

MARKEDSRAPPORT

# SKAGEN



AKSJEPLUKKING ER EN FERDIGHET OG EN KUNST  
SOM KREVER TÅLMODIGHET

# En bransje i rask endring

Mens historiebøkene for 2016 sannsynligvis vil handle om Brexit og Trump, vil andre og mindre kjente begivenheter ha en mye mer varig virkning på fondsbransjen.

Som avtroppende administrerende direktør i SKAGEN AS vil jeg benytte anledningen til å skrive et par ord om bransjen jeg har vært en del av de siste 25 årene.

En av de største investeringstrendene siden finanskrisen, og en som ikke har gått upåaktet hen, er den store bevegelsen ut av aktive investeringer og inn i passive. Denne trenden fortsatte med uforminskert styrke i 2016, og forventes å fortsette dette året. Ifølge Morningstar forsvant 285,2 milliarder USD fra aktive fond i fjor, mens passive fond tiltrakk seg hele 428,7 milliarder dollar.

Denne trenden ser ut til å fortsette takket være lovendringer og teknologiske skift i fondsbransjen, ikke bare i Norge, men også andre steder i verden. I skrivende stund er hver tredje investerte dollar i verden plassert i passive fond.

For det første er et svært fragmentert europeisk fondsmarked blitt mer regulert og integrert og vil få enda mer i årene fremover. EU-kommisjonen har allerede slått fast at de vil anbefale at EU går finansnæringen nærmere etter i sømmene «for å sikre mer konkurranse og bedre service til kundene». Ser du nærmere på det europeiske fondslandskapet er det lett å være enig i at mer integrasjon og bedre service er nødvendig.

For det andre så vi i fjor mange store globale fondstilbydere slå seg sammen for å bedre effektiviteten. I tillegg har ulike plattformer økt sin markedsandel som den foretrukne distribusjonskanalen og automatiserte løsninger er nå foretrukket for investeringsrådgivning til massemarkedet. Lokale fondsselskaper konkurrerer nå på den globale arenaen, og det er sjelden lokale kunder svinger innom sitt lokale fondsselskap for å øke sparingen sin.

I Norge er det også planer om å endre hvordan vi distribuerer fond. Regjeringen har foreslått å innføre såkalt aksjesparekonto. Hensikten med den nye løsningen er å fremme langsiktig sparing i aksjer og aksjefond blant folk flest. Aksjesparekontoen skal tilby skattefrihet så lenge du ikke tar penger ut av den nye kontoen.

Vinnerne i den europeiske fondsindustrien med de pågående endringene er de som kan tilby god langsiktig avkastning, god kundeservice og optimal distribusjon, med en enkel og forståelig forretningsmodell. Dette klinger godt med hvordan vi jobber i SKAGEN.

Selv om de langsiktige effektene ennå gjenstår å se er en ting klar: SKAGEN vil være med på endringene. Det siste året har vi utnevnt en dedikert investeringsdirektør, Alexandra Morris, som leder av porteføljevalterteamet, og vi har opprettet et innovasjonsteam for å sørge for at vi holder tritt med endringene.

Øyvind Schanke tar over stafettspinnen etter meg som administrerende direktør i begynnelsen av februar. Han kommer med en dyp tro på aktiv forvaltning og ser den sterke veksten i indeksforvaltning som en mulighet for SKAGEN. Både selskapet og kundene er derfor i trygge og kapable hender når han jobber for å sikre at SKAGEN også i fremtiden skal være den foretrukne leverandøren av aktivt forvaltede fond.

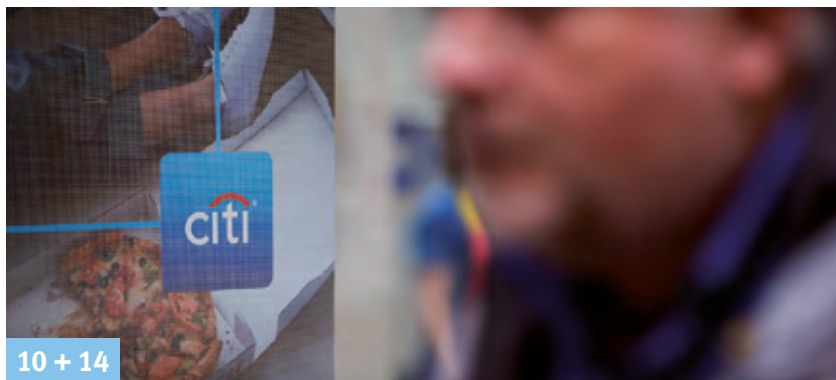


– Leif Ola Rød  
Administrerende direktør

## INNHOOLD



**SKAGEN Focus kjøpte seg inn i Telecom Italia** mot slutten av året. Selskapets aksjer kom under press fra den forventede konkurransen fra mobiloperatøren Iliad og Enel innen fiber. Avbildet: fotgjengere utenfor en Telecom Italia-butikk i Milano.



**Den amerikanske finansgiganten Citigroup** var en av de beste bidragsyterne til SKAGEN Global og SKAGEN Vekst i fjerde kvartal, etter en kursøkning på over 27 prosent i kvartalet.



**Den desidert største bidragsyteren** til avkastningen i SKAGEN Credit var det multinasjonale råvare- og gruveselskapet Glencore. Avbildet: Ansatte jobber i Glencore Bracemac-McLeod sinkgruven i Malartic, Quebec i Canada.

### LEDER

En bransje i rask endring › 2  
Leif Ola Rød

### OM SKAGEN

Utvikling › 4  
Avkastning- og risikomåling › 39

### PORTEFØLJE- FORVALTERNES- BERETNING

### INNLEDNING

En ferdighet og en kunst › 5

### AKSJEFOND

SKAGEN Vekst › 10  
Ny vår for verdiaksjer

SKAGEN Global › 14  
Et utfordrende år med muligheter

SKAGEN Kon-Tiki › 18  
Sterk avslutning på tøft år for aktive forvaltere

SKAGEN m<sup>2</sup> › 22  
Et godt år for m<sup>2</sup>

SKAGEN Focus › 26  
Markedets to ansikter

### KOMBINASJONSFOND

SKAGEN Balanse 60/40 › 36

### RENTEFOND

Makrokommentar › 30  
Trumfer fornuften  
proteksjonismen?

SKAGEN Tellus › 31  
Året da meningsmålingene feilet

SKAGEN Credit › 32  
Fondets mandat lønte seg

SKAGEN Avkastning › 34  
Balkan leverte

SKAGEN Høyrente › 36  
Et godt år

SKAGEN Høyrente Institusjon › 38  
Jevnt og robust

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 porteføljeforvalterens syn på ett bestemt tidspunkt, og dette synet kan endres uten varsel.

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

# Utvikling

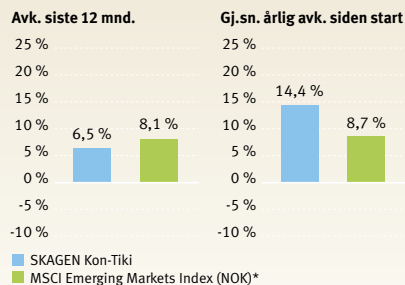
Tabellene viser avkastningen i SKAGENS fond målt mot referanseindeksene. Med mindre annet er oppgitt er alle avkastningstall i denne markedsrapporten knyttet til klasse A, og oppgis etter fradrag for gebyrer. Tall per 30. desember 2016.

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

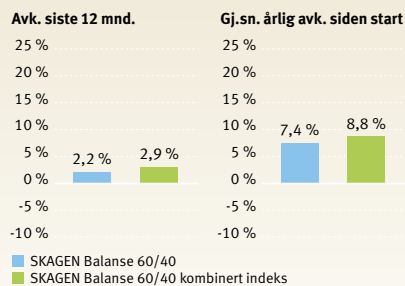
**Forvaltere:** Knut Harald Nilsson  
**Start:** 5. april 2002



\* Før 1.1.2004 var indeks MSCI World (NOK)

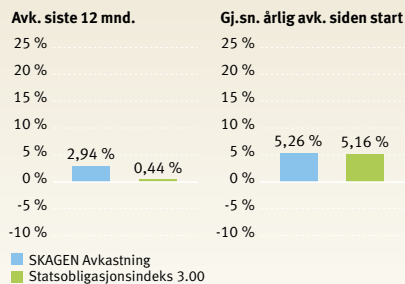
## SKAGEN BALANSE 60/40

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



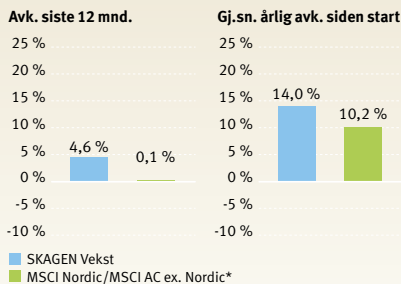
## SKAGEN AVKASTNING

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



## SKAGEN VEKST

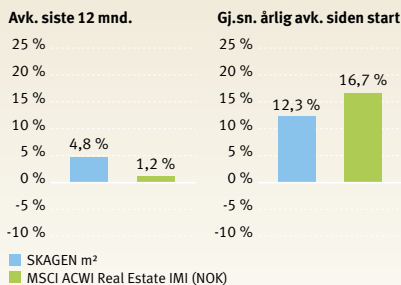
**Forvaltere:** Ole Sjøberg og Geir Tjetland  
**Start:** 1. desember 1993



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

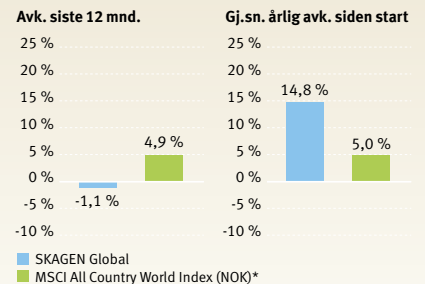
## SKAGEN m²

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



## SKAGEN GLOBAL

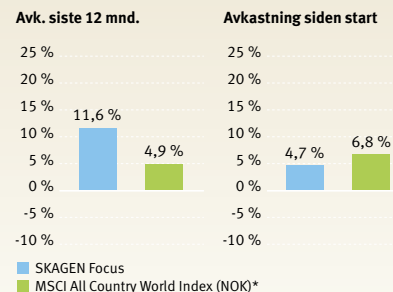
**Forvalter:** Knut Gezelius  
**Start:** 7. august 1997



\* Før 1.1.2010 var indeks MSCI World (NOK)

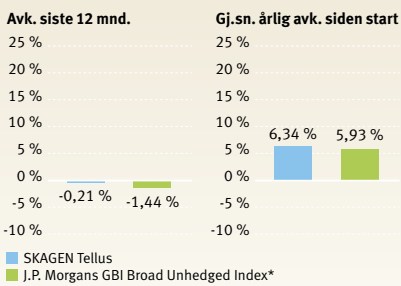
## SKAGEN FOCUS

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



## SKAGEN TELLUS

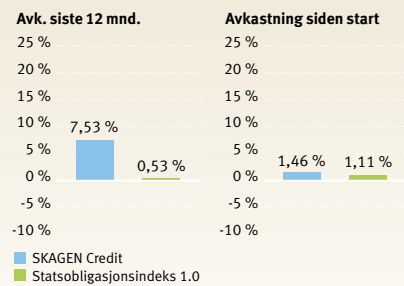
**Forvalter:** Jane Tvedt  
**Start:** 29. september 2006



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

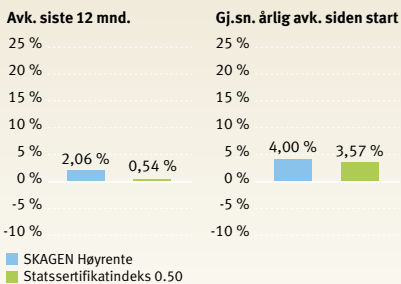
## SKAGEN CREDIT NOK

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



## SKAGEN HØYRENTE

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



## SKAGEN HØYRENTE INSTITUSJON

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

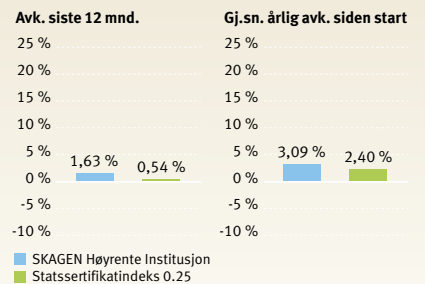




Foto: Bloomberg

**Janet Yellen**, sentralbanksjef i Fed på en pressekonferanse etter Federal Open Market Committee-møtet i desember. Fed økte renten for første gang i 2016 og varslet økte lånekostnader i 2017, siden inflasjonsforventningene har økt "betraktelig" og arbeidsmarkedet er strammere.



Foto: Bloomberg

**Marine Le Pen** leder det franske nasjonalistpartiet. Her snakker hun med journalister under starten på partiets valgkamp i Paris. Anti-EU leder Le Pen sikter på å gjenta Trumps suksess i å samle misfornøyde hvite velgere og snu opp ned på den politiske orden. Hun har ledet meningsmålingene før første valgrunde.



Foto: Bloomberg

**Storbritannias statsminister Theresa May** har sagt at den britiske regjeringen ikke bare vil trekke landet ut av EU men også fra det indre marked. Her er hun avbildet på vei for å holde en tale om Brexit.

## Porteføljeforvalternes beretning

# Innledning

- › 2016 var et godt år for flertallet av fondene, med 8 av 11 fond foran indeks.
- › 2017 ser ut til å bli et spennende år og den globale økonomien har fått en god start.
- › Europa forventes å gjøre det bedre i år. Det store usikkerhetsmomentet er tidslinjen og følgene av Brexit-prosessen. Presidentvalget i Frankrike til våren vil også føre usikkerhet med seg.
- › Den amerikanske sentralbanken vil trolig fortsette å heve styringsrenten. De begynte i desember og har signalisert at det kan komme flere renteøkninger.
- › Det lysner i vekstmarkedene, og vi tror det kan være det beste stedet å være investert i 2017.

SKAGEN er i sannhet en aktiv forvalter. Vi skjeler ikke til referanseindeksen, gjemmer oss ikke bak de største aksjene eller indekstaktikker. Å forsvinne i mengden er ikke det vi driver med. SKAGEN har erfaring og lang tradisjon med aktiv forvaltning.

Dette er noen av årsakene til at jeg begynte i SKAGEN, som har et team med noen av de beste porteføljeforvalterne i Skandinavia og beviste langsiktige resultater.

Aktiv fondsforvaltning har gått gjennom en tøff periode. Mindreakkastning og innløsning har vært normen de siste årene, og trenden fortsatte i 2016. Midt i alle endringer som bransjen vår gjennomgår (se side 2) holder vi i SKAGEN fast ved det vi kan, nemlig aksjeplukking.

# En ferdighet og en kunst

Aksjeplukking er både en ferdighet og en kunst. Begge er like viktige og avhengige av hverandre.

– Alexandra Morris  
Investeringsdirektør

Ferdigheten ligger i evnen til å anvende utdannelsen og erfaringen vi har og bruke dette til å forstå komplekse selskaps-case, finansregnskaper og verdsettelsesmetodikk. Det er evnen til å se på alle sider av en investering uten å gå glipp av noen relevante muligheter eller risikoer som kan være viktige for konklusjonen du tar.

Kunsten ligger i evnen til å se inn i fremtiden og forstå den menneskelige dimensjonen av finansmarkedene, porteføljeselskaper og potensielle porteføljeselskapers ledelse, styre og deres kunders fremtidige preferanser. Kunsten ligger også i å se verdensøkonomien fra et fugleperspektiv og fatte gode beslutninger på et detaljert selskaps- og porteføljenivå.

Å kombinere kunst og ferdighet er en potent cocktail. Dette er ingrediensene i SKAGENS suksess, sammen med

vår verdibaserte aksjeplukking, våre ukonvensjonelle metoder for å finne muligheter, og vårt engasjement for å gi andelseierne best mulig avkastning.

Etter mine første fire måneder i SKAGEN ser jeg at våre viktigste styrker har ulike dimensjoner, og disse kan illustreres slik:

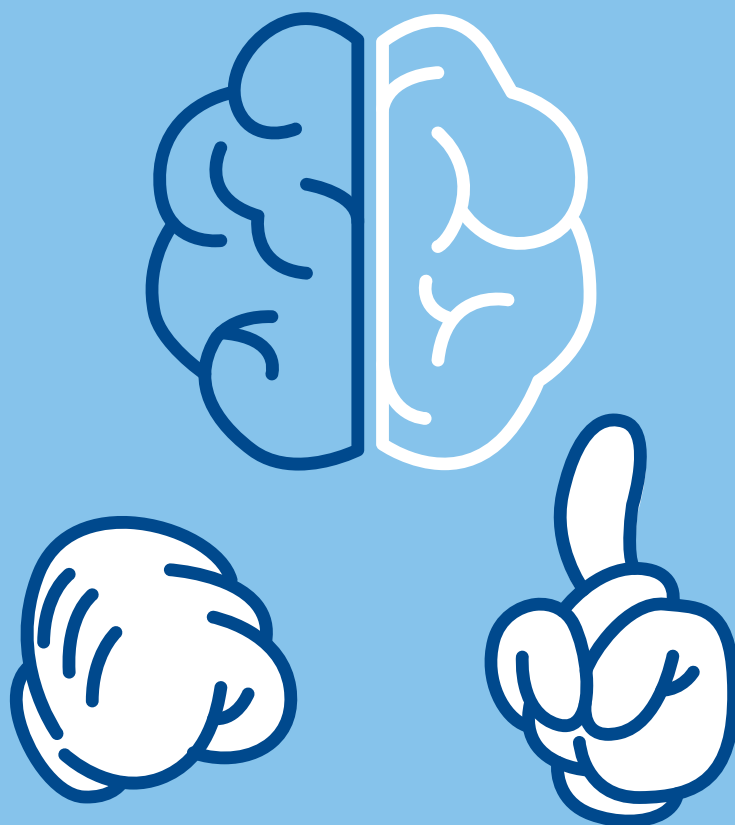


## Ni av elleve foran

SKAGEN Kon-Tiki har slått sin referanseindeks 11 av 15 år; de siste tre årene ligger vi bak. De fire største bidragsytterne i porteføljen tjente to milliarder kroner til andelseierne i 2016. Disse bidragsytterne var det brasilianske diversifiserte energiselskapet Cosan, den Russiske dagligvarekjeden X5, Samsung Electronics og den brasilianske banken Banrisul.

SKAGEN Kon-Tiki begynner å dra i fra igjen og andre halvdel av 2016 – da fondet lå foran indeks – var betydelig bedre enn den første halvdel. 2016 markerte også året da Kristoffer Stensrud valgte å overlate jobben som hovedforvalter til Knut Harald Nilsson. Knut Harald har forvaltet fondet sammen med Kristoffer de siste ti årene.

SKAGEN Global, som fyller 20 år i år, har slått sin referanseindeks i 15 av 20 år. I løpet av disse nesten 20 årene har fon-



det generert en avkastning på nærmere 15 prosent pr år. Mens 2015 var et godt år for fondet hvor det slo indeks, klarte vi ikke følge opp det resultatet i 2016. Vi ble overrasket av Brexit i første halvår, og i andre halvår førte rotasjonen fra helseaksjer og ugunstige selskapsnyheter til at to av legemiddelprodusentene i porteføljen, Roche og Teva, utviklet seg svakt. Dette er en tøff påminnelse om viktigheten av å unngå tapere for å oppnå god avkastning. Som aktive forvaltere vet vi at vi vil avvike fra indeks – både på opp- og nedside. Vi tror at 2017 blir et år på oppsiden.

Jeg vil understreke at vår høyeste prioritet for 2017 er at SKAGEN Kon-Tiki og SKAGEN Global igjen skal gi meravkastning.

SKAGEN Vekst investerer rundt halvparten av sine midler i Norden og resten globalt. Fondet har vokst 20-gangeren siden starten i 1993. I 2016 slo SKAGEN Vekst referanseindeksen, drevet av investeringer i selskap som det svenske kosmetikk-selskapet Oriflame, Samsung

Electronics og Norsk Hydro.

Vårt globale eiendomsfond SKAGEN m2 gjorde det også bra i 2016. Fondet hadde noen barnesykdommer i starten for fire år siden, men et vellykket forvalterbytte og en opprydding i porteføljen har fått fondet tilbake på stabilt rett spor. SKAGEN m2 er et spennende produkt for kunder som ønsker internasjonal eksponering mot eiendom.

Sist men ikke minst vil jeg nevne vårt nyeste tilskudd, aksjefondet SKAGEN Focus. Det er et globalt aksjefond som har et svært tydelig definert mandat og strategi. Fondet leverte fantastisk avkastning i 2016 og slo sin referanseindeks med god margin.

Valuta spilte en sentral rolle i fondenes resultater i fjor. Det er en global fondsforvalters skjebne. Vi kan bruke SKAGEN Focus for å vise valutaeffektene i fondenes avkastning i fjor. Våre norske kunder fikk 11,6 prosents avkastning mot indeksen 4,9 prosent. Våre svenske kunder kunne glede seg over 23,7 prosents avkastning, mens våre britiske kunder

oppnådde imponerende 36,9 prosents avkastning i SKAGEN Focus. Den eneste forskjellen er valutaen som kundenes beholdning er notert i.

SKAGEN tilbyr en rekke rentefond, hvor flere av dem har vært med i en årrekke. Rentefondene leverer konsekvent god avkastning, ikke bare sammenlignet med referanseindeks, men også sammenlignet med konkurrentene. Det gjenspeiles blant annet i at statsobligasjonsfondet SKAGEN Tellus har fire stjerner hos Morningstar, mens obligasjonsfondet SKAGEN Avkastning har fem stjerner.

Du kan lese mer om rente- og aksjefondene på de følgende sidene.

#### **Et lovende år**

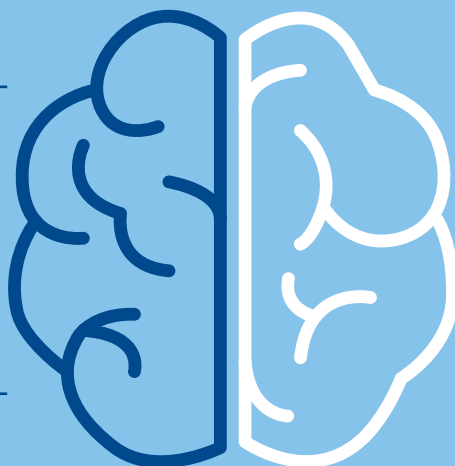
2017 ser ut til å bli et spennende år, og den globale økonomien har fått en bra start. Den amerikanske økonomien er sterk og en ny president er på plass 20. januar. Hva dette egentlig innebærer for den enkelte investor gjenstår å se.

Det vi vet er at Europa forventes å gå bedre etter sanering av italienske banker

—  
Bruk ferdighet,  
kunnskap  
og erfaring

—  
Undersøk  
alle sider

—  
Trekk rasjonelle  
konklusjoner



—  
Intuisjon

—  
Forstå den  
menneskelige  
dimensjonen

—  
Fugleperspektiv

og økt eksport, drevet av svakere euro. Det store usikkerhetsmomentet er tidslinjen og konsekvensene av at britene aktiverer artikkel 50, og derigjennom starter Brexit-prosessen. Den britiske statsministeren har signalisert at den formelle prosessen vil innledes i slutten av mars. Når Storbritannias regjering avslutter et halvt århundres utenriks- og økonomisk politikk vil europeisk samarbeid bli satt på prøve.

I løpet av våren blir det sannsynligvis en del støy rundt valget i Frankrike. Vi bør likevel ikke bli distraheret av det faktum at den amerikanske sentralbanken kan fortsette å øke styringsrenten. De har allerede begynt i desember og har signalisert at mer kan komme. Andre viktige hendelser er det tyske valget og det kinesiske kommunistpartiets kongress i andre halvår.

Hva president Trump vil gjøre eller ikke med hensyn til proteksjonisme er langt fra klart. Vil han ty til ulike knep for å få store overskrifter, eller vil han faktisk innføre importskatter og eksportstøtte eller andre kraftige virkemidler for å hindre

den globale handelen? Det nåværende selskapsklimaet i vekstmarkedene blir stadig bedre. En handelskrig vil stikke kjepper i hjulene.

Bortsett fra enkelte skyer har himmelen blitt lysere i vekstmarkedene. Etter flere år med fallende inntjening på grunn av høy kostnadsinflasjon og lavere etterspørsel er nå vekstmarkedene på vei tilbake. Kostnadene er på vei ned, etterspørselen på vei opp og det er svært positivt for selskapene. Kombinert med svært lav verdsettelse kan vi få se positiv aksjeavkastning i vekstmarkedene. Vi tror de kan vise seg å være det beste stedet å være i 2017: kombinasjonen av økt inntjening og rekordlav verdsettelse er virkelig sterk.





Foto: Bloomberg

### Donald Trump

Den største ukjente faktoren i starten av 2017 er hvorvidt president Trump vil følge en mer proteksjonistisk politikk. Vil han bruke avledningsmanøvre for å skape store overskrifter, eller vil han faktisk innføre importavgifter og eksportsubsidier, eller andre store tiltak som kan hindre global handel?



Foto: Dhiraj Singh/Bloomberg

### Vekstmarkedene

Etter flere år med fallende avkastning på grunn av høy kostnadsinflatjon og lav etterspørsel er vekstmarkedene nå på bedringens vei. Vi tror at de kan være det beste stedet å være investert i 2017. Kombinasjonen av bedret inntjening og rekordlav verdsettelse er absolutt sterk. Avbildet er ansatte i Tiny Owl ved selskapets hovedkontor i Mumbai, India. Tiny Owl er en smarttelefon-app som hjelper folk i byen å finne spisesteder i nærheten. Tjenesten har nå 2000 bestillinger daglig og har fanget interessen til flere venturefond, blant annet Sequia Capital.



## SKAGEN Vekst

Den smale sti til velstand

- › Meravkastning i et turbulent år
- › Finans beste bidragsyter fjerde kvartal
- › Økende interesse for verdiaksjer

1 2 3 4 RISIKO 6 7

Fondets startdato	1. desember 1993
Avkastning siden oppstart	1976,7 %
Gjennomsnittlig årlig avkastning siden start	14,0 %
Forvaltningskapital	7 462 mill NOK
Antall andelseiere	69 309

AVKASTNING	4.KV. 16*	12 M*
SKAGEN Vekst	8,8 %	4,6 %
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	6,9 %	0,1 %

\* Per 30. desember, 2016

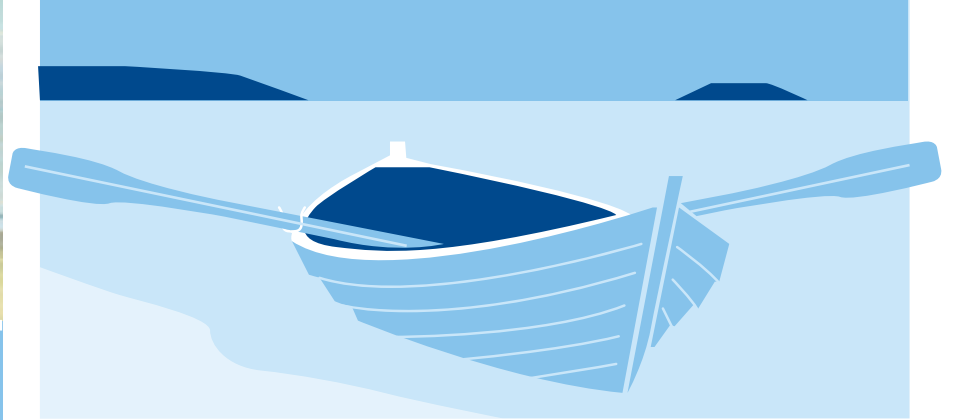


### PORTEFØLJEFORVALTERE

Geir Tjetland, Ole Sæberg og Alexander Stensrud\*

\* Junior porteføljeforvalter.

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



## Ny vår for verdiaksjer

I fjor så vi økende interesse for verdiaksjer på bekostning av vekstaksjer. Fortsetter denne trenden er det gode nyheter etter et turbulent år.

Hvilket aksjeår vi har lagt bak oss. Et år som godt kunne ha vært en del av Roald Dahls «Tales of the Unexpected». I fondet valgte vi å sitte stille i båten med tanke på de store politiske hendelsene rundt Brexit-valget i England og presidentvalget i USA. De på forhånd antatte «umulige» utfallene skjedde, noe som førte til negative bevegelser i aksjemarkedet – i noen få timer. Deretter fikk vi se et aksjemarked som utviklet seg meget sterkt gjennom resten av året, og avkastningen i SKAGEN Vekst ble nesten 15 prosent i andre halvår. For fjerde kvartal ble fondets avkastning 8.8 prosent og for helåret 2016 endte vi opp 4.6 prosent, alle perioder vesentlig bedre enn referanseindeksen.

### SKAGEN VEKST 4. KVARTAL 2016 (% AV FORVALTNINGSKAPITALEN)

#### De 5 største positive bidragsytere

Citigroup	1,60 %
Bonheur	0,91 %
Norsk Hydro	0,78 %
Samsung Electronics	0,71 %
Sodastream International	0,58 %

#### 5 største kjøp

Novo Nordisk	1,52 %
Gazprom OAO	1,16 %
Hennes & Mauritz AB	0,50 %
Golar LNG	0,44 %
Norwegian Air Shuttle	0,43 %

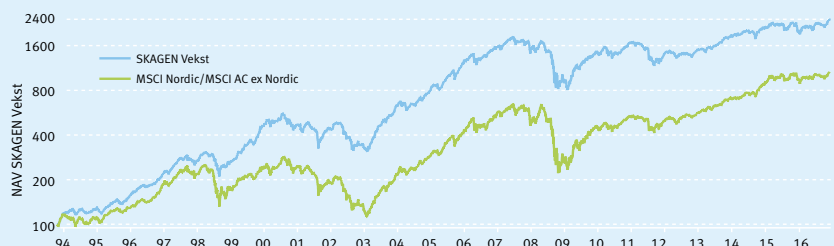
#### De 5 største negative bidragsytere

Ericsson	-0,43 %
Solstad Offshore	-0,13 %
Catena	-0,13 %
Oriflame Holding	-0,12 %
Kia Motors	-0,11 %

#### 5 største salg

Oriflame Holding	-1,75 %
Philips	-1,45 %
Citigroup	-1,31 %
Nippon Seiki	-1,00 %
ABB	-0,93 %

### KURSHISTORIKK SKAGEN VEKST



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



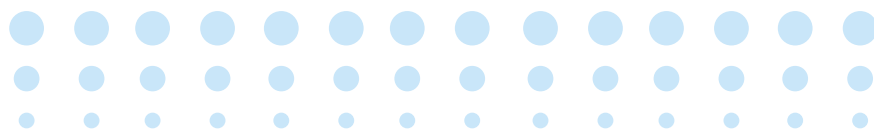
Foto: Pixabay



Foto: Pixabay

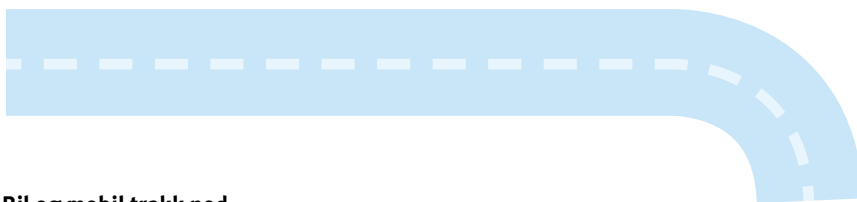
### Gunstige utsikter for Citigroup

Fondets beste bidragsyter i fjerde kvartal ble amerikanske Citigroup, etter en kursoppgang i overkant av 27 prosent. For helåret ble oppgangen 15 prosent etter en mildt sagt volatil reise. Renteøkningen i USA vil medføre bedre inntjening for banken fremover og ifølge selskapet vil 100 basispunkter høyere rente gi inntektsøkning tilsvarende USD 1.3 milliarder uten noen økning i kostnadene. USAs president har uttalt klare mål om å redusere selskapsskatten. Dette vil kunne slå positivt ut for Citigroup da dette normalt vil medføre en økt oppkjøpsaktivitet blant amerikanske selskaper og dertil økte rådgivningsinntekter for banken. Vi tror banken evner å tjene USD 7 per aksje i 2018, noe som fortsatt gir betydelig rom for oppgang i aksjekursen.



### Sodastream

Sodastream, som mange av dere har stående på kjøkkenbenken, kunne vise til en oppgang på 50 prosent i siste kvartal, og hele 142 prosent oppgang for 2016. Vi ser fortsatt potensial da selskapet vokser kraftig i Tyskland, Norden, Frankrike og Japan. Også i USA begynner salget å ta seg opp etter at Sodastream også der re-posisjonerte seg fra å være en «brusleverandør» til å være en tilrettelegger for hjemmeproduksjon av kullsyreholdig vann.



### Bil og mobil trakk ned

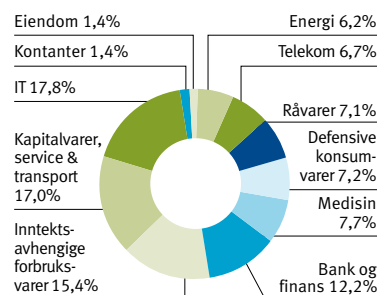
På den negative siden finner vi først og fremst svenske Ericsson som hadde en negativ utvikling i fjerde kvartal og var ned over 30 prosent for helåret. Selskapet er en globalt ledende leverandør av infrastruktur og service til mobiltelefoni-industrien. Vi forventer at selskapet nå leverer på den igangsatte planen rundt kostnadsuttene, samtidig som vi ser at selskapets kunder står foran store investeringer i ny infrastruktur. Økt bruk av video og smarttelefoner generelt fører til flaskehals på kapasitet, ergo må teleselskapene igjen øke investeringene for å kunne tilby sine kunder god nok kvalitet. Forhåpentligvis vil mye av dette komme Ericsson til gode.

For året hadde også våre selskaper innenfor bilindustrien en tung periode. Særlig Continental men også Kia ble betydelige negative bidragsytere.

### Bonheur

Fred Olsen selskapet Bonheur bidro godt til kvartalets avkastning etter en kursoppgang på 50 prosent. Flere enn oss begynner å få øynene opp for selskapets verdier som ligger innenfor fornybar energi (vindkraft). Vi mener at vi her kjøper en krone for tretti øre og at disse verdiene før eller senere skal reprises betydelig. Selskapet er gjeldfritt, men det ligger selvsagt en moralsk forpliktelse i systemet til å hjelpe datteren Fred Olsen Energy om behovet skulle melde seg. Ved inngangen til et nytt år er det vel alltid lov å ha noen ønsker; Bonheur børslistet Fred Olsen Energy i 1997, Fred Olsen Production i 2007, og vårt nyttårsønske er en børsnotering av Fornybar Energi i 2017

#### BRANSJEFORDELING SKAGEN VEKST



#### GEOGRAFISK FORDELING SKAGEN VEKST

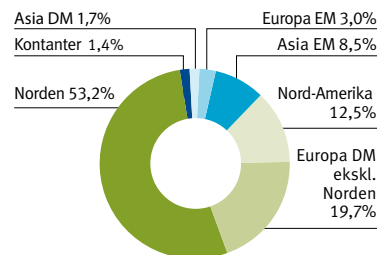




Foto: Bloomberg

**Ansatte krysser under oljeledninger** til store tanker tilhørende Gazprom i Salym Russland. Gazprom er tilbake i porteføljen etter fallende gasspriser lav investorinteresse.

### Gode bidrag fra gamle travere

Også Russiske Sberbank bidro godt både i kvartalet og for hele året etter en oppgang på 70 prosent. Denne banken fortsetter å levere en imponerende egenkapitalavkastning på mer enn 20 prosent. Og vi liker at Sberbank fortsetter å kutte kostnader i form av reduksjon i antall filialer. Mer enn 6 prosent av filialene ble lagt ned i 2016,

men fortsatt opererer de mer enn 15.000 filialer. Vi tror det er mer å hente.

Vi kan heller ikke unngå å nevne to «gamle travere» når vi skal oppsummere bidragsytere, både Samsung og Norsk Hydro bidro sterkt til fondets gode avkastningstall for fjerde kvartal så vel som for helåret. Samsung endte året med en oppgang på 31 prosent til tross for

den negative støyen rundt lansering og tilbaketrekking av Galaxy Note 7. Norsk Hydro opplevde en solid kursoppgang da pessimismen rundt forventet overkapasitet av aluminium ble snudd til forventninger om mindre tilbudskapasitet og høyere forventninger til etterspørselssiden.



Foto: Bloomberg

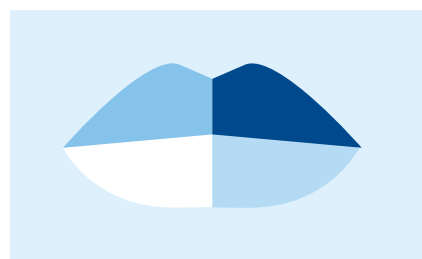
**Ansatte i en Samsung Electronics-butikk i Hong Kong.** Selskapet stanset produksjon av sin Samsung Galaxy Note 7 mobiltelefon, og gikk til det drastiske skritt å avlive en smarttelefon som var i ferd med å bli en stor hodepine for selskapet. Til tross for dette var Samsung Electronics en av de beste bidragsyterne til fondets avkastning i fjerde kvartal og 2016.

### Gamle kjenninger tilbake

Novo Nordisk ble tatt inn igjen i porteføljen i løpet av fjerde kvartal. Selskapet er verdensledende på behandling av diabetes og har i tillegg en sterk posisjon innenfor blødersykdom (hemofili). Selskapet mistet mye av sin «må ha» status i aksjemarkedet gjennom fjoråret, da den tradisjonelle veksten på 10 prosent i omsetning og 15-20 prosent i inntjening ble nedjustert til henholdsvis 5- og 10 prosent. Etter at aksjen hadde falt over 30 prosent fant vi tiden moden til igjen å investere i selskapet. Livsstilssykdommene diabetes og fedme er fortsatt i sterk fremmarsj, og Novo vil (dessverre) oppleve sterk etterspørsel etter sine produkter i lang tid fremover.

Press fra fallende gasspriser og lite investorinteresse fikk oss igjen til å investere i Russiske Gazprom. Selskapet er verdens største eksportør av gass, solid ressursbase, uovertruffen markedstilgang og gode transportsystemer. Sett i lys av prisøkningen som har skjedd på kull og andre tradisjonelle energikilder, fremstår Gazprom meget attraktiv. I tillegg anser vi Gazprom til å være en preferert partner for Russland angående nye områder, et stort potensiale da mindre enn 10 prosent av Russiske reserver er utviklet så langt. På investeringstidspunktet betalte vi 5 ganger inntjeningen og kun 30 prosent av bokførte verdier. Da skulle vel det meste av russisk risiko allerede være priset inn i aksjeprisen?

Vi økte også posisjonen noe i Hennes & Mauritz og Golar LNG.



### Kursmålet nådd for kosmetikk

Oriflame ble solgt helt ut av porteføljen i løpet av fjerde kvartal. Oriflame ble fondets største bidragsyter for fjoråret med en realisert gevinst i overkant av NOK 125 millioner. Etter at aksjekursen for alle praktiske formål 3-doblet seg i løpet av året, ble den i våre øyne for dyr og hvor forventninger om fortsatt sterk tilvekst var mer enn priset inn i aksjekursen.

Den japanske produsenten av bilinstrumenter og skjermer Nippon Seiki ble solgt helt ut av porteføljen i desember. Selskapet har stort sett levert som vi forventet ved investeringstidspunktet høsten 2013, og vi kunne nå realisere 47 prosent gevinst på investeringen. Tett på målsettingen vi har om 50 prosent avkastning over en 2-3 års horisont.

I tillegg ble danske Solar AS solgt ut, mens beholdningene i Philips og ABB ble noe redusert da målkurser begynner å nærme seg noe.

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

\* Alle tall i 1 000 NOK.

## NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE I SKAGEN VEKST (PER 30.12.2016)

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

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

## Økende interesse for verdi

Ved inngangen til et nytt aksjeår prises SKAGEN Vekst porteføljen til 13.6 ganger årets inntjening, betydelig lavere enn markedets 18 ganger inntjeningen. Porteføljen består av 52 selskaper, hvor 90 prosent av kapitalen er allokert til de 35 største posisjonene. I løpet av 2016 ble ca 1/4 av fondet re-investert eller omallokert, noe som tilsier at en investering i SKAGEN Vekst eies gjennomsnittlig 4 år. Gjennom fjoråret så vi en tiltagende interesse for verdiaksjer på bekostning av vekstaksjer og såkalte stabile inntjeningsaksjer. Vi forventer at denne trenden vil fortsette, noe som borger godt for SKAGEN Vekst og SKAGENS investeringsfilosofi generelt i året som venter oss.

# SKAGEN Global

En verden av muligheter

- › Økte i nye og attraktivt prisede medisin- og helseselskaper.
- › Samsung var en av de beste bidragsyterne tross batteriskandale.
- › Økt global vekst og stigende renter i 2017 gir gode muligheter for verdibaserte investorer.

1	2	3	4	RISIKO	6	7
Fondets startdato	7. august 1997					
Avkastning siden oppstart	1348,7 %					
Gjennomsnittlig årlig avkastning siden start	14,8 %					
Forvaltningskapital	28 285 mill NOK					
Antall andelseiere	87 553					
<b>AVKASTNING</b>	<b>4.KV. 16*</b>	<b>12 M*</b>				
SKAGEN Global	7,6 %	-1,1 %				
MSCI ACWI	9,2 %	4,9 %				

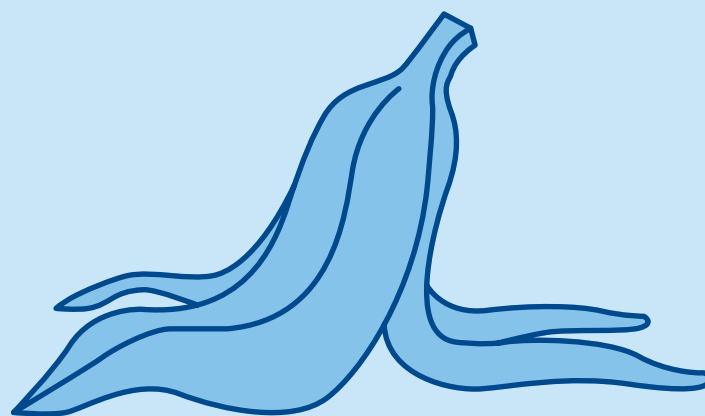
\* Per 30. desember, 2016.



## 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.



## Et utfordrende år med muligheter

2016 ble et blandet år for SKAGEN Global, hvor særlig investeringene i medisin- og helsesektoren preget utviklingen i porteføljen.

Til tross for alle dommedagsscenarioene valgte aksjemarkedet å fokusere på de positive sidene ved valget av Donald Trump. Det førte til en sterk avslutning på året, som også andelseierne i SKAGEN Global fikk glede av. Fondet oppnådde en avkastning på 7,6 prosent i fjerde kvartal. Dette var dessverre ikke nok til å veie opp for en litt svakere kursutvikling og generell sterk kronekurs de første ni månedene av 2016, og fondet endte dermed på en negativ avkastning på 1,1 prosent. Dette var en god del dårligere enn de 4,9 prosentene verdensindeksen MSCI All Country World Index oppnådde.

### SKAGEN GLOBAL 4. KVARTAL 2016 (% AV FORVALTNINGSKAPITALEN)

De 5 største positive bidragsytere		5 største kjøp	
Citigroup	1,50 %	Medtronic Plc	2,88 %
AlG	1,00 %	Unilever CVA	2,75 %
General Electric	0,62 %	China Mobile	1,94 %
Microsoft	0,60 %	3M	1,50 %
NN Group	0,49 %	Cms Energy Corp	1,29 %
De 5 største negative bidragsytere		5 største salg	
Teva Pharmaceutical Industries	-0,38 %	Sanofi	-2,44 %
Medtronic Plc	-0,22 %	Citigroup	-2,13 %
Cheung Kong Holdings	-0,19 %	AlG	-2,04 %
China Mobile	-0,17 %	Volvo	-1,42 %
Ntt Docomo	-0,17 %	Goldman Sachs	-1,21 %

### KURSHISTORIKK SKAGEN GLOBAL



\* Før 1.1.2010 var indeks MSCI World (NOK)



Foto: Bloomberg

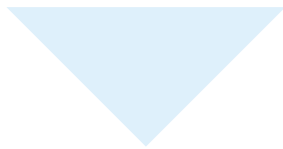
### Bidragstyttere

Den vesentligste drivkraften bak kvartalets kraftige kursoppgang var forhåpninger om lavere selskapskatt i USA, økende økonomisk vekst, stigende inflasjon og høyere rentenivå. Denne cocktailen er spesielt gode nyheter for finanssektoren som har vært blant de billigste sektorene i mange år. Dette så vi også i SKAGEN Global hvor de to amerikanske finansselskapene Citigroup og AIG ble fondets største bidragstyttere til absoluttavkastningen i fjerde kvartal. Selv om vi har redusert postene i Citigroup og AIG, er de fortsatt store posisjoner i fondet. Markedet undervurderer fortsatt hvor mye fri kapital disse selskapene vil være i stand til å generere og tilbakebetale til aksjonærene de neste fem årene - særlig hvis vi for alvor begynner å se et høyere rentenivå. På tapersiden finner vi to selskaper innen medisin- og helsesektoren. Teva Pharmaceutical og Medtronic som begge senket forventningene til fremtidig inntjening.



### Positive

For 2016 som helhet ble den koreanske elektronikkjiganten Samsung Electronics og det amerikanske industriselskapet Johnson Controls fondets beste bidragstyttere til absoluttavkastningen. Selv om mobiltelefonen Samsung Galaxy Note 7 ble trukket fra markedet på grunn av batteriproblemer, gikk den operasjonelle utviklingen i Samsung Electronics riktig vei. Selskapet fortsatte de aksjonærvennlige tiltakene som ble godt mottatt av aksjemarkedet. Sammenslåingen av Tyco International og Johnson Controls, sammen med utsiktene til høyere infrastrukturinvesteringer i USA, var hovedårsaken til Johnson Controls sterke avkastning i 2016.



### Negative

På tapssiden for 2016 finner vi igjen to selskaper innen medisin og helse; Teva Pharmaceutical og Roche. Begge selskaper ble omfattet av en generelt større skepsis til fremtidsutsiktene for sektoren som helhet, mens særlig Teva hadde et turbulent år med selskaps-spesifikke nyheter. Vi synes likefullt at markedet har overreagert på de negative nyhetene i medisin- og helsesektoren, og har valgt å gå mot strømmen og øke eksponeringen i både eksisterende og nye posisjoner gjennom året.

### Porteføljeaktivitet

I desember solgte vi oss helt ut av den amerikanske investeringsbanken Goldman Sachs, etter at aksjen nådde kursmålet vårt. Etter at vi kjøpte de første aksjene i juni 2011 har aksjen levert en avkastning på 90 prosent målt i en sterk lokal valuta (USD). Det er dobbelt så mye som verdensindeksen har levert i samme valuta. Det er verdt å huske tilbake på de utallige negative artiklene og rapportene som er skrevet om finanssektoren i kjølvannet av finanskrisen. Alt fra motvind på grunn av strengere regulering til de negative effektene av lave renter er fremhevet som faktorer for hvorfor finansselskaper var billige. Utviklingen i Goldman Sachs-aksjen de siste fem år viser nok en gang verdien av å tørre å gå mot strømmen og kjøpe selskaper billig. Særlig hvis selskapet er flink til å allokere kapital, som Goldman Sachs i stor grad har vært. Med en sterk avslutning på året nådde også flere andre av SKAGEN Globals aksjer kursmålet. Vi solgte oss derfor helt ut av den svenske lastebilprodusenten Volvo, den britiske supermarkedkjeden WM Morrison Supermarkets, samt det svenske gruveselskapet Lundin Mining. Vi solgte oss også helt ut av den amerikanske leverandøren av bilseter, Adient, etter at vi mottok aksjer i forbindelse med vårt eierskap i Johnson Controls. På kjøpsiden investerte SKAGEN Global i tre nye selskaper (Medtronic, CMS Energy, Novo Nordisk).



Foto: Novo Nordisk



Foto: Medtronic

### Novo Nordisk

Både sektoren og sektorspesifikke nyheter bidro til et miserabelt år for aksjonærene i den danske medisinprodusenten Novo Nordisk. I desember ga det oss en unik mulighet for å kjøpe en av verdens ledende selskaper innen diabetesbehandling til en svært attraktiv verdsettelse. Med et voksende marked og en sterk portefølje av nye og eksisterende produkter forventer vi at Novo Nordisk vil fortsette å ha en sterk kontantstrøm, som betales tilbake til aksjonærene. Dette tror markedet tydeligvis ikke er tilfelle siden vi kjøper aksjen til en verdsettelse (basert på fri kontantstrøm) tilsvarende selskaper med langt dårligere forretningsmodell og betydelig lavere vekstutsikter.

### Medtronic

Siden starten i 1949 har amerikanske Medtronic utviklet seg til en global leverandør av medisinsk utstyr. Vi mener markedet under vurderer selskapets muligheter til å forbedre inntjeningen på egenhånd, særlig sett i lys av at synergier etter oppkjøpet av konkurrenten Covidien ennå ikke har materialisert seg. Utover det liker vi kombinasjonen av en sterk balanse og en stor fri kontantstrøm.

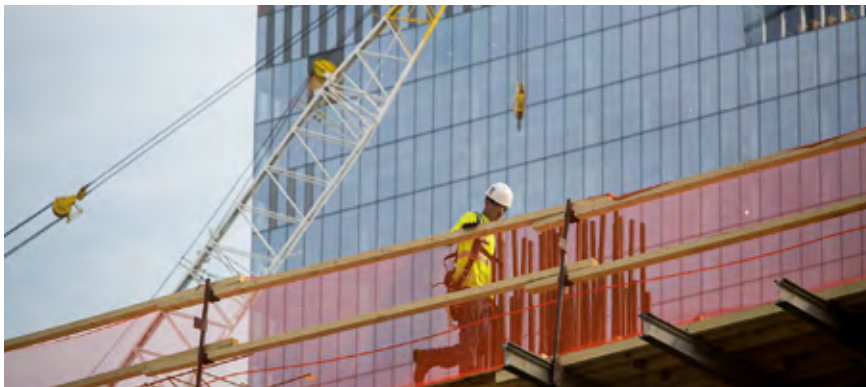


Foto: Bloomberg



Foto: Medtronic

### Fremtidsutsikter

Det globale aksjemarkedet (MSCI All Country World Index) handles nå til 15,5x forventet inntjening i 2017, altså noe høyere enn det historiske gjennomsnittet. En del av forklaringen er det lave rentenivået, men man skal heller ikke glemme at det globale aksjemarkedet har steget kraftig siden finanskrisen. Som andelseier i SKAGEN Global kjøper du imidlertid ikke det gjennomsnittlige markedet. Vi finner fortsatt lommer i aksjemarkedet som er attraktivt priset. Gjennom nøye grunnleggende selskapsanalyse velger SKAGEN Global mellom 40 og 50 under-

vurderte globale aksjer, som tilbyr attraktiv risikostøttet avkastning. Fondets 35 største posisjoner representerte 91 prosent av porteføljen ved utgangen av året, og har i gjennomsnitt 31 prosent oppside til kursmålet. Til tross for et vanskelig 2016 for SKAGEN Global har investeringsfilosofien vist seg å gi solid avkastning på lang sikt, og fondet har slått sin referanseindeks i 15 av 20 år. Med utsiktene til høyere økonomisk vekst, kombinert med høyere rentenivå, ser 2017 ut til å kunne bli et godt år for verdibaserte investorer som SKAGEN.

### CMS Energy

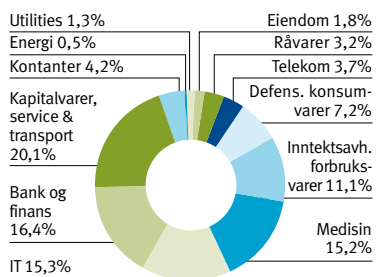
Leverandørselskapet CMS Energy opererer bare i den regulatorisk vennlige staten Michigan. En fantastisk ledelse, sterk balanse, kombinert med inntjening- og utbyttevekst er alle faktorer den nåværende verdsettelsen ikke fullt ut reflekterer. Vi ser derfor aksjen som attraktiv på absoluttnivå, men særlig i forhold til hva tilsvarende type selskaper handles til.



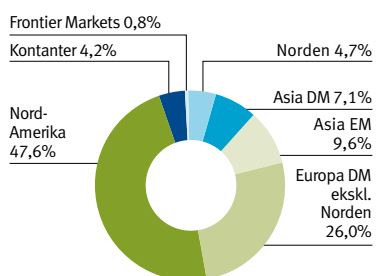
Verdipapir	Sektor	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Fordeling	Børs
American International Group Inc	Financials	2 772 001	903 797	1 557 998	654 201	5,51%	New York
Unilever NV-Cva	Consumer Staples	4 073 553	1 380 056	1 446 159	66 103	5,11%	Amsterdam
Citigroup Inc	Financials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

\* Alle tall i 1 000 NOK.

**BRANSJEFORDELING SKAGEN GLOBAL**



**GEOGRAFISK FORDELING SKAGEN GLOBAL**



**NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE I SKAGEN GLOBAL (PER 30.12.2016)**

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

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



## SKAGEN Kon-Tiki

Viser vei i nytt farvann

- › 2016 var første år siden 2012 hvor vekstmarkedene slo de utviklede markedene.
- › Et tøft år for aktive forvaltere sluttet positivt med økt interesse for verdi.
- › Russiske X5 blant de beste bidragsyterne i fjerde kvartal og 2016.

1	2	3	4	5	RISK	7
Fondets startdato	5. april 2002					
Avkastning siden oppstart	629,5 %					
Gjennomsnittlig årlig avkastning siden start	14,4 %					
Forvaltningskapital	30 644 mill NOK					
Antall andelseiere	67 035					
<b>AVKASTNING</b>	<b>4. KV. 16*</b>	<b>12 M*</b>				
SKAGEN Kon-Tiki	5,3 %	6,5 %				
MSCI Emerging Markets	3,0 %	8,1 %				

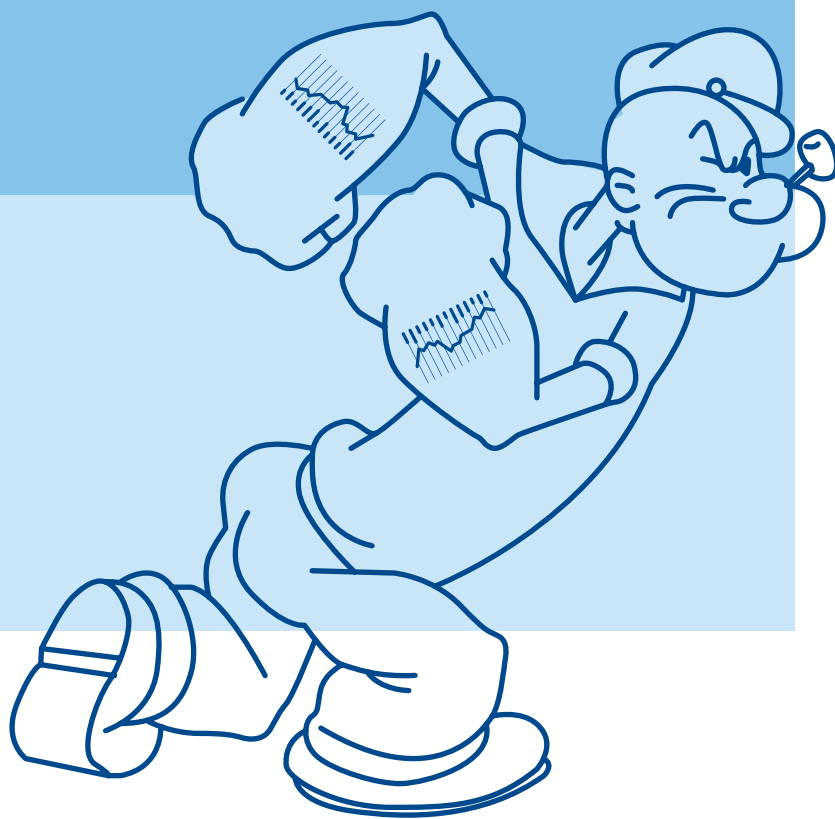
\* Per 30. desember 2016



### PORTEFØLJEFORVALTERE

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

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



## Sterk avslutning på tøft år for aktive forvaltere

2016 var et tøft år for aktive forvaltere. En undersøkelse blant 58 store aktive vekstmarkedsfond viser at medianen av fondene ble slått av sine referanseindekser med 3,3 prosentpoeng. I 2016 steg SKAGEN Kon-Tiki med 6,5 prosent, sammenlignet med en økning for referanseindeksen på 8,1 prosent, noe vi ikke er fornøyd med. Mot slutten av året begynte vår verdibaserte investeringsstil igjen å få vind i seilene, og vi er optimistiske for 2017.

SKAGEN Kon-Tiki avsluttet året bra med en økning på 5,3 prosent i fjerde kvartal som var 2,3 prosentpoeng bedre enn fondets referanseindeks, MSCI EM Index. En lang rekke selskaper bidro til avkastningen, med Samsung Electronics, X5 Retail Group, CNH Industrial, Richter Gedeon og nykommeren Borr Drilling i tet.

### KURSHISTORIKK SKAGEN KON-TIKI



\* Før 1.1.2004 var indeks MSCI World (NOK)



Foto: Pixabay

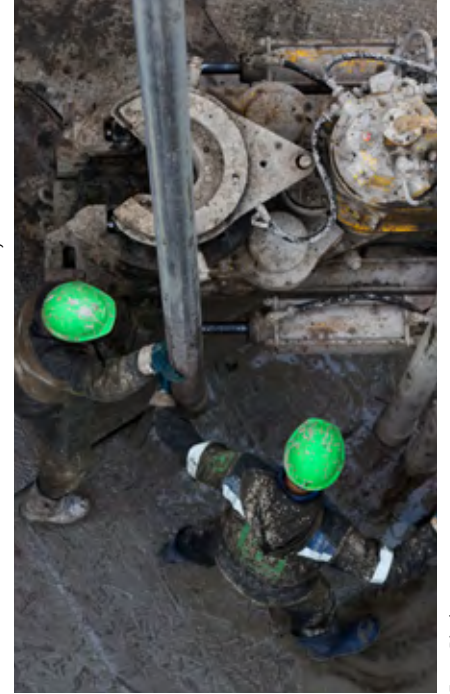


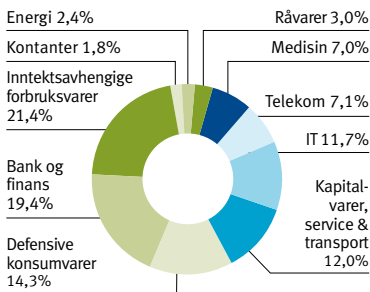
Foto: Pixabay

## Meravkastning i vekstmarkedene for første gang siden 2012

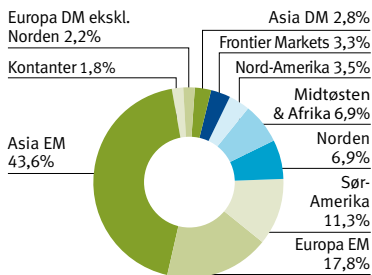
Etter fem år med mindrevkastning slo vekstmarkedene de utviklede markedene i 2016. De siste årene har vært preget av en rekke skuffelser, men i sommer snudde inntjeningsutviklingen. Dette gjør at vi nå ser lyst på 2017 siden verdsettelsen i vekstmarkedene er betydelig lavere enn de utviklede målt etter pris per aksje i forhold til bokført verdi (P/E og P/B). Samtidig handles vår portefølje til en betydelig rabatt i forhold til vekstmarkedene generelt.

Valutabevegelsene i vekstmarkedene hadde stor innvirkning på avkastningen i de utviklede landenes valuta i 2016. Russiske rubler og brasilianske real steg begge med rundt 30 prosent, mens tyrkiske lira noterte en tosifret oppgang. Dette påvirket avkastningen og bidro til at Russland og Brasil havnet på topp blant vekstmarkedene i løpet av året.

### BRANSJEFORDELING SKAGEN KON-TIKI



### GEOGRAFISK FORDELING SKAGEN KON-TIKI



### NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE I SKAGEN KON-TIKI (PER 30.12.2016)

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

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

### SKAGEN KON-TIKI 4. KVARTAL 2016 (% AV FORVALTNINGSKAPITALEN)

#### De 5 største positive bidragsytere

Samsung Electronics	0,80 %
X5 Retail Group	0,75 %
Borr Drilling Ltd	0,57 %
CNH Industrial	0,51 %
Richter Gedeon	0,51 %

#### De 5 største negative bidragsytere

Mahindra & Mahindra	-0,51 %
Haci Omer Sabanci Holding	-0,42 %
Naspers	-0,39 %
Hyundai Motor	-0,29 %
OCI	-0,14 %

#### 5 største kjøp

Aberdeen Asset Management	0,93 %
Bolloré	0,47 %
Golar LNG	0,45 %
Borr Drilling Ltd	0,33 %
Rumo Logística Operadora	0,22 %

#### 5 største salg

Frontline	-0,85 %
DIA	-0,85 %
ABB	-0,76 %
Podravka	-0,71 %
China Shipping Development	-0,57 %

## Kjøp og salg

Vi konsentrerte porteføljen ytterligere i 2016 og i begynnelsen av 2017. Nå har vi 60 selskaper i porteføljen mot 69 for et år siden. I løpet av fjerde kvartal solgte vi postene i DIA og Podravka, samt tre mindre posisjoner i Rec Silicon, Toray Industries og Suzano.

Vi investerte i to nye selskaper, Aberdeen Asset Management og Borr Drilling. Aberdeen er en fondsforvalter med fokus på vekstmarkeder, og i likhet med andre tilsvarende forvaltere har de slitt de siste årene. Selskapet har gjort gode fusjoner og oppkjøp og har en generøs utbyttepolitikk. Aksjen har vært et lønnsomt innslag i porteføljen to ganger tidligere, og bør ha gode forutsetninger når interessen for vekstmarkeder kommer tilbake. Gjennom kjøpet i Borr Drilling investerte vi i to jack-up-rigger til en fjerdedel av det det kostet å bygge dem i 2013, og til halve prisen av tilsvarende noterte konkurrenter. Vi regner med at Borr vil gjøre flere verdiskapende oppkjøp i 2017. Borr minner oss om Seadrill, som vi investerte i 2005 da de startet opp med to rigger. De gikk fra å være et lite ventureselskap midt i en lavkonjunktur til å gi våre andelseiere en avkastning på over en milliard kroner. Vi håper at en av nøkkelpersonene bak Seadrill nå er i stand til å gjenta suksessen med Borr.

Våre 35 største posisjoner representerer 85 prosent av fondets verdier. Investeringer med en vekt på 1 prosent eller mer utgjør 88 prosent av verdiene. Porteføljen er sterkt konsentrert rundt våre beste investeringsideer med en aktiv andel på 92 prosent. Porteføljekonsentrasjonen gir oss også mer tid til å lete etter nye ideer som kan utfordre eksisterende posisjoner i porteføljen for å levere best mulig risikostjert avkastning.



Foto: Pixabay

**Kunder veier opp frukt og grønnsaker** i Perekrestok supermarked, drevet av X5 Retail Group i Moskva. X5 var en av de beste bidragsyterne i fjerde kvartal og i 2016.

## Vinnerne

I 2016 så vi en oppløftende utvikling med tanke på selskapsstyring i Samsung Electronics, som var fondets beste bidragsyter i fjerde kvartal. Elektronikkjiganten har en plan for hvordan de skal tilbakeføre en stor del av verdiskapingen til aksjonærene. De operative utsiktene er gode med en god utvikling for minnebrikker og skjermer (monitor og tv). Vi regner også med et comeback for smarttelefonene etter batteriproblemene i Galaxy Note 7. For å sette det siste i perspektiv var «tapet» etter Note 7-affæren om lag to måneders inntjening. Verdsettelsen er fortsatt attraktiv på under 7 ganger inntjeningen. Vi slanket posisjonen etter årets sterke utvikling for å tilpasse størrelsen på posisjonen til fondets strategi.

En av de største bidragsyterne både i fjerde kvartal og 2016 under ett var den Russiske dagligvarekjeden X5 Retail Group. Etter å ha hatt aksjer i selskapet for en del år siden gikk vi på nytt inn i 2013. På det tidspunktet var selskapet verdsatt til en fjerdedel av omsetningen, eller rundt halvparten av markedsleder Magnit. X5 er i god form, øker sine markedsandeler og vokser 25 prosent per år i et fragmentert marked. Likevel er verdsettelsen lavere enn for både innenlandske konkurrenter og tilsvarende selskaper i andre vekstmarkeder.

Fra X5 lærte vi at en lavt vurdert dagligvarekjede med en ledende posisjon i et fragmentert marked ofte åpner utmerkede muligheter. Derfor tok vi med oss konseptet til Brasil der vi i 2015 kjøpte oss inn i markedsledende Brasileira de Distribuicao (tidligere GPA). Brasil ligner på mange måter på Russland med lav, men økende industri-konsolidering. Den makroøkonomiske motvindene har dratt lønnsomheten i selskapet ned og ledelsen har gjort tiltak for å skape vekst og øke marginene. Tross en hyggelig utvikling i 2016 verdsettes dagligvarekjeden til en fjerdedel av omsetningen og mindre enn fem ganger kontantstrømmen.

Takket være bedre sukker- og etanolpriser ga vårt brasilianske energiselskap Cosan Ltd. et sterkt bidrag til avkastningen i fjerde kvartal og i 2016 under ett. Den pågående gjeldsavviklingen har dempet risikooppfat-

ningen mens fornyet fokus på effektivitet, kapitalallokering og struktur ble godt motatt. Substansverdirabatten har minsket fra et høyt nivå, men ifølge oss er den fortsatt for høy. Videre vil sukker- og etanolprisene dra nytte av forventningene om et globalt sukkerunderskudd og et begrenset etanoltilbud i Brasil også fremover.

Vår ungarske legemiddelprodusent Gedeon Richter ga god avkastning i fjerde kvartal. Selskapet utfordrer konkurransen i bransjen for generiske legemidler ved å dels fokusere på helseprodukter for kvinner med høyere marginer, dels styrke tilstedeværelsen i underpenetrerte vekstmarkeder. Vi mener at markedet undervurderer marginvekstpotensialet som lanseringer av Vraylar (mot depresjon) og Esmya (myombehandling) i USA innebærer. Vi tror at preparatene vil spille en viktig rolle i 2017. Dersom de medisinske testene av disse preparatene er positive vil det innebære en betydelig oppside. Selskapets satsing på forskning og utvikling gir gode muligheter på lengre sikt.

## Taperne

Som andre globale bilprodusenter hadde Hyundai Motor et tøft år. En av årsakene var den lange streiken ved selskapets koreanske fabrikker i fjor høst. Men vi tror at 2017 blir et vendepunkt når det gjelder volum og marginer, takket være økt etterspørsel i vekstmarkedene. De står for 65 prosent av enhetsalget og økende bidrag fra nye modeller. At selskapets bildivisjon verdsettes til en gang inntjeningen gjør at potensialet for omvurdering er betydelig. Sabanci Holding tilhørte taperne i årets siste kvartal, først og fremst på grunn av nedgangen i den tyrkiske valutaen. Deres største investering, Akbank, er en velkapitalisert bank, og energiinvesteringene var også klart mer lønnsomme i 2016. Her har vi aktiva som handles til en mildt sagt interessant verdsettelsesrabatt på 40 prosent.

Vår eksponering mot Tyrkia er 7,3 prosent. Det råder ingen tvil om at Tyrkia står overfor politiske og geopolitiske utfordringer, og vi ser alt annet enn positivt på hvordan regjeringen har agert i spørsmål om menneskerettigheter den siste tiden. Likevel har det tyrkiske

markedet en rekke svært lovende investeringsmuligheter i veldrevne selskaper. I 2016 kikket vi på flere interessante investeringer, men hittil har vår overordnede risikovurdering i porteføljen hindret oss i å gjøre alvor av det. Våre eksisterende poster i porteføljen har fortsatt svært godt potensial og selskapene viser stadig bedre operativ utvikling og balanse. Vårt nest største selskap i Tyrkia Yazicilar Holding, handles til 30 prosent rabatt på sin attraktivt prisede bryggeridel alene, mens vi får resten av eierandelene gratis. Vi mener den virkelige verdien er mer enn det dobbelte av nåværende aksjekurs.

Den indiske bilprodusenten Mahindra & Mahindra dro ned avkastningen i fjerde kvartal. En forklaring var at statsminister Modis beslutning om seddelbytte skapte visse tumulter da forbrukerne forsøkte å ta ut og veksle pengene sine. Det ser ut til å være forbigående. Selskapets viktigste forretningsområde, landbruksmaskiner, drar fordel av økt etterspørsel som følge av bedre avlinger og lavere renter. På bilsiden lanseres nye modeller som passer godt inn i etterspørselstrenden i India: små SUV-modeller.

Naspers sin kursutvikling i fjerde kvartal var skuffende, og utraderte en stor del av årets gevinst. Verdien på selskapets andel i den kinesiske internettgiganten Tencent overstiger nå deres egen markedsverdi. Derfor regner markedet med negative effekter av selskapets ledende posisjon i flere vekstmarkeder innen betal-tv, rubrikkanonser på nett og online-reiser, som bør dra fordel av økt internettpenetrasjon i vekstmarkedene. Tross en forsinket monetarisering og minsket lønnsomhet for investeringer i nye områder, har vi fått god uttelling på posisjonen siden vi investerte i 2010. Utsiktene er fortsatt like gode.

Vi vil takke alle våre andelseiere for tilliten gjennom 2016. Nå går vi inn i 2017 med en sterk og selvstendig portefølje av stabile undervurderte selskaper med godt vekst- og omvurderingspotensial.

## Bærekraft – vårt ansvar som forvaltere

I 2016 fortsatte SKAGEN Kon-Tiki å fokusere på selskapenes arbeid for å bedre miljø-, samfunns- og selskapsstyringsfaktorer (ESG). Fondet stemte ved ikke mindre enn 92 prosent av alle aksjonærmøter og engasjerte seg nærmere i flere selskaper og ledelser. Vi mener det er en del av vårt ansvar som forvaltere, siden det kan redusere risiko.

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

\* Alle tall i 1 000 NOK.



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

En andel i det globale eiendomsmarkedet\*

- › De to beste bidragsyterne var D. Carnegie & Co og IRSA.
- › SKAGEN M2 har økt eksponeringen mot Norden det siste året.
- › Vi er optimister for de som er langsiktige

1 2 3 4 **RISIKO** 6 7

Fondets startdato	31. oktober 2012
Avkastning siden oppstart	62,0 %
Gjennomsnittlig årlig avkastning siden start	12,3 %
Forvaltningskapital	960 mill NOK
Antall andelseiere	8 006

AVKASTNING	4.KV. 16*	12 M*
SKAGEN m <sup>2</sup>	3,9 %	4,8 %
MSCI ACWI Real Estate IMI	1,4 %	1,2 %

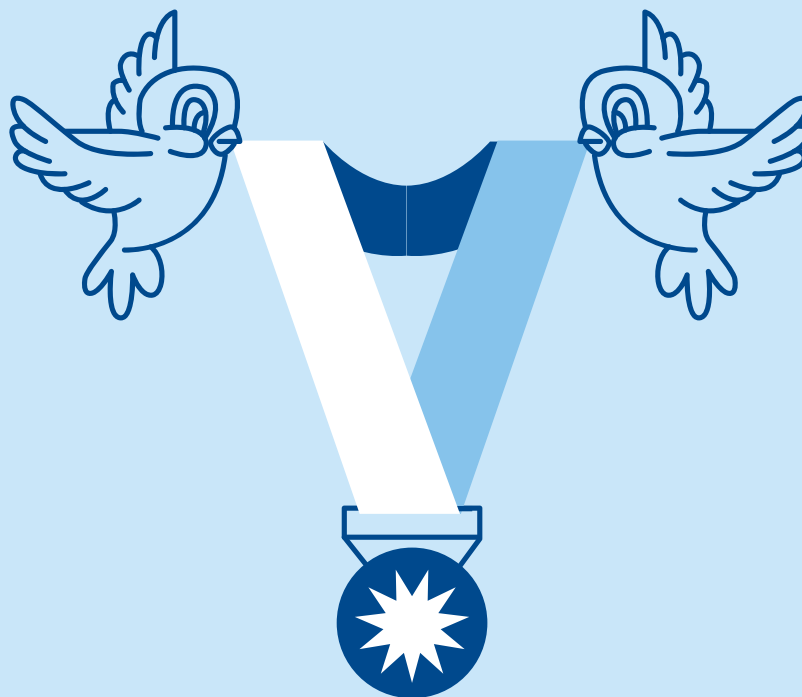
\* Per 30. desember, 2016.



### 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.



## Et godt år for m<sup>2</sup>

SKAGEN m<sup>2</sup> ble rangert som det beste eiendomsfondet i Europa av Morningstar og Citywire\*. Det var særlig andre halvår av 2016 som bidro til fondets prestasjon med en positiv avkastning.

Året ble preget av overraskende valgresultater og at den forventede renteøkningen i USA tok fart i etterkant av Trumps valgseier. Markedet var lite forberedt på Brexit, og markedets reaksjon i etterkant bekreftet at dette ikke var forventet. Overraskelsen over Brexit medførte imidlertid at markedet var vel forberedt for Trumps valgseier. Selv om valgresultatet så uventet ut, solgte markedet ned på frykten for hva Trumps valgseier ville bety, i forkant. Dette betød at når det fryktede resultatet forelå, var alle ferdig solgt, og et klassisk rally i etterkant av at den siste optimist var blitt pessimist, ble utløst. Dette rallyet pågår fremdeles samtidig som vi har sett en sterk økning i lange renter i både USA og Europa.

### Skal du investere i eiendom når rentene stiger?

Mange husker fremdeles krakket i eiendomsselskaper da finanskrisen inntraff. Den store forskjellen nå er gjeldsgraden. De fleste eiendomsselskaper har benyttet tiden fra finanskrisen og frem til i dag til å redusere gjeldsgraden. I forkant av finanskrisen var eiendomsselskaper typisk belånt 50-75 prosent målt i forhold til eiendomsverdier. I dag er dette redusert til 25-50 prosent, der den store majoriteten er i området 30-40 prosent. Dette betyr at selskapene er bedre forberedt på økte rentekostnader og reduserte eiendomsverdier enn noensinne. Vinnerne ved økte renter er selskaper som utsteder evigvarende lån som kan kjøpes tilbake i markedet. Vår vinner i USA, PS Business Park, er et slikt selskap. Selskapets siste evigvarende lån ble utstedt 12/10-16 til 5.2 prosent rente. Da renten steg, sank pålydende til 82 prosent to måneder senere. I og med at lånet handles i markedet, kan selskapet bruke sin frie kontantstrøm til å kjøpe lånet tilbake med betydelig rabatt, og dermed gevinst. Dette er et selskap som vil nyte godt av inflasjon og økte renter på begge sider av balansen.

\* Gjelder børsnoterte eiendomsaksjer



Foto: IRSA

### Våre bidragsytere

Våre to beste bidragsytere til både absolutt- og meravkastning var D. Carnegie & Co og IRSA. Førstnevnte er et svensk leilighetselskap delvis grunnlagt på restene av Acta i Sverige. Stor innvandring, samt etterspørsel etter Stockholmsleiligheter som følge av husleieregulering og generell urbanisering, medførte en betydelig omvurdering av leilighetene. Selskapet har også gjennomført et omfattende oppussingsprogram som gir avkastning i området 8-9 prosent av investert kapital. Det er betydelig høyere enn avkastningskravet på 4-5 prosent og gir

betydelige omvurderingsgevinster. IRSA er et argentinsk selskap med eksponering mot New York, Argentina og Israel. Det siste året har selskapet redusert sin eksponering mot New York og økt eksponeringen mot Israel, ved kjøp av et israelsk investeringsselskap under restrukturering. IRSA ble utsatt for spekulasjoner om at det måtte konsolidere gjelden i det israelske selskapet, som var et konkursbo. Poenget er imidlertid ikke konsolidering eller ikke, men om morselskapet er ansvarlig for datterselskapenes gjeld. Da aksjekursen falt benyttet vi muligheten til å øke posisjonen. I etterkant av disse speku-

lasjonene steg aksjen over 100 prosent. En medvirkende årsak var også at Argentina har beveget seg i positiv retning politisk og økonomisk, og ser ut til å forhandle seg ut av sin håpløse gjeldssituasjon.

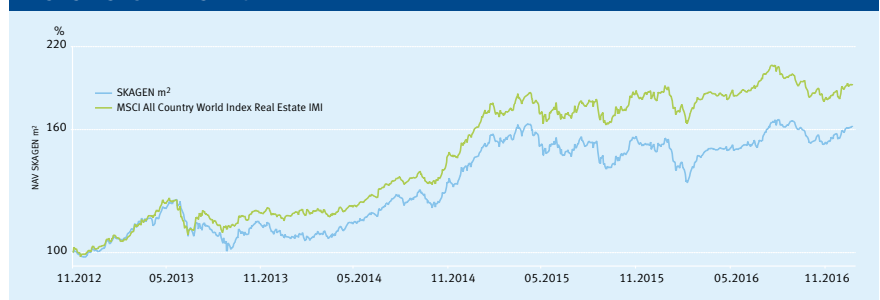
Det var et år med få, og ingen store, tapere. Vår største relative taper var Big Yellow Group som viste seg å ikke være noen trygg havn, slik mange har ment. Mye av tapet var relatert til svekkelsen av det britiske pundet. Mitsui Fudosan tapte på sviktende forventninger til Abenomics, men tapet var lite på grunn av postens størrelse.

### NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE I SKAGEN m<sup>2</sup> (PER 30.12.2016)

Selskap	Postens størrelse	Kurs	P/NAV siste	Dividend Yield 2016E	EBITDA 2016E/EV
D Carnegie	5,6 %	109	112 %	0 %	3,6 %
SL Green Realty	5,3 %	107,56	75 %	2,6 %	6,4 %
Olav Thon	5,2 %	160	75 %	1,3 %	6,6 %
Inmobiliaria Colonial	5,1 %	6,58	90 %	3,0 %	3,1 %
Catena	5,0 %	128,5	97 %	2,5 %	5,2 %
Mitsui Fudosan	4,8 %	2705	69 %	1,2 %	6,1 %
Deutsche Wohnen	4,6 %	29,84	107 %	2,5 %	3,7 %
Global Logistic Properties	4,6 %	2,2	73 %	3,2 %	3,9 %
CBL Properties	3,9 %	11,5	60 %	9,2 %	9,5 %
Mercialys	3,9 %	19,24	90 %	6,0 %	4,7 %
<b>Topp 10 vektet gjennomsnitt</b>	<b>48,0 %</b>		<b>85 %</b>	<b>2,8 %</b>	<b>4,7 %</b>
<b>Topp 35 vektet gjennomsnitt</b>	<b>95,0 %</b>			<b>2,9 %</b>	<b>5,5 %</b>
<b>Eiendomsmarkedsindeksen</b>					<b>3,8 % faktisk</b>

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

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



### Skattemessig motbakke

SKAGEN M2 har økt eksponeringen mot Norden det siste året, noe som har bidratt positivt til avkastningen. I tillegg har vi fokusert mer mot selskaper som er langsiktige verdiskapere. Eiendomsaksjefond mottar høyere utbytte enn andre fond. Dette har både med selskapenes natur, stabile kontantstrømmer, og REIT skatteregimet.

REIT skatteregimet ble opprettet i USA på 60 tallet for å gjøre det mer attraktivt for privatpersoner å investere i eiendom. Dette skatteregimet innebærer at selskapene ikke betaler inntektskatt mot å dele ut 90 prosent av skattbart overskudd i utbytte. Skattleggingen skulle således foregå hos mottaker av utbytte. En ulempe med dette skatteregimet er at mange selskaper som vil vokse må finansiere vekst via emisjoner fremfor å holde tilbake opptjent kapital. Dette medfører at selskapene deler ut utbytte med den ene hånden for deretter å hente kapital via emisjon med den andre. Dette er sub-optimal kapitalallokering. Selskapene betaler honorarer til meglere og investor skattes legges for utdeling. I tillegg er det for norskregistrerte aksjefond en stor ulempe å motta utbytte fremfor verdistigning, fordi norske aksjefond må betale skatt av utbytte (etter fradrag fra forvaltningshonorar) mottatt fra selskaper utenfor Det europeiske økonomiske samarbeidsområdet (EØS).

Norskregistrerte aksjefond betaler imidlertid ikke skatt på utbytte fra selskaper i Norden, og ifølge EØS-domstolen skal også utbytte fra selskaper til aksjefond i området være skattefrie. I praksis har forvaltningsselskapene kjempet en hard kamp for å unngå kildeskatt i EØS-land og ser nå ut til å lykkes.

Dette var gjeldende skatteregime for SKAGEN M2 inntil i sommer. Da kom en ny forskrift fra norske skattemyndigheter som dessverre vil medføre beskatning av utdeling fra europeiske REITs til norske aksjefond. Dette betyr at vi i enda større grad vil innrette porteføljen mot non-REITs selskaper i europeiske land som ikke belaster kildeskatt i strid med EØS-domstolen alt annet like. Dette er uansett fornuftig. REITs har ingen skattemessig oppside knyttet til potensiell skattereduksjon fra "Trumponomics" når skatten allerede er null, men nedside når mange land prøver å utvide sitt skattegrunnlag.

Når vi nå ser inn i 2017, med antatt økende renter, er det selskaper med lav gjeldsgrad og eiendeler som er inflasjonsbeskyttet som er attraktive. Dette gjelder spesielt eiendomsselskaper der inflasjonsbeskyttelsen er inkludert i leiekontraktene. Selv om rentekostnadene stiger, kan en forvente at dette kompenseres med økning i leie.

I en kortere periode kan eiendomsaksjer tape på økte avkastningskrav. Vi er likevel langsiktig positive til eiendomsaksjer og ser ingen grunn til at aksjeinvestorer skal oppføre seg annerledes enn de som kjøper fast eiendom – å sitte langsiktig.

Markedet priser inn det meste på forhånd. Det er derfor enormt vanskelig å tjene på å være smart, noe de som solgte på frykt for Trumps valgseier fikk merke. De fikk rett i sin spådom men feil i sin investeringsstrategi. La det være en lærepenge i markedets logikk. De investorene som oppnår best resultater er investert lenge og alltid.

### SKAGEN m<sup>2</sup> 4. KVARTAL 2016 (% AV FORVALTNINGSKAPITALEN)

#### De 5 største positive bidragsytere

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

#### De 5 største negative bidragsytere

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

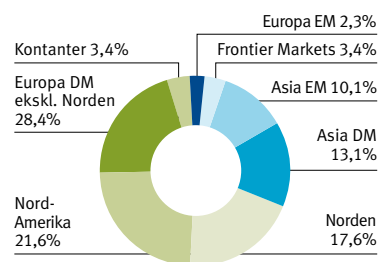
#### 5 største kjøp

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

#### 5 største salg

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

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





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

\* Alle tall i 1 000 NOK.



## SKAGEN Focus

Jakter på eksepsjonelle investeringer

- › 2016 var et år hvor markedet viste sine mange ansikter, og i fjerde kvartal skjedde en dramatisk kuvending
- › Sektorene finans og råvarer leverte de største positive bidrag til fondets avkastning i fjerde kvartal
- › Vi solgte oss ut av fire av fondets topp fem beste bidragsyttere i 2016 etter å ha nådd kursmålet

1	2	3	4	RISIKO	6	7
Fondets startdato	26. mai 2015					
Avkastning siden oppstart	7,7 %					
Gjennomsnittlig årlig avkastning siden start	4,7 %					
Forvaltningskapital	1 696 mill NOK					
Antall andelseiere	4 934					
<b>AVKASTNING</b>	<b>4. KV. 16*</b>	<b>12 M*</b>				
SKAGEN Focus	9,4 %	11,6 %				
MSCI ACWI	9,2 %	4,9 %				

\* Per 30. desember, 2016.

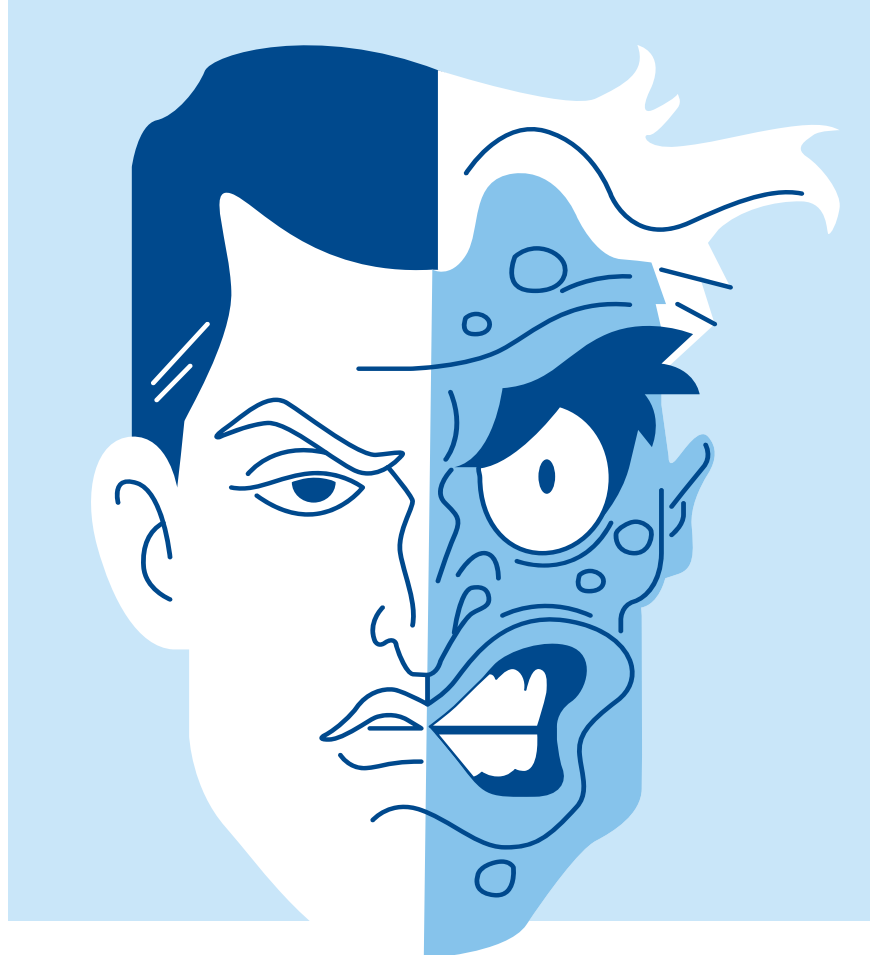


### PORTEFØLJEFORVALTERE

Filip Weintraub, Jonas Edholm og David Harris\*

\* Junior porteføljeforvalter

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



## Markedets to ansikter

2016 var et år hvor markedet viste mange ulike ansikter og trender. SKAGEN Focus leverte en absoluttavkastning på 11,6 prosent, vesentlig bedre enn de utviklede markedene.

Årets siste kvartal ga oss en bemerkelsesverdig endring i landskapet på de finansielle markedene. Dette skyldes primært utviklingen på de amerikanske børsene. I denne markedsrapporten fokuserer vi på fjerde kvartal. Se de øvrige kvartalsrapportene i 2016 for informasjon om utviklingen i de øvrige kvartalene.

Akkurat som Batman-skurken Two-Face har markedet vist et temmelig forutsigbart ansikt etter at kvantitative lettelser ble introdusert av de fleste sentralbanker globalt i 2010. Den monetære stimulansen som mangler sidestykke har ført til ultralave renter globalt og til og med negative renter i noen land. I takt med at rentene har falt til disse absurde nivåene har betydelige mengder kapital strømmet inn i aksjemarkeder til sektorer med «obligasjonslignende egenskaper», som for eksempel forbruksvarer, telekom og aksjer med høye utbytter. Kapitalbevegelsene til ETF'er (exchange traded funds) og fond med lav volatilitet har vært en sterk drivkraft bak dette. Vi kommuniserte tydelig ved lansering av fondet at vi så svært liten verdi i disse segmentene, og noen av dem var etter vår mening betraktelig overvurdert. Videre har vi siden lansering av fondet hatt en lav eksponering mot vekstmarkedene, men i løpet av andre kvartal økte vi eksponeringen noe fordi vi fant attraktive verdiaksjer i vekstmarkedene.

Vi mener at selv før Trumps valgseier var det tegn til sammenbrudd i dette mønsteret. Råvareselskaper og relaterte selskaper ble styrket på et tidlig tidspunkt. Katalysatoren for den fullstendige u-svingen i markedene var valgresultatet i USA – i hvert fall ifølge mediene. Plutselig ble markedene besatt av reflasjon, det vil si høyere inflasjon, høyere renter og potensielt høyere vekst – hovedsakelig i USA. Obligasjonsrentene steg og aksjesektorer som var blitt oversett i 5-6 år viste akselererende vekst. Dette var eksempelvis tilfelle for finansaksjer som er svært avhengig av en brattere rentekurve.

Foto: Bloomberg



### Finans og råvarer på toppen etter markedsrotasjon

Hvordan var SKAGEN Focus posisjonert under den temmelig dramatiske sektorrotasjonen? Siden oppstart av fondet har det i varierende grad vært eksponert mot råvare- og finansaksjer, og begge sektorer har nytt godt av det nye aksjemiljøet. De største bidragsyterne til kvartalsavkastningen finner vi i disse sektorene.

Vår største posisjon er forsikringsselskapet AIG som var et av selskapene som klarte seg best i fjerde kvartal, målt i absolutt avkastning. Ved slutten av året utgjorde AIG 8 prosent av porteføljen og vi mener fortsatt at aksjen har en betydelig oppside. Den handles til en kurs som ligger betydelig lavere enn den bokførte verdien, samtidig har selskapet satt i gang en grunnleggende restruktureringsprosess.

Vår amerikanske mid-cap regionbank Citizens Financial har vært i porteføljen siden oppstart. På det tidspunktet så vi et dårlig drevet selskap med potensial til mer enn en dobling av egenkapitalavkastningen opp mot hovedkonkurrentenes tilsvarende nivå. Det hadde vært en grundig fundamental styrking av selskapet, men det tok tid før det ga utslag i aksjekursen. Aksjens solide avslutning på året, samt markedets interesse i refleksjonsscenarioet, medvirket til at aksjen nådde kursmålet og vi solgte oss ut av selskapet ved utgangen av 2016. Det amerikanske kredittkortselskapet Synchrony Financial var tidligere plaget av forbrukernes kredittfrykt, men steg kraftig i fjerde kvartal da selskapet helt klart vil nytte godt av deregulering og bedre vekstutsikter i USA. Aksjen handles til en kurs som ligger betydelig under vår vurdering av selskapets markedsverdi.

#### SKAGEN FOCUS 4. KVARTAL 2016 (% AV FORVALTNINGSKAPITALEN)

De 5 største positive bidragsytere		5 største kjøp	
AIG	1,40 %	Tesoro	4,58 %
Whiting Petroleum	1,09 %	Telecom Italia Spa	3,50 %
Citizens Financial Group	1,06 %	Adient	3,07 %
First Quantum Minerals	0,77 %	E-MART	2,95 %
Taiheiyō Cement	0,74 %	Ence Energia y Celulosa	2,70 %
De 5 største negative bidragsytere		5 største salg	
TerraVia Holdings	-1,31 %	Citizens Financial Group	-4,04 %
Fila Korea	-0,78 %	South32	-2,94 %
Teva Pharmaceutical Industries	-0,60 %	First Quantum Minerals	-2,61 %
Rentech	-0,25 %	Crown Confectionery	-1,63 %
Pilgrim's Pride	-0,11 %	Aercap Holdings	-1,44 %

#### NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE I SKAGEN FOCUS (PER 30.12.2016)

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

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



Foto: Tesoro

### Tesoro

Selskapet er det fjerde største uavhengige raffineriet i det vestlige USA. Tesoro eier og driver syv raffinerier og en stor retail/marketingvirksomhet med et stort nettverk av bensinstasjoner. Selskapet har en sterk markedsposisjon med nærmest monopolstatus i sitt geografiske område. På bakgrunn av den nåværende aksjekursen mener vi at markedet implisitt undervurderer raffineridelen, sammenlignet med andre aktører i sektoren og i forhold til selskapets virkelige verdi.

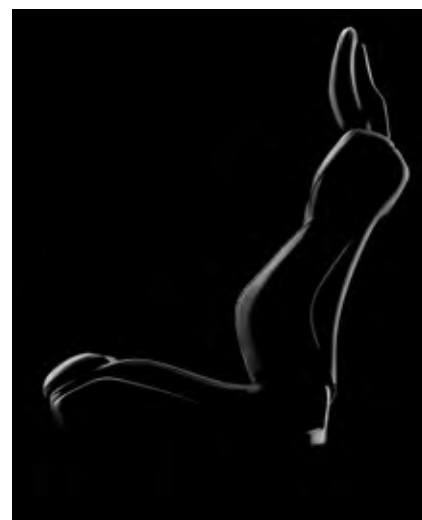


Foto: Adient

### Adient

Den amerikanske leverandøren av reservedeler til biler, er global markedsleder innen bilseter og interiørkomponenter til person- og nyttekjøretøyer. Adient har et utall av kinesiske joint-ventures som leverer seteprodukter til det kinesiske markedet. Selskapet innsatte nylig et nytt lederteam som kommer fra Visteon – en annen leverandør av bildeler. Vi ser et stort potensial for å bedre inntjeningen og kapitaliseringen av selskapets joint-venturestruktur på mellomlang sikt.



Foto: Pixabay

### Saks, stein, papir...og litt olje

Gjennom 2016 lå porteføljens råvareeksponering konstant under 10 prosent, men selskapene var svært ulike. Vi investerte først i sølvprodusenten PanAmerican Silver (saks), deretter i det diversifiserte gruveselskapet South32 (stein), en nylig spin-off som omsider ble oppdaget av investorene. Til slutt kjøpte vi en posisjon i First Quantum, som er den mest effektive kobberprodusenten i sektoren. Alle tre posisjoner leverte en avkastning på over 100 prosent i 2016. Den realiserste gevinsten ble mot slutten av året investert i papir- og energiprodusenter, via en post i papirprodusenten Ence (papir) og noen energiselskaper.

Porteføljens energieksponeering har vært begrenset gjennom året, og det nedtrykte markedet har fått prisfastsettelsen på mange selskaper innen energisektoren til å kollapse. I fjerde kvartal økte vi posisjonen i den amerikanske landbaserte boreoperatøren Whiting Petroleum. Med dårlig timing kjøpte selskapet en annen boreoperatør, Kodiak, i desember 2014 og bygget dermed en usedvanlig stor gjeldsbyrde. På det tidspunktet var det naturligvis ingen som kunne forutse kollapsen i oljeprisen, og selskapet har brukt de siste to årene på å kutte kostnader, redusere investeringer, utvikle og implementere mer effektiv teknikk til utvinning av olje, samt

reduksjon av den betydelige gjeldsbyrden. Ved utgangen av kvartalet utgjorde posisjonen 3 prosent av porteføljen. Et annet selskap innen energisektoren vi nettopp har investert i er det amerikanske raffineriet Tesoro. Selskapet er fremhevet i boksen med selskaper. Disse to posisjonene representerer noen konservative investeringer siden oljeprisen er implisitt sikret. Whiting har oljeeksponering, mens Tesoro vil, alt annet likt, nyte godt av en lavere oljepris via en høyere såkalt «crack spread».

En viktig del av investeringsprosessen er å forbli disiplinert med hensyn til forutsetningene i det opprinnelige investeringscasen og kursmålet. Atskillige posisjoner nådde kursmålet i løpet av fjerde kvartal, blant annet det kanadiske kobberselskapet First Quantum, det australske gruveselskapet South 32 og mid-cap banken Citizens Financials. Fire av de fem aksjene som har levert de største positive bidragene til fondets avkastning i 2016 er solgt. Dermed er fondets eksponering mot metall og gruvedrift den laveste siden fondet ble lansert. Kapitalen fra salget er primært brukt til investering i nye posisjoner, blant annet i den amerikanske leverandøren av reservedeler til biler Adient. Selskapet er den ledende leverandøren av bilseter. Vi investerte i selskapet ved utgangen av 2016 etter at det ble solgt ut av Johnson Control.



### Frakobling fra virkelig verdi

Mot slutten av året gjorde vi en førstegangsinvestering i Telecom Italia i kjølvannet av kursfallene på selskaper med stabil inntjening, på grunn av politisk uro og svakhetstegn i banksektoren i Italia. Selskapets aksjekurs kom også under press fra den forventede konkurransen fra mobiloperatørene Iliad og Enel innen fiber. Fiberteknologien er ikke særlig utbredt i Italia, og er på nivå med utviklingen i vekstmarkedene. Da vi investerte i Telecom Italia ble aksjen handlet til 5 ganger kontantstrømmen. Aksjen ser ut til å være undervurdert og det er håndfaste faktorer som kan øke aksjens verdi på sikt. Det franske mediekonglomeratet Vivendi er hovedaksjonær i selskapet med en eierpost på 25 prosent. Vivendi presser på for en fullstendig gjennomgang av selskapet og kostnadsutt. Telecom Italia har nylig ansatt en ny administrerende direktør, det tidligere styremedlemmet Flavio Cattaneo. Han er sterkt motivert for å levere en effektiviseringsplan mot 2018. Videre er det forventede fremtidige konkurransepresset mer enn priset inn i aksjekursen. Telecom Italia utgjør 4,5 prosent av porteføljen ved årsskiftet.

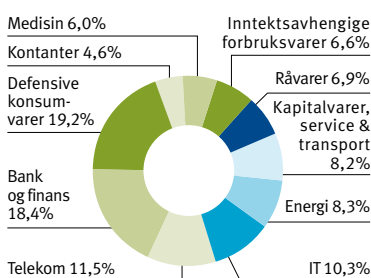
Vi har ennå til gode å se om markedet nok en gang vil skifte ansikt i det korte løp. Vi mener at SKAGEN Focus ved utgangen av året inneholder en svært undervurdert portefølje bestående av 33 selskaper, som forhåpentlig vil levere en god risikostyrt absolutt avkastning, uansett markedets skiftende ansikter.

Vi takker for tilliten i 2016.

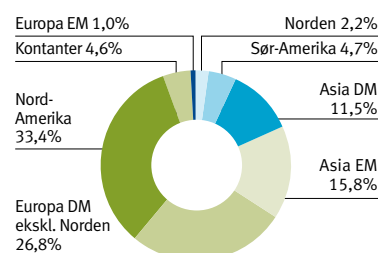
Verdipapir		Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Fordeling	Børs
American International Group Inc	Financials	238 000	116 420	133 808	17 388	7,89%	New York
Jbs SA	Consumer Staples	2 625 000	64 115	79 122	15 007	4,67%	Sao Paulo
E-MART Inc	Consumer Staples	56 800	72 973	74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

\* Alle tall i 1 000 NOK.

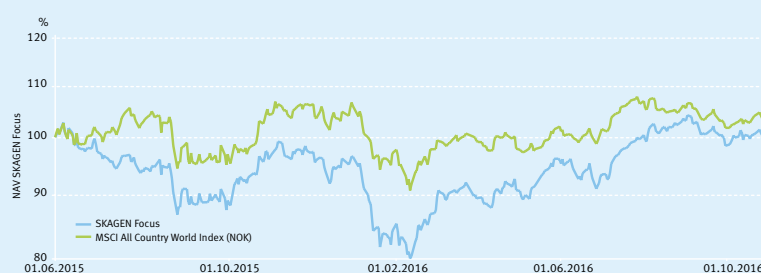
BRANSJEFORDELING SKAGEN FOCUS



GEOGRAFISK FORDELING SKAGEN FOCUS



KURSHISTORIKK SKAGEN FOCUS



# Trumfer fornuften proteksjonismen?

Den største kjente usikkerhetsfaktoren ved inngangen til 2017 er om president Trump fører en proteksjonistisk politikk eller ikke. For proteksjonisme kan lede USA og verden inn i en ny, dyp resesjon.

Jeg tilhørte ikke dem som fryktet verdens økonomiske undergang om Donald Trump ble amerikansk president. Jeg tok ikke på alvor alle hans underfundige valgkamputspill og antok at han, passet på av sin stab, sitt kabinett og USAs kongress og Høyesterett, ville ende opp med å føre en politikk som ikke avvek markant fra hva tidligere presidenter har stått for.

Reaksjonen etter valget tyder på at mange deler den oppfatningen. Aksjemarkedene er opp, både i USA og stort sett i resten av verden. Det må bety at den typiske investor tror på en politikk som forventes å øke selskapenes inntjening. Og på noen politikkområder kommer trolig Trump og Kongressen å levere enn næringsvennlig politikk. USA har et sterkt behov for dereguleringer. Faren er at Trump erstatter reguleringer med kvitrende direktiver. Erfaringene med hva amerikanerne kaller «jawboning» - offentlig press på å få næringslivsledere til å lystre kommandoer fra det hvite hus – er ikke gode. Det ble praktisert av Herbert Hoover på 30-tallet og av Lyndon B. Johnson på 60-tallet.

Det amerikanske skattesystemet er innviklet og ineffektivt. En skattereform med lavere satser kan gi økt vekst – og en periode med høyere budsjettunderskudd. For det er lite som tyder på at Trump og de folkevalgte bremser den offentlige utgiftsveksten. Det meste tyder på økt offentlig pengebruk. Økonomene er uenige om hvorvidt økt offentlig kjøp av varer og tjenester har en positiv eller negativ effekt på økonomien. Mye avhenger av hva pengene brukes på – om de ekstra dollarene går til nyttige investeringer, har de en positiv effekt.

Den store faren at valgkampens proteksjonistiske retorikk blir til en realitet. Så langt har Trump sine utnevnelser og utspill i etterkant av valget vært mer proteksjonistisk enn jeg hadde trodd. Det kan diskuteres hvorvidt han har til hensikt å bygge økonomiske murer rundt USA, eller om han truer med dette for at andre land

skal dempe sine barrierer. Hvis det er det siste vi ender opp med, står vi ovenfor en periode med økt globalisering.

Men det er grunn til å ta på alvor at Trump, som noen av hans sentrale økonomiske rådgivere, tror at den jevne amerikaner kommer bedre ut av det om landet økonomisk isoleres litt mer fra omverden. Og her kan han dessverre gjøre mye på egen hånd. Kongressen må vedta nye handelslover for å stopper Trump fra å heve tollsatsene. I mellomtiden kan andre land ha reagert på USAs proteksjonistisk tiltak.

At proteksjonisme ikke er veien til rikdom er så godt forklart og dokumentert så at det egentlig ikke er noe å legge til. Men en måte å anskueliggjøre frihandelens fordeler er å få frem at utenrikshandel kun er en produksjonsteknologi.

Tenk på Norge. Hver dag pumpes det opp store mengder olje fra kontinental-sokkelen. Økonomisk sett er dette bare en smart måte å produsere biler, briller og bananer på. Tenk deg at oljen lastes på skip som sendes til ekvator. Ved ekvator skjer det noe mystisk, slik at oljen forvandles til biler, briller og bananer. Skipene returnerer, varene losses og selges til nordmenn som om oljeselskapene selv hadde produsert dem på sine plattformer.

Om dette var tilfelle ville offshoreproduksjon ha blitt regnet som en del av norsk industri og landbruksproduksjon – og vi nordmenn kunne ha skrytt av hvor flinke vi er til å produsere all verdens eksotiske varer på egen hånd.

At det som faktisk skjer er et varebytte med utlendinger, og involverer eksport og import, er økonomisk irrelevant. Poenget er om vi kan skaffe oss bedre og billigere biler, briller og bananer ved å produsere dem via eksport og import, i stedet for å produsere dem selv.

Proteksjonisme betyr en dårligere produksjonsteknologi. Å «verne» amerikanere mot rimelige kinesiske og mexicanske varer er som å forby Boeing og GM å bruke IT i sine produksjonshaller. Produksjonskost-

nadene hadde gått kraftig opp, og verdiskapningen ville blitt mye lavere enn det kunne ha vært.

Et argument som stadig oftere brukes mot frihandel er at selv om det generelt løfter velstanden, vil det alltid være noen som taper på at de blir konkurrert ut av utlendinger. Selvfølgelig, og det er dette som forklarer hvorfor proteksjonistiske ideer i noen kretser alltid er i vinden. Men hvorfor skal vi felle tårer for kapitaleiere som må ta et tap, eller for arbeidere som må finne seg en ny jobb? Det er essensen i kapitalismen at velstandsutviklingen drives av ressursbesparende innovasjon. Alternativet er en økonomi som står på stedet hvil. Og det er jo ikke det folk flest vil ha.

Med hensyn til vinnere og tapere er det ingen grunn til å trekke et skille mellom handel internt i et land og handel mellom land. Lyses Altibox tok knekken på min nabos videosjappe. Skulle Altibox aldri sett dagens lys, eller burde naboen min blitt kompensert? Nå tjener han penger på en bowlinghall. Og én grunn til at folk på mitt tettsted har råd til å spille mer bowling enn tidligere er at de nå kan skaffe seg filmer billigere fra Lyse enn via en videosjappe.

Trump, som har blitt milliardær på handel og vandel nært og fjernt, burde forstå at frihandel er til det beste for den jevne amerikaner. Det er trist hvis global økonomi går inn i en ny resesjon fordi han og hans rådgivere ikke gidder å sette seg inn i visdommen til Adam Smith og David Ricardo. Presidenten bør lese utdrag av deres bøker neste gang han besøker sitt golfsted i deres hjemland.



– Torgeir Høien  
Portfolio Manager SKAGEN Tellus

# Året da meningsmålingene feilet

2016 var året da vi sluttet å stole på meningsmålingene.

## SKAGEN Tellus

Døråpner til globale renter

- › Tror på økte renter i USA og Sentral-Europa
- › Peru, USA, Chile, Kroatia og Hellas bidro mest til absolutt avkastning
- › Lav rentedurasjon ga god relativ avkastning

1	2	3	RISIKO	5	6	7
Fondets startdato	29. september 2006					
Avkastning siden oppstart	87,75 %					
Gjennomsnittlig avkastning per år	6,34 %					
Forvaltningskapital	1 050 mill NOK					
Antall andelseiere	2 680					

AVKASTNING	4.KV. 16*	12 M*
SKAGEN Tellus	3,0 %	-0,2 %
JP Morgan GBI Broad Index Unhedged	-1,2 %	-1,4 %

\* Per 30. desember, 2016.



### PORTEFØLJEFORVALTERE

Jane Tvedt, Torgeir Høien og Sondre Solvoll Bakketun

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

SKAGEN Tellus hadde en avkastning på -0,2 prosent i 2016, mens indeksen falt 1,1 prosent. Om man måler i euro, som er SKAGEN Tellus' referansevaluta, var avkastningen 5,7 % for fondet og 4,8 % for indeksen. Den negative utviklingen når fondet måles i norske kroner skyldes at norske kroner har styrket seg mot euro.

I juni ble vi tatt på senga av britenes ja til å forlate EU, og i november var sjokket minst like stort da Donald Trump vant presidentvalget i USA. Finansmarkedenes reaksjoner på disse hendelsene har vært nesten like overraskende. Markedsuroen etter Brexit-avstemningen varte knapt mer enn et par dager, mens Trumps valgseier førte, motsatt til hva de fleste forventet, til oppgang i renter og en sterkere dollar.

I 2016 har fondet vært investert basert på vårt syn om at lange renter i USA, Japan og Sentral-Europa vil holde seg på dagens nivå eller øke framover. Videre har vi tatt renterisiko i land der det er gode case for fall i kredittpremier framover, som Kroatia, Hellas og Portugal, eller der den effektive renten er fortsatt attraktiv, som Peru og Chile. Våre investeringer i USA, Norge, Canada og Storbritannia har lav renterisiko og er basert på et syn om at valutaen vil styrke seg.

Det var investeringene i Peru, USA, Chile,

Kroatia og Hellas som bidro mest til avkastningen i 2016. Disse investeringene bidro med 4 prosentpoeng av totalt 5,7 prosentpoeng avkastning (målt i euro). I Peru og Chile bidro både rentefall og sterkere valuta til avkastningen. I USA var det en sterkere dollar som ga uttelling, mens fall i lange renter ga kursgevinster på investeringene i Kroatia og Hellas.

Redsel for at Trumps proteksjonistiske retorikk er mer enn bare ord har ført til en kraftig svekkelse av meksikanske peso. Det bidro til en negativ avkastning på denne investeringen. I Portugal medførte en svakere økonomi og mindre fokus på reformer hos den nye regjeringen til at rentene økte og ga oss et lite tap og på den investeringen.

Vårt syn på lange renter har ført til at vi i hele 2016 har hatt en forholdvis lav rentedurasjon i forhold til indeksen, med henholdsvis 3,9 år versus 7,7 år i snitt over året. Videre har vi hele året vært undervektet i Japan. Fallet i lange renter og sterkere japanske yen førte til at fondet ikke holdt tritt med indeksen første halvår. Siste halvår, og spesielt etter Trump sin valgseier, fikk vi betalt for lavere rentedurasjon ettersom vi fikk et kraftig løft i lange renter. En kraftig svekkelse av yenen bidro også til at fondet i andre halvår hadde en meravkastning på 5 prosentpoeng i forhold til indeks.

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong, prosent	Pålydende, NOK ***	Kostpris, NOK ***	Markeds-kurs NOK	Påløpt rente, NOK	Markeds-verdi, NOK ***	Markeds-til-pålydende rente, NOK ***	Urealisert gevinst/tap NOK **	Andel av fondet
<b>STATSOBLIGASJONER</b>										
Canadian Government	01.03.2018	1,25	8 000	49 891	646,05	213	51 684	51 897	1 793	4,94 %
Chilean Government	05.08.2020	5,50	4 410 000	54 659	1,35	1 257	59 557	60 814	4 898	5,79 %
Dominican Republic	10.05.2024	11,50	150 000	28 449	19,65	443	29 473	29 916	1 024	2,85 %
Croatia Government Int. Bond	30.05.2024	3,87	8 300	74 798	978,68	1 711	81 231	82 942	6 433	7,90 %
Hellenic Republic Government	24.02.2035	3,00	9 000	53 134	589,92	2 076	53 093	55 169	-41	5,25 %
Portugese Government	15.10.2025	2,87	7 000	66 651	862,66	380	60 386	60 767	-6 265	5,79 %
Slovenia Government	30.03.2026	5,12	3 500	41 766	1 252,46	1 227	43 836	45 063	2 070	4,29 %
Spanish Government	30.04.2025	1,60	6 000	55 241	939,47	582	56 368	56 950	1 127	5,42 %
UK Government	23.01.2017	1,75	5 000	54 509	1 064,61	407	53 230	53 638	-1 278	5,11 %
UK Government	07.09.2017	1,00	5 000	54 636	1 070,84	167	53 542	53 709	-1 094	5,12 %
European Bank Recon & Dev	19.03.2018	5,75	200 000	25 846	12,68	1 143	25 352	26 495	-494	2,52 %
Mexican Government	15.06.2017	5,00	120 000	50 145	41,60	105	49 919	50 024	-226	4,76 %
Norwegian Government	19.05.2017	4,25	80 000	83 898	101,39	2 096	81 112	83 207	-2 786	7,93 %
New Zealand Government	17.04.2023	5,50	8 000	54 358	687,54	551	55 003	55 554	645	5,29 %
Peruvian Government	12.08.2037	6,90	25 000	59 712	257,04	1 684	64 260	65 944	4 549	6,28 %
Lithuanian Government	01.02.2022	6,62	2 000	15 480	1 000,43	472	20 009	20 481	4 528	1,95 %
US Government	31.03.2017	0,50	10 000	85 616	860,55	108	86 055	86 163	439	8,21 %
US Government	30.06.2017	0,62	10 800	88 468	860,53	289	92 938	93 227	4 470	8,88 %
<b>Sum Verdipapirportefølje</b>				<b>997 258</b>		<b>14 911</b>	<b>1 017 049</b>	<b>1 031 960</b>	<b>19 791</b>	<b>98,29 %</b>
Disponibel likviditet				17 897			17 972	17 972	74	1,71 %
<b>TOTAL</b>				<b>1 015 155</b>		<b>14 911</b>	<b>1 035 020</b>	<b>1 049 931</b>	<b>19 865</b>	<b>100,00 %</b>

### Nøkkel tall portefølje

Effektiv rente 4,59%      Rentefølsomhet\* 3,73

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

\*\* Alle tall i 1 000 NOK.

Effektiv rente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på rentepapirer frem til det forfaller.

Verdipapir er vurdert til markedskurs 30.12.2016.

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



## SKAGEN Credit

Plukker de beste eplene fra den globale frukthage

- › 2016 bekreftet at fondets mandat lønner seg
- › Glencore var beste bidragsyter
- › Lavere kredittspread betyr at det nå er viktigere enn noensinne å velge de rette selskapsobligasjonene

1	2	RISIKO	4	5	6	7
Fondets startdato	30. mai 2014					
Avkastning siden oppstart	3,82 %					
Gjennomsnittlig årlig avkastning siden start	1,46 %					
Forvaltningskapital	172 mill NOK					
Antall andelseiere	638					
<b>AVKASTNING</b>	<b>4. KV. 16*</b>	<b>12 M*</b>				
SKAGEN Credit NOK	1,40 %	7,53 %				
Statsobligasjonsindeks 1.0	0,11 %	0,53 %				

\* Per 30. desember, 2016.



### PORTEFØLJEFORVALTERE

Ola Sjöstrand  
og Tomas Nordbø Middelthon

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

# Fondets mandat lønnte seg

2016 var et godt år for SKAGEN Credit og fondet leverte 7,53 prosent avkastning mot 0,53 for referanseindeksen.

Avkastningen var imidlertid ikke det eneste vi var fornøyde med. Fjoråret beviste også at fondets mandat lønner seg; avkastning og svingninger i markedet ble skapt på bakgrunn av endringer i kredittspreadene – ingenting annet.

2016 startet dramatisk. Nesten samtlige high yield- og vekstmarkedsobligasjoner falt betydelig i årets seks første uker. Utviklingen vendte imidlertid raskt og i løpet av en måned ble nedgangen hentet inn.

I løpet av denne korte perioden beveget samtlige obligasjoner seg mer eller mindre i takt med markedet, uavhengig av kredittkvalitet. Det samme skjedde med våre posisjoner i SKAGEN Credit som var ned 4 prosent da markedet bunnet ut.

Siden midten av mars har fondet utviklet seg stabilt. Uroen rundt Brexit i juni varte kun noen få uker. I kjølvannet av den uventede seieren til Trump i november steg rentene i USA. Siden mange selskapsobligasjoner i verden er utstedt i USD, falt kursen på en lang rekke obligasjoner mot slutten av året. Rundt 40 prosent av SKAGEN Credits portefølje er denominert i USD, men siden rentebytteavtaler reduserer porteføljens renterisiko ble fondets utvikling ikke påvirket av kursfallene.

### Overreaksjon i markedet

Det multinasjonale råvare- og gruveselskapet Glencore leverte det klart største positive bidraget til fondets avkastning. Selskapet havnet i trøbbel i 2015, hovedsakelig på grunn av fall i råvareprisene. Selskapets kredittvurdering kom under press, og kursen på Glencores utestående obligasjoner falt kraftig. Glencore handlet raskt og beslutsomt, og iverksatte en rekke tiltak for å opprettholde selskapets kredittvurdering. De overbeviste oss, og vi økte posisjonen i løpet av året. Ved inngangen til 2017 er situasjonen i Glencore nå normalisert og dette er et godt eksempel på hvordan markedet kan overreagere.

En annen stor bidragsyter var det brasilianske oljeselskapet Petrobras. Selskapet gjorde en stor omstilling i 2016 og demonstrerte evnen til å skaffe kapital selv i tøffe tider. Situasjonen i Petrobras er i stor grad forbundet med Brasil som helhet, og det er fortsatt en lang vei å gå der.

### Viktigheten av å velge de rette obligasjonene

De globale kredittspreadene på selskapsobligasjoner er nå lavere enn gjennomsnittet de siste fem år, og er dermed ikke så attraktive som de var for et år siden. Det er derfor usannsynlig at avkastningen fra selskapsobligasjoner vil være like god i 2017 som den var i 2016. De lavere kredittspreadene betyr ikke nødvendigvis at man skal avstå fra å investere i selskapsobligasjoner. Det er fortsatt en lang rekke obligasjoner som er attraktivt priset. Gitt de lavere kredittspreadene er det enda viktigere å velge de rette selskapsobligasjonene, ikke kun investere i en indeks.

I løpet av de siste månedene i 2016 nådde flere posisjoner nivåer hvor forventet avkastning ikke lenger kunne forsvare risikoen. Vi solgte oss derfor ut av noen posisjoner og nedjusterte andre, og avsluttet året med lavere risikonivå i fondet. Frigjort kapital er investert i korte obligasjoner med høy kredittkvalitet og god likviditet. Når situasjonen endrer seg og muligheten inntreffer vil vi ikke nøle med å dra opp risikonivået i porteføljen igjen.



SKAGEN CREDIT						
Verdipapir	Valuta	Forfallsdato	Pålydende	Kupong	Markedsverdi, NOK	Andeler av fondet
SKAGEN Credit	NOK		1 519		170 554	99,41
Likviditet					1 010	0,59
<b>Sum andelskapital</b>						<b>100,00</b>
Valutasikringsgrad	96,70 %					
Eierandel av SKAGEN Credit	50,42 %					
SKAGEN CREDIT MASTER FUND, NOK						
Verdipapir	Valuta	Forfallsdato	Andeler	Kupong, prosent	Markedsverdi, NOK	Andeler av fondet
Gazprom OAO	USD	11.04.2018	900	8,15	8 415	2,51
Petrobras Global Finance BV	USD	01.03.2018	600	5,88	5 407	1,61
Petrobras Global Finance BV	USD	20.01.2020	300	5,75	2 678	0,80
Seadrill Ltd	USD	15.09.2017	300	6,13	1 369	0,41
<b>Sum Energi</b>					<b>17 869</b>	<b>5,34</b>
Glencore Canada Financial Corp	GBP	27.05.2020	900	7,38	11 579	3,46
Glencore Funding LLC	USD	30.05.2023	800	4,13	6 977	2,08
<b>Sum Råvarer</b>					<b>18 556</b>	<b>5,54</b>
DSV A/S	DKK	18.03.2022	8 000	–	10 058	3,00
Schaeffler Finance BV	USD	15.05.2023	1 100	4,75	9 820	2,93
Tallink Group AS	NOK	18.10.2018	6 000	6,11	6 337	1,89
Heathrow Funding Ltd	GBP	10.09.2018	500	6,25	5 877	1,76
Color Group AS	NOK	18.09.2019	5 000	6,40	5 247	1,57
Heathrow Funding Ltd	GBP	20.03.2020	300	6,00	3 797	1,13
Bombardier Inc	USD	16.03.2020	400	7,75	3 695	1,10
Bombardier Inc	USD	14.10.2022	200	6,00	1 667	0,50
<b>Sum Kapitalvarer, service og transport</b>					<b>46 499</b>	<b>13,88</b>
Jaguar Land Rover Automotive Plc	GBP	01.03.2023	1 000	3,88	11 132	3,32
Best Buy Co Inc	USD	15.03.2021	900	5,50	8 624	2,58
Samvardhana Motherson Automotive	EUR	15.07.2021	600	4,13	5 713	1,71
Fiat Finance & Trade SA	EUR	15.03.2018	400	6,63	4 081	1,22
Samvardhana Motherson Automotive	USD	16.12.2021	400	4,88	3 464	1,03
Fiat Chrysler Finance Europe	EUR	22.03.2021	300	4,75	3 105	0,93
Volvo Car AB	SEK	07.03.2022	3 000	2,50	2 885	0,86
<b>Sum Inntektsavhengige konsumvarer</b>					<b>39 003</b>	<b>11,65</b>
JBS Investments GmbH	USD	28.10.2020	1 100	7,75	10 206	3,05
Cosan	USD	14.03.2023	1 200	5,00	10 071	3,01
Safeway Ltd	GBP	10.01.2017	400	6,00	4 506	1,35
Lennar Corp	USD	17.06.2019	500	4,50	4 477	1,34
<b>Sum Defensiv konsumvarer</b>					<b>29 260</b>	<b>8,74</b>
Sparebank 1 Telemark	NOK	15.06.2017	15 000	1,55	15 012	4,48
Länsförsäkringar Bank AB	SEK	27.04.2026	9 000	1,84	8 771	2,62
Sparebank 1 Nord-Norge	NOK	26.05.2017	7 000	1,47	7 010	2,09
Bank of Baroda	USD	23.07.2019	750	4,88	6 922	2,07
Danske Bank AS	GBP	29.09.2021	600	5,38	6 811	2,03
Turkiye Halk Bankasi AS	USD	13.07.2021	800	5,00	6 607	1,97
Standard Chartered PLC	EUR	23.11.2022	600	3,63	5 844	1,75
Standard Chartered Bank	GBP	03.04.2018	200	7,75	2 417	0,72
Banco Est Rio Grande Sul	USD	02.02.2022	250	7,38	2 024	0,60
<b>Sum Bank och finans</b>					<b>61 419</b>	<b>18,34</b>
Rolta Americas LLC	USD	24.07.2019	400	–	766	0,23
<b>Sum Informasjonsteknikk</b>					<b>766</b>	<b>0,23</b>
VimpelCom Holdings BV	USD	01.03.2022	850	7,50	8 325	2,49
Bharti Airtel International	USD	20.05.2024	700	5,35	6 352	1,90
Bharti Airtel International	EUR	20.05.2021	500	3,38	5 006	1,49
Frontier Communications Corp	USD	15.09.2022	300	10,50	2 806	0,84
<b>Sum Telekom</b>					<b>22 489</b>	<b>6,72</b>
BKK AS	NOK	22.05.2020	16 000	1,78	16 012	4,78
EDP Finance BV	USD	01.10.2019	1 600	4,90	14 608	4,36
Agder Energi AS	NOK	04.04.2018	10 000	2,15	10 106	3,02
EDP Finance BV	USD	14.01.2021	200	5,25	1 867	0,56
<b>Sum Nyttetjenester</b>					<b>42 593</b>	<b>12,72</b>
Entra ASA	NOK	10.04.2017	10 000	2,38	10 073	3,01
American Tower Corp	USD	15.02.2019	300	3,40	2 672	0,80
<b>Sum Eiendom</b>					<b>12 746</b>	<b>3,81</b>
<b>Sum Verdipapirportefølje</b>					<b>291 201</b>	<b>86,97</b>
IRS EUR 20180620	EUR	20.06.2018	3 000		-366	-0,11
IRS EUR 20210511	EUR	11.05.2021	600		-164	-0,04
IRS GBP 20180129	GBP	29.01.2018	1 200		-252	-0,08
IRS GBP 20230523	GBP	23.05.2023	400		-71	-0,02
IRS USD 20180620	USD	20.06.2018	3 500		-68	-0,02
IRS USD 20190820	USD	20.08.2019	2 000		-147	-0,04
IRS USD 20210622	USD	22.06.2021	1 000		-12	–
IRS USD 20220927	USD	27.09.2022	1 500		484	0,15
IRS USD 20230905	USD	05.09.2023	1 000		387	0,11
<b>Sum Derivater</b>					<b>-209</b>	<b>-0,05</b>
<b>Likviditet</b>					<b>43 897</b>	<b>13,11</b>
<b>Sum andelskapital</b>					<b>334 889</b>	<b>100,00</b>



## SKAGEN Avkastning

Aktiv renteforvaltning

1	RISIKO	3	4	5	6	7
Fondets startdato		16. september 1994				
Avkastning siden oppstart		213,69 %				
Forvaltningskapital		1503 mill NOK				
Gjennomsnittlig årlig avkastning siden start		5,26 %				
Antall andelseiere		11 016				
<b>AVKASTNING</b>		<b>4. KV. 16*</b>		<b>12 M*</b>		
SKAGEN Avkastning		0,32 %		2,94 %		
ST4X		-0,08 %		0,44 %		

\* Per 30. desember, 2016.



### PORTEFØLJEFORVALTERE

Jane Tvedt, Torgeir Høien og  
Sondre Solvoll Bakketun

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

# Balkan leverte

2016 var et godt år for SKAGEN Avkastning. Både den norske og den utenlandske delen av fondet bidro til en solid avkastning.

2016 var et godt år for SKAGEN Avkastning. Både den norske og den utenlandske delen av fondet bidro til en solid avkastning.

Fondet leverte en avkastning på 2,9 prosent, mens indeksen var opp 0,4 prosent. 2016 var preget av fortsatt ekspansiv pengepolitikk i de avanserte økonomiene. Den europeiske sentralbanken, Bank of Japan og Norges Bank satte ned renten i løpet av årets første måneder, Bank of England kuttet renten etter Brexit og Federal Reserve kom først med en renteøkning på møtet i desember. I tillegg fortsatte eller økte programmene for kvantitative lettelsler. De lange rentene falt til svært lave nivåer første halvdel av året. Vi valgte å redusere den utenlandske delen av porteføljen ettersom rentene falt og det ble færre land med attraktiv rente og potensial for rentefall. Etter Trumps valgseier fikk vi et kraftig løft i lange renter. En forholdsvis lav renterisiko i fondet medførte at vi fikk positiv avkastning tross økning i globale renter.

Fondet hadde en høy eksponering mot perifere Europa i 2016. Dette var basert på et syn om at bedring i økonomiene samt kvantitative lettelsler fra den europeiske sentralbanken ville redusere renteforskjellen mellom Sør-Europa og Tyskland.

### Kroatia og Hellas best

De beste av våre utenlandske investeringer i 2016 var Kroatia og Hellas. I Kroatia har bedre økonomi, med blant annet betydelig vekst i industriproduksjon og turisme, bidratt til et kraftig rentefall. Renten på vår obligasjon har falt med 150 basispunkter, noe som ga en totalavkastning på 11,3 prosent på investeringen. I Hellas førte lovnader om gjeldslette og forventninger om at landets gjeld skal bli inkludert i ECBs obligasjonskjøpsprogram til et kraftig rentefall i årets siste måneder.

Portugal gikk ikke vår vei i 2016. Det skyldes blant annet en svakere økonomi og en ny sosialistisk regjering med mindre fokus på å få økonomien på rett kjøl. I tillegg bidro muligheten for at landet skulle miste sin siste investment grade rating og dermed ekskluderes fra ESBIs obligasjonskjøpsprogram til økt usikkerhet og økte renter.

Vi tok gevinst etter solid avkastning og solgte oss ut av både Mexico og Slovenia i løpet av året.

### Norske finansinstitusjoner

Den norske delen av fondet er for tiden bare investert i norske finansinstitusjoner. Vi plasserer fondsmidlene i bankinnskudd med særlig gunstige vilkår og i bankobligasjoner med flytende rente. Denne delen av porteføljen har lav renterisiko. Selv om renterisikoen er lav, så blir kursen påvirket av endringer i interbankrenten og kredittpåslaget bankene må betale for å låne i markedet.

Uro i internasjonale kredittmarkeder førte til at kredittpåslaget var høyt i starten av året. Kystbankene måtte betale et påslag over Nibor på omkring 115 basispunkter for å låne på 3 år, mens mindre banker måtte betale omkring 140 basispunkter. Fra februar falt kredittpåslaget for begge grupper av banker med omkring 50 basispunkter. Dette har bidratt til en god avkastning på bankpapirene utover den løpende renten.

Ved utgangen av 2016 var den effektive renten 1,8 prosent, rentefølsomheten 1,3 år og gjennomsnittlig løpetid 2,6 år.

Verdipapir	Forfalls- dato	Kupong- prosent	Nominelt, NOK ***	Kostnads- pris, NOK ***	Markeds- kurs NOK	Pålept rente, NOK	Markeds- verdi, NOK ***	Markeds- verdi inkl Pålept rente, NOK***	Urealisert gevinst/ tap, NOK ***	Andele av fondet
<b>RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE</b>										
<b>Finans</b>										
Aurskog Sparebank	03.09.2018	2,14	48 000	48 620	100,66	71	48 316	48 387	-305	3,22 %
BN Bank ASA	12.08.2019	1,67	20 000	19 600	99,59	43	19 918	19 961	318	1,33 %
BN Bank ASA	22.05.2018	2,05	25 000	24 972	100,53	54	25 133	25 187	161	1,68 %
Bank 1 Oslo Akershus AS	15.03.2017	2,84	32 000	32 707	100,27	38	32 088	32 126	-619	2,14 %
Brage Finans AS	18.12.2017	1,88	25 000	24 954	99,88	14	24 971	24 986	18	1,66 %
Eiendomskreditt AS	04.12.2017	1,76	20 000	20 080	100,06	24	20 012	20 036	-68	1,33 %
Fana Sparebank	09.05.2017	1,45	30 000	30 093	99,96	62	29 989	30 051	-104	2,00 %
Jæren Sparebank	08.05.2018	2,07	10 000	10 169	100,58	30	10 058	10 088	-111	0,67 %
Jæren Sparebank	30.10.2018	2,28	20 000	20 058	101,04	76	20 208	20 284	150	1,35 %
Kredittforeningen for Sparebanker	12.02.2019	1,89	30 000	30 293	100,30	72	30 090	30 162	-203	2,01 %
Kredittforeningen for Sparebanker	27.02.2018	2,03	30 000	30 363	100,43	54	30 128	30 182	-235	2,01 %
Kredittforeningen for Sparebanker	29.09.2017	1,48	50 000	49 910	99,91	-6	49 956	49 949	45	3,32 %
Lillestrøm Sparebank	05.04.2019	2,28	12 000	12 125	100,98	65	12 118	12 183	-7	0,81 %
OBOS-banken AS	08.01.2018	1,51	40 000	40 015	99,87	136	39 947	40 083	-68	2,67 %
OBOS-banken AS	25.08.2017	1,47	30 000	29 655	99,91	43	29 973	30 015	318	2,00 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	28.03.2019	1,74	10 000	9 997	99,99	1	9 969	9 970	-28	0,66 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	15.05.2017	1,93	20 000	20 086	100,14	48	20 028	20 076	-58	1,34 %
Ofoten Sparebank	18.06.2018	1,95	10 000	10 014	100,22	6	10 022	10 028	7	0,67 %
Sparebanken Øst	09.09.2019	1,91	25 000	25 000	100,34	28	25 084	25 112	84	1,67 %
Pareto Bank ASA	09.01.2017	2,98	10 000	10 129	100,04	67	10 004	10 071	-125	0,67 %
Sandnes Sparebank	06.11.2018	1,97	55 000	55 891	100,11	160	55 063	55 223	-828	3,67 %
Sandnes Sparebank	19.03.2018	2,73	20 000	20 702	101,08	109	20 217	20 326	-485	1,35 %
Santander Consumer Bank AS	08.08.2019	1,78	18 000	17 997	99,99	46	17 999	18 045	1	1,20 %
Santander Consumer Bank AS	14.03.2019	2,54	20 000	20 287	101,67	23	20 334	20 356	46	1,35 %
Santander Consumer Bank AS	19.02.2018	1,88	27 000	27 036	100,33	55	27 090	27 145	54	1,81 %
Sparebank 1 Søre Sunnmøre	20.02.2019	1,76	13 000	13 007	99,94	25	12 992	13 017	-16	0,87 %
SpareBank 1 BV	24.04.2018	1,47	40 000	39 464	99,87	109	39 946	40 056	482	2,66 %
Selbu Sparebank	03.12.2018	2,22	10 000	10 068	100,67	15	10 067	10 083	-1	0,67 %
Sparebank 1 SMN	26.11.2018	1,97	37 000	36 714	100,57	65	37 210	37 275	497	2,48 %
Sparebank 1 SMN	15.03.2017	3,08	20 000	20 787	100,32	15	20 065	20 080	-722	1,34 %
Sparebanken Sør	20.02.2019	1,55	70 000	70 006	99,71	118	69 800	69 918	-206	4,65 %
Sparebanken Sør	29.10.2018	1,91	20 000	19 871	100,55	64	20 109	20 173	238	1,34 %
Sparebanken Hedmark	04.12.2018	1,77	20 000	19 968	100,17	25	20 034	20 058	66	1,33 %
Sparebanken Hedmark	30.10.2019	1,62	35 000	34 741	99,63	95	34 869	34 964	128	2,33 %
Sparebanken Møre	02.03.2018	1,46	30 000	29 958	99,85	34	29 956	29 990	-2	2,00 %
Sparebank 1 Telemark	08.05.2018	1,96	25 000	25 400	100,55	71	25 138	25 209	-262	1,68 %
Sparebank 1 Telemark	12.09.2018	2,00	27 000	27 398	100,59	27	27 159	27 186	-239	1,81 %
Sparebank 1 SR-Bank	13.12.2018	1,94	40 000	39 804	100,49	37	40 198	40 234	394	2,68 %
Storebrand ASA	24.05.2017	3,51	15 000	15 117	100,60	53	15 090	15 142	-28	1,01 %
Sparebanken Vest	15.01.2018	2,20	50 000	50 268	100,70	226	50 352	50 578	85	3,36 %
Totens Sparebank	27.09.2018	2,11	20 000	20 328	100,55	4	20 111	20 115	-217	1,34 %
<b>STATSOBLIGASJONER</b>										
<b>Industri</b>										
Croatia Government International Bond	30.05.2022	3,87	6 000	54 067	978,68	1 237	58 721	59 958	4 654	3,99 %
Hellenic Republic Government	24.02.2031	3,00	3 000	18 547	628,91	692	18 867	19 559	321	1,30 %
Hellenic Republic Government	24.02.2032	3,00	5 000	28 452	618,15	1 153	30 908	32 061	2 456	2,13 %
Portugese Government	15.10.2025	2,87	8 000	76 125	862,66	435	69 013	69 448	-7 112	4,62 %
Spanish Government	30.04.2025	1,60	6 400	58 114	939,47	621	60 126	60 747	2 011	4,04 %
<b>Sum Verdipapirportefølje</b>				<b>1 348 958</b>		<b>6 439</b>	<b>1 349 444</b>	<b>1 355 883</b>	<b>487</b>	<b>90,20 %</b>
Disponibel likviditet				146 246		815	146 433	147 249	187	9,80 %
<b>TOTAL</b>				<b>1 495 204</b>		<b>7 254</b>	<b>1 495 878</b>	<b>1 503 131</b>	<b>674</b>	<b>100,00 %</b>
<b>Nøkkeltall portefølje</b>										
Effektiv rente		2,29 %		Effektiv avkastning til kunder*		1,79 %		Rentefølsomhet**		1,31

\* Effektiv rente 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 markedskurs 30.12.2016

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

Andelskurs per 30.12.2016

141,4966



# Et godt år

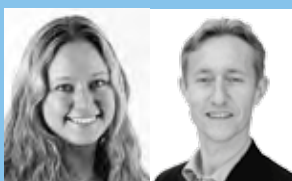
Avkastningen i SKAGEN Høyrente klarte å komme seg over 2 prosent, noe vi er veldig godt fornøyd med gitt dagens lave renter.

## SKAGEN Høyrente

Sammen for bedre renter

RISIKO	2	3	4	5	6	7
Fondets startdato	18. september 1998					
Avkastning siden oppstart	104,92 %					
Gjennomsnittlig årlig avkastning siden start	4,00 %					
Forvaltningskapital	2 610 mill NOK					
Antall andelseiere	6126					
<b>AVKASTNING</b>	<b>4. KV. 16*</b>		<b>12 M*</b>			
SKAGEN Høyrente	0,32 %	2,06 %				
Statssertifikatindeks 0.50	0,12 %	0,54 %				

\* Per 30. desember, 2016.



### PORTEFØLJEFORVALTERE

Elisabeth Gausel og Ola Sjöstrand

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

## SKAGEN Balanse 60/40



### PORTEFØLJEFORVALTER

Beate Bredesen

Nærmere bestemt endte årsavkastningen på 2,06 prosent, mens indeksens avkastning endte året på kun 0,54 prosent.

Styringsrenten til Norges Bank lå på 0,75 prosent ved inngangen til året, ble satt ned til 0,50 prosent i mars, og ble liggende på dette nivået ut året. Dette er historisk lave nivåer, men de norske interbankrentene har likevel holdt seg oppe på relativt høye nivåer. Den viktigste pengemarkedsrenten for våre investeringer er 3 måneders NIBOR og den hadde en gjennomsnittsverdi på 1,07 prosent i 2016. Dette har naturlig nok vært en viktig bidragsyter til fondets avkastning.

SKAGEN Høyrente er et fond som har som mål å være et godt alternativ til bankkonto for kundene sine. Dette målet nådde vi med god margin i 2016 gitt årsavkastningen. I dagens situasjon konsentrerer bankene konkurransen seg imellom hovedsakelig om lånerentene, og har ikke lenger så sterkt fokus på å tilby best innskuddsrente. Gjennomsnittlige innskuddsrenter på bankkonto gikk ned gjennom 2016, mens avkastningen i SKAGEN Høyrente tikkert jevnt og trutt gjennom året. Årets avkastning endte som nevnt på 2,06 prosent, mens den effektive renten til fondet lå på 1,90 prosent ved årets start.

Risikoen i fondet er lav siden vi sprer

investeringene mellom bank-, industri- og kraftpapirer. Vi gjør egne grundige analyser av alle selskapene vi låner ut penger til. Vi har fokus på både kredittrisiko og likviditetsrisiko i disse analysene. Kredittrisiko er risikoen for at vi ikke skal få pengene våre tilbake som avtalt. Derfor er det veldig viktig for oss å følge med på den økonomiske situasjonen til utstederne av obligasjonene vi kjøper. I tillegg kan dette påvirke prisingen av obligasjonen i annenhåndsmarkedet. En obligasjon er mer prissensitiv jo lenger løpetid den har, så dette er noe vi må ta med i vurderingene våre når vi velger hva vi skal kjøpe. Likviditetsrisiko er risikoen for at papirer ikke er så lettomssettelige i annenhåndsmarkedet. Årsaken til dette kan for eksempel være at en utsteder ikke har så mange utstedte papirer, mens selve selskapet likevel kan være trygt og stabilt. Av og til kan vi velge å investere en liten andel av fondet i denne typen papirer dersom vi får godt betalt for det.

Hovedfokuset vårt er likevel alltid å opprettholde en lav risiko i fondet med en stabil avkastning, og som kunde skal man aldri være i tvil om at man kan få pengene sine når man trenger det. Akkurat som en bankkonto, bare litt bedre.

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markeds-kurs	Pålagt rente	Markeds-verdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Prosent fordeling
<b>AKSJEFOND</b>							
SKAGEN Global	68 753	85 591	1 449		99 605	14 014	30,20 %
SKAGEN Vekst	24 026	43 056	2 077		49 895	6 840	15,13 %
SKAGEN Kon-Tiki	68 317	45 945	730		49 839	3 894	15,11 %
<b>Sum Aksjefond</b>		<b>174 592</b>			<b>199 339</b>	<b>24 747</b>	<b>60,43 %</b>
<b>RENTFOND</b>							
SKAGEN Høyrente Institusjon	492 322	49 082	100	628	49 723	640	15,07 %
SKAGEN Høyrente	486 074	48 980	101	683	49 643	663	15,05 %
SKAGEN Avkastning	234 689	32 654	137	1 015	33 163	509	10,05 %
<b>Sum Rentefond</b>		<b>130 716</b>		<b>2 326</b>	<b>132 528</b>	<b>1 812</b>	<b>40,18 %</b>
<b>Sum verdipapirportefølje</b>		<b>305 308</b>		<b>2 326</b>	<b>331 868</b>	<b>26 560</b>	<b>100,61 %</b>
Disponibel likviditet					-1 997		-0,61 %
<b>Sum andelskapital</b>					<b>329 871</b>		<b>100,00 %</b>
Basiskurs per 30.12.2016			141,3150				

Verdipapir	Forfalls- dato	Kupong	Pålydende ***	Kostpris **	Markeds- kurs	Påløpt rente	Markeds- verdi ***	Markeds- verdi inkl. påløpt rente ***	Urealisert gevinst/ tap ***	Andel av fondet
<b>RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE</b>										
<b>Finans</b>										
BN Bank ASA	22.05.2018	2,05	40 000	39 914		87	40 212	40 299	299	1,54 %
BN Bank ASA	24.01.2019	1,95	80 000	80 386		290	80 287	80 578	-98	3,09 %
Bank 1 Oslo Akershus AS	05.03.2018	2,24	60 000	60 252		93	60 463	60 556	211	2,32 %
Helgeland Sparebank	16.08.2018	1,98	55 000	55 699		133	55 351	55 484	-347	2,13 %
Kredittforeningen for Sparebanker	10.02.2017	1,92	17 000	17 009		45	17 006	17 052	-3	0,65 %
Kredittforeningen for Sparebanker	12.02.2019	1,89	33 000	32 883		80	33 099	33 178	216	1,27 %
Kredittforeningen for Sparebanker	18.01.2018	2,51	10 000	10 122		51	10 093	10 144	-29	0,39 %
Kredittforeningen for Sparebanker	18.04.2017	1,62	30 000	30 036		99	30 006	30 105	-30	1,15 %
Kredittforeningen for Sparebanker	27.02.2018	2,03	63 000	63 458		114	63 268	63 382	-190	2,43 %
Kredittforeningen for Sparebanker	29.09.2017	1,48	30 000	29 949		-4	29 973	29 970	24	1,15 %
Kredittforeningen for Sparebanker	29.10.2018	2,08	12 000	12 016		44	12 081	12 124	65	0,46 %
OBOS-banken AS	08.01.2018	1,51	15 000	15 001		51	14 980	15 031	-21	0,58 %
OBOS-banken AS	25.08.2017	1,47	11 000	10 913		16	10 990	11 006	77	0,42 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	18.01.2018	2,16	78 000	79 378		342	78 440	78 782	-937	3,02 %
Sparebanken Øst	10.01.2019	1,91	40 000	40 107		172	40 184	40 356	77	1,55 %
Sandnes Sparebank	06.11.2018	1,97	79 000	78 402		229	79 091	79 320	689	3,04 %
Sandnes Sparebank	19.03.2018	2,73	90 000	92 416		491	90 977	91 468	-1 440	3,50 %
Santander Consumer Bank AS	19.02.2018	1,88	25 000	25 030		51	25 083	25 134	53	0,96 %
SpareBank 1 BV	24.04.2018	1,47	85 000	84 882		233	84 886	85 119	4	3,26 %
SpareBank 1 BV	13.03.2019	1,86	45 000	45 189		40	45 137	45 177	-51	1,73 %
Sparebanken Sogn og Fjordane	06.06.2017	1,81	40 000	40 304		48	40 050	40 098	-254	1,54 %
Sparebanken Sogn og Fjordane	21.08.2017	2,74	65 000	66 675		193	65 514	65 707	-1 161	2,52 %
Sparebanken Sør	05.03.2018	2,06	30 000	30 379		43	30 168	30 211	-211	1,16 %
Sparebanken Sør	20.02.2019	1,55	25 000	24 991		42	24 929	24 971	-62	0,96 %
Sparebanken Hedmark	20.02.2018	2,81	28 000	28 452		85	28 402	28 488	-50	1,09 %
Sparebank 1 Nord-Norge	15.01.2018	2,17	87 000	88 430		388	87 586	87 974	-844	3,37 %
Sparebank 1 Nordvest	20.03.2018	2,14	30 000	30 225		18	30 162	30 180	-63	1,16 %
Sparebank 1 Nordvest	12.01.2019	2,30	20 000	20 164		84	20 220	20 304	56	0,78 %
Sparebank 1 Telemark	25.09.2018	2,00	25 000	25 108		25	25 148	25 173	40	0,96 %
Sparebank 1 Telemark	28.01.2019	1,78	46 000	46 161		143	46 129	46 273	-32	1,77 %
Sparebank 1 SR-Bank	13.12.2018	1,94	35 000	35 150		32	35 173	35 205	23	1,35 %
Sparebanken Vest	30.06.2017	1,53	40 000	39 738		0	39 994	39 994	255	1,53 %
<b>Industri</b>										
Entra ASA	10.04.2017	2,38	86 000	86 521		461	86 182	86 642	-340	3,32 %
Entra ASA	20.09.2018	2,41	69 000	69 814		46	69 805	69 851	-9	2,68 %
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	18.10.2019	1,81	50 000	50 000		184	50 010	50 194	10	1,92 %
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	31.10.2018	2,28	20 000	20 216		76	20 219	20 295	3	0,78 %
Steen & Strøm AS	22.05.2017	1,85	65 000	65 091		127	65 036	65 162	-56	2,50 %
<b>Kraft</b>										
Agder Energi AS	04.04.2018	2,15	75 000	75 300		390	75 463	75 852	163	2,91 %
Agder Energi AS	29.05.2017	1,52	45 000	44 956		59	44 985	45 044	29	1,73 %
BKK AS	22.05.2018	1,65	110 000	110 131		192	110 029	110 220	-102	4,22 %
BKK AS	22.08.2017	2,38	125 000	127 010		314	125 641	125 955	-1 369	4,83 %
<b>RENTEPAPIRER MED FAST RENTE</b>										
<b>Industri</b>										
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	15.03.2017	1,43	30 000	30 000		125	29 978	30 103	-22	1,15 %
Steen & Strøm AS	13.03.2017	1,84	30 000	30 002		26	30 003	30 029	2	1,15 %
<b>Sum Verdipapirportefølje</b>				<b>2 087 859</b>		<b>5 755</b>	<b>2 082 433</b>	<b>2 088 188</b>	<b>-5 426</b>	<b>80,01 %</b>
Disponibel likviditet				518 895		2 778	518 895	521 673		19,99 %
<b>TOTAL</b>				<b>2 606 754</b>		<b>8 533</b>	<b>2 601 328</b>	<b>2 609 861</b>	<b>-5 426</b>	<b>100,00 %</b>

**Nøkkeltall portefølje**

Effektiv rente*	1,91 %
Effektiv avkastning til kunder*	1,66 %
Rentefølsomhet**	0,09

\* Effektiv rente 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 30.12.2016.

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

Andelskurs per 30.12.2016 102,1952



# SKAGEN Høyrente Institusjon

Sammen for bedre renter

RISIKO 2 3 4 5 6 7

Fondets startdato	14. mars 2003
Avkastning siden oppstart	52,2 %
Gjennomsnittlig avkastning pr år	3,1 %
Forvaltningskapital	853 mill NOK
Antall andelseiere	47

<b>AVKASTNING</b>	<b>4. KV. 16*</b>	<b>12 M*</b>
SKAGEN Høyrente Institusjon	0,29 %	1,63 %
Statsobligasjonsind. 0.25	0,12 %	0,54 %

\* Per 30. desember, 2016.



## PORTEFØLJEFORVALTERE

Elisabeth Gausel og Ola Sjøstrand

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

# Jevnt og robust

Solide resultater tross historisk lavt rentenivå.

I 2016 hadde SKAGEN Høyrente Institusjon en total avkastning på 1,63 prosent mot indeksens avkastning på 0,54 prosent.

Kreditspreadene i det norske penge-markedet hadde en nedgang året sett under ett. De beste norske sparebankene betalte 110 basispunkter over 3 måneders NIBOR for et tre års lån i starten av året, mot ca. 70 basispunkter for det samme lånet ved årets slutt. En nedgang i kreditspreadene fører alt annet likt til en økning i verdiene for obligasjonene og sertifikatene som fondet er investert i.

Vi har et historisk lavt rentenivå i Norge nå, men likevel har 3 måneders NIBOR holdt seg relativt bra oppe. Med litt svingninger underveis gjennom 2016, lå denne renten på nesten samme nivå ved starten av året som på slutten; henholdsvis 1,13 prosent og 1,17 prosent. Dette er høyt sammenlignet

med styringsrenten til Norges Bank som nå ligger nede på 0,50 prosent.

Det er vanskelig å vite hvordan kreditspreadene skal utvikle seg fremover, her er det mange ulike faktorer som spiller inn. Både norske og utenlandske forhold kan påvirke utviklingen i ulik grad. Når det gjelder det norske rentenivået sa Norges Bank på sitt siste rentemøte i desember at den forventer at styringsrenten skal bli liggende på dagens nivå den nærmeste tiden. Da er det naturlig å anta at dette vil gjelde for pengemarkedsrentene også. Uansett ligger ikke SKAGEN Høyrente Institusjon særlig eksponert mot endringer i disse faktorene hverken den ene eller andre veien. Dette betyr at risikoen i fondet er lav og avkastningen tikker jevnt og trutt i takt med det gjeldende rentenivået.

Verdipapir	Forfalls- dato	Kupong	Pålydende ***	Kjøpris ***	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	2,54	10 000	10 287	100,84	32	10 084	10 117	-203	1,19 %
BN Bank ASA	15.03.2017	2,93	5 000	5 060	100,28	4	5 014	5 018	-46	0,59 %
BN Bank ASA	18.07.2017	1,50	10 000	9 981	99,96	30	9 996	10 026	15	1,18 %
Eiendomskreditt AS	26.06.2017	1,78	18 000	18 019	100,06	3	18 010	18 013	-8	2,11 %
Helgeland Sparebank	15.03.2017	2,84	10 000	10 118	100,27	12	10 027	10 039	-90	1,18 %
Helgeland Sparebank	17.01.2018	2,15	10 000	10 191	100,65	44	10 065	10 110	-126	1,19 %
Kredittforeningen for Sparebanker	10.02.2017	1,92	30 000	30 056	100,04	80	30 011	30 091	-45	3,53 %
Kredittforeningen for Sparebanker	18.04.2017	1,62	5 000	5 004	100,02	16	5 001	5 017	-2	0,59 %
OBOS-banken AS	13.03.2019	1,63	20 000	19 941	99,57	15	19 914	19 929	-27	2,34 %
OBOS-banken AS	25.08.2017	1,47	9 000	8 991	99,91	13	8 992	9 005	1	1,06 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	15.05.2017	1,93	25 000	25 125	100,14	60	25 035	25 096	-90	2,94 %
Sparebanken Øst	03.07.2017	1,50	14 000	14 023	100,00	-2	14 001	13 998	-22	1,64 %
Sparebanken Øst	16.01.2018	2,13	11 000	11 034	100,63	48	11 070	11 118	35	1,30 %
Sandnes Sparebank	19.03.2018	2,73	20 000	20 262	101,08	109	20 217	20 326	-45	2,38 %
Santander Consumer Bank AS	14.03.2019	2,54	5 000	5 073	101,67	6	5 083	5 089	10	0,60 %
SpareBank 1 BV	04.12.2017	1,48	25 000	24 998	99,93	26	24 981	25 007	-16	2,93 %
Skandiabanken ASA	26.05.2017	1,51	25 000	25 033	100,00	34	24 999	25 033	-33	2,94 %
Sparebank 1 SMN	26.11.2018	1,97	7 000	6 975	100,57	12	7 040	7 052	65	0,83 %
Sparebank 1 SMN	18.06.2018	1,49	5 000	4 976	99,79	2	4 990	4 992	14	0,59 %
Sparebanken Sogn og Fjordane	06.06.2017	1,81	25 000	25 084	100,12	30	25 031	25 061	-52	2,94 %
Sparebanken Sør	16.03.2017	3,03	10 000	10 099	100,32	12	10 032	10 044	-67	1,18 %
Sparebanken Sør	30.11.2017	2,36	15 000	15 135	100,74	30	15 111	15 140	-24	1,78 %
Sparebanken Møre	05.09.2017	1,53	45 000	45 064	99,99	48	44 996	45 044	-67	5,28 %
Sparebanken Møre	09.10.2018	2,20	5 000	5 020	100,98	25	5 049	5 074	29	0,60 %
Sparebanken Møre	31.03.2017	1,58	5 000	4 994	100,02	0	5 001	5 001	7	0,59 %
Sparebank 1 Nord-Norge	15.01.2018	2,17	25 000	25 150	100,67	112	25 168	25 280	18	2,97 %
Sparebank 1 Nordvest	08.11.2018	1,70	5 000	4 972	99,97	12	4 998	5 011	27	0,59 %
Sparebank 1 Nordvest	20.03.2018	2,14	10 000	10 075	100,54	6	10 054	10 060	-21	1,18 %
Sparebank 1 Nordvest	30.05.2017	1,56	16 000	15 952	99,98	21	15 997	16 018	45	1,88 %
Sparebank 1 SR-Bank	16.01.2017	3,00	32 000	32 407	100,07	197	32 022	32 219	-385	3,78 %

### RENTEPAPIRER MED FAST RENTE

Finans										
BN Bank ASA	14.11.2017	2,54	10 000	10 287	100,84	32	10 084	10 117	-203	1,19 %
<b>Sum Verdipapirportefølje</b>				<b>467 790</b>		<b>1 272</b>	<b>466 579</b>	<b>467 851</b>	<b>-1 212</b>	<b>53,43 %</b>
Disponibel likviditet				407 723		78	407 723	407 801	0	46,57 %
<b>TOTAL</b>				<b>875 514</b>		<b>1 350</b>	<b>874 302</b>	<b>875 652</b>	<b>-1 212</b>	<b>100,00 %</b>

#### Nøkkeltall portefølje

Effektiv rente*	1,62 %
Effektiv avkastning til kunder	1,47 %
Rentefølsomhet**	0,08

\* Effektiv rente justert for forvaltningshonorar.

\*\* Rentefølsomhet er et forenklet uttrykk for hvor mye kursen på rentepapiret vil endre seg dersom renten endrer seg 1 prosentpoeng. Effektiv rente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på et rentepapir fram til det forfaller. Verdipapirer er vurdert til markedskurser 30.12.2016. Obligasjoner og sertifikater der det ikke eksisterer "market-maker"-kurs, prises til enhver tid mot gjeldende yield-kurve.

\*\*\* Tall i 1000 NOK

# Avkastning, risikomål og risikojustert avkastning

## Avkastning\*

per 30.12.2016	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	4,6%	4,6%	6,0%	9,0%	12,1%	7,3%	4,1%	14,0%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic 1)	0,1%	0,1%	9,1%	13,5%	16,0%	12,1%	6,5%	10,2%
SKAGEN Global A	-1,1%	-1,1%	6,9%	9,8%	13,8%	11,0%	6,9%	14,8%
MSCI World AC 2)	4,9%	4,9%	10,0%	15,9%	17,7%	13,5%	6,6%	5,0%
SKAGEN Kon-Tiki A	6,5%	6,5%	2,6%	5,5%	8,2%	6,5%	7,1%	14,4%
MSCI Emerging Markets 3)	8,1%	8,1%	4,2%	9,5%	9,0%	6,3%	5,2%	8,7%
SKAGEN m2 A	4,8%	4,8%	6,0%	15,2%				12,3%
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	1,2%	1,2%	8,6%	18,3%				16,7%
SKAGEN Focus A	11,6%	11,6%						4,7%
MSCI World AC	4,9%	4,9%						6,8%
SKAGEN Balanse 60/40	2,2%	2,2%	4,2%	6,0%				7,4%
SKAGEN Balanse 60/40 kombinert indeks	2,9%	2,9%	5,2%	8,5%				8,8%
SKAGEN Avkastning	2,9%	2,9%	2,0%	3,0%	3,7%	3,4%	3,4%	5,3%
Statsobligasjonsind. 3.00	0,4%	0,4%	1,0%	2,4%	2,0%	2,9%	3,7%	5,2%
SKAGEN Tellus A	-0,2%	-0,2%	2,4%	9,1%	8,5%	7,3%	6,4%	6,3%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR 4)	-1,4%	-1,4%	6,3%	12,0%	6,6%	6,6%	6,4%	5,9%
SKAGEN Credit NOK	7,5%	7,5%	2,8%					1,5%
Statsobligasjonsindeks 1.0	0,5%	0,5%	0,7%					1,1%
SKAGEN Høyrente	2,1%	2,1%	1,6%	1,8%	2,3%	2,5%	3,2%	4,0%
Statsobligasjonsind. 0.50	0,5%	0,5%	0,8%	1,0%	1,2%	1,6%	2,4%	3,6%
SKAGEN Høyrente Institusjon	1,6%	1,6%	1,5%	1,8%	2,2%	2,5%	3,2%	3,1%
Statsobligasjonsind. 0.25	0,5%	0,5%	0,7%	0,9%	1,2%	1,5%	2,3%	2,4%

## Risikomål

per 30.12.2016	SKAGEN VEKST A	SKAGEN GLOBAL A	SKAGEN KON-TIKI A	SKAGEN Avkastning	SKAGEN Tellus A	SKAGEN Høyrente
<b>TRADISJONELLE RISIKO- OG PRESTASJONSMÅL SISTE 5 ÅR</b>						
Standardavvik, fond	11,3 %	11,6 %	12,8 %	1,3 %	7,2 %	0,3 %
Standardavvik, referanseindeks	10,1 %	9,8 %	11,9 %	1,6 %	9,7 %	0,2 %
Relativ volatilitet	6,3 %	4,9 %	4,9 %	1,9 %	5,6 %	0,3 %
Beta	0,93	1,07	1,00	0,09	0,61	0,28
Aktiv andel	90 %	92 %	92 %			

## Risikojustert avkastning

per 30.12.2016	SKAGEN VEKST A	SKAGEN GLOBAL A	SKAGEN KON-TIKI A	SKAGEN Avkastning	SKAGEN Tellus A	SKAGEN Høyrente
<b>TRADISJONELLE RISIKO- OG PRESTASJONSMÅL SISTE 5 ÅR</b>						
Alfa	-2,5 %	-4,4 %	-0,7 %	3,5 %	4,3 %	1,9 %
Sharpe-brøken, fond	0,90	1,02	0,52	1,94	0,97	3,45
Sharpe-brøken, referanseindeks	1,35	1,54	0,62	0,54	0,53	0,34
Information Ratio Arithmetic	-0,55	-0,67	-0,15	0,86	0,33	2,99

\* Alle avkastningstall utover 12 måneder er annualisert

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 for endringen ble oppnådd under andre forutsetninger enn i dag. Fondets referanseindeks før 1.1.2014 var en likt sammensatt referanseindeks av Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX) og MSCI All Country World. Referanseindeks før 1.1.2010 var Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX)

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](http://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 indeks i den aktuelle perioden. Relativ volatilitet måler forvalters evne til å skape jevn meravkastning i forhold til referanseindeksen, men brukes ofte som et mål på et fonds uavhengighet av indeksen.

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

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

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

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

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

Returadresse:  
Skagen AS  
Postboks 160  
4001 Stavanger

**B** ØKONOMI  
ÉCONOMIQUE



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

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

**Kontakt Kundeservice:**

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

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

**Redaksjon:**

**Ole-Christian Tronstad, redaktør**

**Trygve Meyer**

**Michael Metzler**

**Parisa Kate Lemaire**

**Anna S Marcus**

**Vevika Søberg**

**Opplag: 4000**

**Design: Werksemd og  
Kaland Marketing**

**Forsidefoto:** *Peder Severin Krøyer, Fiskere trækker vod på Skagen, 1898. Maleriet er manipulert og tilhører Skagens Kunstmuseer.*

- Hjemmemarked
- Internasjonalt marked
- Markedsføringstillatelse



**SKAGEN**  
Fondene