.

**Standardavviket** er et mål på variasjonen den årlige avkastningen har hatt. Tilnærmet har 2/3 av årlig avkastning vært i området pluss minus ett standardavvik. Sannsynligheten for at avkastningen avviker mer enn to standardavvik fra forventet avkastning er cirka fem prosent. Et høyt standardavvik kan antyde høy risiko også fremover.

**Relativ volatilitet** er standardavviket til den årlige meravkastningen i forhold til indeks i den aktuelle perioden. Relativ volatilitet måler forvalters evne til å skape jevn meravkastning i forhold til referanseindeksen, men brukes ofte som et mål på et fonds uavhengighet av indeksen.

**Jensens Alfa** måler porteføljens meravkastning utover referanseporteføljens avkastning gitt sitt risikonivå målt ved beta. Jo høyere Jensens's alfa, jo bedre. Jensens alfa er et mål på risikojustert meravkastning og viser hvor mye høyere avkastning fondet har oppnådd enn hva man burde forventet i forhold til markedsrisikoen det tar (målt ved beta).

**Beta** –måler samvariasjonen mellom fondet og referanseporteføljen i forhold til variasjonen til referanseporteføljen, og er et mål på markedsrisiko. En beta på 1 over en periode betyr at fondet har svingt likt og i samme retning som referanseporteføljen. En beta på -0,5 betyr at fondet har svingt halvparten så mye som referansen og i motsatt retning. En beta på over 1 betyr at fondet har vært mer volatil enn referanseindeksen.

**Sharpe-brøken** er et mål på hvor god avkastningen har vært i forhold til risikofri rente, og i forhold til avkastningsvariasjonene. Positiv Sharpe betyr høyere avkastning enn for risikofri rente. Jo høyere Sharpe, jo bedre har risikojustert avkastning vært. Størrelsen kan derfor brukes som et langsiktig risikomål, men brukes også ofte som et absolutt mål på historisk risikojustert avkastning.

**Aktiv andel** viser hvor stor andel av porteføljens papirer som ikke er i referanseporteføljen.

**Informasjonsbrøken** viser, som Sharpe-brøken, risikojustert meravkastning, men i forhold til referanseindeksen. Jo høyere score, jo høyere risikojustert meravkastning har fondet hatt. Informasjonsbrøken måler forvalters evne til å skape risikojustert meravkastning, mens relativ volatilitet måler evnen til jevn meravkastning.

Returadresse:  
Skagen AS  
Postboks 160  
4001 Stavanger

**B** ØKONOMI  
ÉCONOMIQUE



**SKAGEN AS** ble opprettet i Stavanger i 1993, og er en av landets ledende fondsforvaltere.

**Hovedkontor:**

**SKAGEN AS**

**Postboks 160, 4001 Stavanger**

**Skagen 3, Torgterrassen**

**Telefon: 04001**

**Telefaks: 51 86 37 00**

**Organisasjonsnummer: 867 462 732**

**[kundeservice@skagenfondene.no](mailto:kundeservice@skagenfondene.no)**

**[www.skagenfondene.no](http://www.skagenfondene.no)**

**Kontakt Kundeservice:**

Du kan chatte, sende e-post eller ringe oss på telefon 04001 mellom klokken 8.00 og 21.00 mandag til torsdag, og 8.00 til 17.00 på fredag. Eller stikk innom et av våre kontorer.

*SKAGEN anbefaler alle som ønsker å investere i våre fond å ta kontakt med en kvalifisert kundefrådgiver på telefon 04001. Du kan også sende epost til [kundeservice@skagenfondene.no](mailto:kundeservice@skagenfondene.no)*

**Redaksjon:**

**Ole-Christian Tronstad, redaktør**

**Trygve Meyer**

**Michael Metzler**

**Parisa Kate Lemaire**




**Anna S Marcus**

**Vevika Søberg**

**Opplag: 4000**

**Design: Werksemd og  
Kaland Marketing**

**Forsidefoto:** *Michael Ancher, To fiskere, 1898. Maleriet er manipulert og tilhører Skagens Kunstmuseer.*

-  Hjemmemarked
-  Internasjonalt marked
-  Markedsføringsstillatelse

