

MARKEDSRAPPORT

SKAGEN



ET KVARTAL MED STORE SVINGNINGER

DET ER I HØY SJØ FERDIGHETENE BLIR TESTET

Kjære leser,

Året begynte med et bredt nedslag i både utviklede og fremvoksende markeder. Heldigvis fremstår turbulensen vi var vitne til allerede som et fjernt minne, ettersom markedene snudde opp igjen i slutten av januar / begynnelsen av februar. Dette gjaldt spesielt i fremvoksende markeder, som nå handles i positivt territorium i de fleste store valutaer. Etter 18 uker med netto utstrømning fra vekstmarkedsfond var det faktisk fire uker med netto tilstrømning i mars.

Indikerer den siste tidens sterke markeder at vi har gode tider i vente? Hvis jeg hadde gitt et klart svar på det burde det kanskje bekymre deg som leser, siden jeg dessverre ikke kan hevde å være særlig til spåmann.

Det er imidlertid alltid farer å ta hensyn til, og én slik fare er risikoen knyttet til utfallet av folkeavstemningen om Storbritannias EU-medlemskap 23. juni. Hvis verdens femte største økonomi ender opp med å forlate sitt største marked – i det som ofte kalles en "Brexit" – må vi tenke over hvordan markedene vil berøres av dette. Man trenger bare se på FTSE 100, som består av de 100 største selskapene i Storbritannia, for å se at dette hovedsakelig er en samling av multinasjonale selskaper som tilfeldigvis er notert på børs i London. Disse selskapene har sine viktigste inntekter i dollar, ikke britiske pund. I det lange løp kan virkningene av en Brexit derfor vise seg å bli nokså begrensede. På kort sikt har vi allerede sett en svekkelse i britiske pund, og det er umulig å si nøyaktig hvordan aksjemarkedene ville reagert.

I SKAGEN følger vi åpenbart med på hvordan makroøkonomiske forhold påvirker porteføljeinvesteringene våre. Som bottom-up-investorer tar vi imidlertid som regel ikke utgangspunkt i de makroøkonomiske forholdene i et land eller en region, men snarere verdsettelsen av konkrete selskaper og det unike settet av variabler som avgjør hvorvidt en investering vil bli vellykket eller ikke.

Den siste tiden har SKAGENS samlede resultater og vår aktive investeringsstil ikke blitt belønnet av finansmarkedene slik vi hadde ønsket. Vi er ikke alene om dette. Som et eksempel har 100 % av aktivt forvaltede aksjefond som selges i Nederland, ikke klart å slå sin referanseindeks de siste fem årene, ifølge en fersk undersøkelse utført av S&P Dow Jones Indices. Det kan virke utrolig at 100 % av aktive fond har mislykkes,

men heller ikke i Europa som helhet, eller USA, har aktive fond gitt investorene særlig mye å juble for i den aktuelle perioden.

For å vende tilbake til spørsmålet om hvorvidt vi har gode tider i vente fremover: Som aktive forvaltere har vi i SKAGEN som jobb å finne de beste mulige investeringene under alle typer markedsforhold. I grunn og bunn er det vår plikt å være positive og alltid sørge for at våre investeringsporteføljer består av en optimal sammensetning av undervurderte investeringer – uten å prøve å finne det nøyaktige tidspunktet for når vi vil få lønn for strevet. Før den tid kommer, vil vi ikke lokkes til ukritisk å kjøpe oss inn i hele markeder med posisjoner i alle børsnoterte selskaper for å kunne levere avkastning på linje med gjennomsnittet i markedet. I stedet fortsetter vi å ta aktive og godt begrunnede beslutninger om hva vi bør investere i for å levere avkastning over gjennomsnittet. SKAGEN Global-teamet vil fortelle deg mer om tre slike eksempler på nøye utvalgte investeringer – SONY, Capgemini og Baidu – som vi nylig har tatt inn i vår globale portefølje.

Ved utgangen av kvartalet endret Ole Sjøberg, porteføljeforvalter og hittil CIO, sin rolle til utelukkende å fokusere på å lede SKAGEN Vekst, og jeg gikk inn i rollen som fungerende CIO. Jeg vil fortsette prosessen som Ole startet, med fokus på å fremme et åpent miljø for dynamisk tenking om investeringer. Dette vil ikke være første gang jeg tar på meg rollen som CIO, og det er ikke første gang SKAGEN har en kombinert CEO/CIO-rolle.

Når det gjelder SKAGEN Vekst, har teamet hatt en god start på året. De har nylig tatt posisjoner i eBay og den svenske mote-giganten H&M, som kan virke som uvanlige investeringer for SKAGEN. I rapporten kan du lese mer om dette og andre aktiviteter i de ulike fondene. God lesing!



– Leif Ola Rød
Administrerende direktør

INNHOOLD



30

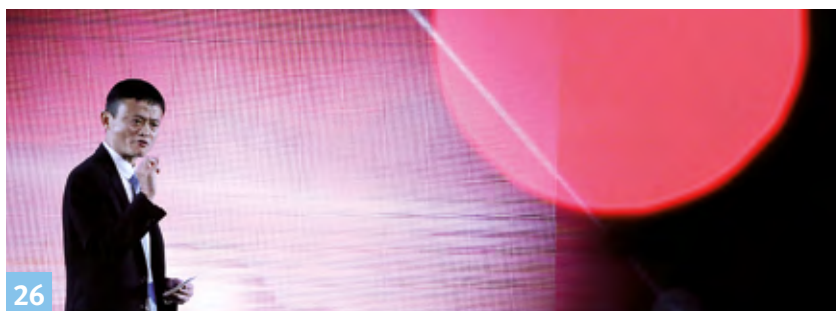
Sterkere. SKAGEN Tellus forventer styrking av dollaren som resultat av en sunn amerikansk økonomi.
Foto: Ark med 100-dollarsedler før de skjæres.



18

SKAGEN Global utnyttet muligheten til å investere i Baidu, den ledende søkemotoren i Kina.
Foto: Baidus selvkjørende bil avbildet ved selskapets hovedkontor i Beijing.

Foto: Bloomberg



26

Gjennom investeringen i japanske Softbank, er SKAGEN Focus eksponert mot kinesisk e-handel gjennom Softbanks 32% andel i Alibaba Group, Kinas dominerende netthandelaktør.
Foto: Jack Ma, styreformann i Alibaba..

Foto: Bloomberg

LEDER

Kjære leser, > 2
Leif Ola Rød

OM SKAGEN

Utvikling > 4
Avkastning- og risikomåling > 39

PORTEFØLJE- FORVALTERNES BERETNING

INNLEDNING

Et kvartal med store svingninger > 5

AKSJEFOND

SKAGEN Vekst > 10
På rett kurs i hardt vær

SKAGEN Global > 14
Sykluser som gjentar seg

SKAGEN Kon-Tiki > 18
Sykliske selskaper skapte den mest solide avkastningen

SKAGEN m² > 22
Konsolidering skaper motstandskraft

SKAGEN Focus > 26
Råvarer på toppen

KOMBINASJONSFOND

SKAGEN Balanse 60/40 > 36

RENTEFOND

Makrokommentar > 30
Helikoptrene tar neppe av

SKAGEN Tellus > 31
Motvind fra valutaen

SKAGEN Credit > 32
Store bevegelser i markedet

SKAGEN Avkastning > 34
Solid avkastning i et volatilt kvartal

SKAGEN Høyrente > 36
Økt aktivitet

SKAGEN Høyrente Institusjon > 38
Ingen synlig svekkelse

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 kundesrådgiver på telefon 04001. Du kan også sende epost til kundeservice@skagenfondene.no.

Utvikling

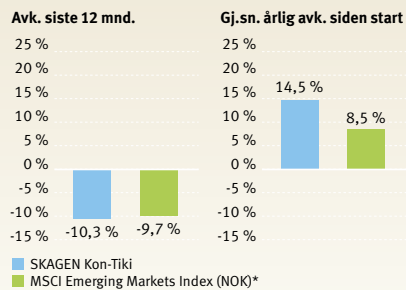
Tabellene viser avkastningen i SKAGENS fond målt mot referanseindeksene. Med mindre annet er oppgitt er alle avkastningstall i denne markedsrapporten knyttet til klasse A, og oppgis etter fradrag for gebyrer. Tall per 31. mars 2016.

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

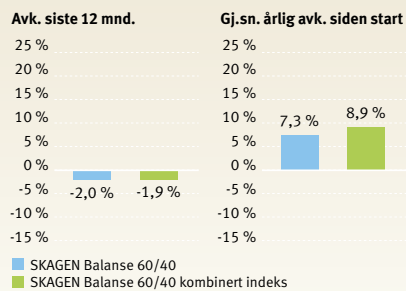
Forvaltere: Kristoffer Stensrud og Knut Harald Nilsson
Start: 5. april 2002



* Før 1.1.2004 var indeks MSCI World (NOK)

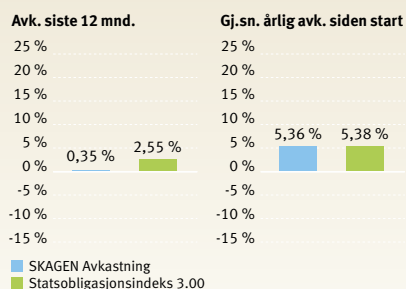
SKAGEN BALANSE 60/40

Forvalter: Beate Bredesen
Start: 29. februar 2012



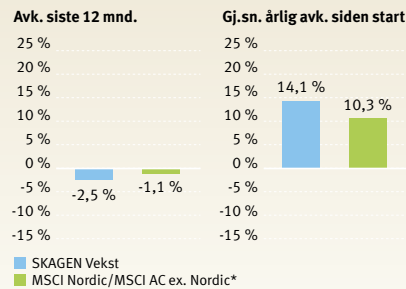
SKAGEN AVKASTNING

Forvalter: Jane Tvedt
Start: 16. september 1994



SKAGEN VEKST

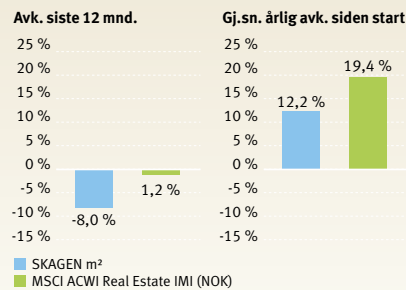
Forvaltere: Ole Sjøberg og Geir Tjetland
Start: 1. desember 1993



* Investeringsmandatet endret 1.1.2014. Mer informasjon på side 13. Før 1.1.2010 var indeks OSEBX

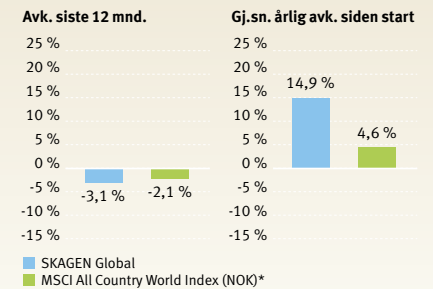
SKAGEN m²

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



SKAGEN GLOBAL

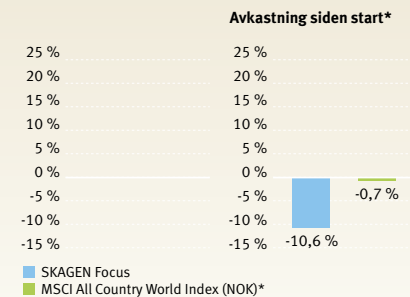
Forvalter: Knut Gezelius
Start: 7. august 1997



* Før 1.1.2010 var indeks MSCI World (NOK)

SKAGEN FOCUS

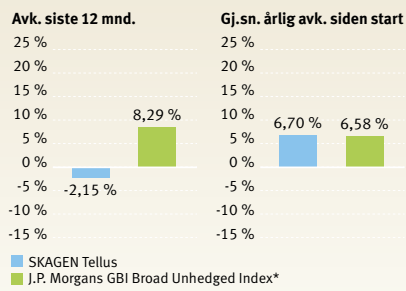
Forvalter: Filip Weintraub
Start: 26. mai 2015



* Fondet startet 26. mai 2015

SKAGEN TELLUS

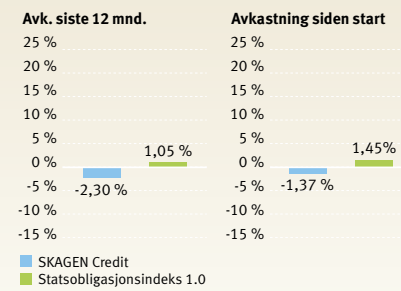
Forvalter: Torgeir Høyen
Start: 29. september 2006



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

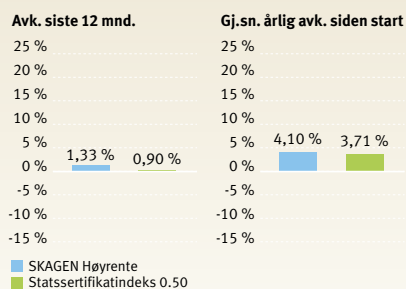
SKAGEN CREDIT NOK

Forvalter: Ola Sjøstrand
Start: 30. mai 2014



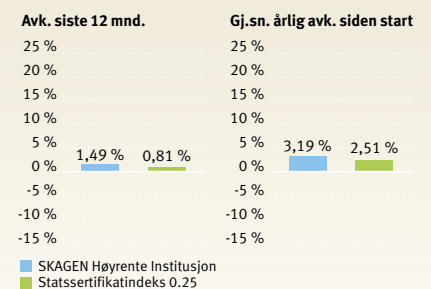
SKAGEN HØYRENTE

Forvalter: Elisabeth Gausel
Start: 18. september 1998



SKAGEN HØYRENTE INSTITUSJON

Forvalter: Elisabeth Gausel
Start: 14. mars 2003



Investeringsdirektørens beretning

Innledning

- › I første kvartal leverte SKAGENs aksjefond negativ avkastning på mellom - 8,4 prosent og - 3,5 prosent. De utviklede markedene falt med 6,2 prosent og ble slått av vekstmarkedene som falt 1,1 prosent.
- › Obligasjonsfondenes avkastning svingte fra minus 1,56 prosent for SKAGEN Tellus til pluss 1,10 prosent for SKAGEN Avkastning.
- › De viktigste råvarene hadde et utfordrende kvartal. For eksempel startet prisen på Brent Oil på 37 dollar og falt til 28 USD på kun et par uker, for så å komme tilbake til 40 USD i slutten av kvartalet. Globale aksjer fulgte samme mønster, men sluttet ikke kvartalet i samme positive terreng. Verdiinvestorer presterte litt bedre enn vekstinvestorer. Om dette er et tegn på en lengre periode hvor verdiforvaltning slår vekstforvaltning er ennå ikke klart.
- › Det innledende fallet i aksjer og råvarer kom som en overraskelse og var drevet av frykt for lavere vekst i Kina og USA. Samtidig ble finanssektoren rammet av frykt for tap på lån til energisektoren. Sentralbankenes litt forsinkede, men svært velkomne, reaksjon beroliget markedene i kvartalet.
- › Vi forventer en fortsatt nervøs stemning, men ser samtidig et sterkt grunnlag for fortsatt verdiskapning, i takt med at selskapene fortsetter å akkumulere kapital. Med mindre vi står overfor en global resesjon bør man bruke svake perioder til å samle finansielle aktiva, særlig aksjer.



Foto: Bloomberg

Ned og opp. Råvareaksjer var blant vinnerne i kvartalet. Oljeprisen falt 37% i starten av kvartalet men endte høyere på slutten av kvartalet. Foto: en oljepumpe i Russland - et av de sterkeste markedene i kvartalet.

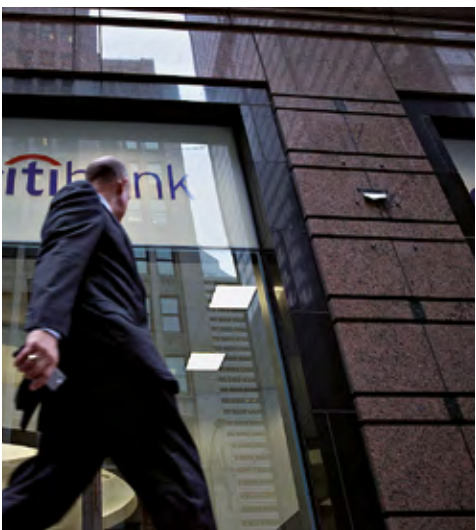


Foto: Bloomberg

Ned. Finansaksjer var blant taperne i kvartalet med Citigroup som den dårligste bidragsyteren i både SKAGEN Vekst og SKAGEN Global. Foto: en fotgjenger passerer en Citibank-filial i Chicago.

Et kvartal med store svingninger

– Ole Sjøberg
Investeringsdirektør

Kraftige bevegelser

De globale aksjemarkedene avsluttet første kvartal med et fall på 0,3 prosent målt i USD. Tiårige amerikanske statsobligasjoner ga en totalavkastning på 3,4 prosent på grunn av fallende rente.

Globale aksjer startet kvartalet med et fall på 12 prosent målt i USD, etterfulgt av en økning på 13 prosent i starten av februar. Latin-Amerika og Øst-Europa hadde den mest positive utviklingen i kvartalet, mens Asia og Vest-Europa falt mest. På sektornivå var nyttetjenester, telekom, råvarer og energi vinnerne, mens medisin, syklisk forbruk og finans sakk akkurat.

Vinnersektorene fra 2014 og 2015 henger etter i år, og omvendt for de dårligste sektorene foregående år. Dette kan være et tegn på en normalisering av de underliggende verdiene, eller at investorene satsar på høyere økonomisk vekst fremover enn den økonomiske nyhetsstrømmen tilsier for øyeblikket.

Markedet straffer selskaper som ikke lever opp til deres vekst- og inntjeningsmål. Dette er ikke uvanlig, men straffen har vært

spesielt tøff i første kvartal, særlig for høyt verdsatte selskaper. Investorene har tilsynelatende lett for å miste tålmodigheten med selskaper hvor en stor del av verdien ligger på forventet fremtidig inntjening. Det er tegn til en mer kortsiktig atferd generelt.

Leter etter verdi

Når vi leter etter verdi i aksjemarkedet skiller noen få sektorer seg ut, nemlig finans, energi og råvarer. Disse bransjene handles til en usedvanlig lav verdsettelse sammenlignet med tiårig P/B og i dette perspektivet kan de være interessante.


Det er like fullt mange grunner til å tro at bransjene fortsatt vil møte lav lønnsomhet på grunn av finansreguleringer og overforsyning av råvarer, etter en kraftig økning i kinesisk etterspørsel i 2003 til 2012. Utsiktene på tre til fem års sikt i sektorene er langt fra sikre, og fornuftige verdiinvestorer bør gå forsiktig frem når de leter etter verdi i denne sfæren.

Vekst, lav volatilitets- og momentumorienterte investeringsstrategier har prestert utmerket de siste årene. For den rasjonelle

investoren som ønsker en rimelig balanse mellom vekst, lønnsomhet og verdi, skaper det en utfordring på grunn av vurderingen av denne typen investeringsaktiva.

Kapitalbevegelsene i første kvartal tyder på en viss normalisering, siden de går i retning av svært billige og røft behandlede energi- og råvareaksjer, samt en bevegelse mot Brasil. Som erfarne investorer vet er de kortsiktige markedsbevegelsene basert på popularitet, mens den langsiktige avkastningen er basert på de underleggende trendene i det enkelte selskaps inntjening. Vi følger derfor bevegelsene, men ser dem ikke som et endelig bevis på en langvarig og positiv vending av de grunnleggende forholdene.

Det kan altså se ut til at aktive investorer er prissettere mens passive investorer er pristakere. Bevegelsene i første kvartal sier kun litt om de langsiktige tendensene for våre high conviction-investeringer. De forteller oss at kortsiktige investorer jakter



på og skaper usedvanlig volatile investeringer. SKAGEN er en verdiinvestor og velger aksjer med fokus på selskaper som skaper verdier på lang sikt.

SKAGENs aksjeteam har finjustert porteføljene i første kvartal og er klare til å engasjere seg i gode, langsiktige investeringer som markedets kortsiktige avstemningsmekanisme ellers har oversett. Du finner ytterligere opplysninger i artiklene om de enkelte fondene.

Resultater i SKAGENs fond

I første kvartal leverte SKAGENs aksjefond negativ avkastning på mellom - 8,4 prosent og - 3,5 prosent. De utviklede markedene falt med 6,2 prosent og ble slått av vekstmarkedene som falt 1,1 prosent.

Obligasjonsfondenes avkastning svingte fra minus 1,56 prosent for SKAGEN Tellus til pluss 1,10 prosent for SKAGEN Avkastning.

Generelt har fondenes resultater korrelert litt mindre i perioden enn tidligere. SKAGEN er kjent for å dele investeringsideer på tvers av teamene. Antall porteføljeforvaltere er

steget siden 2010, og individuell beslutningsstil og preferanser for investeringsprofiler er derfor mer differensiert. Likevel er det viktig å merke seg at alle porteføljeforvalterne holder seg til SKAGENs smale sti – til vår investeringsfilosofi og kontrære verdiinvestering.

Vi holder oss til fakta – midt i de nervøse finansmarkedene

Inntjening og aksjekurser har nå steget jevnt i syv år, og rentene er blitt stadig lavere. Investorene spør seg hvor lenge dette kan vare? Dette var også tema i markedsrapportene i fjor. Den alminnelige innstillingen hos investorene er at en resesjon kan være nært forestående, og det avspeiles i fallende energi- og råvarepriser. Vi er uenige, og baserer vår konklusjon på den faktiske utviklingen som skjer i selskapene som vi kjenner godt. Vi registrerer at resultatene i defensive sektorer sakter akterut, paradoksalt nok i et volatilt klima. Og dypt sykliske bransjer outperformer på tross av medienes overskrifter om overproduksjon av alt fra olje og gass til jernmalm og polysilisium.

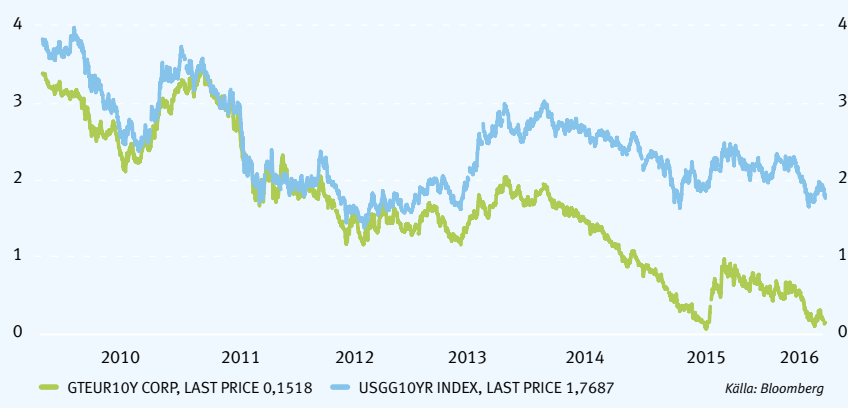
Det kan godt hende at den globale økonomien er på vei inn i en periode med lavere vekst. Men lave rentesatser, lave energipriser og en lengre periode med lav investering i produksjonseffektivitet/kapasitet kan godt munne ut i en økt økonomisk takt om et års tid. De politiske og monetære autoriteter har også demonstrert forståelse for at reformer må fremskyndes for å sette fart på innovasjon og produksjonsvekst, for å sikre en mer effektiv kapitalfordistribusjon og øke den økonomiske veksten i utviklede markeder. Noen uberegnelige vekstmarkeds politikere skaper sensasjonsoverskrifter og en følelse av høyere risiko. Men investorer bør ikke forveksle retorikk med handlinger, som for alvor får båten til å gynte. Forutsatt at en global resesjon ikke skjer så bør svake perioder brukes til å akkumulere finansielle aktiva.

MSCI WORLD ACWI SIDEN SLUTTEN AV 2009



MSCI World ACWI siden slutten av 2009 – en årlig kursstigning på 4,5 prosent pluss 3,0 prosent i utbytte.

AMERIKANSKE OG EUROPEISKE TIÅRIGE STATSOBLIGASJONER SIDEN 2009



Aksjemarkedene toppet i mai 2015 og falt deretter 20 prosent målt i USD til februar i år. Fra midten av februar hentet de inn 13 prosent. I mellomtiden har de børsnoterte selskapenes verdi økt gjennom inntjeningsvekst, utbetaling av utbytte og høyere verdi for aksjonærene. Samlet sett er en gjennomsnittlig global aksje steget med 5 til 10 prosent. Denne veksten har demmet opp for resesjon, mens aksjemarkedene har gått gjennom en korreksjon. Aksjekursen vil på lang sikt avspeile de underliggende verdiene. Globale aksjepriser for øyeblikket til 16x og vekstmarkedene til 12 x. Det tyder ikke på en vesentlig risiko for overdreven verdifastsettelse som vil få aksjer til å falle i verdi.

Rentene har vært langt nede i årevis og inflasjonen er dratt ned. Vi kommer derfor til å oppleve lave renter i lang tid fremover. Inflasjonsspøkelset vil vise seg innimellom og underskudd på statsbudsjettene vil finne veien til overskrifter og nervøse investorer, men en betydelig langsiktig stigning i rentenivået ligger et godt stykke frem i tid. Det underforståtte budskapet fra aksjemarkede-

dene er en 10-årig statsobligasjonsrente på 3 prosent, og ikke de nåværende 1,9 prosent i USA, og 0,23 prosent i Europa og Japan. Det kan bli snakk om lokale variasjoner.

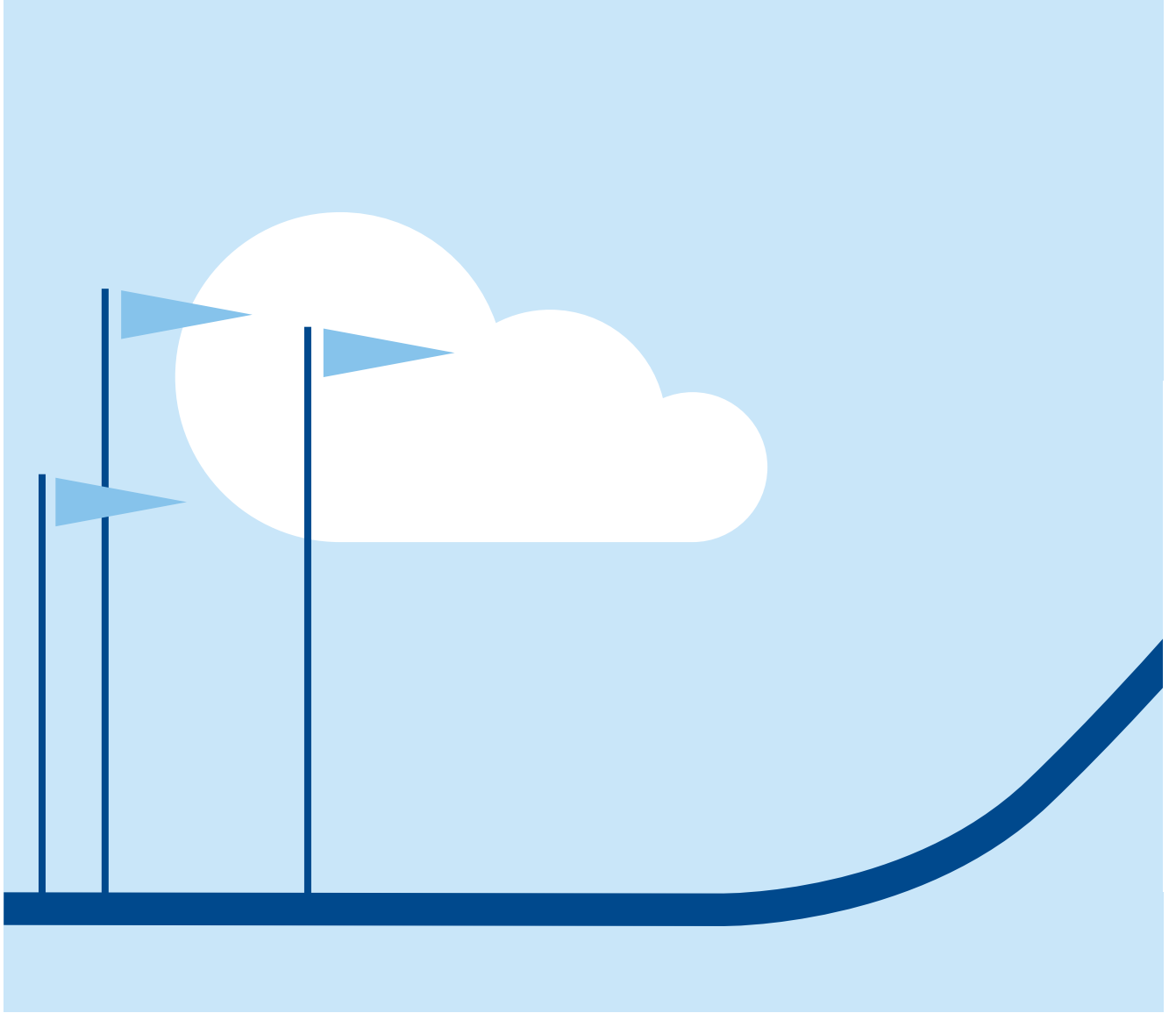
Fokus på gode aksjer, ikke gode overskrifter

Makroøkonomiske faktorer påvirker investorenes risikovilje på kort sikt. Men på lang sikt investerer vi med en sterk overbevisning for gode forretningsmodeller og fokusert ledelse. Det er dette som betyr mest for å skape fremragende resultater. Investering i gode aktiva i vanskelige perioder har historisk sett skapt svært god avkastning for SKAGEN.

Alle investeringer i aksjefondene er revurdert målt opp mot et oppsidepotensial på 50 prosent over en periode på 2-3 år. Samtidig identifiserer vi også investeringsspesifikke risikoer og volatilitetsfaktorer. Vi har også testet om våre 3 U'er gjelder for hver eneste investering, og vi foretar en individuell vurdering rundt ESG. Obligasjonsfondene har også ambisiøse målsettinger, selv

om forventet avkastning og volatilitet er lavere. Investeringsforvaltning handler om å ta de riktige beslutningene. Hvis investeringene våre ikke følger en fornuftig risiko- og avkastningsprofil vil vi revurdere og om nødvendig selge oss ut av posisjonen.

Tap kan ikke alltid unngås, men med sunn fornuft, god historisk innsikt og en dyptgående forståelse av potensiell risiko i forhold til forventet investeringsavkastning, kan vi strebe etter å skape tilfredsstillende risikojustert avkastning til våre investorer.



PIT STOP I FØRSTE KVARTAL 2016

I starten av 2016 var konsensus for året en avkastning på 5 til 10 prosent for aksjer og fortsatt lave renter drevet av en moderat vekst og lav inflasjon. De økonomiske datapunktene for første kvartal har ikke endret det grunnleggende synet særlig, selv om finansmarkedets opp- og nedture har hatt en mer negativ virkning på mediene og investorenes innstilling.

Selskapsrapporteringen for første kvartal blir offentliggjort i de kommende ukene, men vi merker oss at det er sendt ut veldig få resultatvarsler i siste del av kvartalet.

Avslutningsvis mener vi at det er positiv avkastning i vente for SKAGENs fond, siden balansen mellom verdifastsettelse, vekst og lønnsomhet gir gode muligheter. Men vi blir ikke overrasket over mye volatilitet fremover.

Nyt våren!



SKAGEN Vekst

Den smale sti til velstand

- › Vekst slo sin indeks i kvartalet, som ble preget av høy volatilitet.
- › Fortsetter å konsentrere porteføljen, og nye ideer på vei inn.
- › Porteføljen handles med rabatt mot markedet, over tid bør det gi meravkastning.

	1	2	3	4	RISIKO	6	7
Fondets startdato	1. desember 1993						
Avkastning siden oppstart	1782,4 %						
Gjennomsnittlig årlig avkastning siden start	14,1 %						
Forvaltningskapital	7 650 mill NOK						
Antall andelseiere	70 518						
AVKASTNING	1.KV. 16*						12 M*
SKAGEN Vekst	-5,2 %						-2,5 %
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	-6,4 %						-1,1 %

* Per 31 mars, 2016



PORTEFØLJEFORVALTERE

Geir Tjetland, Ole Sjøberg, Erik Bergöö og Alexander Stensrud*

* Junior porteføljeforvalter.

* Syklister på stranden. 1894 (Utsnitt). Av Einar Hein, en av Skagenmalerne. Bildet tilhører Skagens Kunstmuseum.

På rett kurs i hardt vær

SKAGEN Vekst klarte seg bra i den turbulente innledningen på børsåret 2016, og slo indeks med 1,2 prosentpoeng.

Årets første kvartal ble preget av høy volatilitet, hvor aksjemarkedene falt kraftig i starten og hentet seg noe inn. Målt i norske kroner falt SKAGEN Vekst 5,2 prosent mens indeksen falt 6,4 prosent i kvartalet. Uro i kredittmarkedene bidro til at finanssektoren falt kraftig, det påvirket to av våre porteføljeselskaper Citigroup og Credit Suisse, som begge hadde et svært svakt kvartal.

Nye idéer

Arbeidet med å konsentrere porteføljen i SKAGEN Vekst fortsatte, blant annet for å få bedre kontroll over de enkelte innehavene. Porteføljen ble redusert med to selskaper netto. Ved utgangen av kvartalet besto porteføljen av 54 selskaper.

Siden noen av våre 35 største posisjoner begynner å nærme seg full verdivurdering konsentrerer vi oss nå om å finne nye ideer i tråd med vår investeringsfilosofi. Det vil si aksjer som er underanalyserte, undervurderte og upopulære. Mer konkret betyr dette at vi vil se minst 50 prosents oppside og maksimalt 20 prosents nedside på to til tre års sikt i hver aksje vi investerer i. Arbeidet har resultert i et kvalitativt bibliotek av potensielle idéer, hvorav noen trolig vil bli introdusert i fondet om kort tid.

GLEDELIG FORBEDRING

Vi jobber alltid for å være fullt investert i aksjemarkedet. Derfor ble fondet påvirket negativt av børsuroen. Åtte av fondets ti største investeringer (som tilsvarer rundt halvparten av fondet) presterte bedre enn indeks. Av fondets 35 største poster (mer enn 90 prosent av fondet) ga 23 stykker bedre avkastning enn indeks. Etter å ha underprestert i lang tid er det naturligvis gledelig å se en viss forbedring i starten av 2016.

Som følge av den svake børsutviklingen

i første kvartal økte fondet sine posisjoner i blant annet Kinnevik, Ericsson og Roche. Vi deltok også i restruktureringen av tørrlastrederiet Golden Ocean og initierte posisjoner i e-handelsselskapet Ebay og kleskjeden H&M. Vi vurderte at det finnes bedre risk-reward i andre selskaper, og solgte oss ut av fire posisjoner: det brasilianske bilutleiefirmaet Localiza, det danske industriselskapet FLSmidth, den finske eiendomsutvikleren YIT og den danske lyd- og bildeprodusenten Bang&Olufsen.



Foto: Pixabay.com



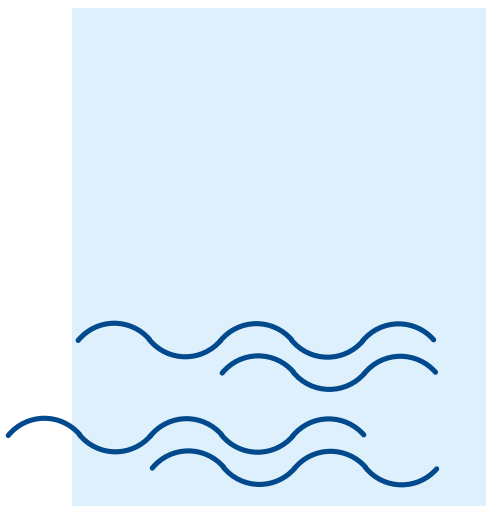
Foto: H&M

Ebay

Etter å ha studert selskapet en stund utnyttet vi et kursfall til å starte en posisjon i e-handels-selskapet Ebay. Selskapet har i dag mer enn 160 millioner brukere og tilbyr både selgere og kjøpere en gigantisk markeds plass. Til tross for høy lønnsomhet og sterk kontantstrøm diskonteres minimal vekst inn i prisen, siden markedet frykter at selskapet skal bli utkonkurrert i nær fremtid. Vi tror at selskapet fyller en viktig funksjon i fremtiden som en del av den voksende delingsøkonomien. I tillegg er selskapet verdensledende innen rubrikannonser på nettet, såkalte *online classifieds*. Veldig lite av denne muligheten gjenspeiles i den nåværende aksjekursen.

Golden Ocean

Tørrlastrederiet Golden Ocean gjennomførte en restrukturering i kvartalet. Fondet deltok i denne og posisjonen tilsvarer nå en prosent av porteføljen. Selskapet driver i et syklisk marked som akkurat nå lider av overkapasitet. Det har ført til at fraktpriser og skipsverdier er på historisk lave nivåer. For å overleve de magre tidene kreves en sterk finansiering, og det mener vi Golden Ocean har. Selskapets gode bankkontakter bidrar dermed til at nedsiderisikoen begrenses over en treårsperiode, og det gjør investeringen til en attraktiv posisjon for en forbedring av tørrlastmarkedet på sikt.



H&M

Med utgangspunkt i vår investeringsfilosofi kan fondets nye post i den svenske klesgiganten H&M virke noe underlig, men selv om selskapet ikke er underanalysert så har aksjen blitt stadig mer upopulær de siste 12 månedene på grunn av pressede marginer. Vi tror likevel at H&M's nåværende investeringer, som presser marginene midlertidig, kan gi et godt utbytte for langsiktige investorer. Investeringen utgjør nå en prosent av porteføljen siden vi ønsker å se mer konkrete tegn på at marginene stabiliserer seg, før vi øker størrelsen på posisjonen.

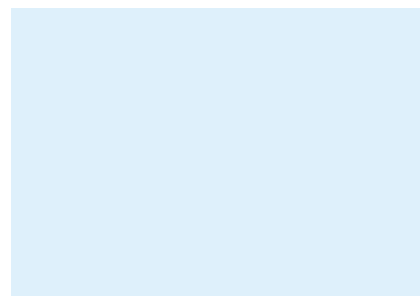


Foto: Pbloomborg

Samsung electronics

Samsung Electronics gunstige prising er fortsatt den viktigste årsaken til at aksjen er den største posisjonen i fondet. Selskapet hadde skikkelig motvind i 2015, hovedsakelig på grunn av en mislykket lansering av sin S6-telefon, og fallende markedspriser på DRAM (dataminne). Til tross for dette var selskapets operative kontantstrøm på svært sterke 35 milliarder dollar, og med en netto kontantbeholdning på over 50 milliarder dollar fremstår nedsiden på dagens prising som begrenset.

Citigroup og Credit Suisse

Bank- og finanssektoren hadde et tøft kvartal med fallende aksjepriser. Fondet har vært undervektet denne sektoren i kvartalet (13 prosent mot 21 prosent i indeks), men resultatet av denne undervekten ga magert resultat. To av våre store innehav, Citigroup og Credit Suisse, var blant de svakeste aksjene innen finans. Vi er særlig misfornøyd med vår investering i Credit Suisse; fondet deltok i en emisjon i slutten av 2015 basert på at ledelsen hadde full kontroll på bankens kreditt- og derivatesponering. I starten av 2016 viste det seg at dette ikke stemte og aksjen har blitt straffet hardt med et fall på 40 prosent i norske kroner, og dette har kostet fondet nær 100 millioner kroner. Vi overvåker denne posten svært nøye.

PORTFØLJE MED POTENSIAL

Skagen Veksts nordisk-/globale mandat gir oss en unik mulighet til å velge aksjer i verdensklasse uten særlig geografisk begrensning, som oppfyller SKAGENs investeringsfilosofi. Dette vises tydelig siden porteføljen handles med rabatt mot markedet. Over tid bør dette gi meravkastning.

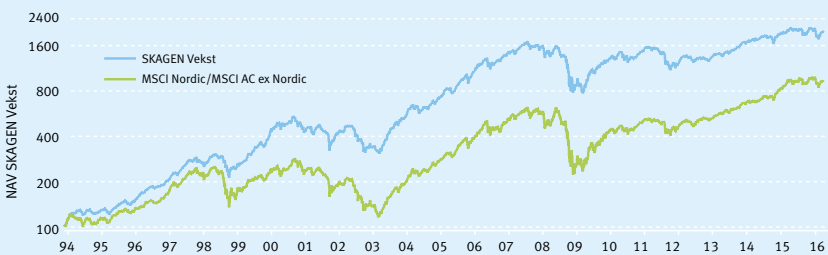
Det kan høres ut som en selvfølgelighet for en verdiinvestor som SKAGEN, men er vel verdt å gjenta: Å kjøpe undervurderte aksjer er noe vi tror veldig sterkt på. Vi kommer til å fortsette med dette. Ved utgangen av september ble SKAGEN Veksts 35 største posisjoner til et vektet 2016 P/E 12x mot markedets 16X, og vi ser en vektet oppside på 48 prosent i disse posisjonene. Sammen med de nye investeringscasene vi har på gang gir dette tillit til fremtiden – tross volatile markeder.

Den nordiske andelen av fondet utgjorde rundt 57 prosent av fondet ved utgangen av kvartalet. Det er noe høyere enn de 50 prosent som fondets referanseindeks har.

SKAGEN VEKST 1. KVARTAL 2016 (% AV FORV. KAP)

De 5 største positive bidragsytere		5 største kjøp	
Volvo AB	0,32%	Hennes & Mauritz AB	1,34%
Lundin Petroleum AB	0,31%	eBay Inc	0,97%
Casino Guichard Perrachon	0,30%	Kinnevik AB	0,82%
Oriflame Cosmetics AG	0,27%	Golden Ocean Group Ltd	0,79%
Norsk Hydro ASA	0,26%	Roche Holding AG	0,51%
De 5 største negative bidragsytere		5 største salg	
Citigroup Inc	-1,32%	Casino Guichard Perrachon	-1,39%
Credit Suisse Group AG	-1,25%	ABB Ltd	-1,00%
Continental AG	-0,93%	Lundin Petroleum AB	-0,90%
Roche Holding AG	-0,42%	Norsk Hydro ASA	-0,85%
Frontline Ltd	-0,34%	Carlsberg AS	-0,48%

KURSHISTORIKK SKAGEN VEKST



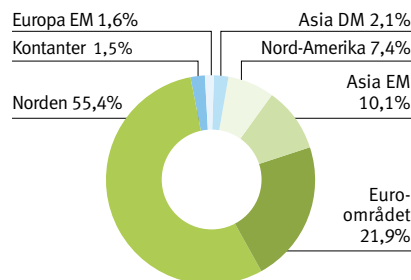
* Investeringsmandatet endret 1.1.2014. Mer informasjon på side 39. Før 1.1.2010 var indeks OSEBX

NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE I SKAGEN VEKST (PER 31.3.2016)

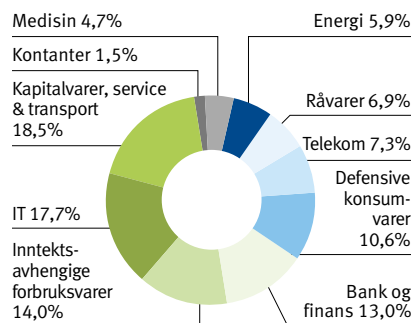
Selskap	Postens størrelse	Kurs	P/E 2016E	P/E 2017E	P/BV siste	Kursmål
Samsung Electronics	7,4%	1 107 000	8,1	7,7	0,9	1 300 000
Continental AG	6,6%	200	11,6	10,3	3,1	275
Norsk Hydro	5,6%	34	13,6	9,7	0,9	45
Carlsberg	5,5%	624	20,1	15,6	2,2	822
SAP	5,0%	71	20,3	16,3	3,7	92
Norwegian Air Shuttle	4,5%	312	8,2	6,2	3,8	500
Citigroup	4,1%	42	8,2	7,5	0,6	78
Philips	4,0%	25	17,9	14,5	1,9	30
TeliaSonera	3,9%	42	12,0	11,7	1,8	45
Ericsson	3,5%	81	15,9	14,0	1,8	130
Vektet gjennomsnitt topp 10	50,1%		11,8	10,1	1,47	36%
Vektet gjennomsnitt topp 35	91,2%		11,5	9,0	1,05	48%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic			15,9	14,5	2,12	

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

GEOGRAFISK FORDELING



BRANSJEFORDELING



VERDIPAPIRPORTEFØLJE SKAGEN VEKST PER 31. MARS 2016

Se hele verdipapirporteføljen:
www.skagenfondene.no/vekst-portefolje

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

* Tall i 1000 NOK.

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 før 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).

SKAGEN Global

En verden av muligheter

- › Det negative synet på kinesiske aksjer ga oss en sjelden mulighet til å investere i Kinas svar på Google, Baidu.
- › Tyson Foods forlot porteføljen etter fremragende utvikling og oppnåelse av kursmålet vårt.
- › Vi ser nedgangen i aksjemarkedet i første kvartal som et syklisk tilbakefall, ikke en forsmak på dårligere tider fremover.

1	2	3	4	RISIKO	6	7
Fondets startdato	7. August 1997					
Avkastning siden oppstart	1242,2 %					
Gjennomsnittlig årlig avkastning siden start	14,9 %					
Forvaltningskapital	31 651 mill NOK					
Antall andelseiere	88 529					
AVKASTNING	1.KV. 16*	12 M*				
SKAGEN Global	-8,4 %	-3,1 %				
MSCI ACWI	-6,2 %	-2,1 %				

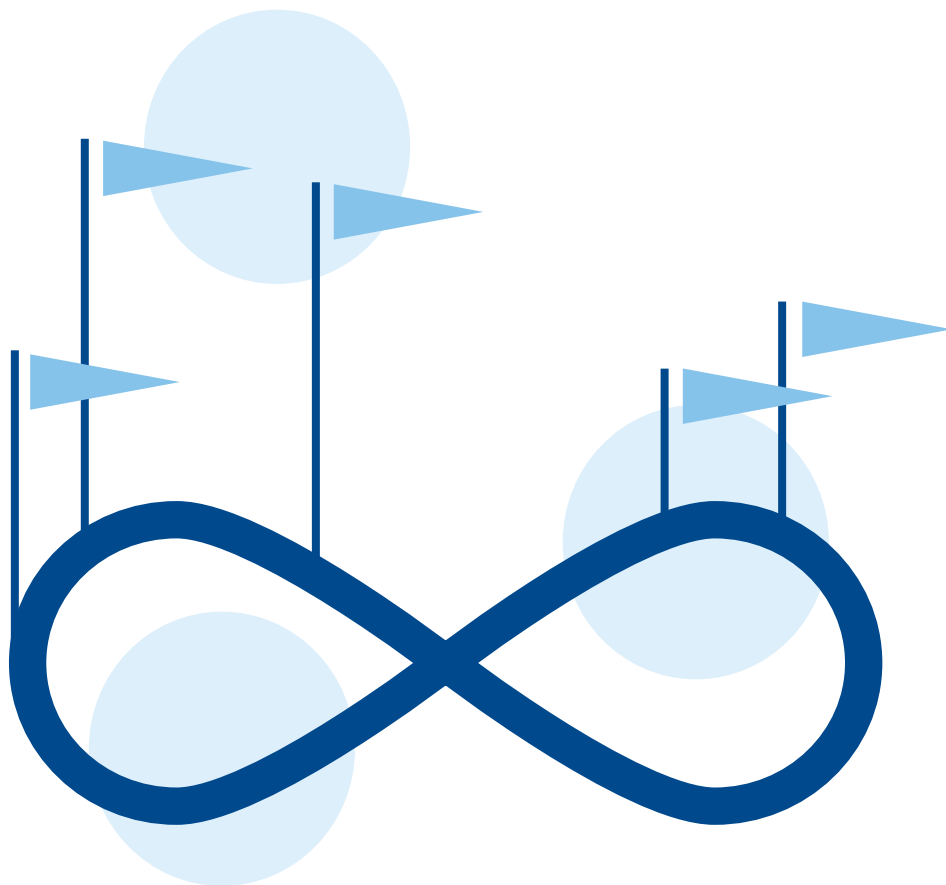
* Per 31 mars, 2016.



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.



Sykluser gjentar seg

ET FORLATT STED

I en passasje om verdens undergang i den egyptiske «Book of the Dead» beskriver guden Osiris underverdenen som et forlatt sted: "It hath not water, it hath not air; it is depth unfathomable, it is black as the blackest night, and men wander helplessly therein".

Dette kunne like godt ha vært en beskrivelse av de globale aksjemarkedene så langt i år, som falt 12 prosent (målt i USD) i løpet av de første seks handelsukene. For første gang på fem år opplevde vi et såkalt bear-marked. Det vil si at aksjemarkedet er ned mer enn 20 prosent siden forrige topp.

Mange investorer stemte i på dødens trompet og kvittet seg med aksjer i ren hjelpeløshet og fortvilelse. Finansaksjer ble særlig rammet av uroen, der en giftig cocktail av en truende lavkonjunktur, tap på utlån i energisektoren og negative renter spredde frykt i markedet.

En kraftfull respons fra sentralbankene i andre halvdel av kvartalet dempet imidlertid noe av frykten, og hjalp globale aksjer opp igjen til nesten samme nivåer som ved inngangen til året.

NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE I SKAGEN GLOBAL (PER 31.3.2016)

Selskap	Postens størrelse, %	Kurs	P/E 2015	P/E 2016E	P/BV siste	Kursmål
AIG	6,9	54	24,7	11,2	0,7	90
Samsung Electronics	6,1	1 107 000	8,6	8,6	0,9	1 500 000
Citigroup	5,9	42	7,8	8,4	0,6	70
General Electric	4,9	32	24,3	21,1	3,0	34
Roche	4,0	237	17,5	16,2	9,6	380
Merck	3,6	54	14,7	14,3	3,3	76
G4S	3,1	191	13,0	12,4	4,4	403
Kingfisher	3,0	377	16,4	16,4	1,4	480
CK Hutchison Holdings	2,9	101	12,1	11,7	1,0	140
NN Group	2,7	29	7,6	9,7	0,4	35
Vektet gjennomsnitt topp 10	43,0		12,6	11,6	1,0	49%
Vektet gjennomsnitt topp 35	85,5		14,6	13,1	1,3	41%
MSCI AC World			18,1	15,9	2,0	

PORTEFØLJEAKTIVITET

SKAGEN Global genererte en absolutt avkastning på -8,4 prosent i første kvartal. Referanseindeksen MSCI World ACWI var ned -4,3 prosent i samme periode.

De tre beste bidragsyterne var Dollar General, Lundin Mining og Volvo. Den amerikanske billigkjeden Dollar General opplevde fornyet appetitt fra investorene for selskapets undervurderte potensial for strukturell vekst. Lundin Mining steg på høyere kobberpriser, mens sektorrotasjon til sykliske industriaksjer hjalp Volvo.

Fondets avkastning har i hovedsak blitt påvirket negativt av posisjonene i AIG, Citigroup og G4S. De amerikanske finansselskapene AIG og Citigroup har ennå ikke kommet seg fra nevnte nedslag i finansaksjer, men vi forventer at begge aksjene gjør det bedre

når investorenes nervøsitete med hensyn til markedsforholdene letter. G4S, et globalt integrert sikkerhetsselskap, falt som følge av investorenes bekymring for gjeldssituasjonen. Ratingbyrået S&P bekreftet imidlertid nylig G4S-rating (BBB-) etter en gjennomgang av forretningsplanen sammen med ledelsen.

Fondet initierte tre posisjoner og gikk ut av tre. Capgemini, Sony og Baidu ble tatt inn i porteføljen. Vi solgte oss ut av Tyson Foods, da aksjen nådde vårt kursmål etter en fremragende kursutvikling (+26 % i USD). Den britisk-indiske bilprodusenten Tata Motors og det indonesiske mediakonglomeratet Global Mediacom ble tatt ut av porteføljen for å finansiere andre muligheter som oppsto fra det ukritiske nedslaget i markedene.



CAPGEMINI

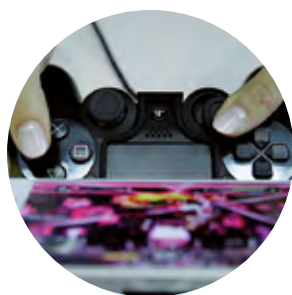
Å avlive myter og se forbi utdaterte sannheter er avgjørende for å kunne identifisere undervurderte investeringsmuligheter. Begge disse faktorene er en del av vårt investeringsargument for Capgemini, Europas største leverandør av IT-tjenester.

For det første oppfatter markedet fortsatt Capgemini som et syklisk IT-konsulent-selskap. Etter vår mening har konsernstrukturen utviklet seg de siste årene, og de fleste sykliske elementene har blitt fjernet. Vi ser også at volatiliteten hva gjelder selskapets inntekter er mye mindre korrelert med den økonomiske utviklingen i dag enn hva som har vært tilfellet historisk. For det andre ser man fortsatt ikke tilstrekkelige bevis for den påståtte trusselen fra indiske IT-konsulent-selskaper, som angivelig skulle flomme over det europeiske markedet.

Capgemini har bygget opp en betydelig indisk virksomhet, som har gjort selskapet mer konkurransedyktig på global basis.

Godt hjulpet av en økende tilstedeværelse offshore har Capgemini løftet driftsmarginen fra syv til over ti prosent de siste fem årene. Våre analyser viser at Capgemini kan forbedre marginene ytterligere mot 12-13 prosent. Kanskje så høyt som 15 prosent, gitt en organisk vekst på drøye fem prosent og økte stordriftsfordeler.

At Capgemini-aksjen handles til en EV/sales på 1,2, gjør at vi klassifiserer den som klart "undervurdert". Hovedkonkurrenten Accenture og de fremste indiske konkurrentene, handles til henholdsvis 1,9 og 3,6 ganger EV/sales (markedsverdien av egenkapitalen og netto gjeld, delt på salg).



SONY

Mange lesere vil nok assosiere Sony med Walkman og videospillere, som dominerte markedet for hjemmeelektronikk på 1980-90-tallet. Selv om kassettspillere kan vekke nostalgiske følelser, bringer de ikke lenger klingende mynt i kassen - i en verden som først og fremst preges av en rivende digital utvikling innen media og underholdning. Ett talende eksempel er Sonys spillplattform, PlayStation. Denne klassikeren er i ferd med å bli "Netflix for gaming", og bærer bud om et enormt potensial, som er undervurdert av markedet. Selskapets sterke markedsposisjon innen «Virtual Reality» er en gratis opsjon på ytterligere oppside.

Der vi fokuserer på den langsiktige overgangen fra maskinvare til underholdning, fokuserer markedet i stedet på de mindre attraktive delene av Sony-konglomeratet, som bildesensorer og livsforsikring. Disse delene av virksomheten går ikke fullt så ille som markedet frykter, og relevansen for konsernets inntjeningsprofil blir etter vårt syn mindre de kommende årene. Vi anslår at Sonys underholdningssegment vil generere 70 prosent av konsernets resultat innen 2020, betydelig høyere enn dagens 40 prosent. Inntektsstrømmens gjentakende natur kan også gi en økning i verdsettelsesmultiplene.



BAIDU

Basert på et hovedsyn om at Internett er en uimotståelig kraft som vil ha enorm innvirkning på hverdagen til milliarder av mennesker de neste tiårene, følger vi nøye med på en rekke selskaper innen dette segmentet. Vi står klare til å handle hvis prisingen blir attraktiv på vår SKAGEN-kalkulator.

Da kinesiske aksjer i vinter falt i unåde hos investorene, fikk fondet en sjelden mulighet til å investere i Baidu, den ledende kinesiskspråklige søkeleverandøren på Internett, med en markedsverdi på 53 milliarder dollar. Baidu kan ses på som Kinas svar på Google.

Kjernevirksomheten innen søk er svært lønnsom, mens annen virksomhet rettet mot gruppekjøpstjenester – salg av reiser og video på nettet fortsatt er tapsbringende. Våre analyser tilsier at investorenes prising av Baidu-aksjen baseres på troen om at de ulønnsomme enhetene fortsetter å bløpenger på dagens nivå i ytterligere 16 år. Vi mener selskapets evne til å allokere kapital er bedre og mer gjennomtenkt, og med det stopper tapene på et mye tidligere tidspunkt.

En høy marginalavkastning på investert kapital for søk gjør at Baidu kan øke inntjeningen med 30 prosent i året med positiv kontantstrøm. Vårt basiscase legger til grunn 50 prosent oppside, mens en positiv kontantbalanse bidrar til å begrense nedsiden til om lag 15 prosent.



Foto: Pixabay.com

I en passasje om verdens undergang i den egyptiske «Book of the Dead» beskriver guden Osiris underverdenen som et forlatt sted. Dette kunne like godt ha vært en beskrivelse av de globale aksjemarkedene så langt i år.

UTSIKTER

I motsetning til mange andre tidlige sivilisasjoner hadde det antikke egyptiske samfunnet faktisk ingen utarbeidet idé om verdens undergang. Egypterne så på verden som gjentatte sykluser. Det ga derfor ingen mening å snakke om en enkelt katastrofal avsluttende hendelse.

Vi trekker paralleller til denne gamle visdommen når det gjelder aksjemarkedets vingling og fall i første kvartal. Det var et syklisk tilbakefall etter mange år med oppgang, snarere enn en forsmak på fremtidig elendighet.

Faktum er at verdensøkonomien fortsetter å vokse, om enn i et mer moderat tempo. Det Internasjonale Pengefondet, IMF, spår en global vekst i 2016 på 3,4 prosent. Med historisk lave renter, og et globalt aksjemarked verdsatt til 16 ganger forventet inntjening fra selskapene i 2017, tilsvarende 6,25 prosent rente (E/P) har vi fortsatt troen på at aksjemarkedet fortsetter å være et attraktivt sted å være for langsiktige investorer.

Vår portefølje av utvalgte undervurderte globale selskaper er godt posisjonert for å levere attraktiv avkastning fremover. For de 35 største investeringene, tilsvarende 85,5 prosent av fondet, ser vi i et toårs perspektiv en oppside på drøye 40 prosent.

SKAGEN GLOBAL 1. KVARTAL 2016 (% AV FORV. KAP)

De 5 største positive bidragsytere

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

5 største kjøp

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

De 5 største negative bidragsytere

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

5 største salg

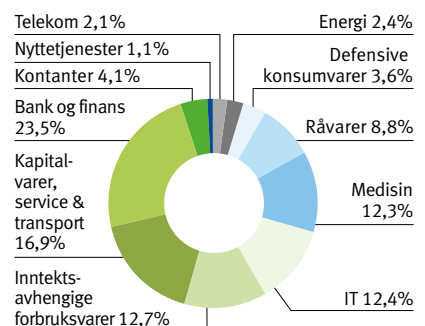
Tyson Foods Inc	-1,50%
Dollar General Corp	-1,45%
Lundin Mining Corp	-1,06%
Tata Motors Ltd	-0,98%
Alphabet Inc	-0,84%

KURSHISTORIKK SKAGEN GLOBAL

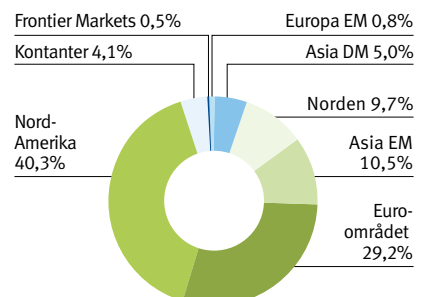


* Før 1.1.2010 var indeks MSCI World (NOK)

BRANSJEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



VERDIPAPIRPORTEFØLJE SKAGEN GLOBAL PER 31. MARS 2016

Se hele verdipapirporteføljen:
www.skagenfondene.no/global-portefolje

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

* Tall i 1000 NOK.



SKAGEN Kon-Tiki

Viser vei i nytt farvann

- › Vekstmarkedsaksjer slo globale aksjer i kvartalet.
- › Vekstmarkedsvalutaer ble styrket igjen og reduserte bekymringene rundt gearing i USD hos vekstmarkeds-selskaper.
- › Brasilianske og tyrkiske selskaper bidro mest til fondet i kvartalet.

1 2 3 4 5 **RISK** 7

Fondets startdato	5. April 2002
Avkastning siden oppstart	560,6 %
Gjennomsnittlig årlig avkastning siden start	14,5 %
Forvaltningskapital	33022 mill NOK
Antall andelseiere	68254

AVKASTNING	1. KV. 16*	12 M*
SKAGEN Kon-Tiki	-3,6 %	-10,3 %
MSCI Emerging Markets	-1,1 %	-9,7 %

* Per 31. mars 2016



PORTEFØLJEFORVALTERE

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

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



Foto: Bloomberg

Brasil var det sterkeste markedet i kvartalet. Den kaotiske politiske situasjonen, hvor flere politikere har vært involvert i korrupsjonsskandalen rundt Petrobras, og en mulig riksrettssak er på trappene, har gitt håp om politiske endringer i landet.

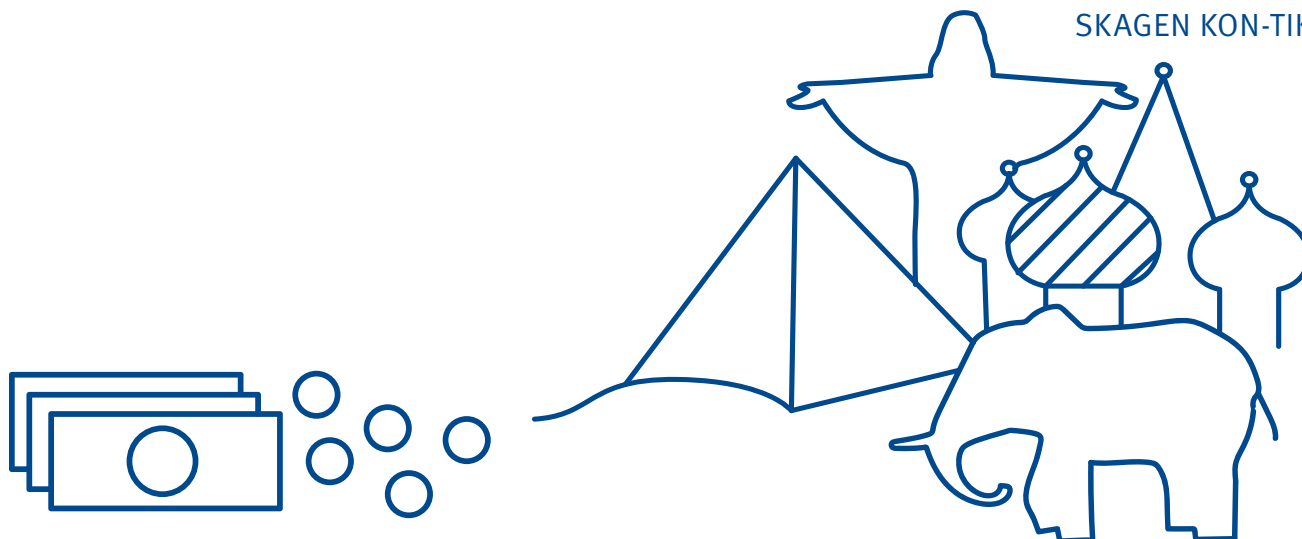
Sykliske selskaper skapte den mest solide avkastningen

SKAGEN Kon-Tiki fikk en tøff start på året, men hentet inn noe av det relative tapet mot slutten av perioden. Fondet stoppet på et samlet fall på 3,5 prosent.

Aksjer var presset av betydelig frykt for resesjon da året startet, men fra slutten av januar kom de sterkt tilbake. Vekstmarkedsindeksen avsluttet kvartalet med et fall på 1 prosent og hadde det beste kvartalet målt mot globale aksjer, siden andre kvartal i 2009. Indeksen slo dermed de utviklede markedene med fem prosentpoeng. Stikk motstatt av 2015 ga sykliske selskaper en økning i vekstmarkedsavkastningen på 9 prosent for både råvarer og energi, drevet av et håp om at råvareprisene hadde nådd bunnen. Den samme utviklingen så vi for globale aksjer.

På landnivå var Russland, Brasil, Tyrkia, Peru og Colombia de beste aksjemarkedene globalt. Brasil var det sterkeste markedet og steg 23 prosent målt i euro, drevet av høyere aksjekurser og en valutastigning på syv prosent. Den kaotiske situasjonen i Brasil, hvor en rekke nåværende og tidligere politikere er innblandet i Petrobras' korrupsjonsskandale og president Dilma Rousseff kan bli stilt for riksrett, har skapt håp om politiske forandringer.

Kina var det svakeste vekstmarkedslandet – den Hongkong-noterte H-aksjeindeksen tapte 11 prosent mot euro.



STERKERE VEKSTMARKEDSVALUTA

Etter et helt års devaluering av vekstmarkedsvalutaene i aktivaklassen nå kommet rimelig tilbake fra lavpunktet i februar, både målt mot euro og en fallende USD. Dette letter bekymringene rundt gearing i dollar hos vekstmarkedselskaper og –land. Det var kun egyptiske pund som brøt den gode trenden blant vekstmarkedsvalutaene, etter at sentralbanken devaluerte valutaen med 13 prosent etter økende press.

TEGN PÅ STABILISERING

Mars bød på fire ukers nettokjøp i strekk i vekstmarkedenes aksjefond etter 18 ukers konstant nettosalg. Den samlede tilstrømmingen på 6 milliarder dollar er likevel betydelig mindre enn frafallet på 48 milliarder dollar i 2015 og de totalt 100 milliarder dollar som er gått ut av aksjefond i vekstmarkedene siden begynnelsen av 2013.

EN MANGFOLDIG AKTIVAKLASSE

Vi blir alltid spurt når vekstmarkedsaksjene vil hente seg inn. Før man svarer er det viktig å holde fast ved at vekstmarkedene utgjør en gruppe svært ulike land. For eksempel var forskjellen mellom BNP-veksten i India og Brasil i fjerde kvartal 2015 på hele 13 prosentpoeng. Veksten i India var 7,3 prosent, mens Brasil falt 5,9 prosent.

Et annet eksempel på store variasjoner er BNP per innbygger justert for kjøpekraft. For Qatar var tallet 141.000 USD i 2014 mot Indias 5.700 USD. Sør-Korea ligger høyere med 34.000 USD enn utviklede land som Portugal. Spania nærmer seg nivået for Italia og Japan.

Forskjellen mellom de enkelte landene når det gjelder inflasjon er også betydelig. Brasil opplever i øyeblikket en høy inflasjon på 11 prosent, mens Malaysia, Polen, Hellas og Thailand har deflasjon.

Vekstmarkedsøkonomiene er derfor langt mer forskjellige enn for eksempel økonomiene i Eurosonen.

Servi på verdsettelsen er universet også differensiert. Basert på konsensus spenner P/E for 2016 fra 7x for Russland, 9x for Tyrkia og kinesiske H-aksjer, til 20x for Mexico og 19x for Filipinene. Den samlede verdsettelsen av vekstmarkedene er P/E 12x, mens verdsettelsen av SKAGEN Kon-Tikis portefølje er 8,5x.

Aksjeavkastning avhenger i mindre grad av økonomisk vekst. Det er Brasil et tydelig eksempel på i den senere tid. Avkastningen later faktisk til å skape økonomisk vekst, primært drevet av verdsettelse og forventninger. Dessuten er mange globale selskaper blitt mindre avhengige av hjemlandene. Samsung Electronics illustrerer dette, siden Korea kun står for 10 prosent av salget og mindre enn halvparten av produksjonen.

Det gir derfor ikke mening å betrakte vekstmarkedene som en homogen aktivaklasse.

KURSHISTORIKK SKAGEN KON-TIKI



* Før 1.1.2004 var indeks MSCI World (NOK)

NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE I SKAGEN KON-TIKI (PER 31.3.2016)

Selskap	Postens størrelse, %	Kurs	P/E 2015E	P/E 2016E	P/BV siste	Kursmål
Samsung Electronics	8,3	1 107 000	8,6	7,9	0,9	1 600 000
Hyundai Motor	7,9	104 000	4,3	4,3	0,4	170 000
Sabancı Holding	4,9	9,7	8,9	6,7	0,9	14
Mahindra & Mahindra	4,9	1 211	16,1	12,7	2,6	2 000
Richter Gedeon	4,1	5 498	19,0	18,3	1,7	7 500
State Bank of India	4,1	194	10,8	5,6	0,8	265
Naspers	3,3	2 057	41,1	27,4	10,7	2 500
Bharti Airtel	3,2	351	21,9	11,7	2,2	400
ABB	3,0	158	16,1	13,2	2,8	200
X5 Retail Group	2,7	21,2	18,9	14,1	4,0	25
LG Electronics	2,2	32 550	47,3	8,1	0,5	40 000
Cosan Ltd.	2,0	4,9	8,1	8,7	0,4	10
Vektet gjennomsnitt topp 12	50,6		9,9	8,1	0,9	
Vektet gjennomsnitt topp 35	84,2		11,6	8,5	1,0	
Vekstmarkedsindeksen			13,2	11,9	1,4	

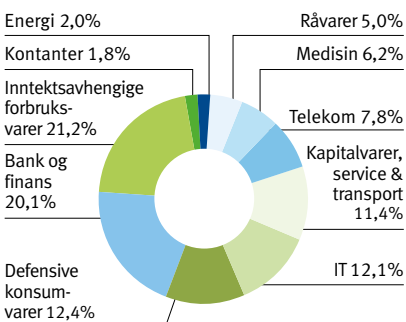
P/E kan avvike fra andre kilder når de er basert på SKAGENS estimater.

BRASIL OG TYRKIA STØRSTE BIDRAGSYTERE

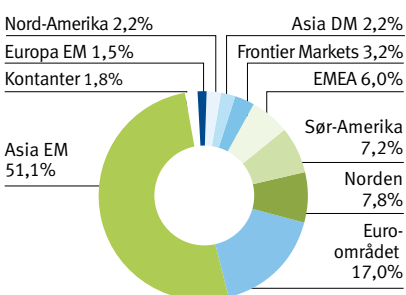
Tre brasilianskeselskaper, Banrisul, Cosan og GPA (CBD), var blant de fem beste bidragsyterne i SKAGEN Kon-Tiki. Vi mener at nøkkelen til disse selskapenes avkastning har vært endringen fra en svært nedtrykket verdsettelse. De selskaps-spesifikke nyhetene har mer eller mindre svart til forventningene. Det samme gjelder vår største tyrkiske posisjon Sabanci Holding, som samlet var den største bidragsyter til avkastningen i perioden.

Blant de negative bidragsyterne har Frontline fått merke at tankratene har falt fra et høyt nivå mot slutten av 2015. State Bank of India trakk ned etter at sentralbanken innførte nye og hardere regler for rapportering av misligholdte lån. Det førte til nedslag i hele sektoren.

BRANSJEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



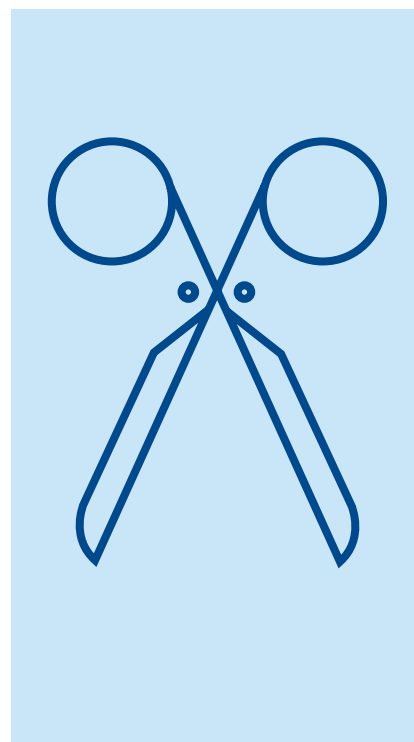
VARIERENDE SELSKAPS-RESULTATER

Rapporterings sesongen for 2015 nærmer seg slutten og resultatene for første kvartal 2016 kommer de neste ukene. Porteføljeselskapenes resultater for fjerde kvartal 2015 har vært blandet. Svekkede vekstmarkedsvalutaer trakk resultatene ned for noen av selskapene på grunn av mark-to-market tap på dollar-lån. I første kvartal 2016 vil vi trolig se denne utviklingen reversert.

Blant de største posisjonene våre har de to børsene våre, Johannesburg Stock Exchange og Mosow Exchanges, levert solide resultater. Den russiske matvarekjeden X5 Retail Group har levert gode resultater og er nå i ferd med å vokse fra sin større konkurrent. Det tyrkiske konglomeratet Sabanci Holding rapporterer også fin fremgang, drevet av selvhjelp i energienheten. Den ungarske medisinprodusenten Richter Gedeon overrasket også positivt og leverte over forventning.

Samsung Electronics har fått merke tøffere konkurranse i smarttelefon-virksomheten, mens minneverksamheten har hentet seg fint inn. Ledelsen fremsatte et konservativt estimat for inntjeningsutsiktene for 2016, men den nylige lanseringen av flaggskiptelefonen S7 ser ut til å ha kommet bra ut av startblokken.

Vår koreanske bilprodusent Hyundai Motor rapporterte svake resultater, delvis på grunn av isolerte hendelser utenfor kjernevirksomheten. Etterspørselen i vekstmarkedene som utgjør 65 prosent av det samlede volumet er mer avdempet. Nye modeller, medvind fra valutadelen og bedre aksjonærbehandling er faktorer som kan hjelpe en ny verdsettelse på veien. Den indiske bli- og traktorprodusenten Mahindra & Mahindra har kjempet mot svak etterspørsel på traktorer på grunn av dårlig værforhold og mangel på produkter i det raskt voksende kompakt-SUV segmentet. Det gir en bekrefteelse å se at begge segmenter nå er kommet til hektene igjen med en volumvekst på 20 prosent for de begge.



FORTSATT KONSENTRASJON AV PORTEFØLJEN

SKAGEN Kon-Tiki har et internasjonalt investeringsmandat. Minst 50 prosent av fondets kapital skal investeres i vekstmarkedene, men vi har frie tøyler til å investere resten i selskaper med betydelig og økende virksomhet i vekstmarkedene. Vår andel av kapital knyttet til aksjer notert i utviklede markeder har de siste to årene falt 13 prosentpoeng til 19 prosent, og ligger nå på det laveste nivået siden slutten av 2008. Dette avspeiler den voksende forskjellen mellom verdsettelsen av aksjer notert i vekstmarkeder og utviklede markeder – en forskjell vi har utnyttet.

Vi forlot fire selskaper i løpet av kvartalet og reduserte dermed antallet selskaper i porteføljen til 64. Vi solgte det sørafrikanske catering-selskapet Bidvest hvor vi hadde mer enn doblet vår opprinnelige posisjon fra 2011. Selskapet fremstår nå fullt verdsatt. Vi aksepterte også et bud fra Heineken på det slovenske bryggeriet Pivorna Lasko. Dessuten solgte vi Aveng og Archer med tap, siden markedsutsiktene for begge selskaper er vesentlig forverret. Det kan stilles spørsmål ved balansenes soliditet.

Reduksjonen av selskaper betyr at vi kan bruke mer tid på å følge opp den enkelte porteføljebeholdning og identifisere nye investeringer. Vi forventer derfor å introdusere nye posisjoner i fondet de kommende kvartalene, og opprettholder en konsentrert portefølje basert på våre aller beste ideer.

SKAGEN KON-TIKI 1. KVARTAL 2016 (% AV FORV. KAP)

De 5 største positive bidragsytere

Sabanci Holding	0,66%
Banrisul	0,51%
Cosan Ltd	0,45%
OCI Co Ltd	0,40%
Cia Brasileira de Distribuicao	0,32%

De 5 største negative bidragsytere

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

5 største kjøp

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

5 største salg

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

VERDIPAPIRPORTEFØLJE SKAGEN KON-TIKI PER 31. MARS 2016

Se hele verdipapirporteføljen:
www.skagenfondene.no/kontiki-portefolje

Verdipapir	Sektor	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Prosentvis fordeling	Børs
Hyundai Motor Co Pref (1p)	Consumer Discretionary	1 720 352	276 337	1 301 314	1 024 978	3,94 %	Seoul
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	Consumer Discretionary	7 737 148	180 261	1 148 733	968 472	3,48 %	London Int.
Naspers Ltd	Consumer Discretionary	928 514	271 764	1 073 446	801 682	3,25 %	Johannesburg
Bharti Airtel Ltd	Telecommunication Services	24 136 298	920 203	1 057 121	136 918	3,20 %	National India
ABB Ltd	Industrials	6 200 000	550 476	1 001 482	451 006	3,03 %	Stockholm
X 5 Retail Group NV GDR	Consumer Staples	4 990 306	506 266	875 058	368 792	2,65 %	London Int.
LG Electronics Inc Pref	Consumer Discretionary	3 050 000	823 954	722 075	-101 879	2,19 %	Seoul
Cosan Ltd	Consumer Staples	16 220 419	906 323	662 770	-243 553	2,01 %	New York
Indosat Tbk PT	Telecommunication Services	168 724 250	455 165	655 338	200 172	1,99 %	Indonesia
SBI Holdings Inc	Financials	7 759 600	603 587	652 917	49 329	1,98 %	Tokyo
Kinnevik Investment AB-B	Telecommunication Services	2 717 167	481 930	637 975	156 045	1,93 %	Stockholm
UPL Ltd	Materials	10 661 566	220 134	635 874	415 740	1,93 %	National India
Great Wall Motor Co Ltd	Consumer Discretionary	79 522 500	83 779	534 208	450 429	1,62 %	Hong Kong
Tech Mahindra Ltd	Information Technology	8 784 608	354 450	520 913	166 463	1,58 %	National India
CNH Industrial NV	Industrials	9 138 348	555 673	516 252	-39 420	1,56 %	New York
Korean Reinsurance Co	Financials	4 860 366	182 225	493 145	310 920	1,49 %	Seoul
Cia Brasileira de Distribuicao - Pref	Consumer Staples	4 192 200	641 376	490 194	-151 182	1,48 %	Sao Paulo
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	Financials	25 985 500	606 935	487 418	-119 517	1,48 %	Sao Paulo
Samsung SDI Co Ltd	Information Technology	670 000	479 737	482 438	2 701	1,46 %	Seoul
Mahindra & Mahindra Ltd	Consumer Discretionary	3 103 503	250 706	469 119	218 414	1,42 %	National India
Moscow Exchange MICEX-RTS OAO	Financials	35 939 200	384 267	462 884	78 617	1,40 %	Moscow
OCI Co Ltd	Materials	600 000	455 623	462 582	6 959	1,40 %	Seoul
China Shipping Development	Industrials	83 220 000	460 891	455 223	-5 667	1,38 %	Hong Kong
Frontline Ltd	Industrials	6 347 627	322 822	444 334	121 512	1,35 %	Oslo Børs
Marfrig Global Foods SA	Consumer Staples	28 290 400	444 752	442 870	-1 882	1,34 %	Sao Paulo
LG Chem Ltd Pref	Materials	259 179	178 915	427 915	249 000	1,30 %	Seoul
JSE Ltd	Financials	5 103 502	197 286	426 296	229 009	1,29 %	Johannesburg
Yazicilar Holding AS	Consumer Staples	10 837 139	312 847	421 209	108 362	1,28 %	Istanbul
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA	Consumer Staples	8 706 469	310 738	376 236	65 498	1,14 %	Madrid
Kiatnakin Bank Pcl	Financials	37 429 463	334 353	370 215	35 862	1,12 %	Bangkok
China Shineway Pharmaceutical	Health Care	36 934 000	280 298	368 228	87 931	1,12 %	Hong Kong
Enka Insaat Ve Sanayi AS	Industrials	23 092 016	217 528	331 059	113 531	1,00 %	Istanbul
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	Energy	224 088 000	368 096	305 850	-62 247	0,93 %	Hong Kong
Cia Cervecerias Unidas SA ADR	Consumer Staples	1 538 270	280 090	287 551	7 461	0,87 %	New York
Apollo Tyres Ltd	Consumer Discretionary	13 028 865	109 290	284 506	175 216	0,86 %	National India
Lenovo Group Ltd	Information Technology	42 588 000	274 970	274 286	-684	0,83 %	Hong Kong
LG Corp Pref	Industrials	808 430	118 266	269 302	151 036	0,82 %	Seoul
Norwegian Air Shuttle ASA	Industrials	800 000	75 029	249 200	174 171	0,75 %	Oslo Børs
Dragon Capital - Vietnam Enterprise Investments Ltd	Financials	9 000 000	111 229	221 836	110 607	0,67 %	Dublin
Tullow Oil Plc	Energy	9 241 978	817 339	216 741	-600 598	0,66 %	London
Sistema Jsfsc	Telecommunication Services	95 885 212	552 356	208 457	-343 899	0,63 %	Moscow
Podravka Prehranbeni Ind DD	Consumer Staples	517 852	153 340	207 906	54 566	0,63 %	Zagreb
Massmart Holdings Ltd	Consumer Staples	2 832 920	216 005	201 799	-14 206	0,61 %	Johannesburg
Golar LNG Ltd	Industrials	1 298 301	471 325	192 007	-279 318	0,58 %	NASDAQ
Eis Eczacibasi Ilac Ve Sanayi	Health Care	19 410 554	133 038	187 610	54 572	0,57 %	Istanbul
EFG-Hermes Holding SAE	Financials	17 914 888	308 051	167 247	-140 804	0,51 %	Cairo
Ghana Commercial Bank Ltd	Financials	18 001 604	88 821	141 730	52 908	0,43 %	Ghana
DRB-Hicom Bhd	Consumer Discretionary	63 136 300	260 982	136 597	-124 385	0,41 %	Kuala Lumpur
East African Breweries Ltd	Consumer Staples	5 774 866	88 566	134 300	45 734	0,41 %	Nairobi
Rec Silicon ASA	Energy	93 675 416	149 265	131 146	-18 119	0,40 %	Oslo Børs
Eczacibasi Yatirim Holding	Health Care	3 362 732	39 931	124 970	85 039	0,38 %	Istanbul
Euronav SA	Industrials	1 340 286	127 389	114 055	-13 334	0,35 %	Brussel
VinaCapital Vietnam Opportunity Fund Ltd	Financials	4 392 100	92 364	92 713	349	0,28 %	London
Toray Industries Inc	Industrials	1 100 000	78 883	77 674	-1 209	0,24 %	Tokyo
Asia Cement China Holdings	Materials	42 729 500	157 070	71 077	-85 993	0,22 %	Hong Kong
Golden Ocean Group Ltd	Industrials	13 457 876	67 362	68 097	735	0,21 %	Oslo Børs
Norfinance AS	Financials	578 397	57 840	62 189	4 350	0,19 %	Unotert
Drdgold Ltd ADR	Materials	1 402 606	77 743	46 347	-31 395	0,14 %	NASDAQ
Trimegah Securities Tbk PT	Financials	700 000 000	67 131	35 224	-31 907	0,11 %	Jakarta
Diamond Bank Plc	Financials	718 971 941	153 449	34 396	-119 053	0,10 %	Lagos
Euronav SA	Industrials	247 965	21 283	21 084	-199	0,06 %	New York
Deep Sea Supply Plc	Energy	17 250 931	170 959	16 733	-154 226	0,05 %	Oslo Børs
Golden Ocean Group Ltd	Industrials	2 236 261	73 486	12 814	-60 672	0,04 %	Oslo Børs
Hyundai Motor Co GDR	Consumer Discretionary	33 510	10 085	12 556	2 471	0,04 %	London
Golden Ocean Group Ltd	Industrials	2 178 609	76 206	12 526	-63 680	0,04 %	NASDAQ
Frontline Ltd	Industrials	169 155	11 164	11 613	449	0,04 %	New York
EFG-Hermes Holding GDR	Financials	232 480	8 188	3 654	-4 535	0,01 %	London Int.
Sum verdipapirportefølje			23 561 588	32 412 919	8 851 331	98,19 %	
Disponibel likviditet				596 857		1,81 %	
Sum andelskapital				33 009 776		100,00 %	

* Tall i 1000 NOK.



Konsolidering skaper motstandskraft

SKAGEN m2 endte kvartalet på minus 4 prosent, noe dårligere enn referanseindeksen. Globale eiendomsaksjer hadde mer enn dobbelt så god avkastning som brede globale aksjeindekser i perioden.

SKAGEN m²

En andel i det globale eiendomsmarkedet*

- › Eiendomsaksjer hentet inn nedgangen fra begynnelsen av kvartalet.
- › Sentralbankenes handlinger fortsetter å påvirke porteføljen.
- › Selskapenes kapasitet til fremgang er vårt eneste fokus.

1	2	3	4	RISIKO	6	7
Fondets startdato	31. Oktober 2012					
Avkastning siden oppstart	48,3 %					
Gjennomsnittlig årlig avkastning siden start	12,2 %					
Forvaltningskapital	945 mill NOK					
Antall andelseiere	8 121					
AVKASTNING	1.KV. 16*	12 M*				
SKAGEN m ²	-4,0 %	-8,0 %				
MSCI ACWI Real Estate IMI	-2,5 %	1,2 %				

* Per 31 mars, 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.



SENTRALBANKENES EKSPERIMENT PÅVIRKER

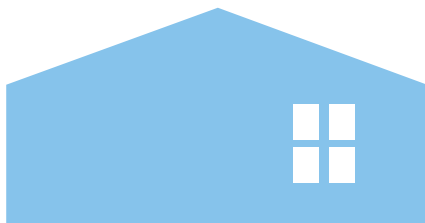
Fondet fikk hjelp av den europeiske sentralbankens stimulansepakke, som generelt er positiv for eiendomsselskapenes substansverdi, kontantstrøm og resultatutvikling. Selv den japanske sentralbanken overrasket på oppsiden med negativ rente. Den amerikanske sentralbankens ambivalens og puslete beskjed om fremtidige renteøkninger skapte dessuten volatilitet i markedet. Ved kvartalsslutt kom beskjeden om en mer forsiktig økning enn markedet forventet, og det bidro positivt. Epoken med globale rentekutt og stimulanser går nå trolig mot slutten. Før eller senere betyr det høyere avkastningskrav, det vil si at eiendommers verdivurderinger flater ut eller faller. Selv om eiendomsselskapenes finansieringskostnader generelt er rekordlave og bundet for lang tid, vil disse øke. Selskaper hvor økninger i substansverdi har stått for størstedelen av totalavkastningen (verdivekst + utbytte) vil få det tøffere.

SKAGEN m2 vil fortsatt fokusere på selskaper med sterk utleievækst og kontantstrøm, og høy grad av verdiskaping. Det kommer til å bli enda viktigere fremover når støtten fra sentralbankene opphører. Sannsynligvis vil rentenivået være presset lang tid fremover i store deler av verden. En økt rente indikerer dessuten positiv økonomisk utvikling i de fleste tilfeller, og det er også gunstig for eiendomsselskapets utleie og forbruksmønster.

KNALLSTART PÅ DET NYE ÅRET

Det nye året begynte med en markedskorreksjon, fulgt av en opphenting i andre halvdel av kvartalet. Nedgangen ble blant annet drevet av en presset finanssektor, noe som også påvirket eiendomsaksjer siden disse fortsatt kategoriseres til finanssektoren.

Dette er viktig siden ETF-er og indeksfond flytter sin massive kapital ved store endringer. I løpet av året vil eiendomssektoren flyttes ut av finanssektoren i indeksleverandørenes bransjeinndeling. Det hilser vi velkommen, og tror det vil innebære lavere volatilitet og større tydelighet. Konsekvensene er ennå uklare siden det er første gang siden 1999 at en ny sektor skapes, men hovedtesen er tross alt veldig positiv. Risikoen for at britene forlater EU presset også markedet, i tillegg til den tilbakevendende frykten for Kinas økonomiske vekst og gjeld. Til tross for dette gjeninnhentet de fremvoksende markedene seg i mars. Særlig Brasil steg kraftig i perioden, om lag 50 prosent i lokal valuta for eiendomsindeksen.



KJØPESENTER VINNER – TROSS PROBLEMER

Vi fortsatte å konsolidere porteføljen i kvartalet, ved å selge ni posisjoner og kjøpe to. De fleste av de solgte selskapene var noterte i vekstmarkeder og ble solgt enten fordi de hadde nådd kursmålet, vært skuffende eller hadde for liten vekt. Vekten mot vekstmarkedene ligger likevel på nivå med tidligere, siden vi har økt eierskapet i de posisjonene vi har mest tro på.

Vi solgte oss ut av den brasilianske kjøpesenteroperatøren BR Malls etter at selskapet ble porteføljevinner i kvartalet, med en oppgang på om lag 40 prosent i lokal valuta. Til tross for at BR Malls leverte en rapport som var bedre enn forventet er det fortsatt tøft for selskapets leietakere på grunn av fallende forbruk.

Brasils markeds- og valutaoppgang kom på et tidspunkt da markedet hadde begynt å håpe på et nødvendig regjeringsskifte, etter flere korrupsjonsskandaler blant fremtredende politikere.

Et annet selskap som surfer på bølgen av et markeds- og reformvennlig regjeringsskifte er argentinske IRSA. Selskapet har tatt grep om gjelden og avsluttet kvartalet som den tredje beste bidragsyteren. Gjennom en rekke interne transaksjoner klarte IRSA å stoppe hedgefondet som angrep selskapet for å tjene penger på en fallende kurs.

UNDERVURDERTE UMLEIELEILIGHETER I SVERIGE

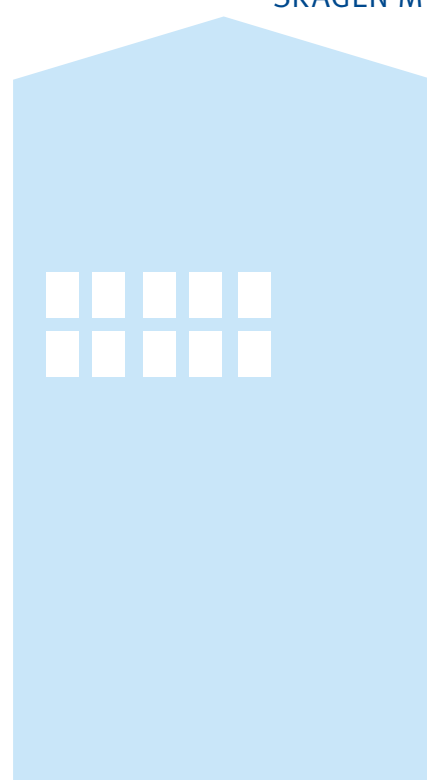
D. Carnegie, den svenske utleieboligeieren var en annen vinner. Til tross for en god oppgang er selskapet fortsatt undervurdert, med leiligheter i Stockhomsområdet priset til under 11.000 kroner per kvadratmeter. Det er omtrent halvparten av kostnaden for nybygg. Dessuten har selskapet i prinsippet ingen fare for at leiligheter står tomme på grunn av boligmangelen og en utleievekst godt over inflasjonen. I løpet av kvartalet annonserte selskapet at de har innløst utestående konvertibel gjeld, og det fjerner det negative overhengen som har vært der. Kort fortalt bidrar transaksjonen til lavere finanskostnader, mindre spredning, bedre likviditet og transparens. Tross størrelsen følges D. Carnegie kun av en analytiker.



SPANIA I MEDVIND

Spanske Inmobiliaria Colonial er et nytt og svært spennende selskap. De har kontorlokaler av høy kvalitet i Madrid, Barcelona og Paris. Etter mange år med utleienedgang i spanske byer, begynner veksten å ta fart i de mest sentrale områdene, nettopp der Colonial har flest eiendommer. Den positive utleieutviklingen drives av etterspørselen etter - og det manglende tilbudet av - store sentrale kontorlokaler, først og fremst i Madrid. Dette gjenspeiles i selskapets raskt fallende ledighetstall.

De spanske storbyene er i starten av utleiesyklusen, og det skiller de fra mange andre europeiske storbyer. Den gode farten i den spanske økonomien fremskynder utviklingen. Kontormarkedet i Paris, hvor selskapet har rundt 50 prosent av eiendommene sine, har også et fortsatt godt utviklingspotensial. Colonial var det eneste spanske eiendomsselskapet som overlevde etterdønningene av finanskrisen i Spania og siden den gang har de hatt en tøff reise og refinansiert seg. Colonial ble en av kvartalets store vinnere i porteføljen, mye takket være at fondet kom inn på en svært gunstig verddivurdering. Utleievekst, lavere ledighetstall og aktiv reposisjonering av eiendelene var verdidrivere.



BRITISK OPPBEVARING

Det andre nye selskapet i kvartalet er britiske Big Yellow Group, som eier og driver oppbevaringsvirksomhet, såkalt self-storage. Selskapet har god historikk fra verdiskaping og vurderes som rimelig i forhold til forventet vekst, dominerende posisjon, solide balanse og den sentralt beliggende porteføljen i London.

Tre amerikanske REIT (skattegunstige eiendomsselskaper) var taperne i kvartalet, HCP, SL Green og Colombia Property Trust. En av årsakene var markedets frykt for at den amerikanske sentralbanken skulle øke takten på rentehevingene. Det viste seg i slutten av mars at resultatet ble nesten det motsatte. I tillegg ble dollaren svakere i perioden. Også selskapsspesifikke hendelser forklarer nedgangen. I HCPs tilfelle har problemer med en de større leietakerne ført til at markedet mistror selskapets fremtidige kapasitet til å gi utbytte. Selskapet har hatt vekst i utbyttet 31 år på rad. Colombia Property Trust leverte en dårligere prognose enn forventet, samtidig som selskapets utbytte ikke dekkes av kontantstrømmen før mot slutten av 2017. Dette innebærer en begrenset evne til å fortsette med tilbakekjøp av aksjer, som har vært en bedre kapitalallokering enn utbytte. SL Greens administrerende direktør uttalte seg negativt om fortsatt oppgang på New Yorks kontormarked, og selskapet handles nå på lave nivåer i forhold til porteføljens sentrale plassering på Manhattan.



Foto: D. Carnegie

Den svenske boligutleieren D. Carnegie var en av kvartalets vinnere. Tross en god oppgang er selskapet fortsatt undervurdert med leiligheter i Stockholmsområdet til under 11.000 kroner pr kvadratmeter. Det er rundt halvparten av kostnaden for nyproduksjon. Foto: ett av selskapets boligkomplekser i Vårby utenfor Stockholm..

MER ROBUST ENN NOEN GANG

For rundt et år siden begynte vi å konsentrere fondet for å skape en mer robust og likvid portefølje som har gode muligheter for å skape meravkastning på lang sikt. Endringen innebærer at vi nå har 40 selskaper, først og fremst i utviklede land. Vi konsentrerer oss fortsatt om selskaper som vi vurderer kan skape verdi gjennom vekst i leieinntekter og kontantstrøm, fremfor at eiendelenes verdi øker på grunn av diverse sentralbankeksperimenter. Selskapenes egen evne til fremgang er med andre ord vårt eneste fokus.

SKAGEN m² 1. KVARTAL 2016 (% AV FORV. KAP)

De 5 største positive bidragsyttere

IRSA	0,43%
D Carnegie & Co	0,42%
BR Malls	0,34%
Inmobiliaria Colonial	0,31%
Mercialys	0,29%

De 5 største negative bidragsyttere

HCP	-0,98%
SL Green Realty Corp	-0,79%
Columbia Property Trust	-0,68%
Global Logistic Properties	-0,54%
Mitsui Fudosan	-0,41%

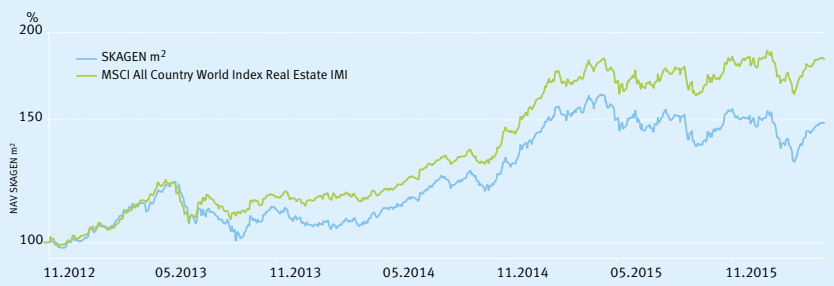
5 største kjøp

Inmobiliaria Colonial SA	2,86%
Big Yellow Group Plc	2,07%
D Carnegie & Co AB	1,53%
SL Green Realty Corp	1,02%
Ashford Hospitality Prime Inc	0,60%

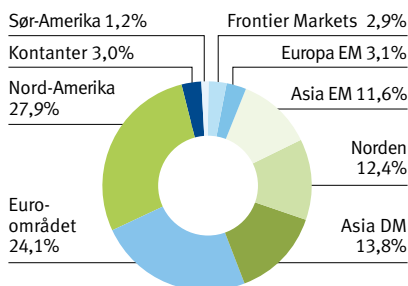
5 største salg

Apartment Investment & Management	-2,13%
Columbia Property Trust	-1,60%
BR Malls	-1,21%
Entra ASA	-0,93%
Ananda Development	-0,86%

KURSHISTORIKK SKAGEN m²



GEOGRAFISK FORDELING



NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE I SKAGEN m² (PER 31.3.2016)

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

VERDIPAPIRPORTEFØLJE SKAGEN m² PER 31. MARS 2016

Se hele verdipapirporteføljen:
www.skagenfondene.no/m2-portefolje

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

* Tall i 1000 NOK.



SKAGEN Focus

Jakter på eksepsjonelle investeringer

- › Vi har redusert vår råvareeksponering etter god avkastning i flere råvarerelaterte posisjoner siden årsskiftet.
- › Vår samlede posisjon i JBS og Pilgrim's Pride er på linje med AIG som største posisjon.
- › Diversifisering med hensyn til markeds kapitalisering, sektor og geografi gir oss en unik og eksepsjonell risk/reward-profil.

	1	2	3	4	RISIKO	6	7	
Fondets startdato	26. Mai 2015							
Avkastning siden oppstart	-10,6 %							
Forvaltningskapital	1001 mill NOK							
Antall andelseiere	3 815							
AVKASTNING	1. KV. 16*						12 M*	
SKAGEN Focus	-7,4 %						n/a	
MSCI ACWI	-6,2 %						n/a	

* Per 31 mars, 2016.



Filip Weintraub og Jonas Edholm

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



Foto: Boliden

Kobberprodusent First Quantum dro fordel av sterke produksjonstall. Selskapet reduserte gjelden gjennom å selge Kevitsa-gruven til svenske Boliden. Foto: kobberkatoder.

Råvarer på toppen

Første kvartal startet med en slags "Mystery Madness" – ingen kunne sette fingeren på hva det var som forårsaket volatilitet og svakhet, siden det ikke var basert på fundamentale selskapsnyheter. Siden vårt fokus er på sistnevnte, har vi fortsatt å følge samme strategi; øke posisjoner på svakhet og justere ned posisjoner som har gått mye.

Etter et forferdelig 2015 for råvareaksjer var alle våre råvarerelaterte aksjer på listen over de beste aksjene i første kvartal, målt som absolutt bidrag i norske kroner. Når det gjelder kobberprodusenten First Quantum, dro selskapet nytte av sterke produksjonstall. De har også klart å redusere gjeldsposisjonen ved å selge Kevitsa-gruven til svenske Boliden. Australia-baserte South32, som tidligere ble skilt ut fra BHP, initierte et stort omstillingsprogram for å kutte kostnader og effektivisere virksomheten, og aksjen steg 40 % i kvartalet i lokal valuta. Den sterkeste aksjen var Pan America Silver, opp nesten 70 % i kvartalet, drevet av sterke produksjonsresultater og en generell økning i gull- og sølvprisene. Som følge av de sterke resulta-

tene reduserte vi råvarerelaterte posisjoner i kvartalet, slik at posisjonsstørrelsen forble stabil.

En annen sterk aksje var det malaysiske lavprisflyselskapet AirAsia, som kom tilbake fra et turbulent fjorår. Aksjen steg over 40 % i kvartalet etter at selskapet la frem imponerende driftstall med økning både i trafikk- og utnyttelsestall. Markedet begynner også å se at selskapet vil gjøre store besparelser på drivstoffkostnadene i år, etter hvert som dyre drivstoffkontrakter utløper. Aksjen har fortsatt hatt en dårligere utvikling enn andre flyselskaper, og med dagens verdsettelse er det etter vår mening fortsatt oppside. Vi økte posisjonen i begynnelsen av perioden.

SKAGEN FOCUS 1. KVARTAL 2016 (% AV FORV. KAP)

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

* JBS 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 7,6 prosent.



Foto: Bloomberg

EN AV FEM KYLLINGER

Vi økte vår posisjon i det Brasil-baserte matvareselskapet JBS, og bygget på denne posisjonen ved å investere i det relaterte USA-noterte selskapet Pilgrim's Pride i første kvartal. JBS eier i dag 76 % av Pilgrim's, som er en av de største produsentene av kylling i USA; faktisk stammer en av fem kyllinger som spises hvert år fra dette selskapet. Etter en rekke oppkjøp og vellykkede integrasjoner har selskapet blitt en av de mest effektive aktørene i næringen, og vi tror konsensus har vært altfor negativ med hensyn til selskapets konjunktursvingninger. Dette gjenspeiles i form av lav verdsettelse og store shortposisjoner i aksjen. Pilgrim's virksomhet genererer mye kontanter, og vi tror de kan produsere en fri kontantstrøm som kan gi en aksjonæravkastning på om lag 50 % av markedsverdi over de neste fem årene. Den kombinerte posisjonen i JBS/Pilgrim's er ved utgangen av kvartalet en av de største posisjonene i fondet med en vekt på ca. 8 %.

SVAKT INNEN FINANS

Finansaksjer var generelt svake på verdensbasis i første kvartal. Dette kan i hovedsak forklares med bekymringer over energirelatert låneeksponering, samt redusert sannsynlighet for renteøkninger i 2016, først og fremst i USA. Vi har ingen eksponering innen finans i Europa, der økte regulatoriske kapitalkrav og nå sist Panama-lekasjen er blant de største sakene. Generelt har posisjonene våre i finanssektoren svært lav eksponering mot energisektoren, men påvirkes klart negativt av forventningene om lavere renter i lengre tid. Den USA-baserte forsikringskjempen AIG var den største posisjonen ved starten av året, og aksjene falt 12 % i kvartalet i lokal valuta. Aktivistinvestor Carl Icahn har presset på for å dele selskapet i tre divisjoner etter den trege prosessen med å snu om på den grunnleggende driften. Selskapet gjør det bra med hensyn til salg av eiendeler og kapitalavkastning for aksjonærene. Utnevnelsen av to aktivistinvestorer til AIGs styre er et klart positivt tegn, da dette vil kunne gi ledelsen en økt erkjennelse av at ting haster, og øker sannsynligheten for ytterligere transformativ salg av eiendeler. Vi reduserte eksponeringen i finansaksjer i perioden og solgte oss ut av vår posisjon i Uniqa Insurance, da selskapet ikke har levert i henhold til våre forventninger. Aksjen er fortsatt billig, men vi sliter nå med å se katalysatorer for reprising på mellomlang sikt.

En av de negative bidragsyterne i perioden var det Sveits-baserte bakeriselskapet Aryzta, til tross for tilfredsstillende inntjeningsstall og kunngjøringen om fullført gjeldsrefinansiering – som var en del av vår investeringstese. De gode nyhetene ble delvis overskygget av en salgstransaksjon fra selskapets CEO etter at inntjeningsstallene ble lagt frem, og nok en gang svært klønete kommunikasjon om saken fra selskapet. Vi utnyttet nedgangen til å øke vår posisjon, da vi ser solid verdi i aksjen på dagens nivåer.

I løpet av kvartalet økte vi vår posisjon i Stock Spirits – i utgangspunktet en litt dårlig timet investering – ettersom to forskjellige parter tilsynelatende prøver å få kontroll over selskapet. Et selskap tilknyttet den polske billiggjeden Eurocash, kjent for oppkjøp av andre tilsvarende selskaper med sterke distribusjonsmuligheter i sektoren, har kjøpt over 9 % av selskapet i løpet av de siste ukene via et beslektet selskap. Samtidig er et østeuropeisk private equity-selskap, Arca Capital, i ferd med å ta større andeler i selskapet og vil prøve å få styrerepresentasjon på mellomlang sikt. I mellomtiden handles aksjen til en rabatt på 30-40 % i forhold til tilsvarende aksjer og tilbyr en betydelig oppside på frittstående basis.

KORT OM ULIKE SELSKAPER



Pilgrim's Pride har røtter tilbake til 1946 og er i dag den største kyllingprodusenten i USA og den nest største i Mexico. 80 % av salget er i USA, 12 % i Mexico og 8 % i andre regioner. Selskapet er vertikalt integrert og har avdelinger for alle deler av produksjonskjeden. Blant kundene finnes store forhandlere, næringsmiddel-selskaper og hurtigmatrestauranter. En negativ kombinasjon av overproduksjon av kylling, rekordhøye maispriser og stor gjeldsbyrde tvang selskapet til å begjære seg konkurs i 2009. Etter å ha kommet seg ut fra konkursbehandlingen kjøpte Brasil-baserte JBS seg opp i selskapet. I dag eier JBS 76 % av selskapet etter gradvis å ha økt sin eierandel.

Foto: Unsplash



I Softbanks mobilbutikker betjenes kundene helt av såkalte Pepper-roboter.

Foto: Bloomberg

Softbank er et japansk konglomerat innen telekom og Internett. Selskapet eier 32 % av den kinesiske Internett-giganten Alibaba Group. Det har også en 80 % eierandel i den USA-baserte teleoperatøren Sprint og er den tredje største mobiloperatøren i USA etter Verizon og AT&T. Telekomvirksomheten innenriks omfatter hovedsakelig Softbank Mobile, det tredje største telekomselskapet i Japan. Selskapet har også eierandeler i den spesialiserte trådløst-nettverk-distributøren Brightstar (100 %), videospillselskapet GungHo (25 %) og den finske mobilspillprodusenten Supercell (55 %).



Foto: Bloomberg

AirAsia ble notert på børs i Malaysia i november 2004. Etter å ha vært først ute med den banebrytende lavprismodellen på korte reiser i Sørøst-Asia i 2001 har selskapet vokst fra å være et innenriks flyselskap i Malaysia til et ledende lavprisflyselskap i Asia med rundt 121 reisemål fra 16 knutepunkter i Malaysia, Thailand, Indonesia og Filippinene. Sammen med sine partnere (Thai AirAsia, Indonesia AirAsia og Philippines' AirAsia) er AirAsia-konsernet det største lavprisflyselskapet i Asia når det gjelder flåtestørrelse og antall passasjerer.

GOD DIVERSIFISERING

Vi avslutter kvartalet med en svært konsentrert portefølje bestående av 34 utvalgte selskaper, hvorav de ti største utgjør 48 % av fondet. Som et fond uten et definert prinsipp om markedsstørrelse har vi muligheten til å investere i både små og store selskaper, og vi har for tiden 26 % i små selskaper, 33 % i mellomstore selskaper og 41 % i store selskaper. Diversifisering med hensyn til markeds kapitalisering, sektor og geografi gir en unik og eksepsjonell risk/reward-profil for fondets samlede posisjoner sett under ett.

Vi takker for tilliten og ser frem til et fremgangsrikt 2016.

VERDIPAPIRPORTEFØLJE SKAGEN FOCUS PER 31. MARS 2016

Se hele verdipapirporteføljen:
www.skagenfondene.no/focus-portefolje

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

* Tall i 1000 NOK.

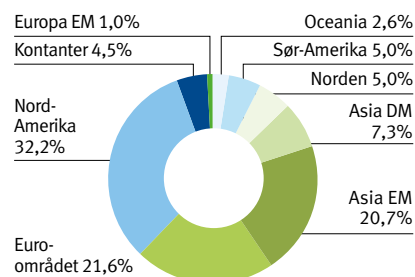
NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE I SKAGEN FOCUS (PER 31.3.2016)

Selskap	Postens størrelse	Kurs	P/E 2016E	P/E 2017E	P/BV siste	Kursmål
American International Group Inc	7,5%	54,05	11,2	9,2	0,7	90
SK Hynix Inc	5,1%	28 150,00	9,0	7,6	0,9	65 000
Jbs SA*	5,0%	10,95	6,9	5,6	1,1	22
Carlsberg AS-B	5,0%	624,00	21,3	18,8	2,2	822
SBI Holdings Inc	4,6%	1 143,00	9,2	8,8	0,6	3 000
China Telecom Corp Ltd	4,3%	4,10	16,7	14,8	1,1	8
Jenoptik AG	3,9%	14,05	15,7	14,5	1,8	20
Citizens Financial Group Inc	3,8%	20,95	11,7	10,0	0,6	35
Infineon Technologies AG	3,6%	12,51	17,1	14,7	2,9	20
AirAsia Bhd	3,2%	1,83	6,9	6,4	1,1	3
Vektet gjennomsnitt topp 10	46,0%		11,0	9,5	1,0	
Vektet gjennomsnitt topp 33	95,5%					
Kontanter	4,5%					
Totalt	100,0%					

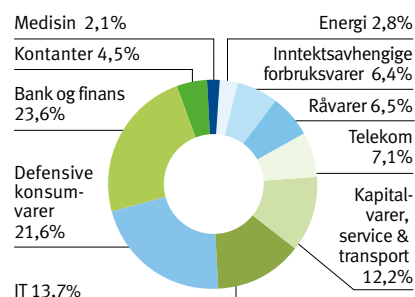
P/E kan avvike fra andre kilder når de er basert på SKAGENs estimater.

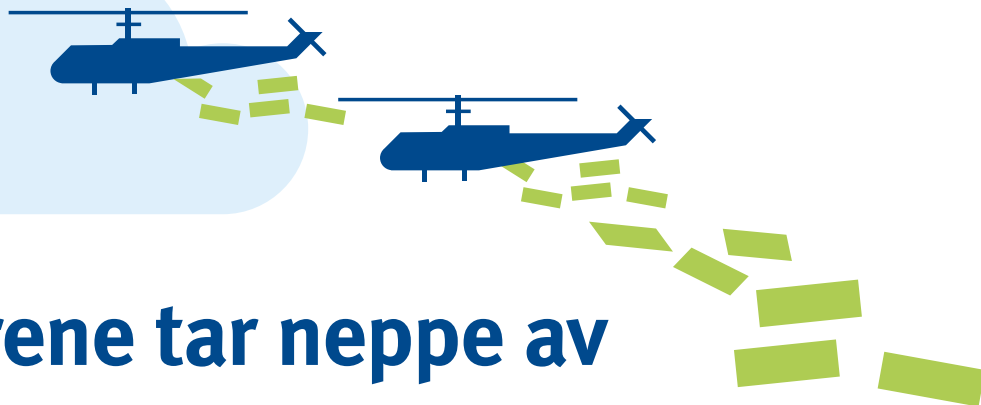
* JBS er største aksjonær i Pilgrim's Pride, som utgjør 2,8 prosent av fondet. Disse 2 posisjonene bør sees på som en, med en total vekt på 7,5 prosent.

GEOGRAFISK FORDELING



BRANSJEFORDELING





Helikoptrene tar neppe av

Å droppe penger fra helikoptre hjelper neppe sentralbankene til å nå sine inflasjonsmål.

Selv etter årevis med tilnærmet nullrentepolitikk og kvantitative lettelse strever flere sentralbanker med å få opp inflasjonen. I det siste har noen sentralbankøkonomer nevnt «helikopterpenge» som en interessant idé, noe som tyder på at dette diskuteres som et potensielt nytt våpen i kampen for høyere inflasjon.

Hva er helikopterpenge, kan slike penge få opp inflasjonen, og hva er sannsynligheten for at helikoptrene tar av?

Budsjettunderskudd finansieres tradisjonelt med å selge statsgjeld. Staten finansierer seg med helikopterpenge hvis den låner fra sentralbanken. Mange kaller helikopterpenge for «pengetrykking». Det er misvisende. Hva som skjer er at sentralbanken øker sin balanse. På passivaksiden legges det til et lån til staten, på passivaksiden føres det inn et tilsvarende beløp på statens konto. Poenget er at staten skaffer seg kreditt ved hjelp av noen tastetrykk i sentralbanken i stedet for å legge ut obligasjonslån.

Kontra hvordan det høres ut, er ikke helikopterpenge noen opplagt kilde til inflasjon. Og det er i hvert fall ikke et treffsikkert virkemiddel til å få en inflasjon som er akkurat passe, det vil si på linje med sentralbankens inflasjonsmål.

Først: Det er knapt noen forskjell på å låne i markedet og å låne i sentralbanken. Staten ender uansett opp med høyere gjeld til privat sektor. Hvorfor?

Når staten bruker pengene den har lånt fra sentralbanken, flyttes de over på bankens konti i sentralbanken. Det er på denne måten staten får brukt de nye pengene. Alt som bankene har av innskudd i sentralbanken er en del av statsgjelden. For sentralbanken eies av staten og den betaler rente på bankens innskudd. Så hvorvidt underskudd finansieres med lån i markedet eller lån fra sentralbanken, har ingen effekt på samlet statsgjeld. Den

eneste forskjellen på ordinær statsgjeld og sentralbankinnskudd er at renten på ordinær statsgjeld som regel er fast, mens renten på sentralbankinnskudd er flytende. Over tid har dette liten effekt på statens samlede rentekostnader.

Hvorvidt helikopterpenge medfører høyere inflasjon avhenger av om markedet mister tilliten til statsfinansene. Tillit til statsfinansene avhenger av at folk tror at skattenivået over tid tilpasses slik at statsgjelden kan betjenes.

Dersom innbyggerne ikke tror at staten makter å få orden på sine finanser, så prøver de å kvitte seg med fordringer på staten ved å kjøpe reelle goder, som varer og tjenester. Økt etterspørsel etter varer og tjenester drar så opp inflasjonen, inntil den reelle verdien av statens forpliktelser har droppet til et passe nivå.

Den høye inflasjonen man nylig har hatt i Russland skyldes trolig en slik mekanisme. Oljeprisfallet og internasjonal uro kuttet skatteinntektene. Putin og hans gjeng ble trolig ikke ansett som kapable til å sørge for at statsfinansene over tid ville bli rettet opp igjen. Dermed tiltok inflasjonen kraftig, og var i en periode tosifret.

Dem som ivrer for helikopterpenge synes å mene at hvis staten kamuflerer en del av gjelden som sentralbankinnskudd, så kan man få litt av samme type inflasjon. Hvorfor? Det må være fordi man mener at folk tror staten kun tar høyde for obligasjonsgjelden, og i det skjulte bedriver en finanspolitikk som ikke er helt bærekraftig ved at man over tid ikke tilpasser skattenivået til statens samlede utgifter.

Jeg mener dette er å undervurdere markedets evne til å forstå statsfinansene. Hvorfor skulle ikke befolkningen forstå at det ikke spiller noen rolle for statsfinansene om staten låner i markedet eller av sentralbanken? Og hvorfor skulle de ikke forvente at fremtidig skattenivå heves

slik at staten er i stand til å betjene hele sin gjeld?

Kan staten i en velutviklet demokratisk økonomi troverdig forplikte seg til kun å betjene obligasjonsgjelden? Jeg tror ikke dette lar seg gjøre. Vi vil sannsynligvis forvente at politikerne oppfører seg ansvarlig, og de vil tilpasse sin sparing deretter. Om så er tilfelle, øker innbyggernes sparing om man tyr til helikopterpenge. Folk sparer for å kunne betale høyere fremtidige skatter. I så fall blir det ingen effekt på inflasjonen.

Men anta at trikset fungerer; myndighetene klarer å innbille folk at sentralbankgjeld ikke er statsgjeld. Det betyr ikke at man treffer blinken i inflasjonsmålskiven.

For hvor mye penge man skal stappe inn i helikoptrene? Ingen har prøvd seg med en finanspolitikk som bevisst mangler litt bærekraft. Hvor mye tilslørt statsgjeld skal staten emittere for at inflasjonen blir akkurat passe? Her vil myndighetene måtte famle i blinde, med stor risiko for at inflasjonen blir høyere enn ønsket.

Slik jeg ser det er det er stor sjanse for at et forsøk med helikopterpenge enten ikke har noen effekt på inflasjonen, eller at virkningen blir altfor kraftig.

Jeg tror myndighetene, når de får tenkt seg om, kommer til samme konklusjon. Slik jeg vurderer det, er det liten grunn til å tro at monetære helikoptre dukker opp i horisonten.



– Torgeir Høien
Porteføljeforvalter SKAGEN Tellus

Motvind fra valutaen

En marginal positiv avkastning i årets første kvartal, målt i euro, var et lite tilfredsstillende resultat. Likeså at fondet oppnådde svakere avkastning enn referanseindeksen.

Målt i lokal valuta var det imidlertid bare Portugal (4,3 %) av våre statsobligasjoner som ga negativ avkastning. Her utgjorde kursfallet litt mer enn hva vi fikk i renteinntekter.

Med unntak en amerikansk obligasjon med lang løpetid, har vi beholdt de øvrige lange obligasjonene fra inngangen til året. Vi har tro på nye kursgevinster i utvalgte land i Eurosonen og Sør-Amerika.

Det som først og fremst bidro til å dra ned resultatet i kvartalet var en euro som styrket seg mot flere valutaer fondets obligasjoner er denominert i. En dollarsvekkelse på fem prosent mot euroen gjorde størst innhugg i avkastningen. 30 prosent av fondet er investert i dollar denominerte obligasjoner.

Selv om noen av fondets valutaer appresierte mot euroen, dro i sum endringene i valutakursene fondskursen ned med 1,4 prosentpoeng.

En årsak til dollarsvekkelsen kan være at sentralbanken, Fed, signaliserte en lavere hevingstakt av styringsrenten enn de uttalte på slutten av fjoråret.

Vi har beholdt våre posisjoner i dollar. Det skyldes først og fremst troen på at inflasjonen tar seg ytterligere opp. Men også at global økonomi går bedre enn hva Fed la til grunn i

fjorrige kvartal. Sistnevnte har blitt en stadig viktigere styringsparameter for den amerikanske sentralbanken.

Med god økonomisk vekst i USA og høyere rente relativt til omverden, tror vi dollaren styrker seg de kommende kvartalene.

Relativt til referanseindeksen hadde fondet en lavere eksponering mot yendenominert gjeld, som styrket seg mot euroen. Den japanske sentralbanken annonserte i slutten av januar - helt uventet - et rentekutt som førte styringsrenten ned i minus 0,1 prosent. De allerede lave lange obligasjonsrentene falt ytterligere, og obligasjonskursene løftet seg sammen med yenen.

Med ti prosent av fondet i japanske statsobligasjoner med relativt kort løpetid fikk vi en mindre gevinst enn referanseindeksen.

Absolutt sett fikk vi med andre motvind fra en depresierende dollar, og relativt sett ikke stort nok løft fra en appresierende yen og høyere japanske obligasjonskurser.

Det ligger i fondets mandat at vi både skal ta rente og valutarisiko. Valutakursmarkedet har sine spasmer, men over tid har valutaeksponeringen bidratt positivt til fondets avkastning.

SKAGEN Tellus

Døråpner til globale renter

- › Svakere euro mot dollar dro ned avkastningen.
- › Tror på sterkere dollar.
- › Utviklingen i Japan bidro ikke nok i forhold til indeks.

	1	2	4	RISIKO	5	6	7
Fondets startdato	29. September 2006						
Avkastning siden oppstart	85,21 %						
Gjennomsnittlig avkastning per år	6,70 %						
Forvaltningskapital	1117 mill NOK						
Antall andelseiere	2 778						
AVKASTNING	1.KV. 16*						12 M*
SKAGEN Tellus	-1,56 %						-2,15 %
JP Morgan GBI Broad Index Unhedged	-0,04 %						8,29 %

* Per 31 mars, 2016.



PORTEFØLJEFORVALTERE

Torgeir Høien og Jane Tvedt

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

Verdipapir	Forfalls- dato	Kupong	Pålydende ***	Kestpris ***	Markeds- kurs	Pålept rente	Markeds- verdi ***	Markeds- verdi inkl pålept rente ***	Urealisert gevinst/ tap ***	Andel av fondet
STATSOBLIGASJONER										
Canadian Government	01.11.2016	1,00	10 000	65 014	645,50	267	64 550	64 817	-465	5,78 %
Chilean Government	05.08.2020	5,50	4 410 000	54 659	1,28	466	56 579	57 045	1 920	5,09 %
Colombian Government	14.04.2021	7,75	13 400 000	48 232	0,28	2 774	37 504	40 279	-10 728	3,59 %
Croatia Government Int. Bond	30.05.2022	3,87	8 300	74 798	970,42	2 541	80 545	83 085	5 747	7,41 %
Hellenic Republic Government	24.02.2025	3,00	9 000	53 134	547,59	251	49 283	49 534	-3 851	4,42 %
Portugese Government	15.10.2025	2,87	5 000	47 985	952,95	623	47 647	48 271	-338	4,31 %
Slovenia Government	30.03.2026	5,12	3 500	41 766	1 279,33	5	44 777	44 781	3 010	4,00 %
Spanish Government	30.04.2025	1,60	5 000	45 315	969,81	694	48 491	49 184	3 176	4,39 %
European Bank Recon & Dev	19.03.2018	5,75	200 000	25 846	12,35	47	24 696	24 743	-1 150	2,21 %
Japan Government	20.06.2016	1,90	900 000	62 398	7,41	353	66 664	67 017	4 266	5,98 %
Japan Government	16.10.2017	0,10	550 000	37 991	7,41	19	40 749	40 767	2 757	3,64 %
Mexican Government	20.11.2036	10,00	60 000	38 345	67,22	823	40 332	41 155	1 987	3,67 %
Norwegian Government	19.05.2017	4,25	60 000	63 360	104,29	2 215	62 573	64 787	-788	5,78 %
New Zealand Government	17.04.2023	5,50	8 000	54 358	686,61	1 165	54 928	56 093	571	5,01 %
Peruvian Government	12.08.2037	6,90	18 000	41 063	236,46	407	42 564	42 970	1 501	3,83 %
Lithuanian Government	01.02.2022	6,62	5 500	42 570	1 001,65	503	55 091	55 593	12 520	4,96 %
US Government	31.08.2016	0,50	12 800	87 374	828,27	47	106 018	106 065	18 644	9,46 %
US Government	30.06.2017	0,62	10 800	88 468	827,26	140	89 345	89 484	877	7,99 %
US Government	30.11.2016	0,87	10 000	87 347	829,79	243	82 979	83 221	-4 369	7,43 %
Sum Verdipapirportefølje				1 241 944		11 653	1 319 298	1 330 950	77 354	97,31%
Disponibel likviditet				36 610			36 817	36 817	207	2,69%
Sum Andelskapital				1 278 554		11 653	1 356 115	1 367 768	77 561	100,00%

Nøkkeltall

Effektiv underliggende avkastning 2,50 %
Rentefølsomhet** 3,98

* 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.

*** Tall i 1000 NOK.

Effektiv rente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på et rentepapir fram til det forfaller.
Verdipapirer er vurdert til markedskurser 31.03.2016.

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



SKAGEN Credit

Plukker de beste eplene fra den globale frukthage

- › Store svingninger i kredittmarkedet.
- › Minskert eksponering mot eksterne faktorer.
- › Attraktiv rente på fondets investeringer.

	1	2	RISIKO	4	5	6	7
Fondets startdato							30. mai 2014
Avkastning siden oppstart							-2,50 %
Gjennomsnittlig årlig avkastning siden start							-1,4 %
Forvaltningskapital							121 mill NOK
Antall andelseiere							449
AVKASTNING				1. KV. 16*			12 M*
SKAGEN Credit NOK				0,99 %			-2,30 %
Statsobligasjonsindeks 1.0				0,33 %			1,05 %

* Per 31 mars, 2016.



PORTEFØLJEFORVALTERE

Ola Sjöstrand
og Tomas Nordbø Middlethon

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

Store bevegelser i markedet

Det har vært et svært volatil marked, hvor nivået på kredittpåslagene har svingt kraftig.

De store endringene i det generelle kredittpåslaget i første kvartal påvirker naturlig nok fondets avkastning. Det har igjen ført til at utviklingen i enkeltelskaper og enkeltobligasjoner har havnet i skyggen. Det er således de store bevegelsene i markedet som skapte volatiliteten i fondet, og ikke valget av enkeltobligasjoner. Mange mener at de store nivåendringene beror på usikkerheten rundt Kinas fremtidige økonomiske vekst, og følgene for verdensøkonomien. Utgangspunktet vårt når vi finner investeringer, er vurdering av enkeltelskaper og deres spesifikke situasjon, og i andre rekke eksterne faktorer som kan påvirke selskapets markeder.

Fokus på selskapenes kapasitet

Vi har solgt noen selskaper hvor den fremtidige utviklingen er altfor avhengig av eksterne faktorer. Blant annet to tyrkiske banker, som på den ene siden har bra kredittkvalitet og obligasjoner som gir en bra avkastning. På den andre siden er ratingen deres, og dermed prisen på obligasjonene, avhengig av ratingen til Tyrkia. I det siste er det blitt stadig mer usikkert om Tyrkia kommer til å beholde sin investment grade rating. Det er en risiko vi ikke ønsker i fondet. Vi fokuserer på analyse av selskaper og deres mulighet til å forbedre sin finansielle situasjon. Det er på denne måten vi forsøker å skape meravkastning.

Ekstra påslag for Brasil

Per 31. mars er 9 prosent av fondet investert i brasilianske selskaper. Prisen på disse obligasjonene påvirkes i stor grad av Brasils økonomiske og politiske utvikling. Det er likevel en kalkulert risiko og vi er fullstendig klar over at eksterne faktorer styrer utviklingen på alle selskapsobligasjoner utstedt av brasilianske selskaper.

Har selskapet hovedkontor i Brasil får obligasjonene automatisk høyere kredittpåslag enn om hovedkontoret hadde ligget i et utviklet marked, selv om obligasjonene er i dollar og handles på et internasjonalt rentemarked. Slike påslag rammer både gode og dårlige selskaper, og på den måten kan vi finne svært gode selskaper som gir høy avkastning til en lav selskaps-spesifikk risiko. Kjemiselskapet Braskem og kjøttprodusenten JBS er to eksempler i denne kategorien.

Gode utsikter

Fondets investeringer har et gjennomsnittlig kredittpåslag på 600 basispunkter (6 prosentpoeng). Dette er et veldig attraktivt nivå som gir forutsetninger for god avkastning resten av året. Når påslaget dessuten har steget, først og fremst på grunn av at kredittpåslaget i obligasjonsmarkedet er historisk høyt, er det også en sjanse for at en normalisering ville sterke fondets avkastning ytterligere. Men det er mer trolig at våre selskaper gir god gevinst og forbedret kredittkvalitet, og derigjennom stiger i verdi.

VERDIPAPIRPORTEFØLJE SKAGEN CREDIT NOK PER 31. MARS 2016

Se hele verdipapirporteføljen:
www.skagenfondene.no/credit-portefolje

SKAGEN CREDIT NOK	Valuta	Pålydende	Markedsverdi NOK	Andel av fondet %
SKAGEN Credit	NOK	1 132	120 194	99,09
Likviditet			1 103	0,91
Sum andelskapital			121 297	100,00
Effektiv underliggende avkastning	5,84 %			
Effektiv avkastning til kunder	5,04 %			
Rentefølsomhet	1,14			
Andelskurs per 31.03.2016	97,4986			
Valutasikringsgrad	97,35 %			
Eierandel av SKAGEN Credit	59,03 %			

SKAGEN CREDIT MASTER FUND, NOK	Valuta	Forfallsdato	Andeler	Kupong, prosent	Markedsverdi, NOK	Andeler av fondet
Verdipapir						
Gazprom OAO	USD	11.04.2018	800	8,15	7 458	3,68
Petrobras Global Finance BV	USD	01.03.2018	700	5,88	5 624	2,78
Seadrill Ltd	USD	15.09.2017	700	6,13	2 454	1,21
Petrobras Global Finance BV	USD	20.01.2020	100	5,75	726	0,36
Sum Energy					16 262	8,03
Braskem Finance Ltd	USD	15.04.2021	575	5,75	4 698	2,32
INEOS	EUR	01.05.2023	500	4,00	4 688	2,32
Glencore Canada Financial Corp	GBP	27.05.2020	350	7,38	4 571	2,26
Glencore Funding LLC	USD	29.04.2019	475	3,13	3 678	1,82
Glencore Funding LLC	USD	30.05.2023	100	4,13	697	0,34
Sum Råvarer					18 333	9,06
Color Group AS	NOK	18.09.2019	7 000	6,26	6 876	3,40
Stena AB	EUR	01.02.2019	620	5,88	5 921	2,92
PostNL NV	GBP	14.08.2018	400	7,50	5 623	2,78
Norwegian Air Shuttle AS	EUR	11.12.2019	500	7,25	4 961	2,45
Noble Group Ltd	USD	29.01.2020	750	6,75	4 302	2,13
Tallink Group AS	NOK	18.10.2018	4 000	6,17	4 115	2,03
Heathrow Funding Ltd	GBP	10.09.2018	300	6,25	4 035	1,99
Bombardier Inc	USD	16.03.2020	400	7,75	2 889	1,43
Heathrow Funding Ltd	GBP	20.03.2020	200	6,00	2 702	1,33
Norwegian Air Shuttle AS	NOK	03.07.2017	2 000	4,88	1 964	0,97
Sum Kapitalvarer, service og transport					43 387	21,43
Samvardhana Motherson Automotive	EUR	15.07.2021	600	4,13	5 610	2,77
Volkswagen Leasing GmbH	EUR	06.09.2022	500	2,38	5 075	2,51
Best Buy Co Inc	USD	15.03.2021	550	5,50	4 841	2,39
Fiat Finance & Trade SA	EUR	15.03.2018	400	6,63	4 126	2,04
Jaguar Land Rover Automotive Plc	GBP	01.03.2023	200	3,88	2 261	1,12
Fiat Chrysler Finance Europe	EUR	22.03.2021	200	4,75	2 030	1,00
Jaguar Land Rover Automotive Plc	USD	14.12.2018	200	4,13	1 726	0,85
Sum Inntektsavhengige konsumvarer					25 670	12,68
Safeway Ltd	GBP	10.01.2017	400	6,00	4 972	2,46
Avon Products Inc	USD	01.03.2019	400	6,50	2 860	1,41
JBS Investments GmbH	USD	28.10.2020	300	7,75	2 548	1,26
Cosan	USD	14.03.2023	300	5,00	2 198	1,09
Lennar Corp	USD	17.06.2019	200	4,50	1 733	0,86
Sum Defensive konsumvarer					14 310	7,07
Danske Bank AS	GBP	29.09.2021	600	5,38	7 578	3,74
Bank of Baroda	USD	23.07.2019	750	4,88	6 693	3,31
Amlin Plc	GBP	18.12.2026	500	6,50	6 139	3,03
Insurance Australia Group Ltd	GBP	21.12.2026	400	5,63	4 807	2,37
Diamond Bank Plc	USD	21.05.2019	400	8,75	2 899	1,43
Standard Chartered Bank	GBP	03.04.2018	200	7,75	2 789	1,38
Standard Chartered PLC	EUR	23.11.2022	200	3,63	1 874	0,93
American Tower Corp	USD	15.02.2019	200	3,40	1 708	0,84
Banco Est Rio Grande Sul	USD	02.02.2022	250	7,38	1 691	0,84
Sum Bank og finans					36 177	17,87
Rolta Americas LLC	USD	24.07.2019	400	8,88	1 371	0,68
Sum Informationsteknologi					1 371	0,68
VimpelCom Holdings BV	USD	01.03.2022	550	7,50	4 834	2,39
Bharti Airtel International	EUR	20.05.2021	400	3,38	4 161	2,06
Bharti Airtel International	EUR	10.12.2018	300	4,00	3 084	1,52
VimpelCom Holdings BV	USD	01.03.2017	200	6,26	1 713	0,85
Frontier Communications Corp	USD	15.09.2022	200	10,50	1 679	0,83
Sum Telecom					15 470	7,64
EDP Finance BV	USD	01.10.2019	850	4,90	7 514	3,71
Sum Nyttetjenester					7 514	3,71
Sum verdipapirportefølje					178 495	88,17
IRS EUR 20210511	EUR	11.05.2021	600		-170	-0,08
IRS EUR 20180620	EUR	20.06.2018	3 000		-459	-0,22
IRS GBP 20180129	GBP	29.01.2018	1 200		-312	-0,16
IRS USD 20210622	USD	22.06.2021	1 000		-332	-0,16
IRS USD 20190820	USD	20.08.2019	2 000		-413	-0,20
IRS USD 20180620	USD	20.06.2018	3 500		-483	-0,24
Sum Derivater					-2 169	-1,06
Likviditet					26 100	12,89
Total portefølje					202 425	100,00



SKAGEN Avkastning

Aktiv renteforvaltning

1	RISIKO	3	4	5	6	7
Fondets startdato	16. september 1994					
Avkastning siden oppstart	208,09 %					
Forvaltningskapital	1535 mill NOK					
Gjennomsnittlig årlig avkastning siden start	5,36 %					
Antall andelseiere	10 983					
AVKASTNING	1. KV. 16*	12 M*				
SKAGEN Avkastning	1,10 %	0,35 %				
ST4X	1,02 %	2,55 %				

* Per 31 mars, 2016.



PORTEFØLJEFORVALTERE

Jane Tvedt og Torgeir Høien

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

Solid avkastning i et volatilt kvartal

Skagen Avkastning hadde en solid start på året. Fondskursen var opp 1,1 prosent i første kvartal. Indeksen er opp 1,0 prosent i samme periode.

Det var et volatilt kvartal preget av uro i internasjonale finansmarkeder og videre pengepolitiske lettelsers fra den europeiske sentralbanken og sentralbanken i Japan.

Den norske delen av Skagen Avkastning, som over tid utgjør omkring 80 prosent av fondet, bidrar til en moderat og stabil avkastning i fondet. Bankpapirene har en flytende rente som består av den norske interbankrenten samt et kredittpåslag. Endringer i interbankrenten eller kredittpåslaget vil gi kursgevinster eller kurstap utover det som kommer fra den løpende renten. I første kvartal falt både kredittpåslaget og 3 måneders interbankrente, noe som ga en ekstraavkastning på den norske delen av porteføljen.

Avkastningen på den utenlandske delen av porteføljen var mer volatil, men bidro til å løfte kursen betydelig siste del av kvartalet.

Første delen av kvartalet var preget av uroen i finansmarkedene og spesielt usikkerhet rundt bankenes eksponering mot energisektoren og eventuelle skjulte lik i bankskapet. Investeringene i Hellas og Portugal ble spesielt rammet av dette. I Portugal medførte en uavklart situasjon rundt budsjettet samt usikkerhet om den portugisiske banksektoren, til en kraftig renteøkning i midten av februar. Renten har siden det falt tilbake igjen og var ved slutten av kvartalet bare noe høyere enn ved årsskiftet.

Det var høye forventninger til at ECB ville komme med ytterligere pengepolitiske lettelsers på møtet 10. mars. De innfridde ved å kutte renten, åpne for å kjøpe selskapsobligasjoner samt gi bankene tilgang til svært billige lån for å låne videre til privat sektor. Som forventet har disse lettelsene gitt fall i lange renter euroområdet. Rentene på investeringene i Slovenia og Spania har falt betydelig og gitt en solid kursøkning på obligasjonene.

Kroatia var en positiv overraskelse dette kvartalet. Etter flere måneder med forhandlinger kom det i januar endelig på plass en ny regjering med den reformvennlige statsministeren Tihomir Oreskovic. Den nye regjeringen planlegger blant annet å selge statlige selskaper samt redusere offentlig sektor, noe som er positivt for statsfinansene og vår investering. Rentene har falt jevnt og trutt siden årsskiftet selv når det blåste som verst i finansmarkedene. Også Mexico har hatt en positiv utvikling i kvartalet.

Vi har redusert den utenlandske delen av porteføljen noe i løpet av måneden ved å ta gevinst i Mexico og Slovenia. Utenlandsandelen er nå om lag 17%. Den effektive renten i fondet er 1,9 prosent. Rentefølsomheten er 1,5 år og gjennomsnittlig løpetid på investeringene er 3,6 år.

VERDIPAPIRPORTEFØLJE SKAGEN AVKASTNING PER 31. MARS 2016

Se hele verdipapirporteføljen:
www.skagenfondene.no/avkastning-portefolje

Verdipapir	Forfalls- dato	Kupong	Pålydende ***	Kestpris ***	Markeds- kurs	Påløpt rente	Markeds- verdi ***	Markeds- verdi inkl. påløpt rente ***	Urealisert gevinst/ tap ***	Andel av fondet
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE										
Finans										
Aurskog Sparebank	03.09.2018	2,04	48 000	48 620	99,99	76	47 997	48 073	-623	3,13 %
BN Bank ASA	12.08.2019	1,72	20 000	19 600	98,00	46	19 599	19 645	-1	1,28 %
BN Bank ASA	22.05.2018	2,01	25 000	24 972	100,05	53	25 013	25 066	41	1,63 %
Bolig- og Næringskreditt AS	03.11.2016	2,00	5 000	5 039	100,23	16	5 012	5 027	-28	0,33 %
Bank 1 Oslo Akershus AS	05.03.2018	2,14	36 000	36 393	100,68	51	36 246	36 297	-147	2,36 %
Bank 1 Oslo Akershus AS	15.03.2017	2,71	32 000	32 707	101,16	39	32 373	32 411	-334	2,11 %
Eiendoms-kreditt AS	04.12.2017	1,67	20 000	20 080	99,55	25	19 909	19 934	-171	1,30 %
Fana Sparebank	09.05.2017	1,48	30 000	30 093	99,75	63	29 924	29 987	-169	1,95 %
Helgeland Sparebank	15.03.2017	2,71	36 000	37 206	101,16	43	36 419	36 463	-787	2,38 %
Jæren Sparebank	08.05.2018	2,12	10 000	10 169	100,16	31	10 016	10 047	-153	0,65 %
Jæren Sparebank	30.10.2018	2,40	20 000	20 058	100,42	83	20 083	20 166	25	1,31 %
Kredittforeningen for Sparebanker	12.02.2019	1,94	30 000	30 293	99,19	78	29 756	29 834	-536	1,94 %
Kredittforeningen for Sparebanker	27.02.2018	1,96	30 000	30 363	100,07	51	30 022	30 073	-341	1,96 %
Kredittforeningen for Sparebanker	29.09.2017	1,49	50 000	49 910	99,44	-2	49 722	49 720	-188	3,24 %
OBOS-banken AS	08.01.2018	1,50	40 000	40 015	99,22	138	39 688	39 827	-326	2,59 %
OBOS-banken AS	25.08.2017	1,43	30 000	29 655	99,51	42	29 853	29 894	198	1,95 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	20.09.2016	2,20	10 000	10 152	100,34	6	10 034	10 041	-118	0,65 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	15.05.2017	1,96	20 000	20 086	100,28	49	20 056	20 105	-30	1,31 %
Pareto Bank ASA	09.01.2017	2,97	10 000	10 129	100,67	66	10 067	10 133	-62	0,66 %
Sparebanken Sør	09.05.2016	2,13	5 000	5 069	100,08	15	5 004	5 019	-65	0,33 %
Sandnes Sparebank	06.11.2018	2,03	55 000	55 891	99,63	161	54 795	54 957	-1 096	3,58 %
Sandnes Sparebank	19.03.2018	2,80	20 000	20 702	101,46	112	20 293	20 405	-409	1,33 %
Santander Consumer Bank AS	18.11.2016	2,33	18 000	18 225	100,36	49	18 064	18 113	-161	1,18 %
Santander Consumer Bank AS	19.02.2018	1,86	17 000	17 000	99,50	36	16 914	16 950	-86	1,10 %
Sparebank 1 Søre Sunnmøre	21.08.2017	2,80	12 500	12 941	101,45	37	12 682	12 719	-259	0,83 %
SpareBank 1 BV	24.04.2018	1,54	40 000	39 464	99,14	113	39 656	39 769	192	2,59 %
Sparebank 1 SMN	26.11.2018	1,91	37 000	36 714	99,78	67	36 917	36 984	203	2,41 %
Sparebank 1 SMN	15.03.2017	2,92	20 000	20 787	101,36	24	20 272	20 296	-515	1,32 %
Sparebanken Sør	20.02.2019	1,50	70 000	70 006	98,46	111	68 922	69 033	-1 084	4,50 %
Sparebanken Sør	29.10.2018	2,03	20 000	19 871	99,81	70	19 962	20 032	91	1,31 %
Sparebanken Møre	02.03.2018	1,37	30 000	29 958	99,19	33	29 756	29 789	-202	1,94 %
Sparebanken Møre	05.12.2016	2,14	12 000	12 022	100,46	17	12 055	12 073	33	0,79 %
Sparebank 1 Nord-Norge	17.08.2016	2,36	35 000	35 623	100,35	99	35 124	35 222	-499	2,29 %
Sparebank 1 Nordvest	29.06.2016	2,25	6 500	6 590	100,21	1	6 514	6 514	-77	0,42 %
Sparebank 1 Nordvest	30.05.2017	1,48	20 000	20 006	99,76	25	19 952	19 977	-54	1,30 %
Sparebank 1 Telemark	08.05.2018	2,01	25 000	25 400	100,19	73	25 049	25 121	-351	1,64 %
Sparebank 1 Telemark	12.09.2018	1,88	27 000	27 398	99,96	24	26 988	27 012	-410	1,76 %
Sparebank 1 SR Bank	13.12.2018	1,82	40 000	39 804	99,63	34	39 853	39 887	49	2,60 %
Sparebanken Vest	15.01.2018	2,26	50 000	50 268	100,70	239	50 352	50 590	84	3,30 %
Totens Sparebank	27.09.2018	1,95	20 000	20 328	99,78	2	19 957	19 959	-371	1,30 %
STATSOBLIGASJONER										
Croatia Government International Bond	30.05.2022	3,87	6 000	54 067	970,53	1 837	58 232	60 069	4 165	3,91 %
Hellenic Republic Government	24.02.2032	3,00	4 000	22 663	572,47	112	22 899	23 010	236	1,50 %
Portugese Government	15.10.2025	2,87	6 000	57 522	952,05	748	57 123	57 871	-399	3,77 %
Slovenia Government	30.03.2026	5,12	3 000	35 507	1 279,02	4	38 371	38 375	2 864	2,50 %
Spanish Government	30.04.2025	1,60	5 400	48 257	968,85	750	52 318	53 067	4 061	3,46 %
Mexican Government	20.11.2036	10,00	50 000	29 837	67,06	684	33 529	34 213	3 692	2,23 %
Sum Verdipapirportefølje			1 337 459			6 429	1 343 341	1 349 770	5 882	87,94 %
Disponibel likviditet			196 754			4	185 125	185 130	-11 629	12,06 %
TOTAL			1 534 213			6 434	1 528 466	1 534 900	-5 747	100,00 %
Nøkkeltall portefølje										
Effektiv underliggende avkastning			2,35 %							
Effektiv avkastning til kunder*			1,85 %							
Rentefølsomhet**			1,47							

* 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 31.03.2016

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

VERDIPAPIRPORTEFØLJE SKAGEN HØYRENTE PER 31. MARS 2016

Se hele verdipapirporteføljen:
www.skagenfondene.no/hoyrente-portefolje

Verdipapir	Forfalls- dato	Kupong	Pålydende ***	Kostpris **	Markeds- kurs	Pålept rente	Markeds- verdi ***	Markeds- verdi inkl. pålept rente ***	Urealisert gevinst/ tap ***	Andel av fondet
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE										
Finans										
BN Bank ASA	14.11.2017	2,57	10 000	10 287	101,14	32	10 114	10 146	-173	1,78 %
BN Bank ASA	15.03.2017	2,77	5 000	5 060	101,13	6	5 057	5 062	-3	0,89 %
BN Bank ASA	18.07.2017	1,56	10 000	9 981	99,64	32	9 964	9 996	-16	1,75 %
Helgeland Sparebank	15.03.2017	2,71	10 000	10 118	101,16	12	10 116	10 129	-1	1,77 %
Helgeland Sparebank	17.01.2018	2,22	20 000	20 382	100,61	90	20 123	20 213	-259	3,54 %
Kredittforeningen for Sparebanker	03.10.2016	2,43	5 000	5 026	100,42	-1	5 021	5 020	-4	0,88 %
Kredittforeningen for Sparebanker	10.02.2017	1,94	30 000	30 056	100,26	81	30 079	30 160	23	5,28 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	06.06.2016	1,22	25 000	25 003	99,96	20	24 990	25 010	-13	4,38 %
Sparebanken Øst	16.01.2018	2,20	11 000	11 034	100,58	49	11 064	11 113	29	1,94 %
Santander Consumer Bank AS	18.11.2016	2,33	29 000	29 105	100,36	79	29 104	29 183	-1	5,11 %
SpareBank 1 BV	04.12.2017	1,39	25 000	24 998	99,43	26	24 858	24 884	-140	4,35 %
Sparebank 1 SMN	26.11.2018	1,91	7 000	6 975	99,78	13	6 984	6 997	10	1,22 %
Sparebanken Sogn og Fjordane	24.08.2016	2,48	20 000	20 103	100,42	50	20 084	20 134	-18	3,52 %
Sparebanken Sør	05.09.2016	2,44	20 000	20 102	100,45	33	20 089	20 122	-13	3,52 %
Sparebanken Sør	16.03.2017	2,92	5 000	5 071	101,36	6	5 068	5 074	-3	0,89 %
Sparebanken Hedmark	05.10.2016	1,66	25 000	24 973	100,07	99	25 018	25 118	46	4,40 %
Sparebanken Møre	05.12.2016	2,14	28 000	28 125	100,46	40	28 129	28 169	4	4,93 %
Sparebanken Møre	09.10.2018	2,19	5 000	5 020	100,44	24	5 022	5 046	3	0,88 %
Sparebanken Møre	31.03.2017	1,37	5 000	4 994	99,87	0	4 994	4 994	0	0,87 %
Sparebank 1 Nord-Norge	15.01.2018	2,23	25 000	25 150	100,65	118	25 162	25 280	12	4,42 %
Sparebank 1 Nordvest	09.08.2016	2,33	5 000	5 019	100,29	17	5 014	5 031	-5	0,88 %
Sparebank 1 Nordvest	30.05.2017	1,48	11 000	10 951	99,76	14	10 973	10 987	23	1,92 %
Sparebank 1 SR Bank	16.01.2017	3,07	32 000	32 407	101,17	199	32 374	32 573	-33	5,70 %
Totens Sparebank	14.10.2016	2,96	22 000	22 717	100,73	139	22 161	22 301	-556	3,90 %
Sparebank 1 Nord-Norge	15.01.2018	2,23	92 000	93 536	100,65	433	92 598	93 031	-938	3,19 %
Sparebank 1 Nord-Norge	17.08.2016	2,36	16 000	16 277	100,35	45	16 057	16 102	-221	0,55 %
Sparebank 1 Nordvest	09.08.2016	2,33	18 000	18 323	100,29	59	18 052	18 111	-271	0,62 %
Sparebank 1 Nordvest	30.05.2017	1,48	50 000	50 015	99,76	64	49 879	49 943	-136	1,71 %
Sparebank 1 Telemark	02.03.2017	2,75	25 000	25 878	101,13	55	25 283	25 339	-594	0,87 %
Sparebank 1 Telemark	16.11.2017	2,38	25 000	25 608	101,01	73	25 252	25 325	-356	0,87 %
Sparebanken Vest	30.06.2017	1,33	40 000	39 738	99,70	1	39 880	39 882	142	1,37 %
Totens Sparebank	15.08.2017	1,53	30 000	29 717	99,44	57	29 893	29 950	175	1,03 %
Totens Sparebank	20.02.2017	1,96	40 000	40 094	100,31	83	40 124	40 207	30	1,38 %
Industri										
Entra Eiendom AS	10.04.2017	2,37	75 000	75 466	100,49	395	75 369	75 764	-98	2,60 %
Entra Eiendom AS	20.09.2018	2,25	19 000	19 102	100,52	12	19 100	19 111	-2	0,65 %
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	15.04.2016	1,47	17 000	16 976	99,99	53	16 998	17 051	22	0,58 %
Scania CV AB	17.06.2016	1,86	50 000	50 000	100,06	36	50 030	50 066	30	1,72 %
Kraft										
Agder Energi AS	28.10.2016	1,87	170 000	170 760	100,00	556	170 005	170 561	-755	5,84 %
BKK AS	22.05.2018	1,61	110 000	110 131	99,03	187	108 930	109 117	-1 201	3,74 %
BKK AS	22.08.2017	2,34	125 000	127 010	100,58	309	125 724	126 032	-1 286	4,32 %
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE										
Industri										
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	27.04.2016	1,80	25 000	24 979	100,01	192	25 002	25 194	23	0,86 %
Sum Verdipapirportefølje										
			2 257 408		5 220	2 243 256	2 248 476	-14 152	77,03 %	
Disponibel likviditet			670 073		392	670 073	670 465		22,97 %	
TOTAL			2 927 481		5 612	2 913 329	2 918 941	-14 152	100,00 %	
Nøkkeltall portefølje										
Effektiv underliggende avkastning	2,05 %									
Effektiv avkastning til kunder*	1,80 %									
Rentefølsomhet**	0,09									

* 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.

*** Tall i 1000 NOK.

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

Verdipapirer er vurdert til markedskurser 31.03.2016.

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

Andelskurs per 31.03.2016 100,8299



Ingen synlig svekkelse

Utsikter til fortsatt høye kredittpåslag er bra for den løpende avkastningen i fondet.

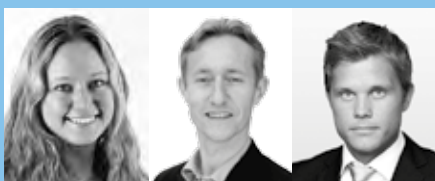
SKAGEN Høyrente Institusjon

Sammen for bedre renter

RISIKO 2 3 4 5 6 7

Fondets startdato	14. mars 2003	
Avkastning siden oppstart	50,6 %	
Gjennomsnittlig avkastning pr år	3,2 %	
Forvaltningskapital	571 mill NOK	
Antall andelseiere	50	
AVKASTNING	1. KV. 16*	12 M*
SKAGEN Høyrente Institusjon	0,57%	1,49%
Statsobligasjonsind. 0.25	0,16%	0,81%

* Per 31 mars, 2016.



PORTEFØLJEFORVALTERE

Elisabeth Gausel, Ola Sjöstrand og Sondre Solvoll Bakketun

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

Norsk økonomi er inne i en svak periode og selv om både Norges Bank og regjeringen stimulerer økonomien med ekspansiv penge- og finanspolitikk forventes det en ytterligere oppbremsing fremover. For norske banker, som SKAGEN Høyrente Institusjon låner penger til, har så langt ikke svekkelsen i økonomien vært veldig synlig i regnskapene, men fremover forventes det økte nedskrivninger og tap på utlån. Spesielt banker som har eksponeringer mot oljeserviceselskaper forventes å måtte ta ytterligere nedskrivninger på disse engasjementene de neste kvartalene. Når det er sagt er norske banker generelt godt kapitalisert og har god kapasitet til å tåle økte tap. En forverring av situasjonen med bred økning i arbeidsledigheten over hele landet og påfølgende fallende boligpriser og økte tap på boliglån, som er bankenes største eksponering, ville imidlertid kun-

ne bli utfordrende. Enn så lenge holder tilbakegangen seg konsentrert rundt Vestlandsområdene uten noen særlige tegn på smitte til andre regioner, så selv om noen banker kan få det tøffere fremover forventer vi ikke et bredt tilbakeslag for norsk banknæring.

På samme måte som for SKAGEN Høyrente bidro fallende kredittpåslag til god avkastning i første kvartal for SKAGEN Høyrente Institusjon. Kvartalsavkastningen endte på 0,57 %, som tilsvarer en årlig avkastning på rundt 2,3 %. Fortsatt usikkerhet rundt de økonomiske utsiktene tilsier at kredittpåslagene for norske banker vil holde seg på høyere nivåer enn det man har sett de siste årene. For oss som investorer er dette positivt da dette bidrar til at den løpende avkastningen holder seg på et attraktivt nivå fremover.

Verdipapir	Forfalls- dato	Kupong	Pålydende	Kostpris	Markeds- kurs	Pålydende rente	Markeds- verdi ***	Markeds- verdi inkl. pålydende rente ***	Urealisert gevinst/ tap ***	Andel av fondet
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE										
BN Bank ASA	14.11.2017	2,57	10 000	10 287	101,14	32	10 114	10 146	-173	1,78 %
BN Bank ASA	15.03.2017	2,77	5 000	5 060	101,13	6	5 057	5 062	-3	0,89 %
BN Bank ASA	18.07.2017	1,56	10 000	9 981	99,64	32	9 964	9 996	-16	1,75 %
Helgeland Sparebank	15.03.2017	2,71	10 000	10 118	101,16	12	10 116	10 129	-1	1,77 %
Helgeland Sparebank	17.01.2018	2,22	20 000	20 382	100,61	90	20 123	20 213	-259	3,54 %
Kredittforeningen for Sparebanker	03.10.2016	2,43	5 000	5 026	100,42	-1	5 021	5 020	-4	0,88 %
Kredittforeningen for Sparebanker	10.02.2017	1,94	30 000	30 056	100,26	81	30 079	30 160	23	5,28 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	06.06.2016	1,22	25 000	25 003	99,96	20	24 990	25 010	-13	4,38 %
Sparebanken Øst	16.01.2018	2,20	11 000	11 034	100,58	49	11 064	11 113	29	1,94 %
Santander Consumer Bank AS	18.11.2016	2,33	29 000	29 105	100,36	79	29 104	29 183	-1	5,11 %
SpareBank 1 BV	04.12.2017	1,39	25 000	24 998	99,43	26	24 858	24 884	-140	4,35 %
Sparebank 1 SMN	26.11.2018	1,91	7 000	6 975	99,78	13	6 984	6 997	10	1,22 %
Sparebanken Sogn og Fjordane	24.08.2016	2,48	20 000	20 103	100,42	50	20 084	20 134	-18	3,52 %
Sparebanken Sør	05.09.2016	2,44	20 000	20 102	100,45	33	20 089	20 122	-13	3,52 %
Sparebanken Sør	16.03.2017	2,92	5 000	5 071	101,36	6	5 068	5 074	-3	0,89 %
Sparebanken Hedmark	05.10.2016	1,66	25 000	24 973	100,07	99	25 018	25 118	46	4,40 %
Sparebanken Møre	05.12.2016	2,14	28 000	28 125	100,46	40	28 129	28 169	4	4,93 %
Sparebanken Møre	09.10.2018	2,19	5 000	5 020	100,44	24	5 022	5 046	3	0,88 %
Sparebanken Møre	31.03.2017	1,37	5 000	4 994	99,87	0	4 994	4 994	0	0,87 %
Sparebank 1 Nord-Norge	15.01.2018	2,23	25 000	25 150	100,65	118	25 162	25 280	12	4,42 %
Sparebank 1 Nordvest	09.08.2016	2,33	5 000	5 019	100,29	17	5 014	5 031	-5	0,88 %
Sparebank 1 Nordvest	30.05.2017	1,48	11 000	10 951	99,76	14	10 973	10 987	23	1,92 %
Sparebank 1 SR Bank	16.01.2017	3,07	32 000	32 407	101,17	199	32 374	32 573	-33	5,70 %
Totens Sparebank	14.10.2016	2,96	22 000	22 717	100,73	139	22 161	22 301	-556	3,90 %
Sum Verdipapirportefølje				392 653	1 176	391 565	392 741	-1 089	68,72 %	
Disponibel likviditet				178 656		88	178 656	178 743		31,28 %
TOTAL				571 309	1 264	570 220	571 484	-1 089	100,00 %	

Nøkkeltall portefølje

Effektiv underliggende avkastning	1,79 %
Effektiv avkastning til kunder*	1,64 %
Rentefølsomhet**	0,07

* 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 31.03.2016. 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 31.03.2016	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	-5,2%	-2,5%	5,8%	12,3%	5,0%	12,7%	4,6%	14,0%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	-6,4%	-1,1%	16,0%	17,5%	12,3%	19,2%	6,9%	10,3%
SKAGEN Global A	-8,4%	-3,1%	11,4%	13,9%	10,0%	15,5%	7,4%	14,9%
MSCI World AC	-6,2%	-2,1%	18,1%	18,8%	14,0%	15,5%	6,1%	4,6%
SKAGEN Kon-Tiki A	-3,6%	-10,3%	4,4%	6,4%	2,9%	12,8%	7,1%	14,4%
MSCI Emerging Markets	-1,1%	-9,7%	10,6%	7,5%	3,9%	11,4%	5,4%	8,5%
SKAGEN m2 A	-4,0%	-8,0%	16,9%	9,2%				12,2%
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	-2,5%	1,2%	25,2%	16,8%				19,4%
SKAGEN Focus A	-7,4%							-10,6%
MSCI World AC	-6,2%							-0,7%
SKAGEN Balanse 60/40	-3,5%	-2,0%	5,9%	7,9%				7,3%
SKAGEN Balanse 60/40 kombinert indeks	-2,9%	-1,9%	9,8%	9,7%				9,0%
SKAGEN Avkastning	1,1%	0,4%	2,4%	3,0%	3,8%	4,1%	3,6%	5,4%
Statsobligasjonsind. 3.00	1,0%	2,5%	3,4%	2,6%	3,4%	3,2%	3,9%	5,4%
SKAGEN Tellus A	-1,6%	-2,1%	11,7%	10,4%	8,8%	7,8%		6,7%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR	0,0%	8,3%	18,5%	13,5%	9,3%	5,8%		6,6%
SKAGEN Credit NOK	1,0%	-2,3%						-1,4%
Statsobligasjonsindeks 1.0	0,3%	1,0%						1,5%
SKAGEN Høyrente	0,7%	1,3%	1,7%	2,0%	2,5%	2,6%	3,3%	4,1%
Statsobligasjonsind. 0.50	0,2%	0,9%	1,2%	1,3%	1,6%	1,8%	2,6%	3,7%
SKAGEN Høyrente Institusjon	0,6%	1,5%	1,8%	2,0%	2,5%	2,7%	3,3%	3,2%
Statsobligasjonsind. 0.25	0,2%	0,8%	1,0%	1,2%	1,5%	1,6%	2,5%	2,5%

Risikomål

per 31.03.2016	SKAGEN KON-TIKI A	SKAGEN GLOBAL A	SKAGEN VEKST A	SKAGEN Avkastning	SKAGEN Tellus A	SKAGEN Høyrente
TRADISJONELLE RISIKO- OG PRESTASJONSMÅL SISTE 5 ÅR						
Standardavvik, fond	12,7%	12,3%	14,1%	1,3%	7,2%	0,3%
Standardavvik, referanseindeks	11,2%	10,4%	13,2%	2,0%	10,1%	0,3%
Relative volatilitet	6,2%	4,8%	5,0%	2,5%	5,8%	0,4%
Beta	0,99	1,08	1,00	-0,06	0,59	0,22
Aktiv andel *	92	93	96			

Risikojustert avkastning

per 31.03.2016	SKAGEN KON-TIKI A	SKAGEN GLOBAL A	SKAGEN VEKST A	SKAGEN Avkastning	SKAGEN Tellus A	SKAGEN Høyrente
TRADISJONELLE RISIKO- OG PRESTASJONSMÅL SISTE 5 ÅR						
Alfa	-6,6%	-4,6%	-1,0%	3,9%	3,3%	2,1%
Sharpe-brøken, fond	0,27	0,66	0,10	1,68	0,97	3,11
Sharpe-brøken, referanseindeks	0,91	1,12	0,18	0,96	0,74	0,47
Information Ratio Arithmettic	-1,08	-0,74	-0,20	0,14	-0,07	2,32

* Alle avkastningstall utover 12 måneder er annualisert

** Negativ korrelasjon mellom indeks og fond gjør at tallene ikke gir mening

¹⁾ 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 før 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)

²⁾ Før 1.1.2010 var indeks MSCI World (NOK)

³⁾ 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

⁴⁾ 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 indeksi 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 Jensen'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-indeksen 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



NORGE P.P. PORTO BETALT



Hovedkontor
i Stavanger

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

www.skagenfondene.no

Kontakt Kundeservice:

Du kan chatte, sende epost eller ringe oss på telefon 04001 mellom klokken 8.00 og 21.00 mandag til 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

Redaksjon:

Ole-Christian Tronstad, redaktør

Trygve Meyer

Michael Metzler

Parisa Kate Lemaire

Anna S Marcus

Vevika Søberg

Opplag: 5000

Design: Werksemd og
Kaland Marketing

Forsidefoto: *Sol over brænding*, 1871.
Av Peder Severin Krøyer, en av Skagen-
malerne. Tilhører Skagens Kunstmuseer
(beskåret).

- Hjemmemarked
- Internasjonalt marked
- Markedsføringstillatelse



SKAGEN
fondene