

MARKNADSRAPPORT

# SKAGEN

*It's complicated*



SÅ KAN EUROPAS SKILSMÄSSA SKAPA MÖJLIGHETER

NUMMER 2 | JULI 2016 | [www.skagenfonder.se](http://www.skagenfonder.se)

# | Keep calm and carry on

Efter det överraskande – och för många chockartade – utfallet av britternas folkomröstning om medlemskapet i EU skakade det till rejält på de globala marknaderna. Efter den initialt kraftiga nedgången har de flesta marknader nu återhämtat sig, även om vissa sektorer som finans fortfarande kämpar i motvind. Marknaden gillar som bekant inte ovisshet och vi kommer troligen se stora svängningar även en tid framöver.

## Goda nyheter

Här hemma i Sverige kom flera goda nyheter under kvartalet. Vår högkoncentrerade globalfond SKAGEN Focus har fyllt ett år, och snabbt nått över en miljard i förvaltad kapital. Till fondens klart lysande stjärnor under året som gått hör bland andra en rad råvarubolag. Läs mer om bolagen i portföljen längre fram i rapporten.

Ännu en nyhet är att fondbolag i framtiden sannolikt kommer kunna erbjuda Investerings-spar-konto, som endast banker och värdepappersinstitut får erbjuda idag. Många av våra kunder har efterfrågat detta konto, som inte binder kapitalet och minskar skattemässiga inlåsnings effekter genom att vinstskatt inte tas ut vid försäljningar eller byten av fond.

På hållbarhetsområdet gör vi också framsteg. I en ny undersökning från fondanalysföretaget Morningstar av de största norska förvaltarna, rankas SKAGEN som nummer tre när det kommer till miljö-, samhälls- och bolagsstyrningshänsyn i investeringarna.

Vi gläder oss också över att stärka vårt team genom rekryteringen av Sarah Bengtsson som kommer fortsätta utveckla vår service och dialog med kunder och samarbetspartners runt om i landet.

## Makrodrivare

Ända sedan finanskrisen 2008 och fram till idag har makroekonomiska skeenden styrt finansmarknaderna. Till en början riktades all uppmärksamhet mot centralbankerna och deras åtgärder för att säkra likviditet och återge förtroende för det globala banksystemet. Under de senaste åren har tillväxten varit låg men stabil, trots återkommande problem kopplade till bland annat Kinas tillväxttakt och tillväxtmarknadsländer som Ryssland och Brasilien. Oljepriset,

liksom många tillväxtmarknaders valutor har också fallit lavinartat.

Centralbankerna har fört en kamp mot allt detta beväpnade med först låga räntor, sedan noll-, och slutligen minusräntor i bland annat Sverige.

I en värld där makrohändelser är styrande kan det vara svårt för aktiva investerare som SKAGEN att slå marknaden, åtminstone på kort och medellång sikt. I ett sådant läge kan det vara frestande att bygga portföljer som speglar index – något som brukar gå under namnet ”smygindexförvaltning”. Den brittiska affärstidningen Financial Times hänvisar till en studie som visar att mer än hälften av alla inhemska aktiefonder i Sverige kan vara just smygindexfonder. Detta fenomen utreds nu av myndigheter över hela Europa för att skydda sparare från att betala för något de inte får. I vårt grannland Norge har nyligen konsumentverket, Forbrukerrådet, stämt en av storbankerna för att de sålt smygindexfonder under falsk flagg.

## Hög active share

På risk- och avkastningssidan i den här rapporten kan du se active share för SKAGENS aktiefonder. Active share är ett vanligt mått på hur en fonds tillgångar avviker från tillgångarna i dess jämförelseindex. Har en fond till exempel en active share på 90 procent innebär det att 90 procent av tillgångarna skiljer sig från index, medan återstående tio procent speglar jämförelseindexets sammansättning. På SKAGEN är vi stolta över att vara aktiva förvaltare och har för närvarande en active share på över 90 procent för alla våra aktiefonder.

Med vår aktiva investeringsfilosofi försöker vi blicka bortom dagens makrohändelser och marknadens kortsiktighet. Vi är uppmärksamma på de makrorisker som våra bolag kan utsättas för, men koncentrerar oss mer på att analysera underliggande faktorer som vi tror kan skapa god avkastning för våra kunder på sikt. Detta har gett goda resultat sedan vi grundades 1993.

Varken Brexit eller andra kortsiktiga krusningar och vågor kommer att få oss att överge vår beprövade investeringsfilosofi. Vi ser snarare detta som ett ypperligt tillfälle att upprepa orden på en gammal brittisk propagandaaffisch: *Keep calm and carry on.*



– Per Wennberg  
vd, SKAGEN Fonder Sverige



Foto: Bloomberg

6

**Storbritanniens folkomröstning** dominerade nyhetsflödet under kvartalet. SKAGEN fortsätter dock att fokusera på bolag, snarare än politik.



Foto: Bloomberg

20

**Ett barn** sträcker sig efter en maskotdocka i en OS-butik i Rio de Janeiro. Brasilien är årets stora vinnare och har bidragit positivt i SKAGEN m<sup>2</sup>:s portfölj.



Foto: Haitai

24

**SKAGEN Focus** har gjort en kortlivad men mycket lönsam investering i den Sydkoreanska snackstillverkaren Haitai.

## LEDARE

**Keep calm and carry on** › 2  
Per Wennberg

**Avkastning** › 4

## INVESTERINGS-DIREKTÖRENS BERÄTTELSE

**Bolag. Inte politik.** › 6

## AKTIEFONDER

**SKAGEN Vekst** › 8  
Måttlig Brexiteffekt

**SKAGEN Global** › 12  
Förnuft och känsla

**SKAGEN Kon-Tiki** › 16  
Även kriser har ett slut

**SKAGEN m<sup>2</sup>** › 20  
Turbulens på flera fronter

**SKAGEN Focus** › 24  
Finansmarknader och skällande hundar

## RÄNTEFONDER

**SKAGEN Tellus** › 28  
Folkviljan skapar turbulens

**SKAGEN Credit** › 29  
Stora rörelser i marknaden

**SKAGEN Krona** › 31  
Fortfarande på plus

## RÄKENSKAPER

**Halvårsräkenskaper** › 32  
**Risk och avkastning** › 35

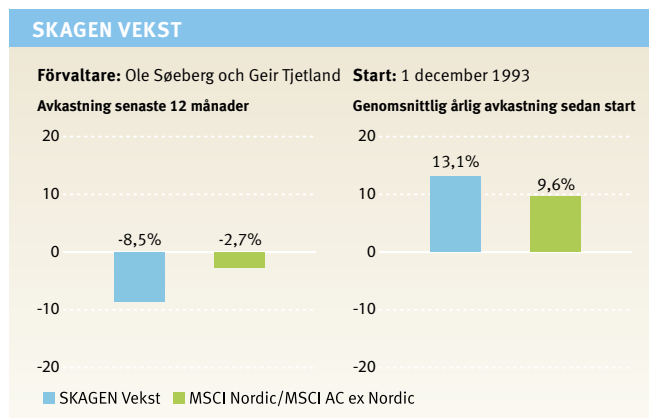
Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. Framtida avkastning kommer bland annat att bero på marknadens utveckling, förvaltarens skicklighet, fondens risk samt förvaltningsavgifter. Avkastningen kan bli negativ till följd av kursnedgångar. Faktablad och informationsbroschyrer (prospekt)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

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

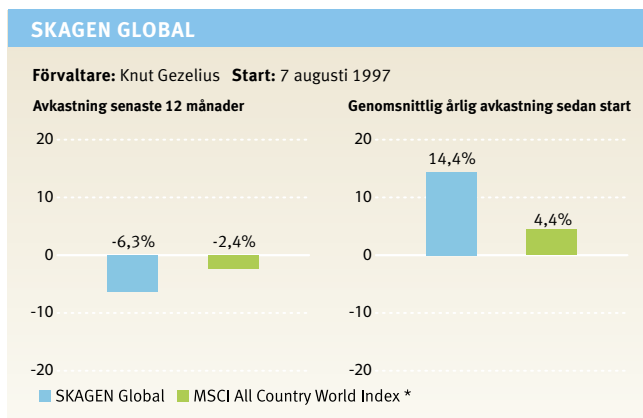
SKAGEN har som mål att säkerställa att all information i Marknadsrapporten är korrekt, men vill reservera sig för eventuella fel och utelämnanden. Uttalanden som reflekterar portföljförvaltarnas syn är gjorda vid en bestämd tidpunkt – och kan förändras utan förvarning.

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

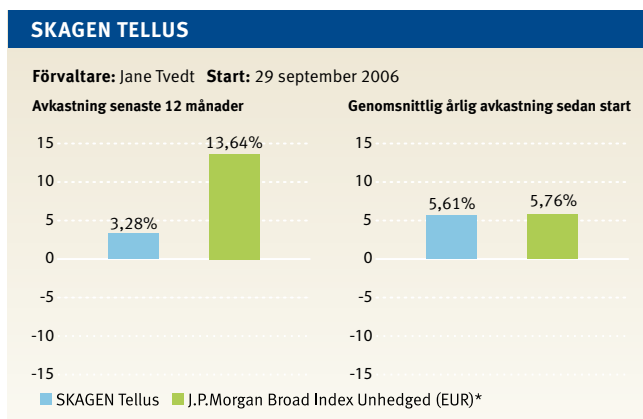
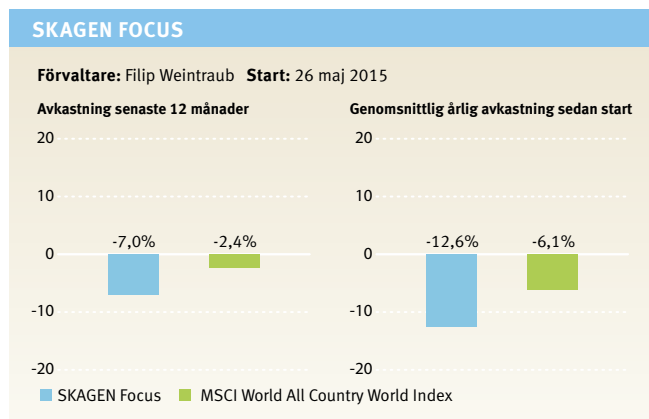
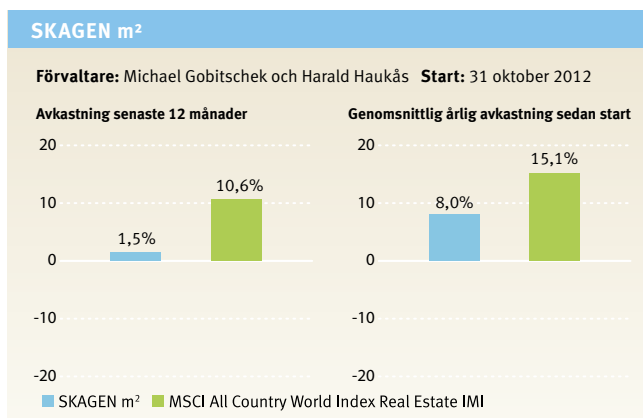
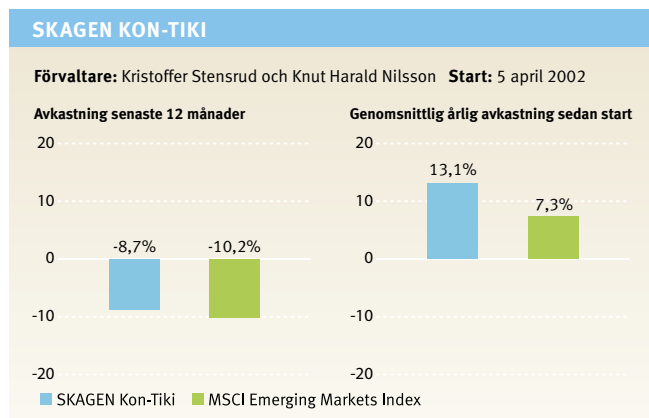
# FONDAVKASTNING PER DEN 30 JUNI 2016



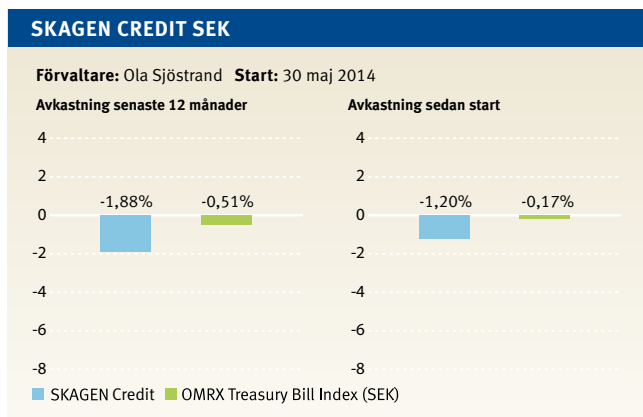
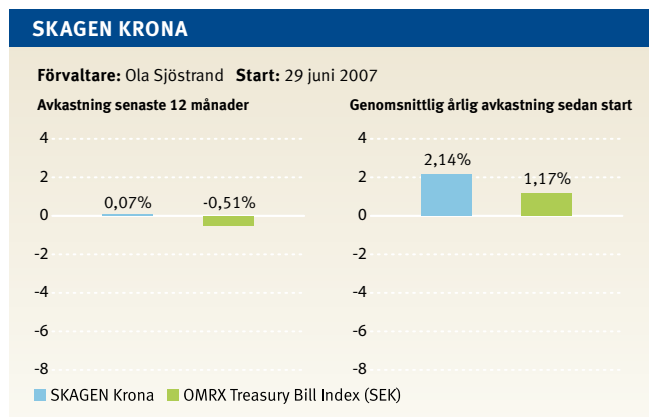
\* Från och med 1 jan 2014 ändrades fondens investeringsmandat från att investera minst 50% av kapitalet i Norge, till att investera minst 50% av kapitalet i de nordiska länderna. Det innebär att avkastningen före ändringen uppnåddes under andra förutsättningar än i dag. Fondens jämförelseindex före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



\* Jämförelseindex före 1 jan 2010 MSCI World Index.



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



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

# Introduktion

- › Brexit dominerade nyhetsflödet under andra kvartalet.
- › Stora svängningar både på de utvecklade aktiemarknaderna och tillväxtmarknaderna, som dock slutade på i stort sett oförändrad nivå.
- › Debatten efter Brexit rasar vidare, men SKAGEN fokuserar fortsatt på bolag snarare än politik.



Foto: Bloomberg

# Företag. Inte politik.

Den 23 juni är ett datum då en rad olika historiska händelser sägs ha ägt rum: uppfinningen av skrivmaskinen, grundandet av den Internationella olympiska kommittén och den romerske kejsaren Vespasianus död. Från 2016 är det också den dag då Storbritannien röstade för att lämna Europeiska unionen i en icke-bindande folkomröstning. Denna händelse överskuggade alla andra i det andra kvartalets nyhetsflöde.

– Leif Ola Rød  
Investeringsdirektör

Marknaden hade förväntat att brittiska väljare skulle stanna kvar i EU, därför orsakade folkomröstningens överraskande resultat chockvågor över den globala kapitalmarknaden dagen därpå. Det brittiska pundet föll till den lägsta nivån på 30 år, italienska börsen (FTSEMIB) störtade 12 procent och även Dow Jones Industrial Average index i USA föll med över sex procent. Investerare kapitulerade och flydde i panik, vilket signalerade att Brexit skulle kunna utlösa en utförsäljning liknande den under finanskrisen 2008.

En vecka senare då kvartalet led mot sitt slut hade varningsklockorna slutat ringa och de flesta index, inklusive brittiska FTSE 100, hade återhämtat Brexit-tappen. Både S&P 500 och MSCI:s tillväxtmarknadsindex handlades inom en procent av nivån före Brexitomröstningen. Volatiliteten kan visserligen återvända, men vi anser att marknadens första respons var en reflexmässig reaktion som inte överensstämde med förändringar i de flesta företags fundamentala värden.

Vår mot strömmen-instinkt får oss att undra om inte Storbritanniens beslut att lämna EU till slut kommer att upphävas. I Tellus berättelse längre fram i denna rapport skriver SKAGENs makroekonomiska

experter tankeväckande och mot rådande konsensus, att marknaden mycket väl kan underskatta möjligheten att Storbritannien fortfarande är kvar i EU när dammet har lagt sig.

## Flyktig marknad

Både den globala aktiemarknaden (MSCI ACW index) och tillväxtmarknaderna (MSCI EM index) fluktuerade kraftigt under andra kvartalet men stängde på nästan samma nivå som vid utgångspunkten i april. Råvaror klarade sig bättre, det breda Bloomberg Commodity index hade sitt bästa kvartal sedan 2010 med en ökning på 13 procent. Även olja hade sitt starkaste kvartal sedan 2009 med en ökning på 26 procent, och avslutade på cirka 48 dollar per fat (WTI futures). Guldpriset ökade med nästan sju procent under det andra kvartalet – den största halvårsökningen sedan 1974.

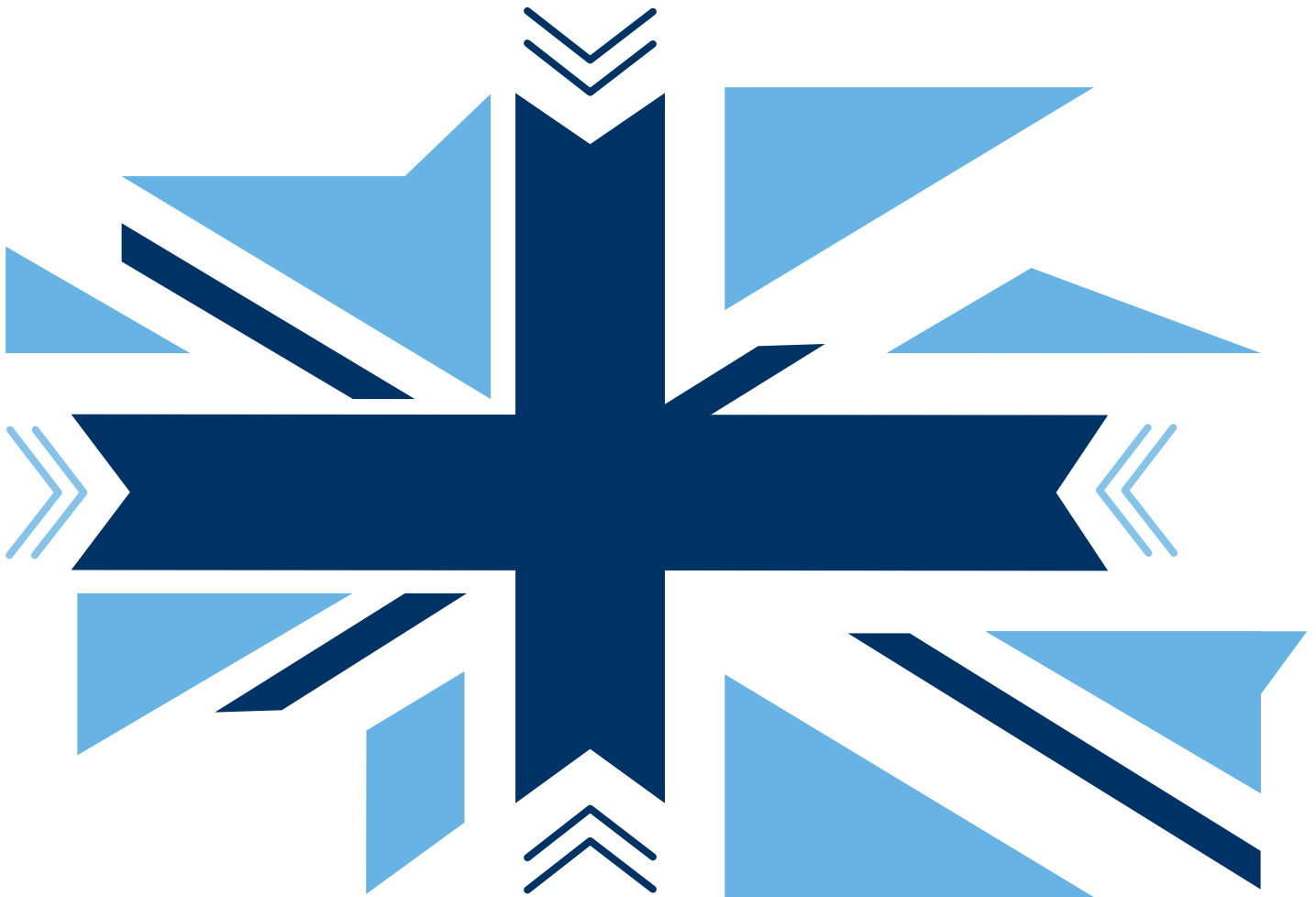
Råvaror sköt i höjden medan obligationsräntorna i USA och Tyskland fortsatte att falla i takt med att investerarnas tro på högre räntor avtog under kvartalet. Tioåriga amerikanska statsobligationer föll från 1,77 procent till 1,47 procent, medan tioåriga tyska statsobligationer för första gången föll till negativt territorium och slutade kvartalet på -0,13 procent.

Ur ett globalt perspektiv har energi varit en av de bästa sektorerna, medan finans hittills i år halkat efter visar MSCI ACW Index. Marknaden verkar just nu vara fast förankrad i den här synen på sektorer, men som långsiktiga investerare vet vi alltför väl att marknaden tenderar att vara ombytlig och byta smak under årets gång. Därför är det inte förvånande att energi hörde till de sämsta bidragsgivarna och finans låg i topp under första halvåret i fjol.

Poängen är att kortsiktiga marknads-svängningar kan vara kraftiga och att de vanligtvis är svåra – om inte omöjliga – att förutse. På SKAGEN arbetar vi däremot utifrån en långsiktig investeringsfilosofi baserad på fundamenta. Vi fokuserar på undervärderade företag och låter inte tillfälliga svängningar på marknaden distrahera oss från uppdraget att skapa attraktiv avkastning på lång sikt. I själva verket ger överdriven volatilitet oss en chans att köpa företag som blir undervärderade när andra som inte tål övergående osäkerhet säljer aktier till fyndpriser.

## Blandade resultat

SKAGENs aktiefonder levererade blandade resultat under andra kvartalet. Den absoluta avkastningen varierade från 7,7 procent i



SKAGEN Focus till -0,3 i SKAGEN Vekst. Lika så varierade den relativa avkastningen från en överavkastning på 2,8 procent i SKAGEN Focus till en underavkastning på 3,4 procent i SKAGEN Vekst. Som vi nämnde i förra marknadsrapporten är korrelationen mellan aktiefonderna lägre i dag än för ett år sedan. Detta kan i viss mån förklaras med att antalet fonder och portföljförvaltare har ökat de senaste åren. Även om alla portföljförvaltare följer SKAGENS mot strömmen- och värdebaserade investeringsfilosofi, finns det nu fler individuella preferenser och en bredare produktpalett, en kombination som resulterar i ett mer diversifierat resultat.

SKAGENS räntefonder navigerade väl genom de osäkra strömmarna. Det var ett starkt kvartal med en absolut avkastning från 5,65 procent i SKAGEN Tellus till 0,09 procent i SKAGEN Krona. Både SKAGEN Credit och SKAGEN Krona slog sina jämförelseindex.

Under andra kvartalet identifierade SKAGENS fonder ett flertal felvärderade aktier vars profiler är i linje med vårt mantra att investera i företag som är undervärderade, underanalyserade och impopulära. Nya positioner initierades bland annat i det brasilianska logistikbolaget Rumo Logística Operadora, den ameri-

kanska skotillverkaren Skechers, spin-out belysningspecialisten Philips Lighting och det norska energibolaget BKK. Läs mer om dessa och andra undervärderade nykomlingar i de olika fonderberättelserna längre fram.

### DEPÅSTOPP ANDRA KVARTALET 2016

Enligt Internationella valutafonden, IMF, kommer den globala tillväxten uppgå till cirka tre procent för 2016. Dessa tillväxtutsikter är hyggliga med tanke på att världsekonomin fortfarande befinner sig i återhämtningsläge. När vi blickar framåt finns det som vanligt ingen brist på risker: från det kommande presidentvalet i USA till debatten kring centralbankers brist på ammunition för att stimulera ekonomin. Å andra sidan är risker något som investerare måste leva med, och historien visar att det finns få placeringsalternativ som ger bättre långsiktig avkastning än aktiemarknaden. Vi tror att detta paradigm är lika giltigt idag som det var för 100 år sedan.

Som framgår av den senaste tidens aktieförvärv i våra fonder ser vi möjlighe-

ter över hela världen. Med stöd av stigande råvarupriser och förbättrat sentiment, har många företag som är verksamma i tillväxtmarknaderna omvärderats under första hälften av 2016, och är nu väl positionerade för framtida vinster. Efter flera år av underavkastning har tillväxtmarknaderna nu slagit utvecklade marknader med nästan sex procentenheter hittills i år, och värderingarna verkar fortfarande måttliga på 1,5x P/B (jämfört med 2,1x för utvecklade marknader). I den utvecklade världen är marknadsvärderingarna tillbaka till nivåer som senast sågs i slutet av 2013 och 2014. Det finns med andra ord utrymme för en omvärdering av bolagen om mer positiva ekonomiska nyheter framkommer.

Men medan debatten efter Brexit rasar i medierna, fortsätter SKAGEN att analysera företag snarare än politik. Vi vet inte vad historieböckerna kommer att säga om den 23 juni 2016, men vi vet att det är ett bra recept för den tålmodige investeraren att kunna och vilja gå mot strömmen och köpa billiga aktier för att skapa attraktiv långsiktig avkastning. Det är denna filosofi som SKAGEN har följt sedan 1993 och det är vad vi kraftfullt kommer att fortsätta med oberoende av marknadens kortsiktiga beteende.



## SKAGEN Vekst

Den smala stigen till välstånd

- › Ökat oljepris och stärkt norsk aktiemarknad.
- › Kosmetika och teknik var bästa bidragsgivarna.
- › Klockor och ledlampor nya tillskott i portföljen.

	1	2	3	4	RISK	6	7
Startdatum	1 december 1993						
Avkastning sedan start	1 513,7%						
Förvaltningskapital	6 945 miljoner SEK						
Antal fondsparare	70 088						
<b>AVKASTNING, %</b>	<b>Q2/-16*</b>	<b>12 M*</b>					
SKAGEN Vekst	-0,3	-8,5					
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	3,1	-2,7					

\* Per 30 juni 2016



### PORTFÖLJFÖRVALTARE

Geir Tjetland, Ole Sjøberg, Erik Bergöö och Alexander Stensrud\*\*

\*\* Juniorförvaltare

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

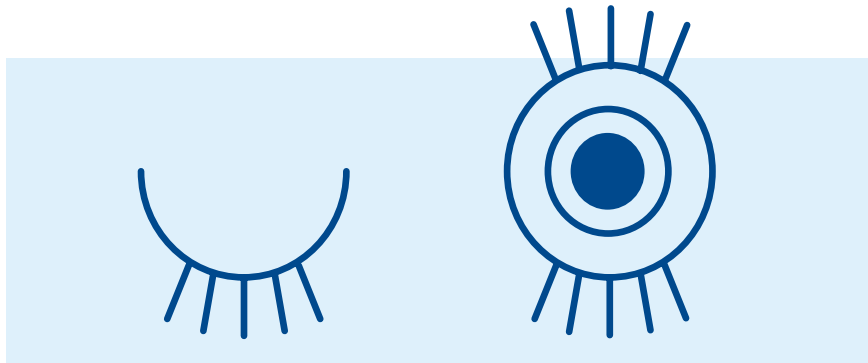
# Måttlig Brexiteffekt

Med hjälp av stigande oljepriser kompenserade den starka norska aktiemarknaden den europeiska nedgången under andra kvartalet.

SKAGEN Vekst föll 0,3 procent under kvartalet jämfört med index som steg 3,1 procent. Hittills i år har SKAGEN Vekst fallit med 3,1 procent, medan jämförelseindex fallit 1,0 procent. Generellt sett har den norska marknaden stigit under andra kvartalet, med hjälp av oljepriset som återvände upp från djupet. För europeiska investerare med exponering mot Japan och USA har uppgången varit hygglig. De flesta europeiska marknader inklusive Italien, Frankrike, Tyskland, Sverige och Finland har haft en negativ utveckling under samma period.

### Brexiteffekt

I skrivande stund, drygt en vecka efter att britterna beslutat att lämna EU, börjar aktiemarknaden redan att skaka av sig den värsta chocken. För våra aktier är effekten av Brexit fortfarande synlig bland banker och bolag med direkt eller indirekt exponering mot bilindustrin. Utöver detta har Brexit inte satt sina spår i portföljen, med undantag för flygbolaget Norwegian som fallit nästan 20 procent. Brexit ligger delvis bakom detta, men ännu viktigare var troligen de två konkurrenterna EasyJet och British Airways vinstvarningar. Även om Norwegian blivit stora i London under de senaste åren, tror vi inte att effekterna av det brittiska valet kommer att vara särskilt negativa för bolagets resultat de kommande åren. Billiga flyg i kombination med kostnadsdisciplin är en vinnande formel som kvarstår.



### DIGITAL KOSMETIKA

Under det andra kvartalet var fondens bästa bidragsgivare det svenska företaget Oriflame. Efter en stark kursutveckling hittills i år uppgår Oriflame nu till nästan tre procent av portföljen. Aktien gick upp med 35 procent under andra kvartalet efter att bolaget åter rapporterat om god försäljningstillväxt av kosmetika i Asien, Turkiet och Latinamerika. Bolaget har historiskt haft ett starkt fokus på marknaderna i forna Sovjetunionen, men har under de senaste åren lyckats rikta verksamheten mot nya marknader. Idag står

OSS-länderna för mindre än 30 procent av omsättningen, medan Asien, Turkiet och Latinamerika representerar mer än hälften av företagens försäljning. Oriflame fortsätter sin strävan att digitalisera sin affär, och hittills kan de uppvisa stora förbättringar. Föregående år hade bolaget 60 miljoner besökare på webbplatsen, 90 procent av alla ordrar gjordes digitalt och mer än sju miljoner följer Oriflame på Facebook. Vi ser fortsatt en uppsida i aktien och gillar att företaget minskar skulderna och ger utdelning. Andelsägare i SKAGEN Vekst som är intresserade kan ladda ner appen Oriflame Wizard Makeup.



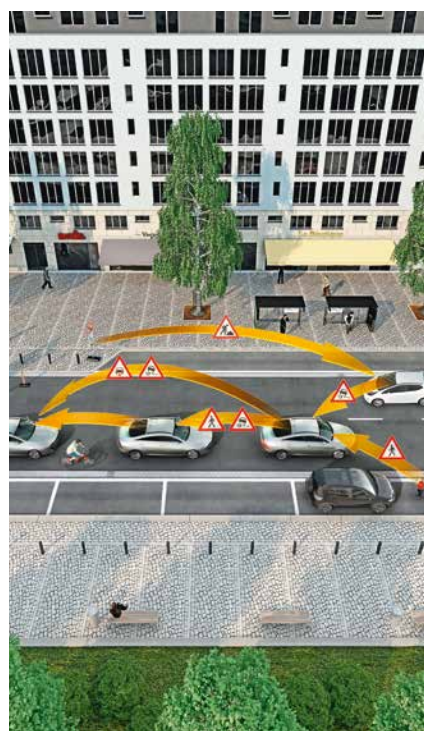


Hans Vestberg, vd för telekombolaget Ericsson som är ett nytt innehav i portföljen.

## POSITIV UTVECKLING

Fondens under många år största investering, Samsung, har också haft en god positiv utveckling. Detta beror främst på växande förtroende för bolagets vinstförmåga i kombination med förbättrad bolagsstyrning och aktieåterköp. Bolaget (preferensaktierna som vi äger) handlas fortfarande till bokfört värde, vilket ger oss goda förhoppningar om ytterligare en omvärdering, samtidigt som nedsidan bör vara mycket begränsad.

Andra bolag som utvecklats väl under kvartalet är bland andra Sodastream (+50 procent), Medistim (+19 procent), H Lundbeck (+15 procent) och Sberbank (+13 procent).



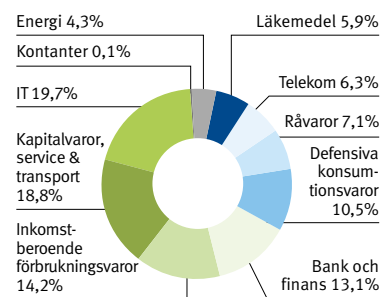
## Minskat bilintresse

På den negativa sidan hittar vi nämnda företag inom fordonsindustrin. Continental har haft en svagt nedåtgående trend hittills i år, och har fallit 23 procent. Den fråga vi ställer oss är om detta beror på förändringar i konkurrensbilden och/eller om det finns en strukturell förändring i efterfrågan på bilar. Globalt förväntas 84 miljoner bilar säljas i år och 100 miljoner om fem år. Vidare ser vi ett ökat intresse för bildelning och minskat intresse att äga bil bland dagens ungdomar. Vi tror definitivt att självkörande bilar blir en verklighet inom inte alltför många år och att den nya tekniken kommer att minska efterfrågan på bilar dramatiskt. Continental är och kommer att vara väl positionerat även för att tillverka framtidens fordon. Ju mer avancerad utrustning en bil kommer att få så småningom, desto större "input" från Continental. Vi ser mer än 50 procents uppsida i aktien de närmaste två-tre åren.

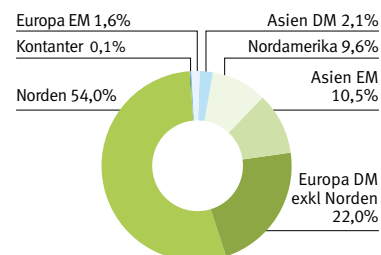
## Ericsson

Ericssonaktien har fallit 22 procent hittills i år efter en svag rapport för första kvartalet. Företaget straffades hårt när intäkterna föll med två procent och resultatet blev betydligt lägre än marknaden hade förväntat. Vår investeringstes är att Ericssons affärsmodell håller på att förändras, från att sälja mobila infrastrukturlösningar till att sälja mjukvara som möjliggör optimering av mobila datamängder, oavsett om det är fiber, wifi, 4G eller 5G som används. Ericsson ska kunna lyfta lönsamhetsnivån från nuvarande tio procent till något närmare konkurrenternas med betydligt högre lönsamhet. Dessutom har Ericsson en mängd patent som genererade stora intäkter förra året, och som kommer att vara mycket lukrativa i årtal framöver.

## BRANSCHFÖRDELNING SKAGEN VEKST



## GEOGRAFISK FÖRDELNING SKAGEN VEKST



## Portföljförändringar

Vissa mindre positioner såldes helt ut ur portföljen under kvartalet. Den sista resten av supplybolaget Eidesvik samt DOF såldes. DOF aviserade en omstruktureringsplan som vi inte anser vara attraktiv att vara med om, och därför beslutade vi att sälja oss helt ut. Franska dagligvarukedjan Casino har också sålts.

## Vi tog in två nya företag i portföljen; Philips Lighting och Swatch.

Philips Lighting är ett avknoppat bolag från det mer kända moderbolaget Royal Philips, efter att bolaget inte lyckats hitta köpare för hela företaget, valde man att sälja ungefär en fjärdedel av bolaget genom en börsintroduktion, med avsikten att gradvis minska ägandet i framtiden. Priset blev enligt vår bedömning mycket lågt i samband med noteringen, och vi tror att bolagets ställning inom LED kommer att ge god och lönsam tillväxt framöver. Philips Lighting är global marknadsledare på en belysningsmarknad som totalt omsätter 70 miljarder euro.



## Tick, tack

Vi tog in Swatch i SKAGEN Vekst portfölj efter att aktiekursen halverats från toppen 2014. Vi har följt bolaget ett tag, men har inte tidigare ansett att aktien varit billig nog. Med tanke på att vi uppskattar företaget vara värt 450 schweizerfranc per aktie var vi tvungna att vänta tills den föll under 300 innan vi såg åtminstone 50 procents uppsida. Aktien är impopulär av många skäl. Främst på grund av kampen mot korruption i Kina, en marknad som har varit och är betydelsefull för företaget. Vi tror definitivt inte att vi kommer att återvända till de historiska topparna på denna marknad, men det är inte nödvändigt för att motivera det nuvarande priset på bolaget. Den andra stora invändningen mot den schweiziska klockindustrin i allmänhet är hotet från smarta klockor, som många tror kommer att ta stora marknadsandelar från de traditionella aktörerna. Detta kan bli verklighet, men vi kan inte se att dessa nya produkter konkurrerar med Swatch produkter i det övre segmentet (inklusive Omega). Detta övre segment har en liten volym, men motsvarande stort värde, och det är här hela bolagets vinst finns.

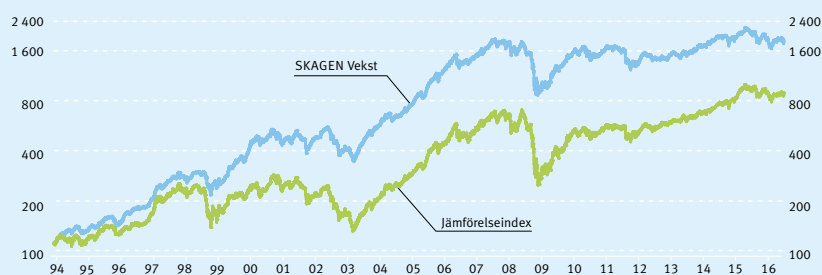
## Låg värdering

Vid slutet av första halvåret värderades SKAGEN Vekst portfölj till drygt elva gånger innevarande års resultat, betydligt lägre än marknaden generellt. Mätt mot det bokförda värdet värderas portföljen nu till 1,4, även detta långt under marknaden i allmänhet på 2x. Vi bör därför vara väl positionerade för resten av året, även om geopolitiska moln kraftigt skuggar sommarsolen just nu.

### SKAGEN VEKST Q2 2016 (% AV FÖRVALTNINGSKAPITALET)

De 5 största positiva bidragsgivarna		5 största köp	
Oriflame Cosmetics AG	0,66%	Swatch Group AG	1,35%
Samsung Electronics Co Ltd	0,48%	Philips Lighting NV	0,98%
Sodastream International Ltd	0,27%	Ericsson LM-B SHS	0,93%
Sberbank of Russia	0,26%	eBay Inc	0,77%
Roche Holding AG	0,20%	Shire Plc	0,49%
De 5 största negativa bidragsgivarna		5 största försäljningar	
Continental AG	-1,10%	Lundin Petroleum	-1,23%
Ericsson LM-B SHS	-0,76%	Carlsberg A/S	-0,67%
Norsk Hydro ASA	-0,47%	Casino Guichard Perrachon	-0,63%
Koninklijke Philips NV	-0,39%	Samsung Electronics Co Ltd	-0,63%
Credit Suisse Group AG	-0,38%	Telia Co	-0,58%

### KURSHISTORIK SKAGEN VEKST\*



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

### NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN VEKST (PER 30/6 2016)

Företag	Postens storlek	Kurs	P/E 2016E	P/E 2017E	P/E 2018E	P/BV senaste	Kursmål
Samsung Electronics	8,0%	1 183 000	8,6	8,2	7,9	1,0	1 300 000
Continental AG	5,7%	170	11,5	9,7	9,0	2,6	275
Carlsberg	5,5%	635	18,6	16,0	14,2	2,2	817
Norsk Hydro	5,2%	30	12,1	9,3	8,7	0,8	45
SAP	5,2%	67	17,5	15,9	14,4	3,6	95
Citigroup	4,8%	42	8,3	7,6	6,7	0,6	65
Norwegian Air Shuttle	4,3%	288	9,0	5,8	5,2	5,2	500
Ericsson	3,9%	64	16,1	12,6	11,8	1,4	88
Philips	3,5%	22	16,0	13,0	11,5	1,7	30
ABB	3,4%	166	20,6	15,8	13,9	3,0	220
<b>Topp 10 vägt genomsnitt</b>	<b>49,6%</b>		<b>12,0</b>	<b>10,0</b>	<b>9,1</b>	<b>1,41</b>	<b>40%</b>
<b>Topp 35 vägt genomsnitt</b>	<b>92,3%</b>		<b>11,2</b>	<b>8,8</b>	<b>7,7</b>	<b>1,19</b>	<b>49%</b>
<b>MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic</b>			<b>16,6</b>	<b>14,7</b>	<b>13,2</b>	<b>2,04</b>	

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

Värdepapper	Sektor	Antal	Köpvärde NOK*	Marknads- värde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Information Technology	64 000	382 403	551 047	168 645	8,04%	Seoul
Continental AG	Consumer Discretionary	252 000	139 867	393 967	254 100	5,75%	Frankfurt
Carlsberg AS-B	Consumer Staples	475 000	297 723	375 877	78 155	5,48%	Köpenhamn
Norsk Hydro ASA	Materials	11 855 000	304 831	359 444	54 613	5,24%	Oslobörsen
SAP SE	Information Technology	570 000	263 492	354 006	90 514	5,17%	Frankfurt
Citigroup Inc	Financials	943 700	337 135	330 928	-6 207	4,83%	New York
Norwegian Air Shuttle ASA	Industrials	1 017 040	119 119	292 602	173 483	4,27%	Oslobörsen
Ericsson LM-B SHS	Information Technology	4 250 000	335 234	268 647	-66 588	3,92%	Stockholm
Koninklijke Philips NV	Industrials	1 171 288	238 549	241 718	3 169	3,53%	Amsterdam
ABB Ltd	Industrials	1 422 000	196 789	232 539	35 749	3,39%	Stockholm
Telia Co AB	Telecommunication Services	5 880 000	270 096	227 941	-42 155	3,33%	Stockholm
Roche Holding AG-Genusschein	Health Care	99 500	216 437	217 287	850	3,17%	Zürich
Kinnevik AB-B	Telecommunication Services	1 045 000	216 694	204 096	-12 598	2,98%	Stockholm
Oriflame Cosmetics AG	Consumer Staples	935 000	120 184	198 115	77 930	2,89%	Stockholm
Volvo AB	Consumer Discretionary	2 265 000	191 618	184 526	-7 092	2,69%	Stockholm
Danske Bank A/S	Financials	720 000	91 121	157 639	66 518	2,30%	Köpenhamn
eBay Inc	Information Technology	690 000	137 899	134 701	-3 199	1,97%	NASDAQ
Kia Motors Corporation	Consumer Discretionary	425 000	130 536	133 628	3 092	1,95%	Seoul
Bonheur ASA	Energy	2 400 391	223 847	127 821	-96 026	1,86%	Oslobörsen
Hennes & Mauritz AB	Consumer Discretionary	474 000	135 599	114 609	-20 990	1,67%	Stockholm
Kemira OYJ	Materials	1 119 000	107 832	110 516	2 684	1,61%	Helsingfors
Catena AB	Financials	900 000	79 418	108 806	29 388	1,59%	Stockholm
SKF AB - B Shares	Industrials	758 000	120 317	100 391	-19 926	1,46%	Stockholm
Swatch Group AG	Consumer Discretionary	38 800	103 125	94 209	-8 916	1,37%	Zürich
SBI Holdings Inc	Financials	1 139 000	96 714	93 727	-2 987	1,37%	Tokyo
Sberbank of Russia Pref	Financials	7 580 000	109 840	88 359	-21 481	1,29%	Moskva
Wilh. Wilhelmsen Holding ASA	Industrials	539 701	38 599	79 876	41 277	1,17%	Oslobörsen
Philips Lighting NV	Industrials	393 360	75 526	76 710	1 184	1,12%	Amsterdam
Lundin Petroleum AB	Energy	471 000	46 434	70 515	24 081	1,03%	Stockholm
Credit Suisse Group AG	Financials	800 000	158 741	70 391	-88 351	1,03%	Zürich
Cal-Maine Foods Inc	Consumer Staples	189 600	88 481	69 929	-18 552	1,02%	New York
Golden Ocean Group Ltd	Industrials	13 213 301	65 732	69 898	4 167	1,02%	Oslobörsen
H Lundbeck A/S	Health Care	220 000	42 146	68 480	26 334	1,00%	Köpenhamn
Medi-Stim ASA	Health Care	1 070 072	13 385	60 994	47 609	0,89%	Oslobörsen
Danieli & Officine Meccaniche SpA	Industrials	527 007	67 895	60 487	-7 409	0,88%	Italien
Nippon Seiki Co Ltd	Consumer Discretionary	393 000	49 406	53 493	4 088	0,78%	Tokyo
Hitecvision AS	Financials	792 668	7 191	50 731	43 540	0,74%	Onoterat
Sodastream International Ltd	Consumer Staples	277 183	63 016	48 623	-14 393	0,71%	NASDAQ
Strongpoint ASA	Information Technology	3 555 227	40 680	38 752	-1 928	0,57%	Oslobörsen
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	Energy	35 000 000	65 216	38 210	-27 006	0,56%	Hong Kong
Shire Plc-ADR	Health Care	25 000	37 312	38 196	885	0,56%	NASDAQ
Solar AS - B Shs	Industrials	98 822	38 159	38 142	-17	0,56%	Köpenhamn
Frontline Ltd	Industrials	566 000	44 603	36 309	-8 294	0,53%	Oslobörsen
Rec Silicon ASA	Energy	22 000 000	32 756	32 648	-108	0,48%	Oslobörsen
Solstad Offshore ASA	Energy	2 006 645	100 573	26 688	-73 885	0,39%	Oslobörsen
Golar LNG Ltd	Industrials	180 000	55 641	23 315	-32 326	0,34%	NASDAQ
Yazicilar Holding AS	Consumer Staples	654 669	22 383	23 280	897	0,34%	Istanbul
Goodtech ASA	Industrials	1 950 949	44 407	18 241	-26 166	0,27%	Oslobörsen
Photocure ASA	Health Care	452 000	18 233	17 357	-876	0,25%	Oslobörsen
TTS Group ASA	Industrials	3 035 946	30 321	15 848	-14 474	0,23%	Oslobörsen
CF Industries Holdings Inc	Materials	50 000	10 245	10 057	-188	0,15%	New York
Nordic Mining ASA	Materials	12 756 172	14 391	6 506	-7 885	0,09%	Oslo Axess
I.M. Skaugen SE	Industrials	1 554 152	18 891	2 968	-15 922	0,04%	Oslobörsen
<b>Summa värdepappersportfölj*</b>			<b>6 256 781</b>	<b>6 843 789</b>	<b>587 008</b>	<b>99,86%</b>	
Disponibel likviditet				9 890		0,14%	
<b>Summa andelskapital</b>				<b>6 853 678</b>		<b>100,00%</b>	

\* Siffrorna i 1 000 NOK.

# SKAGEN Global

En värld full av möjligheter

- › Fondens resultat påverkades positivt av våra läkemedelsbolag...
- › ...men tyngdes bland annat av Brexit-oron.
- › Vi ser ljusst på de möjligheter som uppstår i orostider som dessa.

1 2 3 4 **RISK** 6 7

Startdatum 7 augusti 1997

Avkastning sedan start 1 178,7%

Förvaltningskapital 28 630 miljoner SEK

Antal fondsparare 88 299

AVKASTNING, %	Q2/-16*	12 M*
SKAGEN Global	1,5	-6,3
MSCI ACWI	4,9	-2,4

\* Per 30 juni 2016



## PORTFÖLJFÖRVALTARE

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

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



Att vara britt definieras ibland som motsatsen till att vara europé. Det är länge sedan det stämt bättre överens med verkligheten än idag. Storbritannien anslöt sig till det europeiska integrationsarbetet under tidigt 1970-tal utifrån en position av uppfattad geopolitisk och ekonomisk svaghet. Under det senaste decenniet har förutsättningarna förändrats medan integrationsarbetet fortsatt i en ökad takt.

## Förnuft och känsla

På midsommarafton vaknade världen upp till en ny verklighet där känslan tycktes ha övervunnit förnuftet. Utgången av Brexit-omröstningen skakade om kapitalmarknader långt utanför Storbritanniens gränser och inhemskt föll pundet till lägsta nivån sedan mitten på 1980-talet.

Det är värt att poängtera att SKAGEN Global endast har en begränsad exponering mot den brittiska ekonomin, vilket även gäller flera av våra innehav som är noterade på Londonbörsen. När den första stormen har bedarrat återstår den större frågan, gällande den fortsatta riktningen för EU, ett av de främsta fredsbevarande projekten sedan andra världskriget, som nu har skakats i grunden. Brexit-debatten har satt fokus på behovet av strukturella reformer vilket dock ger skäl för viss optimism. En generell obalans mellan kraftfulla åtgärder från den Europeiska centralbanken och bristande politisk reformvilja har hållit tillbaka den ekonomiska utvecklingen i Europa relativt exempelvis USA. Även ur ett globalt perspektiv är stödet från världens centralbanker fortsatt betydande och bör tillsammans med allt tydligare politiska incitament resultera i en starkare ekonomisk utveckling över tid, trots den osäkerhet vi står inför på kort sikt.

### NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN GLOBAL (PER 30/6 2016)

Företag	Postens storlek, %	Kurs	P/E 2015A	P/E 2016E	P/BV senaste	Kursmål
AIG	7,4	53	21,9	12,8	0,6	90
Citigroup	6,6	42	7,8	9,0	0,6	70
General Electric	5,1	31	23,7	20,3	3,3	34
Roche	5,1	256	18,1	17,3	8,7	380
Samsung Electronics	4,1	1 183 000	9,0	8,6	0,9	1 500 000
Merck	4,1	58	16,0	15,3	3,8	76
CK Hutchison Holdings	3,7	85	10,4	10,5	0,7	140
Microsoft	3,3	51	18,9	17,7	5,2	68
NN Group	3,3	25	6,8	8,6	0,4	35
Kingfisher	3,0	323	15,0	13,9	1,2	500
<b>Topp 10 vägt genomsnitt</b>	<b>45,6</b>		<b>12,7</b>	<b>12,2</b>	<b>0,9</b>	<b>47%</b>
<b>Topp 35 vägt genomsnitt</b>	<b>90,3</b>		<b>13,6</b>	<b>13,2</b>	<b>1,2</b>	<b>42%</b>
<b>Jämförelseindex (MSCI ACWI)</b>			<b>19,8</b>	<b>16,1</b>	<b>1,9</b>	

## BÄST OCH SÄMST

SKAGEN Global gav en absolut avkastning på 1,5 procent under andra kvartalet. Motsvarande siffra för jämförelseindexet MSCI World ACWI var 4,9 procent. De tre innehav med störst positivt bidrag var Merck & Co, Tyco International och Roche. Samgåendet med Johnson Controls fortsatte att stödja Tyco, medan de båda läkemedelsbolagen Merck och Roche rapporterade om relativt starka första kvartal.

## NEDTRYCKTA FINANSBOLAG

Sett över det första halvåret har fondens innehav i de amerikanska finansiella institutionerna AIG och Citigroup bidragit negativt till avkastningen, främst på grund av den recessions- och deflationsoro som blossade upp i början av året. Den värsta marknadsoron har börjat lägga sig men värderingen av dessa bolag är kvar på en nedtryckt och väldigt attraktiv nivå. Dessutom visade stresstesterna av det amerikanska banksystemet som offentliggjordes i slutet

På den negativa sidan var det framför allt Kingfisher, CK Hutchison och NN Group som drog ner fondens resultat. Kingfisher påverkades av Brexit-oron och även NN Group har arbetat i motvind när marknadsräntor fallit mot nya rekordnivåer. Bolagen har dock gjort goda framsteg inom ramen för vad de själva kan påverka. Även CK Hutchison har fallit på faktorer som i huvudsak ligger utanför bolagets egen kontroll: EU-kommissionens blockering av en transaktion med spanska Telefónica och en generell Brexit-oro.

av juni att domedagsprofetiorna har varit obefogade: Citigroup är i en mycket stark finansiell position med utrymme (och nu även myndigheternas klartecken) att återföra en betydande mängd kapital till sina aktieägare. Detta bekräftar en central del av vår investeringstes i banken.

Fonden initierade två nya innehav och tre bolag fick lämna portföljen. Nykomlingarna är Skechers och Hiscox medan vi sålt ut BP, UPM-Kymmene och Haci Omer Sabanci.



Tillfälle under kvartalet: vi investerade i Hiscox som försäkrar inom en rad olika områden, från luftfart till konst, media och energi.

## HISCOX

Det anrika och välskötta specialistförsäkringsbolaget Hiscox, med rötter i tidigt 1900-tal, är aktivt inom särskilda nischer av försäkringsmarknaden i Storbritannien såväl som internationellt. Det är ett typexempel på ett bolag som dragits ner oförtjänt mycket av Brexit-oron. I verkligheten är det förstas ganska låg korrelation mellan behovet av exempelvis kidnappningsförsäkring, försäkring för sportskador och vad som händer med handelsflöden mellan Storbritannien och den europeiska kontinenten. Bolaget har

en stark balansräkning och är väl positionerat i marknaden för att fortsätta växa ifrån sina konkurrenter. Hiscox beroende av investeringsintäkter är också relativt lågt vilket ytterligare minskar risken på nedsidan om turbulensen på kapitalmarknaderna kvarstår. Bolaget är snarast exponerat mot händelser som till sin karaktär är svåra att förutspå, exempelvis terrorism, pandemier eller större naturkatastrofer. I sig är dessa händelser allvarliga, men även de är isolerade från den makroekonomiska oro som tryckt ner värderingen av bolaget.

## SKECHERS

Skechers, vars anmärkningsvärda resa började under tidigt 1990-tal i Kalifornien, övertog nyligen Adidas position som det näst största sportskområdet efter Nike i USA. Det nya kapitlet i dess historia handlar mycket om expansionen in i Kina, men även flera europeiska marknader. Hittills har satsningen varit väldigt lyckosam. Den kinesiska verksamheten nära på tredubblades under 2015 och är på väg att fördubblas ännu en gång under 2016. Lönsamheten har dessutom varit bra under denna kraftiga expansionsfas, vilket sällan är fallet när detaljhandelsbolag etablerar sig i nya marknader. Totalt sett förväntas Skechers verksamhet utanför USA växa till mer än 50 procent av gruppen över de närmaste två-tre åren från drygt 40 procent idag.

Trots den starka operationella utvecklingen de senaste åren och goda framtidsutsikter, drogs aktien ner av en generell oro kring den amerikanska detaljhandeln under andra kvartalet. Skechers är positionerade i det något lägre prissegmentet varför de generellt sett är bättre skyddade i händelse av en nedgång i marknaden jämfört med flera av sina konkurrenter. Situationen skapade ett tillfälle för långsiktiga investerare att kliva in. När vi initierade vår investering handlades Skechers till en oförtjänt stor rabatt mot de andra sportskobolagen, någonting som vi förväntar oss ska komma att förändras över tid, i takt med att bolaget fortsätter på den inslagna vägen av god operationell utveckling.

## LJUST VID HORIZONTEN

Efter den brittiska folkomröstningen har vi de facto gått in i en period av förhöjd geopolitisk osäkerhet i Europa, där viktiga frågor kommer att ställas och behöva besvaras. I situationer som dessa när rädslan riskerar att ta överhanden på marknaden pekar all tidigare erfarenhet på att det även uppstår goda investeringsmöjligheter. Vår långsiktiga strategi gör att vi kan hålla siktet inställt på horisonten och agera när tillfället uppstår. Generellt sett har vi haft en positiv syn på den ekonomiska återhämtningen i Europa och därmed potential för starkare tillväxt och högre vinstmarginaler hos europeiska bolag. Vår analys kommer alltid att utgå ifrån bolagen men i detta ingår även att ta hänsyn till deras omgivande ekonomiska, politiska och sociala kontext. Den ökade osäkerheten till följd av Brexit-omröstningen gör oss därmed något mindre optimistiska än tidigare inför den europeiska marknaden.

Däremot är det värt att poängtera att huvuddelen av världen befinner sig i en återhämtningsfas kraftfull nog att fortsätta. Faktum är att världsekonomin fortsätter att växa, om än i måttlig takt och med ett ökat inslag av geopolitisk osäkerhet.

Med rekordlåga räntor och en aktiemarknad som är värderad till 14 gånger 2017 års vinst, ser vi fortsatt attraktiva möjligheter för långsiktiga investerare. Fondens noggrant utvalda globala aktier ger goda förutsättningar för god avkastning. Vi bedömer att de 35 största innehaven erbjuder en uppsida på 42 procent med relativt begränsad nedsida över ett tvåårsperspektiv.

### SKAGEN GLOBAL Q2 2016 (% AV FÖRVALTNINGSKAPITALET)

#### De 5 största positiva bidragsgivarna

Merck & Co Inc	0,34%
Roche Holding AG	0,34%
Tyco International Plc	0,33%
Samsung Electronics Co Ltd	0,23%
Dollar General Corp	0,22%

#### De 5 största negativa bidragsgivarna

Kingfisher Plc	-0,55%
Cheung Kong Holdings Ltd	-0,45%
NN Group NV	-0,38%
Autoliv Inc	-0,24%
G4S Plc	-0,24%

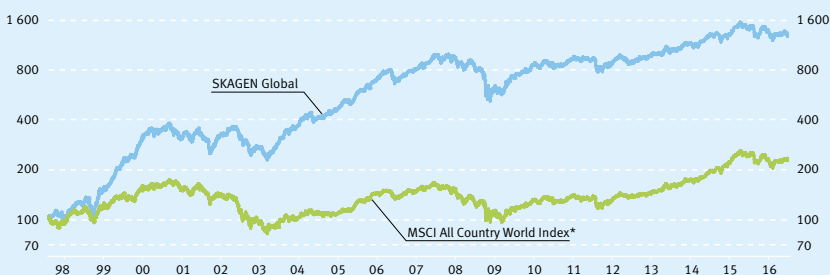
#### 5 största köp

Cap Gemini SA	1,17%
Cheung Kong Holdings Ltd	0,93%
Hiscox Ltd	0,75%
NN Group NV	0,74%
Skechers USA Inc	0,72%

#### 5 största försäljningar

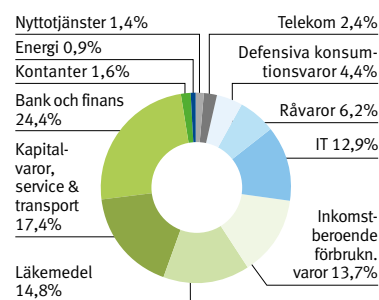
Samsung Electronics Co Ltd	-2,61%
Lundin Mining Corp	-1,19%
General Motors Co	-1,14%
Tyco International Plc	-1,08%
BP Plc	-1,05%

### KURSHISTORIK SKAGEN GLOBAL

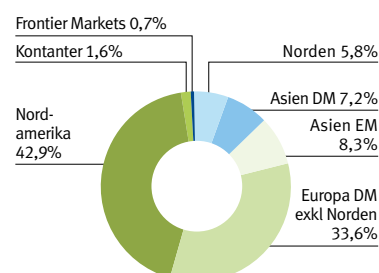


\* Jämförelseindex före 1 jan 2010 MSCI World Index.

### BRANSCHFÖRDELNING SKAGEN GLOBAL



### GEOGRAFISK FÖRDELNING SKAGEN GLOBAL



Värdepapper	Sektor	Antal	Köpvärde NOK*	Marknads- värde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
American International Group Inc	Financials	4 792 121	1 562 446	2 079 660	517 214	7,36%	New York
Citigroup Inc	Financials	5 315 767	1 399 845	1 867 676	467 831	6,61%	New York
General Electric Co	Industrials	5 517 440	1 127 034	1 431 302	304 268	5,07%	New York
Roche Holding AG-Genusschein	Health Care	650 858	970 514	1 426 844	456 330	5,05%	Zürich
Merck & Co Inc	Health Care	2 419 310	1 116 402	1 155 600	39 199	4,09%	New York
CK Hutchison Holdings Ltd	Industrials	11 469 098	1 012 074	1 045 738	33 663	3,70%	Hong Kong
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Information Technology	114 839	278 947	984 714	705 767	3,48%	Seoul
Microsoft Corp	Information Technology	2 208 070	529 114	940 878	411 764	3,33%	NASDAQ
NN Group NV	Financials	4 044 917	866 291	932 704	66 413	3,30%	Amsterdam
Kingfisher Plc	Consumer Discretionary	23 341 377	898 891	840 354	-58 537	2,97%	London
G4S Plc	Industrials	41 247 713	1 200 521	837 674	-362 847	2,96%	London
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	Health Care	1 906 867	792 920	801 203	8 284	2,84%	NASDAQ
Sanofi	Health Care	1 156 089	768 565	800 810	32 245	2,83%	Paris
Koninklijke Philips NV	Industrials	3 461 431	666 841	717 089	50 248	2,54%	Amsterdam
Cap Gemini SA	Information Technology	914 753	708 710	664 671	-44 039	2,35%	Paris
Toyota Industries Corp	Consumer Discretionary	1 697 705	459 320	558 466	99 146	1,98%	Tokyo
Carlsberg AS-B	Consumer Staples	699 327	480 007	554 299	74 291	1,96%	Köpenhamn
Dollar General Corp	Consumer Discretionary	700 238	400 797	550 170	149 373	1,95%	New York
Unilever NV-Cva	Consumer Staples	1 401 363	422 007	544 485	122 479	1,93%	Amsterdam
Koninklijke DSM NV	Materials	1 055 408	440 486	508 993	68 506	1,80%	Amsterdam
Volvo AB	Consumer Discretionary	6 184 655	487 892	505 737	17 845	1,79%	Stockholm
Akzo Nobel NV	Materials	855 147	285 895	445 714	159 819	1,58%	Amsterdam
China Mobile Ltd	Telecommunication Services	4 570 990	455 742	436 987	-18 755	1,55%	Hong Kong
Heidelbergcement AG	Materials	694 873	230 115	434 703	204 587	1,54%	Frankfurt
Autoliv Inc	Industrials	472 682	312 451	423 159	110 708	1,50%	New York
Alphabet Inc Class C	Information Technology	72 366	295 987	415 890	119 902	1,47%	NASDAQ
Xcel Energy Inc	Utilities	1 045 588	324 550	386 780	62 230	1,37%	New York
Ageas	Financials	1 247 812	471 331	358 762	-112 569	1,27%	Bryssel
ServiceMaster Global Holdings Inc	Consumer Discretionary	991 005	302 008	329 395	27 387	1,17%	New York
Tyco International Plc	Industrials	900 562	111 593	321 941	210 349	1,14%	New York
Comcast Corp	Consumer Discretionary	586 495	108 129	316 413	208 284	1,12%	NASDAQ
Mayr-Melnhof Karton AG	Materials	340 933	175 860	308 153	132 293	1,09%	Wien
Sony Corp	Consumer Discretionary	1 263 300	250 276	307 736	57 460	1,09%	Tokyo
Columbia Property Trust Inc	Financials	1 655 694	305 265	292 621	-12 643	1,04%	New York
Baidu Inc ADR	Information Technology	185 410	271 265	253 709	-17 556	0,90%	NASDAQ
Lundin Petroleum AB	Energy	1 631 370	182 099	246 033	63 934	0,87%	Stockholm
Hiscox Ltd	Financials	2 126 359	239 049	245 157	6 108	0,87%	London
Credit Suisse Group AG	Financials	2 717 437	471 826	238 386	-233 441	0,84%	Zürich
China Mobile Ltd ADR	Telecommunication Services	482 530	241 388	231 332	-10 056	0,82%	New York
Skechers USA Inc	Consumer Discretionary	928 119	229 185	229 040	-146	0,81%	New York
Goldman Sachs Group Inc	Financials	177 836	158 442	217 406	58 964	0,77%	New York
Lenovo Group Ltd	Information Technology	39 758 506	291 362	200 229	-91 133	0,71%	Hong Kong
Irsa Sa ADR	Financials	1 443 664	120 254	196 523	76 269	0,70%	New York
Samsung Electronics Co Ltd	Information Technology	17 212	147 157	177 780	30 623	0,63%	Seoul
Autoliv Inc SDR	Industrials	196 605	123 010	175 906	52 895	0,62%	Stockholm
State Bank of India	Financials	6 182 856	159 305	167 624	8 319	0,59%	Indien
WM Morrison Supermarkets PLC	Consumer Staples	6 661 929	143 865	139 556	-4 309	0,49%	London
State Bank Of India GDR	Financials	510 705	93 702	135 476	41 774	0,48%	Indien
Sony Corp Sponsored ADR	Consumer Discretionary	455 000	94 140	111 066	16 925	0,39%	New York
Nordea Bank AB	Financials	1 409 446	99 140	98 144	-997	0,35%	Stockholm
General Motors Co	Consumer Discretionary	407 960	71 344	95 367	24 023	0,34%	New York
Barclays PLC	Financials	4 304 073	139 241	66 076	-73 165	0,23%	London
Lundin Mining Corp	Materials	1 953 931	54 203	54 858	655	0,19%	Toronto
<b>Summa värdepappersportfölj*</b>			<b>23 548 805</b>	<b>27 806 988</b>	<b>4 258 183</b>	<b>98,40%</b>	
Disponibel likviditet				451 177		1,60%	
<b>Summa andelskapital</b>				<b>28 258 165</b>		<b>100,00%</b>	

\* Siffrorna i 1 000 NOK.



## SKAGEN Kon-Tiki

Visar kursen mot nya vatten

- › SKAGEN Kon-Tiki överträffade sitt jämförelseindex under andra kvartalet.
- › Ökad försäljning av traktorer och nyttofordon lyfte Mahindra & Mahindra.
- › Hyundai Motor: efter en tuff period ser vi tecken på förbättring.

1	2	3	4	5	RISK	7
Startdatum	5 april 2002					
Avkastning sedan start	478,0%					
Förvaltningskapital	32 305 miljoner SEK					
Antal fondsparare	67 625					

AVKASTNING, %	Q2/-16*	12 M*
SKAGEN Kon-Tiki	5,5	-8,7
MSCI Emerging Markets	5,0	-10,2

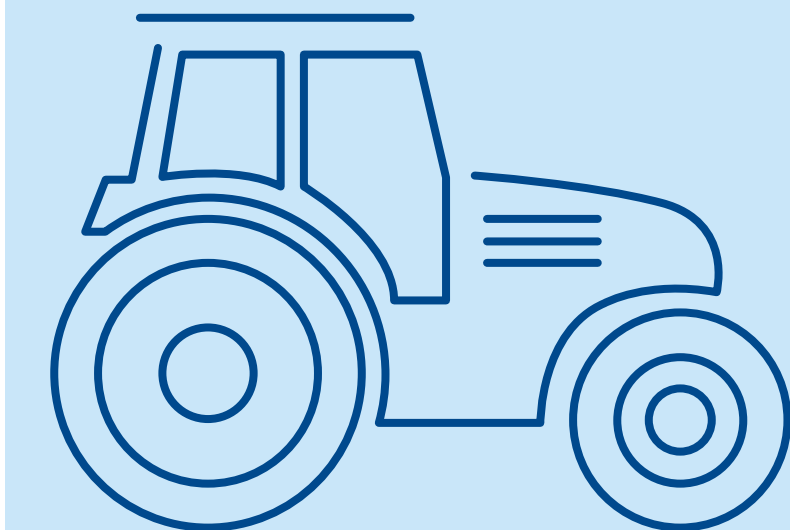
\* Per 30 juni 2016



### PORTFÖLJFÖRVALTARE

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

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



## Även kriser har ett slut

SKAGEN Kon-Tiki gick upp 5,5 procent under andra kvartalet, jämfört med 5,0 procent för tillväxtmarknadsindex och 4,9 procent för världsinde. Kursutvecklingen för flera av våra större indiska positioner var god, särskilt bil- och traktortillverkaren Mahindra & Mahindra bidrog till överavkastningen.

De tongivande centralbankernas aggressiva penningpolitik har sedan finanskrisen bidragit till att driva upp priserna på aktier, obligationer, fastigheter och andra tillgångar allt högre. Uppgången på aktiemarknaden har varit bred, och investerare i amerikanska (+77 procent), japanska (+36 procent) och europeiska (+6 procent) aktier har alla gynnats av stigande kurser.

Globala tillväxtmarknadsaktier har däremot bekräftat det gamla talesättet att det inte finns någon regel utan undantag. Investerare som placerat 100 dollar på tillväxtmarknaderna för fem år sedan har 84 dollar idag, inklusive utdelningar.

En viktig orsak till de svaga resultaten har varit fallande avkastning på kapital och därtill hörande besvikelser i vinststill-

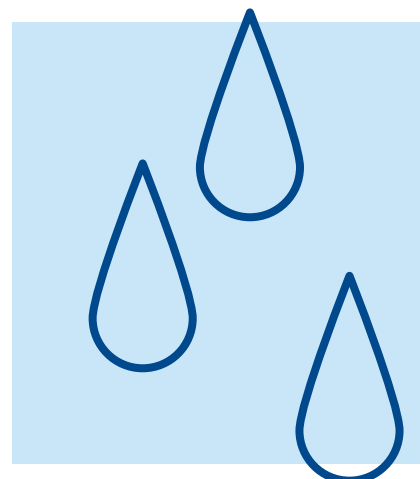
växten. Med politisk oro i stora och viktiga länder som Ryssland, Brasilien och Turkiet, och falnande tillväxt i Kina, har höga förväntningar krockat med en ibland brutal verklighet.

Resultatet har varit stadigt fallande värderingar och en lång rad bottennoteringar på popularitetsskalan. Då är det nyttigt att komma ihåg en universell sanning som ofta förbises av marknadsaktörer med sedvanligt kort minne: *This too shall pass*.

Historien har med eftertryck visat att impopulära bolag med låg värdering är frön till framtida avkastning. Vi vet inte exakt när det kommer att ske, men oddsden är överväldigande att tillväxtmarknaderna åter kommer att få sin plats i solen.



Foto: Bloomberg



## SOMMARREA PÅ BILAR

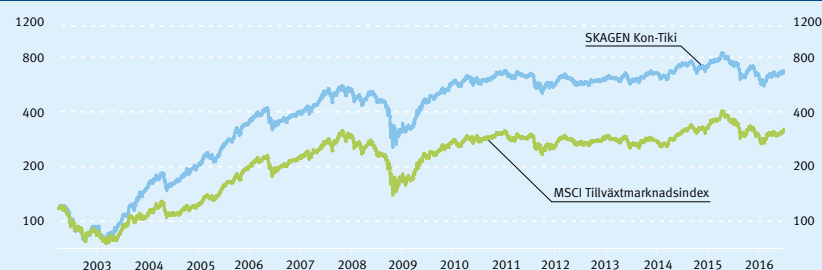
Vår näst största position, Hyundai Motor föll med nio procent under kvartalet och var portföljens största negativa bidragsgivare. Företaget rapporterade svaga siffror för första kvartalet, med sex procents nedgång i volymer och den lägsta rörelsemarginalen på sex år. I maj såg vi dock en stor förbättring, med tio procents volymtillväxt jämfört med samma period föregående år. Detta är en bra indikation på att minskningen av varulagret, som påverkat resultatet negativt under de första fyra månaderna ligger bakom oss.

Trots den svaga kursutvecklingen gick Hyundai-aktien bättre än de flesta globala biltillverkare under andra kvartalet. Brexit, utsläppsskandaler och osäkerhet om tillväxten i länder som Kina har bidragit till att dämpa stämningen inom bilindustrin.

Än viktigare på lång sikt är övergången från fossila bränslen till batterier, liksom den snabba utvecklingen av förarlösa fordon. Även om det är tidigt att säga exakt hur detta kommer att påverka biltillverkare, kan vi konstatera att den framtida konkurrenssituationen är mer osäker än någonsin.

Vi bör inte underskatta de förändringar som industrin står inför, men ser också att marknadens prissättning av våra preferensaktier i Hyundai Motor speglar mycket låga framtida förväntningar. Aktien handlas till 4x årets estimerade vinst och 0.4x bokfört värde. Sådana siffror ser man sällan 2016.

### KURSHISTORIK SKAGEN KON-TIKI



### NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN KON-TIKI (PER 30/6 2016)

Företag	Postens storlek, %	Kurs	P/E 2015E	P/E 2016E	P/BV senaste	Kursmät
Samsung Electronics	7,5	1 183 000	9,2	8,5	0,9	1 600 000
Hyundai Motor	7,4	94 500	3,9	3,9	0,4	170 000
Mahindra & Mahindra	5,6	1 430	26,4	19,1	3,0	2 000
Sabancı Holding	4,9	9	8,6	6,5	0,9	14
Richter Gedeon	4,4	5 583	19,2	18,6	1,7	7 500
State Bank of India	4,2	219	13,7	8,1	0,9	265
Naspers	3,8	2 246	54,1	32,1	11,7	3 000
ABB	3,0	166	16,9	15,8	3,0	200
Cosan Ltd.	2,7	6	10,5	4,3	0,4	10
Bharti Airtel	2,7	367	26,7	20,4	2,2	400
X5 Retail Group	2,6	20	17,8	13,3	3,2	25
LG Electronics	2,0	28 900	42,0	7,2	0,4	40 000
<b>Topp 12 vägt genomsnitt</b>	<b>50,8</b>		<b>10,5</b>	<b>8,3</b>	<b>0,9</b>	
<b>Topp 35 vägt genomsnitt</b>	<b>83,4</b>		<b>11,8</b>	<b>9</b>	<b>1</b>	
<b>Jämförelseindex (MSCI Tillväxtmarknadsindex)</b>			<b>13,8</b>	<b>12,8</b>	<b>1,5</b>	

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

## MONSUNUPPGÅNG

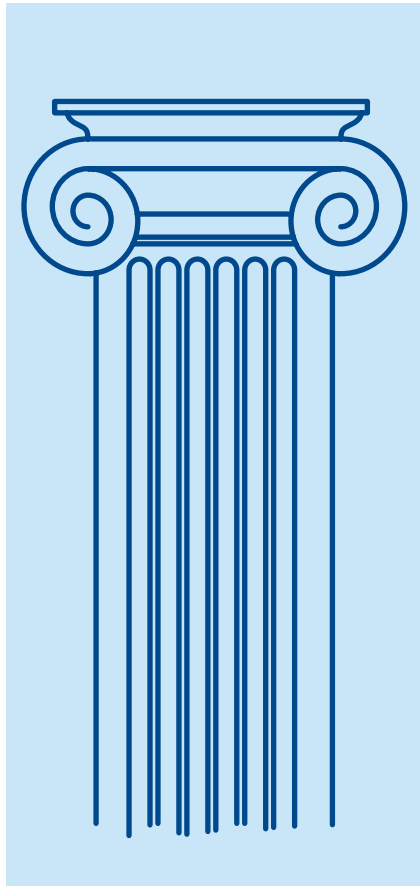
Mahindra & Mahindra (M&M) var vår bästa bidragsgivare under kvartalet. Bolaget är Indiens största traktortillverkare med 41 procents marknadsandel, och är en ledande tillverkare av kommersiella fordon. M&M har också ägarandelar i närstående företag inom konsultverksamhet, finans och fastigheter, för att nämna några.

Både bil- och traktorverksamheten kännetecknas av cykliska slutmarknader, något som de senaste två till tre åren har varit ett bra exempel på. Cirka 60 procent av Indiens åkermark är beroende av naturlig vattenförsörjning, det vill säga nederbörd. De senaste regnperioderna har varit knappa, vilket påverkar jordbrukarnas inkomster, med minskad konsumtion som följd. Detta har naturligtvis påverkat försäljningen av traktorer, som föll cirka 12 procent nationellt både 2014 och 2015.

Försäljningen av nyttofordon har också påverkats av den svaga jordbruksekonomi, särskilt för M&M som har en stark ställning utanför städerna. Dessutom var företaget sent ute med kompakta SUV-modeller, vilket ledde till tappade marknadsandelar.

Men varken goda eller dåliga tider varar för evigt. Årets regnperiod ser ut att bli betydligt bättre, och M&M:s traktorförsäljning har ökat med 20 procent de senaste månaderna jämfört med samma period föregående år.

I fordonsegmentet har bolaget med hjälp av nya modeller delvis återerövrat förlorade marknadsandelar. Slutligen har de indiska myndigheterna i den senaste budgeten varit tydliga med att de kommer att fokusera på landsbygdsekonomi och öka sina utgifter. Sammanfattningsvis ledde dessa förbättringar till att aktiekursen ökade med 18 procent under andra kvartalet och ett gediget bidrag till SKAGEN Kon-Tiks avkastning.



**FOKUS PÅ FÖRETAGEN**

Extraordinär penningpolitik och ökande politisk populism är inflytelserika krafter på dagens marknader. Centralbankernas nästa steg och resultatet av det kommande valet i USA, kommer att fortsätta utöva ett betydande inflytande på globala tillgångspriser.

På kort sikt kan det därför tyckas som om företagets grundläggande utveckling har begränsad inverkan på aktiekursen. Här finns något av nyckeln till vår investeringsfilosofi. Värdebaserad förvaltning fungerar över tid just därför att den inte alltid fungerar. I svåra tider kommer kort-siktiga investerare med mindre övertygelse att tappa modet, kasta in handduken och skapa möjligheter för dem som inte ger upp tron på att det lönar sig att köpa bra tillgångar till rimliga priser.

I SKAGEN Kon-Tiki riktar vi alltid ljuskäg- lan på företagen, för det är här värdeska- pandet sker. Därför använder vi en stor del av vår tid på att försöka förstå vad som driver utvecklingen inom olika branscher, och i synnerhet vad som gör vissa företag mer framgångsrika än andra över tid. Den grundläggande strategi, kombinerad med en disciplinerad syn på värdering, har gett goda resultat för Kon-Tiki sedan fonden först satte segel våren 2002.



**PÅ SPÅRET**

Under kvartalet köpte vi in oss i Rumo Logistica, Brasiliens största, oberoende järnvägsoperatör. Efterfrågsbilderna ser attraktiv ut eftersom jordbruksråvaror står för över 80 procent av volymerna som bolaget transporterar. Eftersatta vägin- vesteringar gör att lastbilar är ett dyrt alternativ. Järnvägar är också naturliga monopol, vilket begränsar konkurrensen från andra aktörer.

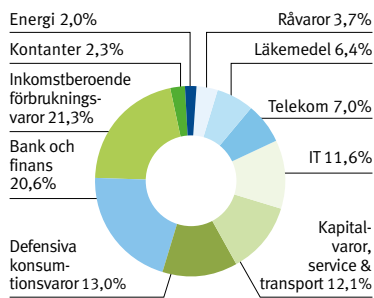
Operationellt har Rumo stor förbättring- potential, och en beprövad kombination av investeringar och kostnadsminskning-

*\*EV: företagets värde. EBITDA: rörelseresultat före räntor, skatt, avskrivningar och amorteringar.*

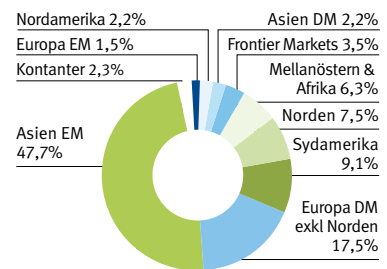
ar bör leda till högre marginaler över tid. Dessutom har bolagets nya ledning haft goda resultat från liknande omstrukture- ringar. Med en värdering på 6x 2016e EV/ EBITDA\* är Rumo attraktivt prissatt både absolut och relativt, och de förbättringar vi förväntar oss verkar inte återspeglas i kursen.

Vi sålde av DRD Gold efter att guldpriset ökat kraftigt och bolagets aktiekurs tre- dubblats under årets första fyra månader. Vi sålde också det indonesiska mäklarhu- set Trimegah Securities efter att vi fick ett bud på hela vårt innehav.

**BRANSCHFÖRDELNING SKAGEN KON-TIKI**



**GEOGRAFISK FÖRDELNING SKAGEN KON-TIKI**



SKAGEN KON-TIKI Q2 2016 (% AV FÖRVALTNINGSKAPITALET)	
<b>De 5 största positiva bidragsgivarna</b>	<b>5 största köp</b>
Mahindra & Mahindra Ltd 0,94%	Rumo Logística Operadora 0,70%
Cosan Ltd 0,70%	Bollore SA 0,15%
State Bank of India 0,53%	Kinnevik 0,13%
Samsung Electronics Co Ltd 0,48%	Frontline Ltd 0,03%
Naspers Ltd 0,38%	Lenovo Group Ltd 0,01%
<b>De 5 största negativa bidragsgivarna</b>	<b>5 största försäljningar</b>
Hyundai Motor Co -0,68%	Samsung Electronics Co Ltd -1,40%
LG Electronics Inc -0,25%	UPL Ltd -0,82%
LG Chem Ltd -0,21%	Bharti Airtel -0,66%
Korean Reinsurance Co -0,20%	State Bank of India -0,52%
OCI Co Ltd -0,19%	Indosat TBK -0,51%

Värdepapper	Sektor	Antal	Köpvärde NOK*	Marknads- värde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Information Technology	221 000	1 060 786	1 895 017	834 232	5,93%	Seoul
Hacı Omer Sabancı Holding AS	Financials	56 848 322	1 240 691	1 557 488	316 798	4,87%	Istanbul
Richter Gedeon Nyrt	Health Care	8 286 510	902 316	1 386 537	484 220	4,34%	Budapest
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	Consumer Discretionary	7 726 513	180 269	1 370 729	1 190 459	4,29%	London International
State Bank of India	Financials	49 000 000	1 116 956	1 328 443	211 487	4,15%	Indien
Naspers Ltd	Consumer Discretionary	928 514	272 833	1 190 325	917 492	3,72%	Johannesburg
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	Consumer Discretionary	1 690 000	286 196	1 179 639	893 443	3,69%	Seoul
Hyundai Motor Co Pref (1p)	Consumer Discretionary	1 686 000	271 534	1 154 850	883 316	3,61%	Seoul
ABB Ltd	Industrials	5 900 000	524 147	966 668	442 521	3,02%	Stockholm
Cosan Ltd	Consumer Staples	16 220 419	907 123	875 251	-31 872	2,74%	New York
Bharti Airtel Ltd	Telecommunication Services	19 133 099	731 848	869 589	137 742	2,72%	Indien
X 5 Retail Group NV GDR	Consumer Staples	4 990 306	506 677	831 022	324 345	2,60%	London International
LG Electronics Inc Pref	Consumer Discretionary	3 050 000	826 565	638 901	-187 664	2,00%	Seoul
SBI Holdings Inc	Financials	7 759 600	603 768	638 295	34 527	2,00%	Tokyo
Kinnevik AB-B	Telecommunication Services	2 942 167	476 060	577 009	100 949	1,80%	Stockholm
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	Financials	25 985 500	608 331	567 454	-40 877	1,77%	Sao Paulo
Great Wall Motor Co Ltd	Consumer Discretionary	79 522 500	83 910	550 560	466 650	1,72%	Hong Kong
Tech Mahindra Ltd	Information Technology	8 784 608	354 670	550 501	195 831	1,72%	Indien
CNH Industrial NV	Industrials	9 138 348	555 765	542 948	-12 818	1,70%	New York
Moscow Exchange MICEX-RTS OAO	Financials	35 939 200	384 852	528 939	144 088	1,65%	Moskva
Samsung SDI Co Ltd	Information Technology	670 000	480 383	524 487	44 104	1,64%	Seoul
Indosat Tbk PT	Telecommunication Services	126 424 850	341 055	511 784	170 728	1,60%	Indonesien
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	Information Technology	119 489	117 733	505 953	388 220	1,58%	London International
Cia Brasileira de Distribuicao - Pref	Consumer Staples	4 192 200	642 353	501 263	-141 090	1,57%	Sao Paulo
UPL Ltd	Materials	6 866 259	142 189	468 017	325 828	1,46%	Indien
Korean Reinsurance Co	Financials	4 860 366	182 711	429 799	247 087	1,34%	Seoul
Mahindra & Mahindra Ltd	Consumer Discretionary	2 357 007	191 052	417 620	226 568	1,31%	Indien
Marfrig Global Foods SA	Consumer Staples	28 290 400	445 599	409 644	-35 955	1,28%	Sao Paulo
JSE Ltd	Financials	3 851 284	149 535	407 902	258 367	1,28%	Johannesburg
Frontline Ltd	Industrials	6 347 627	322 822	407 200	84 378	1,27%	Oslobörsen
China Shipping Development	Industrials	83 220 000	461 664	392 183	-69 481	1,23%	Hong Kong
Kiatnakin Bank Plc	Financials	37 429 463	334 797	387 833	53 036	1,21%	Bangkok
Yazicilar Holding AS	Consumer Staples	10 837 139	313 127	384 530	71 404	1,20%	Istanbul
LG Chem Ltd Pref	Materials	259 179	179 108	358 814	179 706	1,12%	Seoul
China Shineway Pharmaceutical	Health Care	36 934 000	280 824	337 755	56 931	1,06%	Hong Kong
Vietnam Enterprise Investments Ltd	Financials	9 000 000	111 325	329 380	218 055	1,03%	Dublin
Enka Insaat Ve Sanayi AS	Industrials	24 246 616	218 014	309 579	91 565	0,97%	Istanbul
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA	Consumer Staples	6 219 518	222 076	300 585	78 509	0,94%	Madrid
Cia Cervecerias Unidas SA ADR	Consumer Staples	1 538 270	280 454	298 128	17 674	0,93%	New York
OCI Co Ltd	Materials	436 454	331 839	285 669	-46 170	0,89%	Seoul
Tullow Oil Plc	Energy	9 241 978	821 783	269 343	-552 439	0,84%	London
Sistema Jscf	Telecommunication Services	95 885 212	552 915	257 107	-295 809	0,80%	Moskva
Rumo Logística Operadora	Industrials	20 234 600	229 379	253 402	24 023	0,79%	Sao Paulo
LG Corp Pref	Industrials	808 430	118 669	251 969	133 300	0,79%	Seoul
Apollo Tyres Ltd	Consumer Discretionary	13 028 865	109 665	244 579	134 914	0,76%	Indien
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	Energy	224 088 000	369 048	244 073	-124 975	0,76%	Hong Kong
Lenovo Group Ltd	Information Technology	43 490 000	280 193	219 021	-61 172	0,68%	Hong Kong
Podravka Prehrambena Ind DD	Consumer Staples	517 852	153 914	209 819	55 906	0,66%	Zagreb
Norwegian Air Shuttle ASA	Industrials	700 000	65 751	201 390	135 639	0,63%	Oslobörsen
Massmart Holdings Ltd	Consumer Staples	2 702 621	206 891	194 964	-11 927	0,61%	Johannesburg
Eis Eczacıbaşı İlaç Ve Sanayi	Health Care	19 410 554	133 394	188 556	55 162	0,59%	Istanbul
Golar LNG Ltd	Industrials	1 298 301	471 325	169 920	-301 405	0,53%	NASDAQ
EFG-Hermes Holding SAE	Financials	13 778 665	237 808	137 150	-100 658	0,43%	Kairo
East African Breweries Ltd	Consumer Staples	5 774 866	89 785	131 812	42 027	0,41%	Nairobi
Eczacıbaşı Yatırım Holding	Health Care	3 362 732	40 038	120 688	80 649	0,38%	Istanbul
Ghana Commercial Bank Ltd	Financials	18 001 604	90 783	116 913	26 130	0,37%	Ghana
Rec Silicon ASA	Energy	74 628 788	119 010	110 749	-8 260	0,35%	Oslobörsen
VinaCapital Vietnam Opportunity Fund Ltd	Financials	4 392 100	92 364	104 284	11 920	0,33%	London
Euronav SA	Industrials	1 340 286	127 454	102 768	-24 685	0,32%	Brüssel
Golden Ocean Group Ltd	Industrials	17 694 137	92 490	93 602	1 112	0,29%	Oslobörsen
Toray Industries Inc	Industrials	1 100 000	78 907	77 966	-941	0,24%	Tokyo
Norfinance AS	Financials	578 397	57 840	59 644	1 805	0,19%	Onoterat
Asia Cement China Holdings	Materials	36 517 500	134 633	58 283	-76 350	0,18%	Hong Kong
Bollere SA	Industrials	1 797 106	50 097	50 909	812	0,16%	Paris
Diamond Bank Plc	Financials	718 971 941	154 156	48 045	-106 111	0,15%	Lagos
DRB-Hicom Bhd	Consumer Discretionary	19 549 900	81 034	36 532	-44 501	0,11%	Kuala Lumpur
Deep Sea Supply Plc	Energy	17 250 931	171 047	23 806	-147 241	0,07%	Oslobörsen
Frontline Ltd	Industrials	331 715	22 185	21 558	-626	0,07%	New York
Euronav SA	Industrials	247 965	21 297	19 007	-2 290	0,06%	New York
Hyundai Motor Co GDR	Consumer Discretionary	33 510	10 090	11 343	1 253	0,04%	London
Golden Ocean Group Ltd	Industrials	784 130	27 473	4 213	-23 261	0,01%	NASDAQ
EFG-Hermes Holding GDR	Financials	232 480	8 193	3 696	-4 497	0,01%	London International
<b>Summa värdepappersportfölj*</b>			<b>22 863 568</b>	<b>31 205 404</b>	<b>8 341 836</b>	<b>97,58%</b>	
Disponibel likviditet				773 086		2,42%	
<b>Summa andelskapital</b>				<b>31 978 491</b>		<b>100,00%</b>	

\* Siffrorna i 1 000 NOK.



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

En del av den globala fastighetsmarknaden

- › Brasilien: från förlorare till vinnare.
- › Spanska fastighetsaktier föll efter valet.
- › Ökat intresse för fastigheter före inkluderingen i MSCI.

1	2	3	4	RISK	6	7
Startdatum	31 oktober 2012					
Avkastning sedan start	32,7%					
Förvaltningskapital	940 miljoner SEK					
Antal fondsparare	7 980					
<b>AVKASTNING, %</b>	<b>Q2/-16*</b>	<b>12 M*</b>				
SKAGEN m <sup>2</sup>	6,1	1,5				
MSCI ACWI Real Estate IMI	8,4	10,6				

\* Per 30 juni 2016



### PORTFÖLJFÖRVALTARE

Michael Gobitschek och Harald Haukås

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



## Turbulens på flera fronter

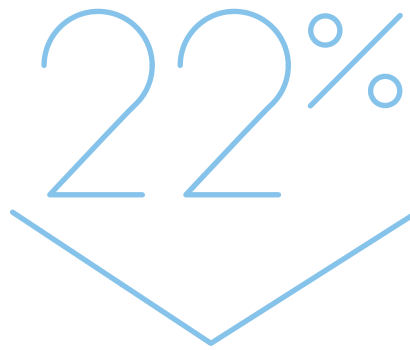
Kvartalet präglades av Brexit, val i Spanien och tvivel om Abenomics. Men i tillväxtmarknader ljusnar det.

Vi deltog i en fastighetsinvesterar-konferens i London i början av april. En amerikansk talare var så pessimistisk att deltagarna skrattade när han hävdade att Storbritannien skulle lämna EU och att Trump skulle vinna presidentvalet. Hans bästa investeringstips var guld och statsobligationer. Denna investerare har uppenbarligen haft rätt hittills i att Storbritannien lämnar EU. Låt oss nu anta att investeraren också får rätt i att Trump blir president. Är hans investeringstips om guld och statspapper då riktiga?



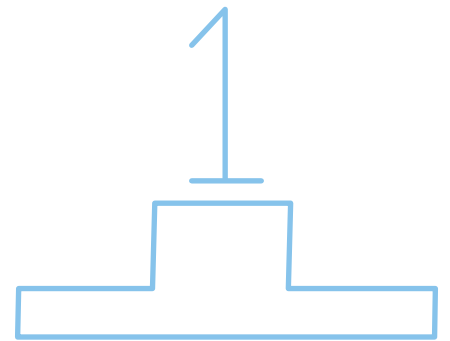
## FALL I TVÅ DAGAR

Det överraskande resultatet av valet i Storbritannien gav en två dagar lång nedgång på aktiemarknaden. Osäkerheten inför valet fick ändå investerare som var på väg ut ur marknaden att sälja redan i förväg. Med färre säljare efter omröstningen vände marknaden snabbt uppåt igen. Detta är ett fenomen vi ser om och om igen. Det är inte så viktigt vad resultatet av en händelse blir, det viktiga är faktiskt att ta bort osäkerheten kring utfallet. Även om resultatet uppfattas som negativt stiger marknaden efteråt.



## FÖRLORAREN

Detta illustreras också av de länder som varit vinnare och förlorare hittills i år. Förlorare är Storbritannien, som gått ned med 22 procent mätt i euro. Här har det funnits en växande osäkerhet fram till valet. Pundets försvagning mot euron bidrog till fallet med 12 procentenheter. Vi har bara haft en position i Storbritannien i år – Big Yellow Group. Sedan vi köpte våra första aktier i januari är bolaget upp åtta procent mätt i pund. Även om det relativt sett är en vinnare jämfört med andra brittiska fastighetsbolag bidrog Big Yellow fortfarande negativt till portföljen på grund av pundets försvagning.



## VINNAREN

Årets stora vinnare är Brasilien. Landet var fjolårets tragedi med avslöjandet av korrupta politiker och ledare i Petrobrasskandalen. Brasilianska fastighetsaktier är upp 53 procent mätt i lokal valuta i år. Brasilien har också bidragit positivt i SKAGEN m<sup>2</sup>:s portfölj med ett relativt bidrag på cirka 70 punkter. Man kan naturligtvis beklaga att vår portfölj inte har samma exponering mot landet som tidigare, men ur ett risk – kontra avkastningsperspektiv är den exponering vi haft i år mer lämplig än tidigare, oavsett förlust och vinst.



Foto: Bloomberg

## PÅ BÄTTRINGSVÄGEN

En stor del av förklaringen till Brasiliens framgång är att korruptionsavslöjandena lett till sanering och inte kaos, även om nästan hela landets elit är inblandad. Det verkar som om landet kan stärkas av det som hänt.

Ett annat land i regionen som också haft en positiv politisk utveckling är Argentina. Efter valet har skuldförhandlingar inletts och valutan har gjorts mer flytande. Den nya politiska ledningen verkar ta tag i landets strukturella problem på ett positivt sätt. Det har inneburit att utländska investerare åter strömmat tillbaka in i landet.

Detta skapar en enorm potential för vårt portföljbolag IRSA:s fastighetsinvesteringar i Argentina. Utöver investeringar i Argentina, är IRSA opportunistiska och har gjort stora investeringar i Israel där man lyckats ta kontroll över Israels största investmentbolag som sliter med alltför hög belåning i sina dotterbolag. Vi ser fortfarande en stor potential i denna investering.

## HYRESVINNARE

Andra viktiga positiva bidragsgivare under det första halvåret är fastighetsbolagen D Carnegie och Deutsche Wohnen med inriktning mot bostäder. Båda företagen verkar i marknader med hyresregleringar. Det innebär att hyresintäkterna är lägre än marknadshyrorna, vilket gör bolagen till attraktiva investeringar. De kan se dyra ut på multiplarna då marknaden värderar bolaget högre eftersom sannolikheten för reducerad hyra är minimal, samtidigt som det finns en uppsida vid politiska förändringar som skulle tillåta friare prissättning. Eftersom hyresnivån är låg, är efterfrågan hög och utbudet lågt. Bolagen genererar också hög avkastning på investerat kapital som används för att renovera och uppgradera beståndet. D Carnegie räknar med en kontantavkastning på tio procent på investerat kapital i form av ökad hyra, utöver lägenheternas förväntade värdeökning. Efter Brexit lyftes tyska fastighetsbolag fram som en trygg hamn och vår tyska fastighetsägares aktiekurs låg på all time high.

### ANKLAGELSER OM FUSK

CBL Properties, Mitsui Fudosan och GLP var negativa bidragsgivare under både andra kvartalet och första halvåret. Alla tre har tyvärr var för sig bidragit med relativ förlust i storleksordningen 90 till 100 punkter på portföljnivå.

Den största dramatiken ägde rum i CBL Properties. Företaget äger ett antal köpcentrum som dominerar i sina områden i USA med B- och C-lägen. Företaget har inte brytt sig så mycket om att göra som analytikerna sagt, att sälja de sämsta köpcentrumen. Anledningen är att priset är för lågt. Detta gjorde till en början bolaget impopulärt. Därefter anklagades CBL Properties av en tidigare anställd för att ha manipulerat försäljningsciffror och antal besökare i fyra köpcentrum för fem år sedan, i samband med långivning till dessa varuhus. På toppen av detta misstänktes företags ledning ha kopplingar till senator Bob Corker, som är aktuell som Donald Trumps vicepresidentkandidat. Av en händelse läckte informationen dagen efter att Bob Corker mött Trump. Corker ska enligt uppgift ha tjänat stora summor på aktier i CBL. Detta är mycket imponerande med tanke på att aktien har gått ned 50 procent det senaste året och är en av våra största förlorare.

Japanska Mitsui Fudosan hämmas av en växande misstro mot Abenomics. Japanska fastighetsbolag har upplevt mycket volatilitet vid olika nya åtgärder för att få upp den japanska inflationen. Varje ny åtgärd har först gynnat fastighetsbolagen, med tillbakagång efteråt. GLP är ett globalt logistikföretag med kinesisk exponering. Kina har fortsatt vara en svag marknad. Kinesiska fastighetsbolag har gått ned 18 procent hittills i år mätt i euro.

Efter valet i Spanien upplevde vi att våra spanska bolag som grupp bidrog mest negativt till den relativa avkastningen under kvartalet. Vi tror dock att den spanska ekonomin fortfarande återhämtar sig och kommer att utvecklas i riktning mot andra europeiska länder. Vi förväntar oss att våra spanska investeringar kommer att utvecklas bra under de närmaste veckorna i takt med minskad osäkerhet.

När det gäller aktiviteter kopplade till förvärv, fick vi bud på Ashford Prime, som fortfarande pågår. Vi sålde de aktier vi kunde i samband med ett partiellt bud på brasilianska BR Properties och kommer att sälja ut resterande aktier som endast utgör 0,1 procent av portföljen. Företaget är billigt, men har en ägare som äger 70 procent av bolaget efter budet.



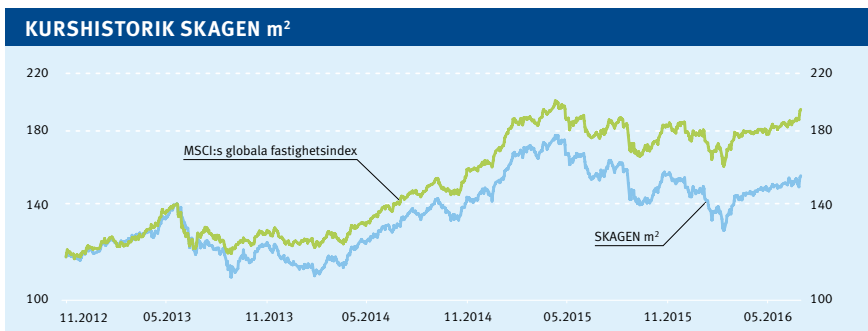
### BÄTTRE TILLVÄXTMARKNADER

Tillväxtmarknaderna stärks, det ser vi också i fastighetsmarknaden, och dessa marknader har i år utvecklats bättre än de utvecklade marknaderna. Idag har vi en exponering mot tillväxtmarknader på över 20 procent och vi kommer att delta i denna utveckling. Det verkar som om förväntningarna på en räntehöjning i USA minskar, och det är goda nyheter för fastighetsaktier i tillväxtmarknader som förutspåddes en dålig utveckling jämfört med Europa i år. Den amerikanska tioåriga statsräntan är i skrivande stund 1,44 procent, ned från 1,93 i våras.

Ett tydligt tecken på ett växande intresse för fastighetsaktier som grupp

är att fastigheter inlemmas som den elfte sektorn i MSCI-systemet för olika typer av jämförelseindex för aktier från den 1 augusti. Detta kommer att öka fokuset på fastighetsaktier och är generellt positivt för fastigheter som investeringsobjekt.

Vi förväntar oss att dimman lättar något på aktiemarknaden när en viss osäkerhet ligger bakom oss. Men det råder fortfarande politisk oro inför presidentvalet i USA och Putins oklara inställning till väst. Investerare har redan tagit höjd för mycket av denna osäkerhet och när denna försvinner kan det leda till att vi får en god sommar och höst.



SKAGEN m <sup>2</sup> Q2 2016 (% AV FÖRVALTNINGSKAPITALET)	
<b>De 5 största positiva bidragsgivarna</b>	
D Carnegie & Co AB	0,71%
Brandywine Realty Trust	0,59%
SL Green Realty Corp	0,48%
IRSA Inversiones y Representac	0,42%
SM Prime Holdings Inc	0,41%
<b>De 5 största negativa bidragsgivarna</b>	
CBL & Associates Properties Inc	-0,63%
Mitsui Fudosan Co Ltd	-0,40%
Ashford Hospitality Trust Inc	-0,34%
Axiare Patrimonio SOCIMI SA	-0,30%
CA Immobilien Anlagen AG	-0,25%
<b>5 största köp</b>	
Immobiliaria Colonial SA	1,09%
Catena AB	0,88%
CBL & Associates Properties Inc	0,49%
Mercialys SA	0,38%
Big Yellow Group Plc	0,32%
<b>5 största försäljningar</b>	
Gecina SA	-1,23%
Deutsche Wohnen Plc	-1,12%
Brandywine Realty Trust	-0,95%
HCP Inc	-0,85%
BR Properties SA	-0,68%

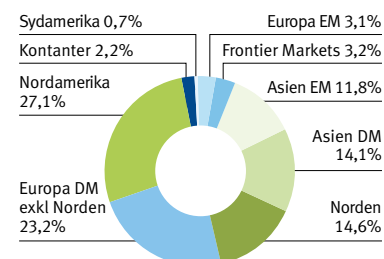
Värdepapper	Sektor	Antal	Köpvärde NOK*	Marknadsvärde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
SL Green Realty Corp	Real Estate Companies incl. REITs	55 000	42 256	47 746	5 490	5,15%	New York
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	Real Estate Companies incl. REITs	327 680	42 844	47 022	4 178	5,07%	Oslobörsen
Mitsui Fudosan Co Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	234 000	47 733	44 478	-3 255	4,80%	Tokyo
Global Logistic Properties Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	3 837 700	51 806	43 036	-8 770	4,64%	Singapore
Inmobiliaria Colonial SA	Real Estate Companies incl. REITs	7 002 017	39 579	42 691	3 112	4,60%	Madrid
Mercialys SA	Real Estate Companies incl. REITs	213 269	33 581	38 057	4 476	4,10%	Paris
D Carnegie & Co AB	Real Estate Companies incl. REITs	384 084	26 002	36 677	10 675	3,95%	Stockholm
Catena AB	Real Estate Companies incl. REITs	287 423	33 317	34 752	1 435	3,75%	Stockholm
Irsa Sa ADR	Real Estate Companies incl. REITs	221 400	22 957	30 139	7 182	3,25%	New York
Deutsche Wohnen AG	Real Estate Companies incl. REITs	106 000	21 315	30 107	8 792	3,25%	Frankfurt
HCP Inc	Real Estate Companies incl. REITs	95 100	32 243	28 060	-4 183	3,03%	New York
Brandywine Realty Trust	Real Estate Companies incl. REITs	200 000	24 003	27 782	3 780	3,00%	New York
CBL & Associates Properties Inc	Real Estate Companies incl. REITs	361 000	44 859	27 762	-17 097	2,99%	New York
Columbia Property Trust Inc	Real Estate Companies incl. REITs	152 000	26 265	26 864	599	2,90%	New York
General Growth Properties Inc	Real Estate Companies incl. REITs	100 000	21 535	24 854	3 318	2,68%	New York
Dic Asset AG	Real Estate Companies incl. REITs	305 000	21 205	24 089	2 885	2,60%	Xetra
Big Yellow Group Plc	Real Estate Companies incl. REITs	264 000	24 278	23 117	-1 161	2,49%	London
Ashford Hospitality Trust	Real Estate Companies incl. REITs	509 000	34 305	22 319	-11 986	2,41%	New York
PS Business Parks Inc	Real Estate Companies incl. REITs	25 500	16 269	22 303	6 035	2,40%	New York
Axiare Patrimonio SOCIMI SA	Real Estate Companies incl. REITs	192 540	19 659	20 606	947	2,22%	Madrid
Nomura Real Estate Master Fund Inc	Real Estate Companies incl. REITs	1 483	15 104	19 671	4 567	2,12%	Tokyo
CA Immobilien Anlagen AG	Real Estate Companies incl. REITs	138 000	19 194	19 367	173	2,09%	Wien
SM Prime Holdings Inc	Real Estate Companies incl. REITs	3 811 800	11 039	18 471	7 432	1,99%	Filippinerna
Shangri-La Asia Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	2 150 000	22 641	17 969	-4 672	1,94%	Hong Kong
Atrium Ljungberg AB	Real Estate Companies incl. REITs	128 327	13 063	17 289	4 226	1,86%	Stockholm
Melia Hotels International	Real Estate Companies incl. REITs	188 193	16 510	16 940	430	1,83%	Madrid
Soho China Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	4 068 500	22 031	16 321	-5 709	1,76%	Hong Kong
Ashford Hospitality Prime Inc	Real Estate Companies incl. REITs	137 500	13 347	16 155	2 808	1,74%	New York
Phoenix Mills Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	358 945	13 738	15 389	1 651	1,66%	Indien
Grivalia Properties Reic AE	Real Estate Companies incl. REITs	222 185	14 965	14 455	-510	1,56%	Aten
Emlak Konut Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Real Estate Companies incl. REITs	1 710 000	15 119	14 224	-895	1,53%	Istanbul
First Real Estate Investment Trust	Real Estate Companies incl. REITs	1 827 494	13 439	14 192	754	1,53%	Singapore
Capitaland Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	650 000	11 460	12 398	938	1,34%	Singapore
Obero Realty Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	329 090	9 428	11 063	1 635	1,19%	Indien
Ascendas India Trust	Real Estate Companies incl. REITs	1 780 200	7 454	10 949	3 496	1,18%	Singapore
Keck Seng Investments	Real Estate Companies incl. REITs	1 618 000	12 276	10 818	-1 458	1,17%	Hong Kong
Ashford Inc	Real Estate Companies incl. REITs	17 466	12 364	7 483	-4 880	0,81%	New York
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	Real Estate Companies incl. REITs	29 786 400	10 168	5 031	-5 137	0,54%	Indonesien
General Shopping Finance	Real Estate Companies incl. REITs	950 000	5 159	4 926	-233	0,53%	Euroclear
BR Properties SA	Real Estate Companies incl. REITs	50 611	1 345	1 000	-345	0,11%	Sao Paulo
<b>Summa värdepappersportfölj*</b>			<b>885 854</b>	<b>906 573</b>	<b>20 719</b>	<b>97,75%</b>	
Disponibel likviditet				20 849		2,25%	
<b>Summa andelskapital</b>				<b>927 422</b>		<b>100,00%</b>	

\* Siffrorna i 1 000 NOK.

NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN m<sup>2</sup> (PER 30/6 2016)

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

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



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



# Finansmarknader och skällande hundar

## SKAGEN Focus

På jakt efter exceptionella investeringar

- › Den kortsiktiga volatiliteten i spåren av Brexit skapade goda köpmöjligheter.
- › Våra utvalda metallföretag gav bränsle åt fondens resultat.
- › Katalysatorer för omvärdering utlöstes i några av fondens positioner.

1	2	3	4	5	RISK	7
Startdatum	26 maj 2015					
Avkastning sedan start	-13,8%					
Förvaltningskapital	1 134 miljoner SEK					
Antal fondsparare	3 891					

AVKASTNING, %	Q2/-16*	12 M*
SKAGEN Focus	7,7	-7,0
MSCI World AC TR Index	4,9	-2,4

\* Per 30 juni 2016



### PORTFÖLJFÖRVALTARE

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

\*\* Juniorförvaltare

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

Under kvartalet har några av våra ”hundar” verkligen börjat skälla, vilket tydligt visar investeringarnas potential. Den kortsiktiga volatiliteten efter Brexit skapade många köpmöjligheter.

Inför den brittiska folkomröstningen i juni var de finansiella marknaderna, sedda som en aggregerad värderingsmekanism, extremt nöjda. Uppriktigt sagt kände sig få investerare, analytiker och allmänna observatörer på finansmarknaden särskilt smarta efter att resultatet av omröstningen tillkännagivits, trots att opinionsundersökningar visade på ett mycket jämnt lopp. Marknaderna avskyr osäkerhet mer än dåliga nyheter, och aktiemarknaderna gick i fritt fall, obligationer steg kraftigt för att positionera räntorna ännu lägre vid extrema historiska nivåer. Områden som uppenbart saknar koppling till Storbritannien, som den japanska aktiemarknaden, kollapsade på kort sikt – något som visar marknadens oförmåga att prissätta tillgångar korrekt i osäkra tider.

Som vår fundamentala riskexponeringsmodell indikerat, var fondens exponering mot Brexit-utfallet begränsad. I själva verket är vårt enda innehav i Storbritannien sprittillverkaren Stock Spirits, med stora tillgångar i Polen och som faktiskt har en nettokostnadsbas i pund. Aktien var i stort sett oförändrad genom stormen i lokal valuta. Som vi ser det kommer britterna att fortsätta dricka franskt vin, och brittiska Rolls Royce kommer fortsätta leverera komponenter till Airbus i framtiden. Storbritannien är eurozonens största handelspartner och vice versa, och ett avtal kommer så småningom att slutas.

Denna kortsiktiga volatilitet skapade i vår mening ett antal stora köpmöjligheter, och vi placerade ett betydande kapital under perioden. I skrivande stund har många aktiemarknader redan återhämtat det de tappade under Brexit-incidenten.

Under kvartalet har några av våra ”hundar” verkligen börjat skälla då många katalysatorer visade positionernas investeringsfördelar. TerraVia bytte styrelse och ledning, FilaKorea kommer genom en börsintroduktion att tjäna pengar på sitt ägande i Titleist och en aktivistinvestering ersatte styrelseledamöterna i Omega Protein. Dessutom rekapitaliserade AirAsia sin balansräkning och efter att vårt investerade kapital fördubblats, sålde vi positionen. Våra utvalda metallföretag driver också våra resultat; South32, First Quantum och Pan America Silver bidrog starkt. Pan America Silver-aktien nådde vårt kursmål efter att ha stigit med 130 procent under 2016 och såldes ut ur fonden. Detta belyser vår disciplinerade och prisdrivna investeringsfilosofi. Koppargruvbolaget First Quantum omvärderades gynnsamt sedan de lyckats minska skulderna och refinansiera sin balansräkning samtidigt som kopparpriset stabiliserats.

Trots att alla våra finansbolag verkar utanför Europa, fortsatte de att tynga avkastningen. Detsamma gällde våra få Kinarelaterade aktier.

### SKAGEN FOCUS Q2 2016 (% AV FÖRVALTNINGSKAPITALET)

De 5 största positiva bidragsgivarna	5 största köp
AirAsia BHD 0,96%	Philips Lighting NV 3,32%
Haitai Confectionery & Foods Co Ltd 0,89%	Teva Pharmaceuticals 3,00%
Pan American Silver Corp 0,84%	Softbank Group Corp 2,55%
JBS SA* 0,66%	E-MART Inc 2,28%
Omega Protein Corp 0,62%	Infineon Technologies AG 1,85%
De 5 största negativa bidragsgivarna	5 största försäljningar
China Telecom Corp Ltd -0,51%	AirAsia BHD -4,13%
GCL-Poly Energy Holdings Ltd -0,43%	Pan American Silver Corp -3,55%
Aercap Holdings NV -0,39%	Ubiquiti Networks Inc -1,72%
Schaeffler AG -0,34%	Haitai Confectionery & Foods Co Ltd -1,60%
Aryzta AG -0,33%	SK Hynix Inc -1,44%

\*JBS är den största aktieägaren i Pilgrim's Pride. Den kombinerade vikten för dessa två positioner är 8,55%.



## PROTEINBOOST

Fonden har gradvis blivit mer proteinrik i takt med att vi har ökat våra positioner i den brasilianska köttproducenten JBS och dess USA-noterade dotterbolag, kycklingproducenten Pilgrim's Pride. Vi har väntat på att ledningen ska vidta åtgärder för att förbättra JBS företagsstruktur och minska det stora värderingsgapet till konkurrenterna. I maj meddelade bolaget en uppdelning av den globala och den brasilianska verksamheten. Det nya bolaget, som kallas JBS Foods International, kommer att omfatta de separerade internationella tillgångarna och listas i USA, medan de brasilianska tillgångarna fortsatt kommer att vara noterade genom den aktuella börsnoteringen i Brasilien. Aktien steg kraftigt på denna händelse. Eftersom den fortfarande handlas till en betydande och omotiverad rabatt till amerikanska likar som Tyson Foods, anser vi att detta så småningom kommer att leda till en ytterligare omvärdering av aktien på över 50 procent. Det finns en rimlig chans att ytterligare förenklingar av bolagsstrukturen kommer att inbegripa Pilgrim's Pride, något som skulle gynna minoritetägare som SKAGEN Focus.

## SÖTA KOREANSKA CHIPS

SKAGEN Focus är flexibel och opportunistisk till sin natur, något som kan illustreras av vår kortlivade men extremt lönsamma investering i den sydkoreanska sötsakstillverkaren Haitai. Det 70-åriga företaget har en bred portfölj av sötsaker och ligger även bakom den senaste "honey butter potato chip" – febern i Sydkorea. Trots att Haitais chipsfabriker arbetar dygnet runt, hinner företaget inte tillverka tillräckligt många chips. När Haitai gjorde comeback på börsen, övertecknades introduktionen och priset fastställdes till 15 100 sydkoreanska won, en mycket attraktiv nivå enbart med tanke på nuvarande vinst. Aktien steg snabbt till över vår rikt Kurs och vi sålde ut bara några dagar senare på 64 000 sydkoreanska won.

## ONLINEMÖJLIGHETER

Vi har också varit aktiva i andra delar av det sydkoreanska investeringslandskapet och initierade nyligen en position i lågpriskedjan E-Mart. E-Mart driver framförallt stormarknader och har en marknadsandel på cirka 50 procent i Sydkorea. Marknaden för lågprisbutiker har mätts och konkurrensen från nättaktörer som Coupang (Sydkoreas Amazon) har ökat, vilket gett fallande vinster tre år i rad. Denna ganska negativa miljö har dock gett upphov till en mycket attraktiv värdering av aktien. Dessutom anser vi att det finns påtagliga omvärderingskatalysatorer vid horisonten. Närvaron inom nätbaserade livsmedelsleveranser har varit begränsad, vilket är ironiskt med tanke på bolagets namn, men övergången till onlineverksamheten där E-Mart nu är ledande kan utlösa en omvärdering. Bolaget äger också en stor del av sina butiker och har stora tillgångar utanför kärnverksamheten i balansräkningen som ger oss verkligt värderingsstöd via sina tillgångar.



Foto: Bloomberg

## VI SER LJUSET

Under det mycket aktiva kvartalet för fonden, deltog vi också i börsintroduktionen av Philips Lighting, som noterades under den lämpliga tickern LIGHT. Företaget är en global tillverkare och leverantör av belysningsprodukter, -system och tjänster med betydande marknadsandel inom sina kärnmarknader och har tills nyligen varit helägt av holländska Philips. Efter en misslyckad privat försäljning av Philips Lighting, valde ägaren så småningom att börsintroducera bolaget, något som lagt grunden till en potentiellt undervärderad transaktion. Det minst sagt rabatterade priset för börsintroduktionen kan förklaras av: en alltför negativ syn på nedgångstakten inom traditionell belysning, den lägre andelen av bolagets aktier som handlas på börsen till följd av att

moderbolaget Philips initialt behåller 75 procent av aktierna – vilket också innebär risk för ytterligare aktieförsäljningar – samt den komplexa utbrytningen från moderbolaget som skapade förvirring om bolagets ekonomi. Vi tror att industridivisionerna i bolaget mer än väl kommer att kompensera för den svaga glödlampsaffären framöver, och vi ser vår föreskrivna 50-procentiga uppsida i aktien.

SKAGEN Focus är en högkoncentrerad fond som investerar i få, utvalda bolag. Väsentliga avvikelser från jämförelseindex – både positiva och negativa – är troliga. Vi är glada att kunna meddela att det andra kvartalet slutade positivt, med en absolut avkastning på 7,7 procent. Vi tackar för ditt förtroende och stöd för fonden och ser fram emot ett fortsatt lyckosamt 2016.

**BOLAGSGLIMTAR**



Foto: Stock Spirits

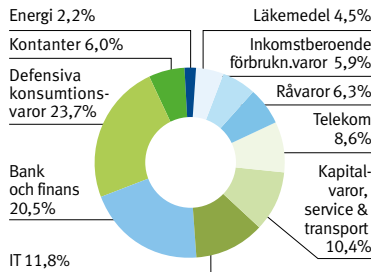


Foto: E-mart

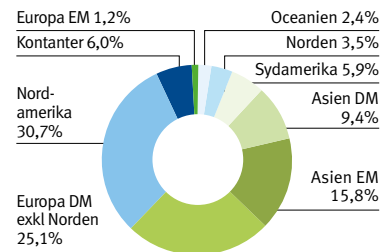
**E-MART (2,0 procent)**

En av Sydkoreas största lågpriskedjor med ett stort nätverk av 150 lågprisbutiker. Förvärvade Wal-Mart Korea 2006. Företaget är mitt inne i en operativ nyriktning med hög expansionspotential inom livsmedelshandel på nätet. Aktien stöds av stora tillgångar i och med att E-mart äger 85 procent av de egna butikerna. De har också en femprocentig andel i Samsung Life och 50 procent av Starbucks Korea.

**BRANSCHFÖRDELNING SKAGEN FOCUS**



**GEOGRAFISK FÖRDELNING SKAGEN FOCUS**



**Stock Spirits (2,0 procent)**

Denna kända dryckesproducent är vårt enda innehav i Storbritannien. Efter en maktstrid där investeraren Luis Amaral till slut fick in två representanter i bolagets styrelse, pressas företaget att minska kostnaderna och flytta huvudkontoret från London till sina kärnmarknader i Östeuropa. Eftersom bolaget har ett rejält fritt kassaflöde har det aviserat om en extra utdelning till aktieägarna.

**NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN FOCUS (PER 30/6 2016)**

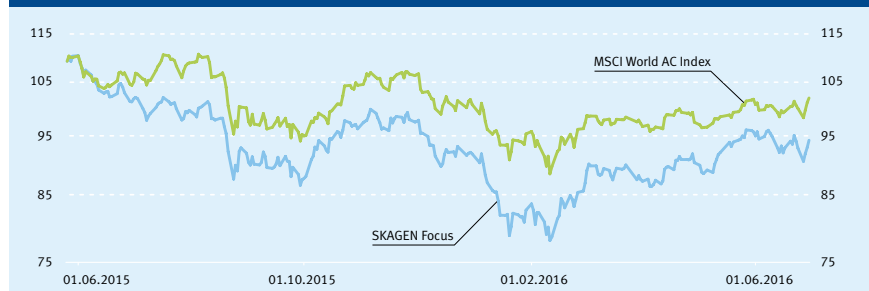
Företag	Postens storlek	Kurs	P/E 2016E	P/E 2017E	P/BV senaste	Kursmål
American International Group Inc	6,5%	52,89	13,2	9,5	0,7	90
Jbs SA*	5,9%	10,00	12,7	5,4	1,2	22
Softbank Group Corp	5,3%	5 789,00	9,5	9,4	2,5	9 600
Infineon Technologies AG	5,1%	12,98	18,0	15,8	3,1	20
Omega Protein Corp	4,2%	19,99	11,6	11,0	1,5	30
SBI Holdings Inc	4,2%	1 009,00	7,7	7,2	0,6	3 000
Jenoptik AG	4,0%	14,80	16,9	15,5	1,9	20
SK Hynix Inc	3,6%	32 400,00	13,3	10,8	1,1	65 000
Carlsberg AS-B	3,5%	634,50	21,0	18,8	2,3	822
China Telecom Corp Ltd	3,3%	3,46	14,5	12,5	0,9	8
<b>Topp 10 vägt genomsnitt</b>	<b>45,5%</b>		<b>12,7</b>	<b>9,8</b>	<b>1,2</b>	
<b>Aktier (33 positioner)</b>	<b>94,7 %</b>					
<b>Kontanter</b>	<b>5,3 %</b>					
<b>Total portfölj</b>	<b>100,0%</b>					

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

Värdepapper		Antal	Köpvärde NOK*	Marknadsvärde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
American International Group Inc	Financials	167 000	80 374	72 474	-7 900	6,48%	New York
Jbs SA	Consumer Staples	2 560 000	63 213	66 189	2 976	5,92%	Sao Paulo
Softbank Group Corp	Telecommunication Services	124 300	57 195	58 663	1 468	5,25%	Tokyo
Infineon Technologies AG	Information Technology	468 000	51 772	56 524	4 751	5,05%	Frankfurt
Omega Protein Corp	Consumer Staples	282 600	40 779	46 848	6 069	4,19%	New York
SBI Holdings Inc	Financials	568 000	59 955	46 723	-13 232	4,18%	Tokyo
Jenoptik AG	Industrials	324 800	33 741	44 526	10 785	3,98%	Xetra
SK Hynix Inc	Information Technology	173 000	43 205	40 628	-2 577	3,63%	Seoul
Carlsberg AS-B	Consumer Staples	49 600	35 727	39 314	3 587	3,52%	Köpenhamn
China Telecom Corp Ltd	Telecommunication Services	9 914 000	49 123	36 992	-12 131	3,31%	Hong Kong
Philips Lighting NV	Industrials	181 193	35 145	35 095	-50	3,14%	Amsterdam
Citizens Financial Group Inc	Financials	208 000	44 542	34 559	-9 982	3,09%	New York
Aryzta AG	Consumer Staples	102 707	40 218	31 402	-8 815	2,81%	Zürich
Aercap Holdings NV	Financials	108 210	37 523	29 873	-7 650	2,67%	New York
Pilgrim's Pride Corp	Consumer Staples	140 000	27 963	29 628	1 665	2,65%	New York
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	Health Care	70 000	30 038	29 412	-626	2,63%	NASDAQ
South32 Ltd	Materials	2 810 000	37 359	26 957	-10 403	2,41%	Sydney
TerraVia Holdings Inc	Materials	1 366 525	28 704	26 873	-1 830	2,40%	NASDAQ
Fila Korea Ltd	Consumer Discretionary	40 500	29 243	26 684	-2 559	2,39%	Seoul
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	Consumer Discretionary	38 200	28 137	26 664	-1 473	2,38%	Seoul
Schaeffler AG	Industrials	243 033	31 351	26 586	-4 765	2,38%	Frankfurt
E-MART Inc	Consumer Staples	18 000	22 843	22 571	-272	2,02%	Seoul
Alphabet Inc Class C	Information Technology	3 700	22 416	21 264	-1 152	1,90%	NASDAQ
Synchrony Financial	Financials	99 572	26 469	20 756	-5 713	1,86%	New York
Magforce AG	Health Care	445 989	23 569	20 725	-2 844	1,85%	Xetra
CIT Group Inc	Financials	78 000	27 947	20 319	-7 627	1,82%	New York
Stock Spirits Group Plc	Consumer Staples	1 110 375	25 314	19 789	-5 526	1,77%	London
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	Energy	16 500 000	31 962	17 972	-13 990	1,61%	Hong Kong
First Quantum Minerals Ltdc	Materials	290 000	9 919	17 068	7 149	1,53%	Toronto
Fourlis Holdings SA	Consumer Discretionary	387 563	9 631	12 967	3 337	1,16%	Aten
Massimo Zanetti Beverage Group SpA	Consumer Staples	187 564	14 452	12 734	-1 718	1,14%	Italien
Rentech Inc	Industrials	623 816	31 949	12 461	-19 488	1,11%	New York
Ubiquiti Networks Inc	Information Technology	28 000	7 899	8 906	1 007	0,80%	NASDAQ
FFP	Financials	13 606	8 475	7 963	-513	0,71%	Paris
Whiting Petroleum Corp	Energy	85 000	21 878	6 534	-15 344	0,58%	New York
Samsung SDI Co Ltd Pref	Information Technology	11 080	5 185	4 963	-221	0,44%	Seoul
<b>Summa värdepappersportfölj*</b>			<b>1 175 213</b>	<b>1 059 608</b>	<b>-115 605</b>	<b>94,74%</b>	
Disponibel likviditet				58 782		5,26%	
<b>Summa andelskapital</b>				<b>1 118 390</b>		<b>100,00%</b>	

\* Siffrorna i 1 000 NOK.

## KURSHISTORIK SKAGEN FOCUS



# Folkviljan skapar turbulens

## SKAGEN Tellus

Dörröppnaren till globala räntemarknader

- › Fortsatt politisk oro.
- › Förmodligen lite lägre styrräntor.
- › Volatilitet framåt.

1 2 3 **RISK** 5 6 7

Startdatum	29 sept 2006
Avkastning sedan start	70,37%
Förvaltningskapital	1 100 milj SEK
Antal fondsparare	2 757

<b>AVKASTNING, %</b>	<b>Q2/-16*</b>	<b>12 M*</b>
SKAGEN Tellus	5,65	3,28
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged	8,31	13,64

\* Per 30 juni 2016.



### PORTFÖLJFÖRVALTARE

Jane Tvedt och Torgeir Høien

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

För SKAGEN Tellus blev effekten av folkomröstningen i Storbritannien minskad avkastning i förhållande till jämförelseindex – där obligationer utgivna av amerikanska, japanska och tyska staten väger tungt.

Detta var anledningen till att fonden gick sämre än marknaden under andra kvartalet. Fonden gick upp 1,8 procent under kvartalet, vilket var mindre än hälften av vad jämförelseindexet gick upp.

Men i skrivande stund, i slutet av juni, ser det ut som att marknaden börjat lägga resultatet av det brittiska valet bakom sig. Orsaken är troligen att det börjar gå upp för investerarna att en folklig önskan att lämna EU inte nödvändigtvis leder till en så kallad Brexit. Att politiker och etablissemang mer än mannen på gatan uppskattar EU är inget nytt. Det finns också en tradition inom EU att efter människor har fått ge uttryck för sitt missnöje verkar politiker med diplomatisk och juridisk smidighet för att hålla unionen intakt.

Vi anser att det finns en hög sannolikhet för att det inte blir någon Brexit. EU kommer att försöka hålla kvar Storbritannien. För smittar effekten av Brexit kan hela EU falla samman. Frankrike ska välja en ny president nästa år, och endast en tredjedel av fransmännen har en positiv inställning till EU.

Folkets vilja kan med andra ord skapa turbulens även under den andra halvan av året. Som det ser ut nu är Donald Trump hack hälar på Hillary Clinton i opinionsundersökningarna. Trump förmedlar åsikter som många av dem som röstade för Brexit står för. En tro på att svag inkomstillväxt beror på invandring och ökad internationell handel. Om Trump vinner valet kommer förmodligen finansmarknaden bli rejält orolig. Men återigen, tror vi att detta kommer att vara tillfälligt. Trump kommer att behöva ta itu med kongressen. I praktiken är det nog väldigt lite han kommer lyckas genomföra om han blir vald.

På grund av den politiska osäkerheten på båda sidor av Nordatlanten, finns det ingen anledning att tro att de stora centralbankerna kommer att höja sina styrräntor. Med undantag av amerikanska Fed, finns det större anledning att tro på ytterligare något lägre centralbanksräntor. Varken tillväxt eller inflation indikerar att det är angeläget att skärpa penningpolitiken.

Vi tror SKAGEN Tellus portfölj, där fonden främst är exponerad mot euroområdet periferi och några utvalda tillväxtekonominer, kommer att ge andelsägarna god avkastning. Men som efterdyningarna av valet i Storbritannien visar, måste man vara beredd på volatilitet.

Värdepapper	Förfälldatum	Kupong, procent	Nominellt, NOK***	Kostnads-värde, NOK***	Marknads-kurs NOK	Upplöpen ränta, NOK	Marknads-värde, NOK***	Marknads-värde inkl upplöpen ränta, NOK***	Orealiserad vinst/förlust, NOK**	Andelar av fonden
<b>STATSOBLIGATIONER</b>										
Canadian Government	01.11.2016	1,00	10 000	65 014	646,79	105	64 679	64 785	-335	5,97%
Chilean Government	05.08.2020	5,50	4 410 000	54 659	1,34	1 237	59 063	60 300	4 403	5,55%
German Government	10.03.2017	0,00	7 000	65 092	934,83	0	65 438	65 438	346	6,03%
Croatia Government Int Bond	30.05.2022	3,87	8 300	74 798	959,22	254	79 615	79 869	4 817	7,35%
Hellenic Republic Government	24.02.2035	3,00	9 000	53 134	573,19	872	51 587	52 459	-1 547	4,83%
Portugese Government	15.10.2025	2,87	5 000	47 985	929,90	947	46 495	47 442	-1 490	4,37%
Slovenia Government	30.03.2026	5,12	3 500	41 766	1 273,00	421	44 555	44 976	2 789	4,14%
Spanish Government	30.04.2025	1,60	5 000	45 315	972,17	124	48 609	48 733	3 294	4,49%
European Bank Recon & Dev	19.03.2018	5,75	200 000	25 846	12,23	403	24 468	24 871	-1 378	2,29%
Mexican Government	15.12.2016	7,25	120 000	54 693	46,00	165	55 201	55 365	508	5,10%
Norwegian Government	19.05.2017	4,25	60 000	63 360	103,30	293	61 982	62 275	-1 379	5,73%
New Zealand Government	17.04.2023	5,50	8 000	54 358	723,98	544	57 918	58 462	3 560	5,38%
Peruvian Government	12.08.2037	6,90	18 000	41 063	267,81	1 208	48 206	49 414	7 143	4,55%
Lithuanian Government	01.02.2022	6,62	5 500	42 570	1 015,68	1 265	55 862	57 128	13 292	5,26%
US Government	31.08.2016	0,50	12 800	87 374	839,22	181	107 420	107 602	20 046	9,91%
US Government	30.06.2017	0,62	10 800	88 468	839,94	0	90 714	90 714	2 246	8,35%
US Government	30.11.2016	0,87	10 000	87 347	840,86	62	84 086	84 148	-3 261	7,75%
<b>Summa värdepappersportfölj</b>				<b>992 844</b>		<b>8 082</b>	<b>1 045 898</b>	<b>1 053 980</b>	<b>53 054</b>	<b>97,05%</b>
Disponibel likviditet				31 746			31 987	31 987	241	2,95%
<b>Summa andelskapital</b>				<b>1 024 590</b>		<b>8 082</b>	<b>1 077 885</b>	<b>1 085 967</b>	<b>53 295</b>	<b>100,00%</b>

### Nyckeltal

Effektiv underliggande avkastning 2,09% Duration\* 3,55

\* Duration är ett förenklat uttryck för hur mycket kursen på räntepappret fluktuerar om räntan ändras sig med 1 procent.  
\*\* Siffrorna i 1 000 NOK.

Effektiv ränta är den genomsnittliga årliga avkastningen på ett räntepapper fram till det förfaller.

Värdepapper är värderade till marknadskurs 30.06.2016.

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



# God avkastning under ett händelserikt kvartal

Andra kvartalet 2016 har varit turbulent, men med god avkastning.

## SKAGEN Credit SEK

*De bästa obligationerna från den globala fruktträdgården*

- › God avkastning både för kvartalet och första halvåret.
- › Pressade bolag tar tag i problemen.
- › Fortsatt attraktiv pris-sättning på företagsobligationer.

	1	2	RISK	4	5	6	7
Startdatum	30 maj 2014						
Avkastning sedan start	-2,48%						
Förvaltningskapital	127 milj SEK						
Antal fondsparare	62						

AVKASTNING, %	Q2/-16*	12 M*
SKAGEN Credit	2,68	-1,88
OMRX-TBILL	-0,15	-0,51

\* Per 30 juni 2016.



### PORTFÖLJFÖRVALTARE

Ola Sjöstrand och Tomas Nordbø Middelthon

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

I slutet av januari och början av februari var det mycket spänt på kreditmarknaden som en följd av fallande råvarupriser, med oljepriset i förarsätet.

Råvarupriserna började falla redan under hösten 2014, men det var först under 2016 som svältfödda företag började gå i konkurs. Denna trend spillde över till banksektorn där marknaden var osäker på hur mycket förluster bankerna kunde förvänta sig på lån till företag med råvaruexponering.

#### Sårbara råvarubolag

Under andra kvartalet har råvarupriserna börjat stiga, och företag utanför råvarusektorn som blev offer för torkan på lånemarknaden i vintras har åter fått tillgång till finansiering. Det finns fortfarande företag inom enskilda sektorer som kämpar med verksamheten och har svårt att förnya sina lån. Företag som är exponerade mot råvaror där det finns överkapacitet är särskilt sårbara. Till exempel har serviceleverantörer till oljeindustrin fortsatt negativa marknadsutsikter. Det finns många företag som måste genomgå omstruktureringar genom att skriva ner skulderna eller i värsta fall gå i konkurs. Den globala konkursräntan är den näst högsta på tio år, slagen bara av finanskrisåret 2009. Ingenting tyder på ett snabbt tillfrisknande för de drabbade företagen.

I SKAGEN Credit har vi låg exponering mot sådana företag, men som en diversifierad global fond, är det naturligt att vissa enskilda företag i portföljen upplever tuffare tider. Det är därför betryggande att aktörer som gruvbolaget Glencore, råvaruhandlaren Noble Group, oljebolaget Petrobras och Standard Chartered Bank alla svarar på förändringar på marknaden genom att sälja tillgångar, minska skulderna eller hämta in nytt eget kapital. Det är åtgärder som stärker företagets solvens och gynnar obligationsinnehavare.

#### Valchock

Mot slutet av kvartalet kom resultatet av folkomröstningen om Storbritanniens medlemskap i EU som en chock för marknaden. SKAGEN Credit har 13 procent av portföljen exponerad mot Storbritannien men valresultatets marknadseffekt har inte påverkat fonden särskilt mycket. De företag vi har i Storbritannien är solida (god kreditvärdighet) och dessutom är fonden valutasäkrad så det brittiska pundets fall har inte påverkar fondens avkastning.

Sammantaget har avkastningen för kvartalet och det senaste halvåret varit mycket god. Kreditpåslaget är fortsatt högt, så möjligheterna till ytterligare god avkastning framöver finns på plats. Portföljen består av solida företag, fonden är väl diversifierad både vad gäller sektorer och geografi. Men som vi har sett de senaste två åren är vi, som alla andra, känsliga för stora marknadshändelser.

# VÄRDEPAPERSPORTFÖLJ SKAGEN CREDIT PER 30 JUNI 2016

SKAGEN CREDIT SEK	Antal andelar i tusental	SEK	%
SKAGEN Credit	1 152	124 267	99,33
Likviditet		834	0,67
<b>Summa Andelskapital</b>		<b>125 101</b>	<b>100,00</b>

Valutasäkringsgrad 98,20%, ägarandel av SKAGEN Credit 58,13%

SKAGEN Credit SEK/NOK/EUR är matarfonder som investerar sina tillgångar i huvudfonden (master fund) som tillvaratar alla portföljinvesteringar.

Följande är en överblick av SKAGEN Credits huvudfonds portfölj.

SKAGEN CREDIT MASTER FUND, NOK Värdepapper	Valuta	Förfalldatum	Andelar	Kupong, procent	Marknads- värde, NOK	Andelar av fonden
Gazprom OAO	USD	11.04.2018	800	8,15	7 493	3,52
Petrobras Global Finance BV	USD	01.03.2018	600	5,88	5 247	2,46
Seadrill Ltd	USD	15.09.2017	700	6,13	3 159	1,48
Petrobras Global Finance BV	USD	20.01.2020	200	5,75	1 660	0,78
<b>Summa Energi</b>					<b>17 559</b>	<b>8,24</b>
Glencore Canada Financial Corp	GBP	27.05.2020	400	7,38	4 836	2,27
INEOS	EUR	01.05.2023	500	4,00	4 508	2,12
Glencore Funding LLC	USD	29.04.2019	475	3,13	3 915	1,84
Glencore Funding LLC	USD	30.05.2023	400	4,13	3 131	1,47
<b>Summa Råvaror</b>					<b>16 390</b>	<b>7,69</b>
Color Group AS	NOK	18.09.2019	7 000	6,28	7 187	3,37
Stena AB	EUR	01.02.2019	620	5,88	6 017	2,82
PostNL NV	GBP	14.08.2018	400	7,50	5 373	2,52
DSV A/S	DKK	18.03.2022	4 000	–	5 067	2,38
Norwegian Air Shuttle AS	EUR	11.12.2019	500	7,25	4 785	2,25
Tallink Group AS	NOK	18.10.2018	4 000	6,01	4 162	1,95
Heathrow Funding Ltd	GBP	20.03.2020	300	6,00	3 885	1,82
Heathrow Funding Ltd	GBP	10.09.2018	300	6,25	3 846	1,81
Bombardier Inc	USD	16.03.2020	400	7,75	3 384	1,59
Noble Group Ltd	USD	29.01.2020	350	6,75	2 490	1,17
Norwegian Air Shuttle AS	NOK	03.07.2017	2 000	4,75	1 989	0,93
<b>Summa Kapitalvaror, service och transport</b>					<b>48 186</b>	<b>22,62</b>
Best Buy Co Inc	USD	15.03.2021	800	5,50	7 255	3,41
Jaguar Land Rover Automotive Plc	GBP	01.03.2023	500	3,88	5 391	2,53
Volkswagen Leasing GmbH	EUR	06.09.2022	500	2,38	5 146	2,42
Samvardhana Motherson Automotive	EUR	15.07.2021	500	4,13	4 778	2,24
Fiat Finance & Trade SA	EUR	15.03.2018	400	6,63	4 070	1,91
Samvardhana Motherson Automotive	USD	16.12.2021	400	4,88	3 384	1,59
Fiat Chrysler Finance Europe	EUR	22.03.2021	200	4,75	2 028	0,95
<b>Summa Intäktsberoende konsumtionsvaror</b>					<b>32 051</b>	<b>15,05</b>
Safeway Ltd	GBP	10.01.2017	400	6,00	4 721	2,22
JBS Investments GmbH	USD	28.10.2020	500	7,75	4 483	2,10
Cosan	USD	14.03.2023	500	5,00	4 020	1,89
Lennar Corp	USD	17.06.2019	300	4,50	2 619	1,23
Avon Products Inc	USD	01.03.2019	250	6,50	1 952	0,92
<b>Summa Defensiva konsumtionsvaror</b>					<b>17 794</b>	<b>8,35</b>
Danske Bank AS	GBP	29.09.2021	600	5,38	7 251	3,40
Bank of Baroda	USD	23.07.2019	750	4,88	6 863	3,22
Länsförsäkringar Bank AB	SEK	27.04.2026	6 000	1,92	5 985	2,81
Amlin Plc	GBP	18.12.2026	500	6,50	5 823	2,73
Insurance Australia Group Ltd	GBP	21.12.2026	400	5,63	4 612	2,17
Diamond Bank Plc	USD	21.05.2019	400	8,75	2 659	1,25
American Tower Corp	USD	15.02.2019	300	3,40	2 653	1,25
Standard Chartered Bank	GBP	03.04.2018	200	7,75	2 502	1,17
Banco Est Rio Grande Sul	USD	02.02.2022	250	7,38	1 984	0,93
Standard Chartered PLC	EUR	23.11.2022	200	3,63	1 905	0,89
<b>Summa Bank och finans</b>					<b>42 237</b>	<b>19,83</b>
Rolta Americas LLC	USD	24.07.2019	400	–	509	0,24
<b>Summa Informationsteknik</b>					<b>509</b>	<b>0,24</b>
VimpelCom Holdings BV	USD	01.03.2022	550	7,50	5 194	2,44
Bharti Airtel International	EUR	20.05.2021	400	3,38	4 042	1,90
Bharti Airtel International	EUR	10.12.2018	300	4,00	3 059	1,44
Frontier Communications Corp	USD	15.09.2022	300	10,50	2 723	1,28
VimpelCom Holdings BV	USD	01.03.2017	200	6,26	1 759	0,83
<b>Summa Telekom</b>					<b>16 777</b>	<b>7,88</b>
BKK AS	NOK	22.05.2020	10 000	1,65	9 882	4,64
EDP Finance BV	USD	01.10.2019	1 000	4,90	9 007	4,23
<b>Summa Nyttotjänster</b>					<b>18 889</b>	<b>8,87</b>
<b>Summa värdepappersportfölj</b>					<b>210 392</b>	<b>98,77</b>
IRS USD 20180620	USD	20.06.2018	3 500		-411	-0,19
IRS EUR 20180620	EUR	20.06.2018	3 000		-413	-0,19
IRS USD 20190820	USD	20.08.2019	2 000		-552	-0,26
IRS GBP 20180129	GBP	29.01.2018	1 200		-344	-0,17
IRS USD 20210622	USD	22.06.2021	1 000		-378	-0,18
IRS EUR 20210511	EUR	11.05.2021	600		-199	-0,10
IRS GBP 20230523	GBP	23.05.2023	400		-131	-0,06
<b>Summa Derivater</b>					<b>-2 427</b>	<b>-1,14</b>
<b>Likviditet</b>					<b>5 060</b>	<b>2,38</b>
<b>Summa andelskapital</b>					<b>213 024</b>	<b>100,00</b>



# Sunt förnuft och stabilitet

I tider med låga (negativa!) räntor är utmaningen att inte falla för frestelsen att öka risken. Krona är SKAGEN:s alternativ till bankkonto och avkastningen ska därför vara stabil. Samtidigt avser vi ge en avkastning som står sig mot andra lågriskalternativ. Vår lösning blir att tillämpa sunt förnuft i val av investeringar och endast investera i sådant vi förstår oss på.

Avkastningen för andra kvartalet på 0,1 procent blir 0,4 procent omräknat till en bankränta. Det är högre än fondens genomsnittliga ränta under perioden, 0,2% procent.

Riksbanken valde att bibehålla reporäntan på -0,5 procent vid sitt möte i april. Interbankräntorna, som följer reporäntan ganska bra, har också varit relativt oförändrade det här kvartalet.

Krona har låg risk och investerar i företag och banker med stabilt kassaflöde. Fonden har också

en väldigt låg ränterisk, 0,2 år och påverkas därför lite av ändringar i räntenivåer. Investeringarna är korta, cirka 2/3 förfaller inom sex månader. I mandatet finns möjligheten till något längre investeringar, och vi har cirka 1/3 i obligationer som förfaller mellan ett och tre år. Dessa "längre" investeringar har alla räntestjustering var tredje månad och således en väldigt låg ränterisk. De längre obligationerna är intressanta i och med att en ändring i dess kreditpåslag påverkar värdet mer än vad en ändring i kreditpåslag på korta obligationer eller certifikat gör. Det innebär att både risken och avkastningen kan variera mer i långa papper än i korta. Det här kvartalet har kreditpåslaget minskat något på de längre obligationerna och Krona har fått en högre avkastning än vad fondens effektiva ränta indikerat.

## SKAGEN Krona

Tillsammans för bättre räntor

- › Låg men stabil avkastning.
- › Riksbanken avvaktar omvärlden.
- › Ingen ökad risk i fonden.

RISK 2 3 4 5 6 7

Startdatum 29 juni 2007

Avkastning sedan start 20,96%

Förvaltningskapital 416 milj SEK

Antal fondsparare 308

**AVKASTNING, %** Q2/-16\* 12 M\*

SKAGEN Krona 0,09 0,07

OMRX-TBILL -0,15 -0,51

\* Per 30 juni 2016



### PORTFÖLJFÖRVALTARE

Ola Sjöstrand, Elisabeth Gausel och Sondre Solvoll Bakketun

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

Värdepapper	Förfällo-datum	Kupong, procent	Nominellt, NOK ***	Kostnads-pris, NOK ***	Marknads-kurs, NOK	Upplyst, ränta, NOK	Marknads-värde, NOK ***	Marknads-värde inkl upplupen ränta, NOK***	Realiserad vinst/förlust, NOK ***	Andelar av fonden
<b>RÄNTEPAPPER MED RÖRLIG RÄNTA</b>										
<b>Finans</b>										
Danske Bank A/S	05.09.2016	1,47	10 000	10 155	100,30	9	10 030	10 039	-125	2,41%
Ikano Bank SE	01.02.2018	0,55	10 000	10 000	100,10	9	10 010	10 019	10	2,41%
Ikano Bank SE	26.09.2016	0,66	15 000	15 053	100,13	1	15 019	15 020	-34	3,61%
Ikano Bank SE	29.04.2019	0,81	4 000	4 000	100,11	6	4 004	4 010	4	0,96%
Länsförsäkringar Bank AB	15.05.2018	0,41	19 000	19 072	100,44	10	19 083	19 093	11	4,59%
Nordea Bank AB	03.11.2016	1,30	20 000	20 194	100,47	42	20 093	20 135	-101	4,84%
Sparebank 1 SMN	28.08.2017	1,27	5 000	5 066	101,08	5	5 054	5 059	-12	1,22%
Sparebank 1 SMN	29.10.2018	0,46	35 000	35 118	99,54	28	34 840	34 868	-278	8,39%
Sparebank 1 Nord-Norge	24.01.2019	0,31	10 000	9 859	98,86	6	9 886	9 891	27	2,38%
Sparebanken Vest	10.09.2018	0,07	18 000	17 874	99,03	1	17 825	17 826	-49	4,29%
<b>Industri</b>										
Arla Foods amba	04.06.2018	1,22	10 000	10 165	101,07	8	10 107	10 115	-58	2,43%
Fortum Värme	27.11.2017	0,19	20 000	20 000	100,02	4	20 004	20 008	4	4,81%
Skanska Financial Services AB	22.11.2016	1,38	4 000	4 051	100,52	6	4 021	4 027	-30	0,97%
Volvo Treasury AB	19.09.2016	0,00	15 000	15 000	99,99	-	14 999	14 999	-1	3,61%
<b>RÄNTEPAPPER MED FAST RÄNTA</b>										
<b>Industri</b>										
Akelius	05.09.2016	0,00	10 000	9 987	99,98	-	9 998	9 998	11	2,40%
Akelius	19.08.2016	0,00	7 000	6 997	99,99	-	6 999	6 999	3	1,68%
Arla Foods amba	16.11.2016	0,00	8 000	7 995	99,94	-	7 995	7 995	0	1,92%
Castellum AB	11.11.2016	0,00	10 000	9 993	99,96	-	9 996	9 996	4	2,40%
Castellum AB	18.08.2016	0,00	7 000	6 995	100,01	-	7 001	7 001	5	1,68%
Fabege AB	12.09.2016	0,00	8 000	7 995	100,02	-	8 001	8 001	6	1,92%
Fabege AB	13.12.2016	0,00	10 000	9 985	99,86	-	9 986	9 986	1	2,40%
Hexagon AB	11.10.2016	0,00	18 000	17 988	100,01	-	18 001	18 001	13	4,33%
Indutrade	24.08.2016	0,00	25 000	24 985	100,00	-	25 001	25 001	16	6,01%
Indutrade	29.09.2016	0,00	10 000	9 994	99,99	-	9 999	9 999	5	2,40%
Intrum Justitia AB	05.07.2016	0,00	7 000	6 999	100,00	-	7 000	7 000	1	1,68%
Intrum Justitia AB	26.09.2016	0,00	11 000	10 996	99,99	-	10 998	10 998	2	2,65%
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	23.08.2016	0,00	18 000	17 993	100,00	-	17 999	17 999	6	4,33%
Tele2 AB	10.08.2016	0,00	15 000	14 997	100,02	-	15 003	15 003	6	3,61%
Trelleborg Treasury AB	25.07.2016	0,00	16 000	15 997	100,01	-	16 001	16 001	4	3,85%
Volkswagen Finans Sverige AB	27.10.2016	0,00	15 000	14 968	99,93	-	14 989	14 989	21	3,61%
<b>Summa värdepappersportfölj</b>				<b>390 469</b>		<b>134</b>	<b>389 942</b>	<b>390 075</b>	<b>-527</b>	<b>93,82%</b>
Disponibel likviditet				25 688			25 688	25 688		6,18%
<b>Summa andelskapital</b>				<b>416 157</b>		<b>134</b>	<b>415 630</b>	<b>415 763</b>	<b>-527</b>	<b>100,00%</b>
<b>Nyckeltal</b>										
Effektiv underliggande avkastning	0,22%		Effektiv avkastning till kunder*	0,12%		Duration**				0,17

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

Effektiv ränta är den genomsnittliga årliga avkastningen på ett räntepapper fram till det förfaller. Värdepapper är värderade till marknadskurs 30.06.2016. Obligationer och certifikat där det inte existerar "market-maker" kurser prissätts från tid till tid mot gällande yield-kurva.

Kurs per 30.06.2016 100,3242

## RÅKENSKAPER PER 30 JUNI 2016 – DENNA SEKTION ÄR PÅ NORSKA

<b>Resultatregnskap</b> (angitt i hele tusen kroner)	<b>SKAGEN Vekst</b> 1. halvår 2016	<b>SKAGEN Global</b> 1. halvår 2016	<b>SKAGEN Kon-Tiki</b> 1. halvår 2016	<b>SKAGEN m<sup>2</sup></b> 1. halvår 2016	<b>SKAGEN Focus</b> 1. halvår 2016	<b>SKAGEN</b> Balanse 60/40 1. halvår 2016	<b>SKAGEN Tellus</b> 1. halvår 2016	<b>SKAGEN</b> Avkastning 1. halvår 2016
<b>PORTEFØLJEINNTEKTER OG -KOSTNADER</b>								
Renteinntekter/-kostnader	-829	-6 594	-24 135	536	53	1 303	12 298	17 261
Aksjeutbytte	147 594	504 705	405 119	15 162	13 764	-	-	-
Gevinst/tap ved realisasjon	-156 102	1 506 629	692 748	19 403	31 947	1 023	24 793	5 894
Endring urealiserte kursgevinster/tap	-637 671	-5 190 340	-1 376 227	-46 154	-69 592	-15 865	-28 139	-3 208
Garantiprovisjon	-	-	-	-	-	-	-	-
Kurtasje	-1 938	-19 469	-11 752	-612	-871	-	-12	-6
Valutagevinst/tap	-18 145	-57 228	-105 374	-1 778	-994	-	-3 872	12 004
<b>PORTEFØLJERESULTAT</b>	<b>-667 091</b>	<b>-3 262 296</b>	<b>-419 622</b>	<b>-13 443</b>	<b>-25 692</b>	<b>-13 539</b>	<b>5 067</b>	<b>31 944</b>
<b>FORVALTNINGSINNTEKTER OG -KOSTNADER<sup>1</sup></b>								
Forvaltningshonorar fast	-36 649	-154 635	-281 208	-6 953	-7 763	-	-4 039	-3 885
Beregnet variabelt forvaltningshonorar *	-	-	71 451	3 643	-1 315	-	-	-
<b>FORVALTNINGSRESULTAT</b>	<b>-36 649</b>	<b>-154 635</b>	<b>-209 757</b>	<b>-3 309</b>	<b>-9 078</b>	<b>-</b>	<b>-4 039</b>	<b>-3 885</b>
<b>RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD</b>	<b>-703 740</b>	<b>-3 416 931</b>	<b>-629 379</b>	<b>-16 752</b>	<b>-34 770</b>	<b>-13 539</b>	<b>1 028</b>	<b>28 060</b>
Skattekostnad	-6 164	-42 787	-34 703	-2 659	-1 229	-395	-	-
<b>PERIODE RESULTAT</b>	<b>-709 904</b>	<b>-3 459 718</b>	<b>-664 082</b>	<b>-19 411</b>	<b>-35 999</b>	<b>-13 934</b>	<b>1 028</b>	<b>28 060</b>
<b>Balanse</b>								
	<b>30.06.2016</b>	<b>30.06.2016</b>	<b>30.06.2016</b>	<b>30.06.2016</b>	<b>30.06.2016</b>	<b>30.06.2016</b>	<b>30.06.2016</b>	<b>30.06.2016</b>
<b>EIENDELER</b>								
Norske verdipapirer til kostpris	1 117 559	-	828 960	42 844	-	293 643	63 360	1 123 198
Utenlandske verdipapirer til kostpris	5 139 222	23 548 805	22 034 609	843 010	1 175 213	26 500	929 484	242 350
Urealiserte kursgevinster/tap	587 008	4 258 183	8 257 979	20 606	-115 605	9 004	53 054	3 350
Opptjente renter verdipapirer	-	-	-	113	-	1 323	8 082	4 960
<b>SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE</b>	<b>6 843 789</b>	<b>27 806 988</b>	<b>31 121 547</b>	<b>906 573</b>	<b>1 059 608</b>	<b>330 469</b>	<b>1 053 980</b>	<b>1 373 859</b>
Tilgodehavende aksjeutbytte	5 691	30 433	74 491	2 589	1 823	-	-	-
Opptjente renter bank	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER</b>	<b>5 691</b>	<b>30 433</b>	<b>74 491</b>	<b>2 589</b>	<b>1 823</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Utsatt skattefordel	-	-	-	-	-	136	-	-
Til gode fra meglere	20 568	283 033	283 587	3 120	14 457	-	-	-
Til gode fra forvaltningsselskapet	5	5	20	4	1	-	4	4
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte	10 789	47 501	29 580	714	104	-	-	-
Andre fordringer	-	-	-	511	-	-	-	-
<b>SUM ANDRE FORDRINGER</b>	<b>31 361</b>	<b>330 539</b>	<b>313 187</b>	<b>4 350</b>	<b>14 563</b>	<b>136</b>	<b>4</b>	<b>4</b>
Bankinnskudd	40 103	231 991	685 156	18 563	57 418	4 047	34 252	170 266
<b>SUM EIENDELER</b>	<b>6 920 943</b>	<b>28 399 951</b>	<b>32 194 381</b>	<b>932 075</b>	<b>1 133 411</b>	<b>334 652</b>	<b>1 088 235</b>	<b>1 544 129</b>
<b>EGENKAPITAL<sup>1</sup></b>								
Andelskapital til pålydende	378 607	2 136 888	4 704 778	609 065	1 202 897	249 998	860 737	1 100 541
Overkurs	3 495 417	15 880 647	22 699 296	212 291	-31 787	58 640	232 131	434 629
<b>INNSKUTT EGENKAPITAL</b>	<b>3 874 024</b>	<b>18 017 535</b>	<b>27 404 074</b>	<b>821 357</b>	<b>1 171 111</b>	<b>308 639</b>	<b>1 092 868</b>	<b>1 535 170</b>
Opptjent egenkapital	2 978 887	10 192 194	4 512 323	105 625	-51 400	22 360	-7 601	5 374
<b>SUM EGENKAPITAL</b>	<b>6 852 912</b>	<b>28 209 729</b>	<b>31 916 397</b>	<b>926 982</b>	<b>1 119 711</b>	<b>330 999</b>	<b>1 085 267</b>	<b>1 540 544</b>
<b>GJELD</b>								
Utsatt skatt	-	-	-	1 004	-	-	-	-
Skyldig til meglere	47 517	-	-	2 361	8 065	3 300	-	-
Skyldig til forvaltningsselskapet	18 400	76 107	69 789	-139	5 412	-	1 938	1 915
Annen gjeld	2 115	114 115	208 196	1 867	223	353	1 030	1 670
<b>SUM ANNEN GJELD</b>	<b>68 032</b>	<b>190 222</b>	<b>277 984</b>	<b>5 093</b>	<b>13 700</b>	<b>3 653</b>	<b>2 968</b>	<b>3 585</b>
<b>SUM GJELD OG EGENKAPITAL</b>	<b>6 920 943</b>	<b>28 399 951</b>	<b>32 194 381</b>	<b>932 075</b>	<b>1 133 411</b>	<b>334 652</b>	<b>1 088 235</b>	<b>1 544 129</b>

Note: Avvik på kursen i forhold til porteføljene skyldes periodiseringsavvik per 30.06.2016.

\* Beregnet variabelt forvaltningshonorar per 30.06.16: I henhold til vedtektene skal endelig avregning skje per 31.12.2016 basert på verdiutvikling resten av året. I Global C og Global D foretas imidlertid avregningen på kvartalsvis basis. I SKAGEN Vekst belastes variabelt forvaltningshonorar kun dersom andelsverdien 31.12. er høyere enn andelsverdien ved forrige belastning/avregning (høyvannsmærke).



<b>Resultatregnskap</b> (angitt i hele tusen kroner)	<b>SKAGEN Høyrente</b> 1. halvår 2016	<b>SKAGEN Høyrente Inst.</b> 1. halvår 2016	<b>SKAGEN Krona**</b> 1. halvår 2016	<b>SKAGEN Credit</b> 1. halvår 2016	<b>SKAGEN Credit NOK</b> 1. halvår 2016	<b>SKAGEN Credit SEK**</b> 1. halvår 2016	<b>SKAGEN Credit EUR***</b> 1. halvår 2016
<b>PORTEFØLJEINNTEKTER OG -KOSTNADER</b>							
Renteinntekter/-kostnader	29 658	6 060	814	5 068	4 639	687	203,7
Aksjeutbytte	-	-	-	-	-	-	-
Gevinst/tap ved realisasjon	-2 563	-1 309	-	3 186	-2 696	-846	-67,8
Endring urealiserte kursgevinster/tap	12 372	1 897	-115	-12 258	-5 650	908	-62,4
Garantiprovisjon	-	-	-	-	-	-	-
Kurtasje	-2	-2	-15	-16	-13	-10	-0,6
Valutagevinst/tap	-	-	-	-1 033	8 115	5	203,8
<b>PORTEFØLJERESULTAT</b>	<b>39 466</b>	<b>6 645</b>	<b>684</b>	<b>-5 052</b>	<b>4 395</b>	<b>744</b>	<b>276,8</b>
<b>FORVALTNINGSINNTEKTER OG -KOSTNADER<sup>1</sup></b>							
Forvaltningshonorar fast	-3 751	-463	-250	-	-511	-80	-22,7
Beregnet variabelt forvaltningshonorar *	-	-	-	-	-	-	-
<b>FORVALTNINGSRESULTAT</b>	<b>-3 751</b>	<b>-463</b>	<b>-250</b>	<b>-</b>	<b>-511</b>	<b>-80</b>	<b>-22,7</b>
<b>RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD</b>	<b>35 715</b>	<b>6 182</b>	<b>434</b>	<b>-5 052</b>	<b>3 885</b>	<b>664</b>	<b>254,1</b>
Skattekostnad	-	-	-	-	-	-	-
<b>PERIODE RESULTAT</b>	<b>35 715</b>	<b>6 182</b>	<b>434</b>	<b>-5 052</b>	<b>3 885</b>	<b>664</b>	<b>254,1</b>
<b>Balanse</b>							
	<b>30.06.2016</b>	<b>30.06.2016</b>	<b>30.06.2016</b>	<b>30.06.2016</b>	<b>30.06.2016</b>	<b>30.06.2016</b>	<b>30.06.2016</b>
<b>EIENDELER</b>							
Norske verdipapirer til kostpris	2 358 626	389 509	-	22 994	124 854	22 549	7 420,6
Utenlandske verdipapirer til kostpris	-	-	390 469	176 505	-	-	-
Urealiserte kursgevinster/tap	-10 199	-1 054	-587	4 966	-5 000	-882	-446,3
Opptjente renter verdipapirer	5 725	1 131	193	3 524	4 466	807	259,9
<b>SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE</b>	<b>2 354 153</b>	<b>389 587</b>	<b>390 075</b>	<b>207 988</b>	<b>124 320</b>	<b>22 474</b>	<b>7 234,2</b>
Tilgodehavende aksjeutbytte	-	-	-	-	-	-	-
Opptjente renter bank	-	-	-	-	-	-	-
<b>SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Utsatt skattefordel	-	-	-	-	-	-	-
Til gode fra meglere	-	-	-	-	-	-	-
Til gode fra forvaltningsselskapet	-	-	-	-	-	2	-
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte	-	-	-	-	-	-	-
Andre fordringer	1 086	-	-	828	373	-	-
<b>SUM ANDRE FORDRINGER</b>	<b>1 086</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>828</b>	<b>373</b>	<b>2</b>	<b>-</b>
Bankinnskudd	680 474	538 881	29 494	5 045	2 528	209	100,1
<b>SUM EIENDELER</b>	<b>3 035 713</b>	<b>928 468</b>	<b>419 569</b>	<b>213 861</b>	<b>127 221</b>	<b>22 685</b>	<b>7 334,3</b>
<b>EGENKAPITAL<sup>1</sup></b>							
Andelskapital til pålydende	2 993 996	924 393	417 687	198 102	125 395	23 663	7 697,1
Overkurs	197 295	96 352	6 515	26 712	552	-199	-226,2
<b>INNSKUTT EGENKAPITAL</b>	<b>3 191 290</b>	<b>1 020 745</b>	<b>424 202</b>	<b>224 814</b>	<b>125 947</b>	<b>23 465</b>	<b>7 470,9</b>
Opptjent egenkapital	-157 449	-92 501	-5 162	-10 953	-459	-824	-154,4
<b>SUM EGENKAPITAL</b>	<b>3 033 842</b>	<b>928 244</b>	<b>419 040</b>	<b>213 861</b>	<b>125 488</b>	<b>22 640</b>	<b>7 316,5</b>
<b>GJELD</b>							
Utsatt skatt	-	-	-	-	-	-	-
Skyldig til meglere	-	-	-	-	1 479	2	5,0
Skyldig til forvaltningsselskapet	1 871	224	107	-	253	43	12,8
Annen gjeld	-	-	423	-	-	-	-
<b>SUM ANNEN GJELD</b>	<b>1 871</b>	<b>224</b>	<b>530</b>	<b>-</b>	<b>1 732</b>	<b>45</b>	<b>17,8</b>
<b>SUM GJELD OG EGENKAPITAL</b>	<b>3 035 713</b>	<b>928 468</b>	<b>419 569</b>	<b>213 861</b>	<b>127 221</b>	<b>22 685</b>	<b>7 334,3</b>

Note: Avvik på kursen i forhold til porteføljene skyldes periodiseringsavvik per 30.06.2016.

\* Beregnet variabelt forvaltningshonorar per 30.06.16: I henhold til vedtektene skal endelig avregning skje per 31.12.2016 basert på verdiutvikling resten av året. I Global C og Global D foretas imidlertid avregningen på kvartalsvis basis. I SKAGEN Vekst belastes variabelt forvaltningshonorar kun dersom andelsverdien 31.12. er høyere enn andelsverdien ved forrige belastning/avregning (høyvannmerke).

\*\* Angitt i hele tusen svenske kroner

\*\*\* Angitt i tusen euro

## RÄKENSKAPER PER 30 JUNI 2016

<sup>1)</sup> Hvorav fordeling på de respektive andelsklasser	Klasse	SKAGEN Vekst 1. halvår 2016	SKAGEN Global 1. halvår 2016	SKAGEN Kon-Tiki 1. halvår 2016	SKAGEN m <sup>2</sup> 1. halvår 2016	SKAGEN Focus 1. halvår 2016	SKAGEN Tellus 1. halvår 2016	SKAGEN Credit EUR*** 1. halvår 2016
Forvaltningshonorar fast	A	-35 885	-147 491	-196 529	-6 939	-7 184	-3 490	-19,4
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	A			46 182	3 635	-1 083		
<b>Sum forvaltningshonorar</b>	<b>A</b>	<b>-35 885</b>	<b>-147 491</b>	<b>-150 348</b>	<b>-3 304</b>	<b>-8 266</b>	<b>-3 490</b>	<b>-19,4</b>
Forvaltningshonorar fast	B	-28	-6 472	-23 808	-9	-20	-154	-3,3
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	B			7 698	5	-12		
<b>Sum forvaltningshonorar</b>	<b>B</b>	<b>-28</b>	<b>-6 472</b>	<b>-16 110</b>	<b>-3</b>	<b>-31</b>	<b>-154</b>	<b>-3,3</b>
Forvaltningshonorar fast	C	-736	-669	-4 150	-5	-559	-395	
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	C			1 212	2	-221		
<b>Sum forvaltningshonorar</b>	<b>C</b>	<b>-736</b>	<b>-669</b>	<b>-2 937</b>	<b>-2</b>	<b>-780</b>	<b>-395</b>	
Forvaltningshonorar fast	D		-3	-9 081				
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	D			2 597				
<b>Sum forvaltningshonorar</b>	<b>D</b>		<b>-3</b>	<b>-6 484</b>				
Forvaltningshonorar fast	E			-47 641				
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	E			13 762				
<b>Sum forvaltningshonorar</b>	<b>E</b>			<b>-33 878</b>				
<b>Sum fast og beregnet variabelt forvaltningshonorar</b>	<b>Alle</b>	<b>-36 649</b>	<b>-154 635</b>	<b>-209 757</b>	<b>-3 309</b>	<b>-9 078</b>	<b>-4 039</b>	<b>-22,7</b>

<sup>1)</sup> Hvorav fordeling på de respektive andelsklasser	Klasse	SKAGEN Vekst 30.06.2016	SKAGEN Global 30.06.2016	SKAGEN Kon-Tiki 30.06.2016	SKAGEN m <sup>2</sup> 30.06.2016	SKAGEN Focus 30.06.2016	SKAGEN Balanse 60/40 30.06.2016	SKAGEN Tellus 30.06.2016	SKAGEN Avkastning 30.06.2016
Antall utstedte andeler	A	3 730 596	20 149 051	29 359 601	6 073 899	10 741 739	2 499 983	6 641 101	11 005 411
Basiskurs per andel 30.06.2016 i kr****	A	1 809,8627	1 317,3821	673,8619	152,2689	93,0775	132,4025	124,6101	139,9786
Antall utstedte andeler	B	2 765	985 404	4 607 076	9 917	24 827		491 970	
Basiskurs per andel 30.06.2016 i kr****	B	1 817,1514	1 316,8096	680,1320	152,6721	93,3788		131,1066	
Antall utstedte andeler	C	53 053	233 641	562 022	6 837	1 262 408		1 474 296	
Basiskurs per andel 30.06.2016 i kr	C	1 821,4356	1 322,0396	676,2461	152,3550	93,1373		131,0760	
Antall utstedte andeler	D		787	1 520 147					
Basiskurs per andel 30.06.2016 i kr	D		1 323,5666	678,5804					
Antall utstedte andeler	E			10 998 938					
Basiskurs per andel 30.06.2016 i kr	E			681,0454					

<sup>1)</sup> Hvorav fordeling på de respektive andelsklasser	Klasse	SKAGEN Høyrente 30.06.2016	SKAGEN Høyrente Inst. 30.06.2016	SKAGEN Krona** 30.06.2016	SKAGEN Credit 30.06.2016	SKAGEN Credit NOK 30.06.2016	SKAGEN Credit SEK** 30.06.2016	SKAGEN Credit EUR*** 30.06.2016
Antall utstedte andeler	A	29 939 956	9 243 931	4 176 868	1 981 019	1 253 949	236 633	595 909
Basiskurs per andel 30.06.2016 i kr****	A	101,3324	100,4129	100,3242	107,9487	100,0667	95,7202	9,4889
Antall utstedte andeler	B							173 797
Basiskurs per andel 30.06.2016 i kr****	B							9,5608
Antall utstedte andeler	C							
Basiskurs per andel 30.06.2016 i kr	C							
Antall utstedte andeler	D							
Basiskurs per andel 30.06.2016 i kr	D							
Antall utstedte andeler	E							
Basiskurs per andel 30.06.2016 i kr	E							

Note: Avvik på kursen i forhold til porteføljene skyldes periodiseringsavvik per 30.06.2016.

\* Beregnet variabelt forvaltningshonorar per 30.06.2016: I henhold til vedtektene skal endelig avregning skje per 31.12.2016 basert på verdiutvikling resten av året. I Global C og Global D foretas imidlertid avregningen på kvartalsvis basis. I SKAGEN Vekst belastes variabelt forvaltningshonorar kun dersom andelsverdien 31.12. er høyere enn andelsverdien ved forrige belastning/avregning (høyvannmerke).

\*\* Angitt i hele tusen svenske kroner

\*\*\* Angitt i tusen euro

\*\*\*\* Angitt i henholdsvis svenske kroner og euro for SKAGEN Krona, SKAGEN Credit SEK og SKAGEN Credit EUR

# Avkastnings- och riskredovisning

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

Per 30.06.2016	Hittills i år	Senaste året	Senaste 2 år	Senaste 3 år	Senaste 5 år	Senaste 10 år	Sedan start
SKAGEN Vekst A*	-3,1%	-8,5%	-1,8%	6,4%	2,8%	3,1%	13,1%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	-1,0%	-2,7%	8,0%	13,1%	9,8%	6,0%	9,6%
SKAGEN Global A**	-4,3%	-6,3%	2,1%	8,3%	7,4%	6,5%	14,4%
MSCI World AC	1,2%	-2,4%	10,6%	14,1%	11,7%	5,5%	4,4%
SKAGEN Kon-Tiki A****	4,6%	-8,7%	-3,0%	4,4%	1,3%	6,9%	13,1%
MSCI Emerging Markets	6,8%	-10,2%	2,8%	6,3%	2,1%	5,2%	7,3%
SKAGEN m <sup>2</sup> A	4,8%	1,5%	9,1%	7,6%			8,0%
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	8,8%	10,6%	18,0%	15,5%			15,1%
SKAGEN Focus A	2,6%	-7,0%					-12,6%
MSCI World AC	1,2%	-2,4%					-6,1%
SKAGEN Tellus A***	6,63%	3,28%	5,57%	6,33%	6,42%		5,6%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR	10,99%	13,64%	14,00%	11,26%	7,00%		5,8%
SKAGEN Credit SEK	3,44%	-1,88%	-1,34%				-1,2%
OMRX Treasury Bill Index	-0,27%	-0,51%	-0,20%				-0,2%
SKAGEN Krona	0,10%	0,07%	0,37%	0,88%	1,81%		2,1%
OMRX Treasury Bill Index	-0,27%	-0,51%	-0,20%	0,13%	0,56%		1,2%

## Riskmått

Per 30.06.2016	SKAGEN Vekst A	SKAGEN Global A	SKAGEN Kon-Tiki A	SKAGEN Focus	SKAGEN m <sup>2</sup>	SKAGEN Tellus A
<b>TRADITIONELLA RISKMÅTT SENASTE 5 ÅR</b>						
Standardavvikelse NAV	13,7%	13,4%	15,4%			6,4%
Standardavvikelse jämförelseindex	12,0%	11,0%	14,6%			8,9%
Tracking Error	6,3%	5,0%	4,9%			5,9%
Beta	1,01	1,14	1,00			0,54
Active share*****	92%	92%	92%	98%	94%	

## Riskjusterad avkastning

Per 30.06.2016	SKAGEN Vekst A	SKAGEN Global A	SKAGEN Kon-Tiki A	SKAGEN Focus	SKAGEN m <sup>2</sup>	SKAGEN Tellus A
<b>TRADITIONELLA PRESTATIONSMÅTT SENASTE 5 ÅR</b>						
Alfa	-6,7%	-5,4%	-0,8%			2,6%
Sharpe aritmetisk	0,16	0,49	0,04			0,89
Sharpe Ratio jämförelseindex	0,74	0,96	0,10			0,70
Informationskvot aritmetisk	-1,06	-0,77	-0,16			-0,09

\* Jämförelseindex före 1/1 2010 var OSEBX.

\*\* Jämförelseindex före 1/1 2010 var MSCI World Index.

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

\*\*\*\* Jämförelseindex före 1/1 2004 var MSCI World Index.

\*\*\*\*\* Active share per den 30/6 2016

## ORDFÖRKLARING

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Returadress:  
SKAGEN Fonder  
Box 11  
101 20 Stockholm



Huvudkontoret  
i Stavanger



Kontoret  
i Stockholm



Kontoret  
i Göteborg

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

#### Besöksadresser

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

#### Postadress

Box 11, 101 20 Stockholm

#### Redaktion

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

Form: Werksemd

Framsidesbild: *Portræt af Martha Johansen*, 1891. Av Viggo Johansen, en av Skagenmålarerna. Bilden tillhör Skagens konstmuseer (beskuren/manipulerad).

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



Hemmamarknad Internationell marknad Marknadsföringstillstånd

### RISKINFORMATION

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

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