

ÅRSUPPDATERING FÖR AKTIEFONDERNA 2017

SKAGEN



ÅRSUPPDATERING 2017

INNEHÅLL

SKAGEN Global

Stigande marknader trots naturkatastrofer > 3

SKAGEN Kon-Tiki

Ett bra år för tillväxtmarknader > 5

SKAGEN Focus

Big in Japan > 7

SKAGEN Vekst

Ett år med tillväx > 9

SKAGEN m²

Stjärnglans för SKAGEN m2 > 11

5



Photo: Bloomberg

10



Photo: Bloomberg

Såvida inget annat anges är siffrorna i rapporten uttryckta i svenska kronor.

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 informationsbrochyrer (prospekt) för alla SKAGENs fonder finns på varje respektive fonds sida på www.skagenfonder.se.

SKAGEN Global

En värld full av möjligheter

- › Brett ekonomiskt uppsving trots geopolitisk oro
- › Ett år med relativt omfattande portföljaktivitet i SKAGEN Global
- › Fokus på företag med starka balansräkningar

1 2 3 4 5 **RISK** 7

Startdatum 7 augusti 1997

Avkastning sedan start 1518.6 %

Genomsnittlig årlig avkastning 14.6 %

Förvaltningskapital 31 257 mill SEK

Antal fondsparare 72 184

PERFORMANCE IN SEK	12 mnd	Sedan start
SKAGEN Global	10.5 %	14.6 %
MSCI ACWI	11.6 %	5.4 %

* Per 29 desember 2017



PORTFÖLJFÖRVALTARE

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

P.S. Krøyer, *Fra heden nord for Skagen*, 1885. Bilden är manipulerad och tillhör Skagens Konstmuseer.



Foto: Bloomberg

Stigande marknader trots naturkatastrofer

2017 präglades av generellt stigande aktiekurser i flertalet regioner. Detta gynnade även investerarna i SKAGEN Global som gav en god absolut avkastning på 10,46 procent.

Med tanke på att året kantades av utbredd politisk oro i USA, geopolitiska spänningar i Nordkorea och ovisshet om brexitförhandlingarna uppvisade aktiemarknaden osedvanligt små svängningar. Allt som hände på det politiska planet var dock inte dystert. Till exempel hade Emmanuel Macrons övertygande seger i Frankrike en positiv inverkan på europeiska aktier.

Under ett år då politiken inte påverkade marknaden i någon större grad hade klimatet betydligt större inverkan. På olika håll i världen inträffade en rad naturkatastrofer som hade betydande effekt på aktiekurserna i en rad försäkringsbolag.

Trots naturkatastrofer och politisk turbulens var makrouvecklingen stabil i alla större ekonomier. Det breda ekonomiska uppsvinget var också huvudförklaringen till att 2017 var ett starkt år för globala aktier generellt.

Positiv utveckling i Europa och på nya marknader

Det var framför allt i Europa och på de nya marknaderna som den ekonomiska tillväxten började få fäste. Detta gav i sin tur bränsle åt flera av våra europeiska aktier med hög exponering mot de nya marknaderna. Företag som Unilever, Philips, DSM och Carlsberg bidrog därmed positivt till portföljen.

I USA riktades uppmärksamheten mot Federal Reserves räntehöjningar och en ny skattereform som i slutet av året skruvade upp förhoppningarna om en högre tillväxt framöver. För bankaktier generellt finns ingen bättre kombination än högre räntor, högre ekonomisk tillväxt och lägre skatter. Trots flera år av positiv utveckling fortsatte således fondens största investering, Citigroup, att ge god avkastning även under 2017.

På jakt efter välskötta och undervärderade företag

Under året hittade vi många nya undervärderade företag. 2017 blev därför ett relativt händelserikt år när det gäller portföljaktivitet. Vi gjorde en rad förändringar, särskilt i finanssektorn. Vi såg en gyllene investeringsmöjlighet i flera av världens mest välskötta försäkringsbolag när marknaden överreagerade på de olika naturkatastroferna. Mer om våra tankar kring detta kan du läsa i Knut Gezelius artikel: <https://www.skagenfondene.no/nyheter-og-analyse/aktuelt/2017/november/muligheter-i-forsikring-etter-et-ar-med-store-naturkatastrofer/>

Bra bidrag från stora SKAGEN Global-positioner

Under 2017 var det globala teknikföretaget Samsung Electronics återigen en positiv bidragsgivare till SKAGEN Global. Företaget presenterade en rad finansiella siffror som överraskade marknaden positivt. Dessutom belönades aktieägarna genom utdelningar



Foto: Bloomberg

De stora innehaven i portföljen utvecklades generellt sett väl under 2017. Samsung, till exempel, genererade stark avkastning under hela året och överraskade marknaden på uppsidan.

och återköp av egna aktier.

Ett annat positivt inslag var Unilever. I februari lämnade den amerikanska konkurrenten Kraft-Heinz ett bud på företaget, vilket gav aktien ett rejält lyft. Budet godkändes inte av Unilever, men ledningen presenterade i stället en plan för att tillgodose aktieägarnas önskemål. Planen gick bland annat ut på att växla upp omstruktureringsarbetet samt att använda bolagets starka balansräkning för att göra aktieåterköp. På det stora hela levererade ledningen i enlighet med planen under 2017, vilket succesivt drev upp aktiekursen.

En rad andra stora positioner bidrog också till årets starka absoluta avkastning. Hit hörde Microsoft, som uppvisade en generellt stark operationell utveckling och fortsatte på den inslagna vägen mot mer molnbaserade produkter. Konglomeratet 3M presenterade också upplyftande operationella resultat med fokus på ett fortsatt förbättrat fritt kassaflöde.

Nedåt för General Electric och Teva

Sämst inverkan under året hade det amerikanska industrikonglomeratet General Electric. Förklaringen var bland annat att bolaget inte lyckades infria förväntningarna om högre vinster och i synnerhet ett starkare fritt kassaflöde. Som en följd avgick bolagets vd halvvägs in i året. I juli beslutade vi oss för att sälja vårt innehav främst på grund av den dåliga utvecklingen för det fria kassaflödet.

Näst sämst inverkan hade det israeliska läkemedelsföretaget Teva. Precis som GE tyngdes Teva av en svag operationell utveckling och problem med det fria kassaflödet. I kombination med flera dåliga uppköp gjorde detta att även Tevas vd lämnade sin post i början av året. Mot bakgrund av en nedslående operationell utveckling och stora skulder sålde vi aktien i maj.

Finansiell risk i fokus 2018

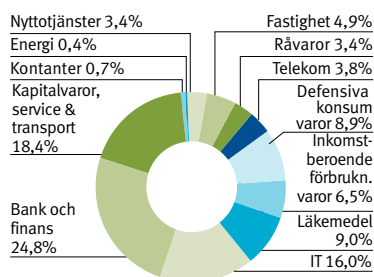
Under rådande omständigheter får obligationsinvestorer i regel dåligt betalt för att ta risk. I dagsläget anser vi inte att aktiemarknaden i sin värdering tar tillräcklig höjd för den finansiella risk som finns i högt skuldsatta bolag. Därför är det ingen tillfällighet att bolagen i SKAGEN Global genomgående har en stark balansräkning och liten eller ingen finansiell skuld.

Under många år har de nya marknaderna släpat efter Europa och USA, men nu tycks flera av dem vara på bättringsvägen. I SKAGEN Global kommer närmare 40 procent av den samlade omsättningen från våra underliggande företag på marknader utanför Europa och USA. Vi har således en betydande exponering mot dessa regioner, men mot västliga företag med ett stabilt ledarskap, starka varumärken och god bolagsstyrning. Förklaringen till den indirekta exponeringen är att dessa aktier handlas till en betydande rabatt i förhållande till lokalt noterade företag med samma egenskaper.

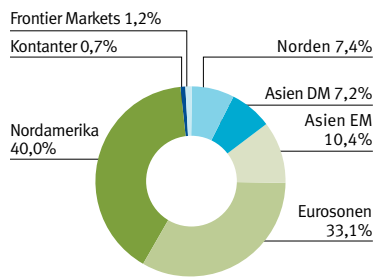
Amerikanska aktier har varit i särklass bäst av de tongivande globala aktiemarknaderna sedan finanskrisen. Efter en rad kraftiga uppgångar ser marknaden nu generellt sett dyr ut, men vi hittar fortfarande intressanta möjligheter där. Vi har dock en betydligt lägre exponering mot USA än den övriga marknaden.

SKAGEN Global består av en portfölj av fundamentalt undervärderade aktier som är sammansatt för att ge en god absolut avkastning och samtidigt ett bra skydd. Med en genomsnittlig uppsida på 20 procent hos de 35 största positionerna finns det goda förutsättningar för att fonden ska kunna uppnå en tillfredställande absolut avkastning även under 2018.

BRANSCHFÖRDELNING



GEOGRAFISK FÖRDELNING



SKAGEN GLOBAL ÄNDRINGAR I 2017 (% AV GENOMSN. FÖRVALTNINGSKAPITAL)

De 5 största positiva bidragsgivarna

Samsung Electronics Co Ltd	2,13
Unilever NV	1,55
Microsoft Corp	1,48
3M Co	1,13
Citigroup Inc	1,03

De 5 största negativa bidragsgivarna

General Electric Co	-1,09
Teva Pharmaceutical Industries	-0,63
American International Group I	-0,43
Kingfisher PLC	-0,30
Henkel AG & Co KGaA	-0,22

5 största köp

Intercontinental Exchange Inc	3,07
Beazley PLC	2,88
Marsh & McLennan	2,67
Waters	2,41
Henkel	2,27

5 största försäljningar

AIG	-5,23
Roche Holding	-4,44
General Electric	-3,66
Merck & Co	-3,56
G4S	-3,25



SKAGEN Kon-Tiki

Visar kursen mot nya vatten

- › 2017 var det bästa året för tillväxtmarknadsaktier sedan 2010
- › Fonden fick skjuts av medvinden för de sydkoreanska innehaven
- › Bristen på exponering mot kinesiska internetaktier drog ned den relativa utvecklingen

	1	2	3	4	5	RISK	7
Startdatum	5 april 2002						
Avkastning sedan start	678.1 %						
Genomsnittlig årlig avkastning	13.9 %						
Förvaltningskapital	28 006 mill SEK						
Number of unitholders	56 391						
AVKASTNING	12 mnd						Sedan start
SKAGEN Kon-Tiki	19.3 %						13.9 %
MSCI Emerging Markets	23.6 %						8.9 %

*Per 29 december 2017



PORTFÖLJFÖRVALTARE

Knut Harald Nilsson, Cathrine Gether och Fredrik Bjelland.

Carl Locher, Skagen Rev Fyrskib, 1892. Bilden är manipulerad och tillhör Skagens Konstmuseer.



Foto: Bloomberg

Flera av fondens sydkoreanska innehav hade en stark utveckling under 2017. På bilden deltagare vid en ceremoni som inledde årets första handelsdag på Seoulbörsen.

Ett bra år för tillväxtmarknadsaktier

2017 var det bästa avkastningsåret för tillväxtmarknadsaktier sedan 2010, och det andra året i rad som tillgångsklassen gick bättre än de utvecklade marknaderna. Den främsta förklaringen till överavkastningen var ökade företagsvinster, som bottnade ut under det första halvåret 2016. Vinsterna på tillväxtmarknaderna väntas nu överstiga 20 procent för 2018.

Vi är dock inte nöjda med fondens relativa avkastning, som påverkades negativt av vår undervikt i tekniksektorn och operationella utmaningar för vårt näst största innehav, Hyundai Motor.

Sydkoreanska innehav levererade

Vårt sydkoreanska innehav Barring Hyundai Motor presterade mycket bra både i absoluta och relativa tal. Uppåt var det även för Samsung Electronics, LG Electronics och Samsung SDI, som alla uppvisade kursuppgångar på över 50 procent under året.

Positionerna i Brasilien gav också god relativ och absolut avkastning. En av dessa var järnvägsoperatören Rumo Logistica, som mer än fördubblade sin kurs. Bakgrunden var att de investeringssatsningar som bolaget gjort på senare år nu börjar ge utslag i form av effektivitets- och lönsamhetsvinster. I slutet av året stärkte Rumo sin balansräkning genom en lyckad kapitalökning som gör bolaget bättre rustat för att dra nytta av framtida volymökningar.

Det var bara en aktie i portföljen som tappade totalt sett, och det var det ryska holdingbolaget Sistema. Under andra kvartalet sålde vi innehavet på grund av risker kopplade till tvisten med Rosneft, som stämt Sistema på ett betydande belopp. När det gäller den indonesiska mobiloperatören Indosat gjorde de en tillfällig kapitalförlust på grund av en pridförsvagning på företagets hemmamarknad som ledde till att vinstförväntningarna justerades.

Indirekt hade vi visserligen ett ägande i det kinesiska teknikinriktade holdingbolaget Tencent via vår position i Naspers, men bristen på innehav i tillväxtmarknadernas tekniksektorer över lag var en av de främsta förklaringarna till att fonden utvecklades sämre än jämförelseindexet under 2017. En annan förklaring var vår exponering mot Turkiet, som också drog ned den relativa utvecklingen, delvis på grund av växelkursfaktorer.

Våra bästa idéer i fokus

Under året koncentrerade vi Kon-Tiki-portföljen ytterligare genom att minska antalet innehav från 60 till 44. Vi sålde av våra aktier i 23 bolag och lade till sju nya innehav.

Ett av nyttillskotten var Gree Electric, som är vår första investering i kinesiska A-aktier. Gree är världens största tillverkare av luftkonditionering och bolaget är verksamt på en marknad med växande penetration och efterfrågan på uppgrä



Foto: Bloomberg

Lenta, Rysslands främsta hypermarknadskedja, är ett nytt innehav. I takt med att konsumentförtroendet nu återvänder, reallönerna stiger och livsmedelsinflationen sjunker menar vi att det håller på att ljusna för de ryska hypermarknaderna.

derade produkter. Branschen präglas av en hög grad av konsolidering och en stabil marknadsandel. Sedan vi gick in i aktien har den redan givit en god avkastning. Ändå ser vi fortfarande en uppgångspotential på runt 50 procent inklusive utdelningar på två till tre års sikt. Detta gäller även utan någon större framtida omvärdering av det nuvarande p/e-talet på omkring 13.

En annan nykomling var Lenta, Rysslands främsta hypermarknadskedja. Lenta är en lågkostnadsoperatör med välutvecklad logistik och en stark prisbild. Företaget är också erkänt duktigt på framför allt färsk frukt och riktade erbjudanden via ett smart kundlojalitetssystem. Ryssland har på senare tid upplevt en period av svagt konsumentförtroende, sjunkande reallöner och hög livsmedelsinflation. Hypermarknadsformatet har tappat betydande marknadsandelar på senare år och står för närvarande inte särskilt högt i kurs hos investerarna. Men i takt med att konsumentförtroendet nu återvänder, reallönerna stiger och livsmedelsinflationen sjunker menar vi att det håller på att ljusna för de ryska hypermarknaderna. Vidare har andra aktörer i samma segment slutat expandera. Lenta är mer selektivt och tar i stället sikte på stormarknadssegmentet, som är underpenetrerat i Ryssland. Vi ser därför detta som en spännande möjlighet och tror att antalet sofistikerade kunder kommer att öka och på sikt leda till en övergång till mer värdeinriktade stormarknader. Lenta handlas på en attraktiv värdering, med en stark underliggande tillgångsmassa (motsvarande 2/3 av marknadsvärdet minus nettoskulden) och vi räknar med att försäljningen i jämförbara butikstermer (I-F-I) och handeln kommer att förbättras.

Vi går in i 2018 med en portfölj som är starkt koncentrerad till våra bästa investeringsidéer. De 35 största positionerna svarar för 90 procent av fondens tillgångar.

Möjligheter med bättre bolagsstyrning

Kraven på bolagsstyrning ökar när aktieägaraktivismen vinner fäste. Trenden märks även i Sydkorea där den nya regeringen varit tydlig med sina planer på förbättringsåtgärder i ett land med historiskt låga utdelningar och ofta bristande respekt för minoritetsägares intressen. SKAGEN Kon-Tiki är nu väl positionerad för förändring med nästan en fjärdedel av fondens tillgångar placerade i koreanska företag. Dessa värderas klart under den genomsnittliga nivån för tillväxtmarknaderna och säljs till en betydande rabatt i förhållande till sitt verkliga värde.

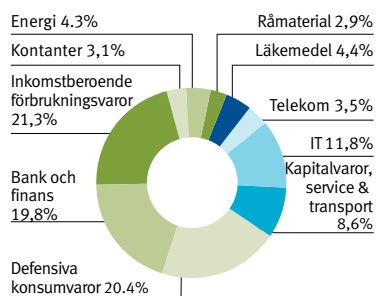
Utsikterna för 2018

Vi menar att det ser fortsatt rätt bra ut för tillväxtmarknadsaktier. Vi väntar oss att vinsterna kommer att förbättras ytterligare med stöd av en måttlig inflation i flertalet tillväxtländer och tecken på ekonomisk återhämtning i hårt drabbade länder som Ryssland och Brasilien. Även om värderingsskillnaderna minskat de senaste två åren handlas tillväxtmarknadsaktier fortfarande till kraftig rabatt mot utvecklade marknader.

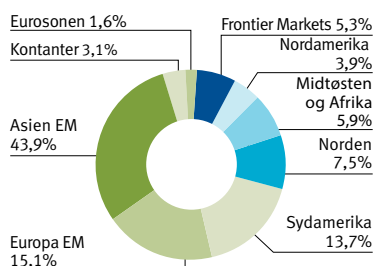
Tillväxtmarknaderna omfattar dock en rad länder som alla är mycket olika i fråga om ekonomisk utveckling, tillväxt, räntor, inflation, ledning och skuldsättning. I vilket land ett företag är noterat och var det har sitt huvudkontor blir också allt mindre relevant eftersom många företag fortsätter att växa utanför sin hemmamarknad. Allt viktigare blir det därför att titta närmare på företagets exponering – med andra ord att ha ett bottom-up-perspektiv.

Värde har varit impopulärt under flera år då låga räntor och en medioker global ekonomisk tillväxt i stället gjort att tillväxtaktier hamnat i fokus. Vi ser vissa tecken på en vändning och anser att vår portfölj är väl positionerad för ett sådant scenario med värderingsmultiplar klart under genomsnittet totalt sett.

BRANSCHFÖRDELNING



GEOGRAFISK FÖRDELNING



SKAGEN KON-TIKI ÄNDRINGAR I 2017 (% AV GENOMSN. FÖRVALTNINGSKAPITAL)

De 5 största positiva bidragsgivarna

Samsung Electronics Co Ltd	3,77
Naspers Ltd	3,23
LG Electronics Inc	1,96
Samsung SDI Co Ltd	1,65
Banrisul	1,25

De 5 största negativa bidragsgivarna

Indosat Tbk PT	-0,49
Sistema PJSC FC	-0,42
China Unicom Hong Kong Ltd	-0,25
Norwegian Air Shuttle ASA	-0,23
Shineway Pharm	-0,22

5 största köp

Gree Electric Appliances Inc of Zhuhai	2,34
Ericsson	2,27
China Unicom Hong Kong Ltd	2,15
Bangkok Bank	1,56
Borr Drilling	1,42

5 största försäljningar

Samsung Electronics	-4,63
Naspers	-3,02
SBI Holdings	-2,98
CNH Industrial	-2,96
Richter Gedeon	-2,85



SKAGEN Focus

På jakt efter exceptionella investeringar

- › SKAGEN Focus gav en stark absolut avkastning och andelsvärdet steg med 10,7 procent.
- › Stor aktivitet i fonden - fjorton nya bolag adderades till portföljen. Lika många positioner såldes av, och merparten av dessa hade uppnått vår fastställda rikt Kurs.
- › Exponeringen mot industrimetaller minskades, medan exponeringen mot Japan och energi ökade.

1	2	3	4	5	RISK	7
Startdatum	26 mai 2015					
Avkastning sedan start	15.1 %					
Genomsnittlig årlig avkastning	5.6 %					
Förvaltningskapital	2 505 mill SEK					
Antal fondsparare	4 945					
AVKASTNING SEK	12M	Sedan start				
SKAGEN Focus	10.7 %	5.6 %				
MSCI World AC TR Index	11.6 %	7.2 %				

* Per 29 december 2017



PORTFÖLJFÖRVALTARE

Filip Weintraub, Jonas Edholm och David Harris

P. S. Krøyer, P.S. Krøyer's dog, "Rap". Study, 1898. Bilden är manipulerad och tillhör Skagens Konstmuseer.



Big in Japan

SKAGEN Focus uppvisade återigen en solid absolut utveckling och andelsvärdet steg med 10,73 procent i svenska kronor under 2017, medan fondens jämförelseindex steg med 11,60 procent

Utvecklingen påverkades främst av företagsspecifika faktorer, vilket är naturligt i en starkt koncentrerad portfölj. Aktiviteten i fonden var betydande under året, då fjorton nya innehav adderades och lika många lämnade portföljen. Majoriteten av de innehav som såldes hade nått de rikt Kurs vi fastställt.

Toppbidrag

För årets bästa bidrag svarade en rad olika positioner, som alla drevs av olika företagsspecifika värdefaktorer. Det japanska finanskonglomeratet SBI Holdings var allra bäst i absoluta tal. Vi köpte fler aktier i bolaget, som i slutet av året var fondens största position. Bolaget är en komplex verksamhet, men vår samlade bedömning är att det handlas till stor rabatt i förhållande till sitt underliggande värde. Under året nådde Samsung SDI-aktien vår rikt Kurs och vi sålde innehavet. Stock Spirits uppvisade i sin tur överraskande goda vinster och en stabilare marknadsandel, vilket fick aktien att stiga. Uppåt var det även för det USA-baserade raffinaderiet Andeavor, som finns med bland våra tio största positioner. Förklaringen var att de väderrelaterade katastroferna i USA hade positiv inverkan på raffinaderiets marginaler och bidrog till ett starkt resultat för det sista kvartalet. Att bolaget kunde skapa betydande synergier genom sammanslagningen med Western Refining gjorde också sitt till. Vidare nådde även den nederländska elektronikkoncernen Philips Lighting vår rikt Kurs till följd av en solid vinstrapport. Den tidigare främsta ägaren Royal Philips försäljning av aktier i belysningsverksamheten spelade också in.

Köp i samband med nedgång

Det globala läkemedelsföretaget Teva drog ned utvecklingen trots en imponerande återhämtning i slutet av året. Bolaget utsåg en ny vd, Kåre Schultz, som efter en rad negativa händelser och bristfälliga insatser från den tidigare ledningen lämnade besked om en omstruktureringsplan. Tevas kostnadsbas ska minskas med 20 procent fram till 2019, vilket bland annat kommer att innebära personalnedskärningar på runt 25 procent. En betydande balansräkningsrisk och lanseringen av den senaste generikaversionen av Copaxone har drivit upp den implicita riskpremien i aktien till en extrem nivå. Genomförandet av omfattande omstruktureringar i bolaget är visserligen förknippat med vissa risker, men på sikt lär marknaden successivt börja kunna se fördelarna i form av minskad balansräkningsrisk. Mot den bakgrunden passade vi på att öka vår position i samband med en kursnedgång.

En rejäl svacka i energisektorn öppnade också möjligheter och vi tog tillfället i akt och köpte fler aktier i det USA-baserade oljeboringsföretaget Helmerich & Payne. Vår position i det brasilianska livsmedelsföretaget JBS påverkades negativt av problem som främst var kopplade till holdingbolaget och dess ägare. Bolagets gynnsamma fundamenta gjorde det dock möjligt att leverera ett rekordresultat till följd av snabba marginalförbättringar i kärnverksamheten. Intressant nog aktualiserades återigen frågan om en börsintroduktion för JBS Foods International i USA under 2018. Vi menar att marknadens värdering av aktierna är utomordentligt låg, framför allt med tanke på företagets tillgångar i Pilgrim's Pride, som är börsnoterat i USA. Och i linje med vår



ETT AXPLOCK AV POSITIONER

Tachi-S | Bilsätstillverkaren Tachi-S är ett japanskt småbolag som är värderat till bara 650 miljoner. Tachi-S ligger väl i linje med sin plan för 2020 med sikte på en högre rörelsemarginal och ökad försäljning. Bland annat har bolaget goda möjligheter att stärka sina affärsrelationer med Toyota-koncernen. Bakgrunden är att Toyota Boshoko, en av Toyotas största leverantörer, nyligen köpte 5 procent av aktierna i Tachi-S och nu inleder en rad gemensamma affärsinitiativ med bilstolstillverkaren.

Syd-koreansk cement | Under året tog vi två nya positioner i Asia Cement och Hanil Cement. Analytikerna har successivt börjat räkna in cementprishöjningar på den koreanska marknaden, något som bidrog till en solid utveckling för båda aktierna. Vidare bekräftades också Asia Cements förvärv av Halla Cement, varefter aktiekursen lyfte med mer än 50 procent.

Unicredit | I februari 2017 köpte vi aktier i den italienska banken Unicredit och deltog i rekapitaliseringen av bolaget i samband med en kapitalanskaffning. Aktien hade medvind under året då bolaget genomförde kostnadsbesparingar och minskade andelen dåliga lån väsentligt.

Gold Fields | Det sydafrikanska guldgruvbolaget Gold Fields är en av världens största guldgruvor med en produktionskapacitet på totalt 2,2 miljoner uns och reserver på drygt 50 miljoner uns. Intressant nog finns merparten av tillgångarna utanför Sydafrika, men South Deep, en av världens största guldreserver, ligger i Sydafrika. Vi menar att marknads värdering av bolagets tillgångsbas i nivå med eller till och med lägre än de helt sydafrikanska operatörerna är missvisande.

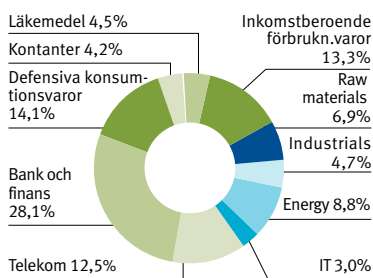
Synchrony Financial | Det amerikanska kort- och konsumentkreditföretaget Synchrony Financial var ett positivt inslag under fjärde kvartalet 2017, när Warren Buffets Berkshire köpte aktier i bolaget för 520 miljoner dollar och nu är en av de tio största aktieägarna. Vi menar att den nuvarande uppfattningen om konsumentkreditsektorn är överdrivet dyster och ser de ökade kreditkostnaderna främst som en normalisering från en extremt låg nivå. Enligt oss är bolaget allttjämt kraftigt överkapitaliserat, vilket banar väg för en övergenomsnittlig kapitalavkastning under många år framöver.

Big in Japan

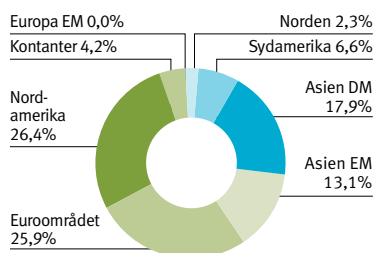
Vår exponering mot den japanska aktiemarknaden ökade väsentligt till omkring 20 procent av fondens tillgångar i slutet av året. Tre av våra tio största positioner har nu en koppling till Japan. Vi utökade vår investering i det Japanbaserade finanskonglomeratet SBI Holdings, som nu är fondens största position. Vi anser att aktien för närvarande handlas till en betydande rabatt jämfört med vår bedömning av värdet på företagens nettotillgångar. I stora drag är segmentfördelningen 70 procent för finansiella tjänster, 20 procent för kapitalförvaltning och 10 procent för bioteknik. Redan utan hänsyn till de senaste i raden av bolagets lovande investeringar motsvarar aktien vår nödvändiga uppsida. På senare tid har bolaget koncentrerat sina investeringar till tillväxtområden som blockkedjelösningar för betalningar och kryptovalutabaserade handelsinfrastrukturer. Det potentiella värde som kan skapas på dessa områden ser vi som en ren bonus i investeringsområdet. Vårt att nämna är dock att vi diversifierar den fundamentala riskexponeringen i våra japanska positioner, som spänner över områden såsom cement, inhemska banker, katastroftrustning och telekom (Softbank). När det gäller Softbank drivs bolaget av faktorer som främst påverkas av utvecklingen utanför hemmamarknaden. Aktien handlas fortfarande till en enastående rabatt i förhållande till underliggande tillgångsvärden. Vårt ganska nya innehav i den regionala banken Bank of Kyoto bör också lyftas fram i sammanhanget. Sedan aktien gjorde entré i fonden i somras har den stigit med mer än 30 procent.

De positioner vi lagt till på senare tid svarade för omkring 30 procent av den totala portföljen vid årets utgång. I slutet av 2017 består SKAGEN Focus av 34 aktier med varierande marknadsvärde, där 17,6 procent är småbolag och 42,5 procent medelstora bolag. Gemensamt för dem är att de är väsentligt undervärderade och har en företagsspecifik potential att omvärderas under en tidshorisont på två till tre års sikt.

BRANSCHFÖRDELNING



GEOGRAFISK FÖRDELNING



SKAGEN FOCUS ÄNDRINGAR I 2017 (% AV GENOMSN. FÖRVALTNINGSKAPITAL)

De 5 största positiva bidragsgivarna

SBI Holdings Inc/Japan	2,04
Samsung SDI Co Ltd	1,61
Phillips Lighting NV	1,46
E-MART Inc	1,38
Andeavor	1,26

De 5 största negativa bidragsgivarna

Teva Pharmaceutical Industries	-2,45
Whiting Petroleum Corp	-1,61
American International Group	-1,07
JBS SA	-0,67
TerraVia Holdings Inc	-0,53

5 största köp

Bank of Kyoto	3,56
Gold Fields Ltd	3,24
Brighthouse Financials	3,16
Helmerich & Payne	3,12
Hyundai Motor	3,11

5 största försäljningar

E-MART	-4,37
Phillips Lighting	-3,60
Taiheiyu Cement	-2,95
Alphabet	-2,82
Adient	-2,77



SKAGEN Vekst

Den smala stigen till välstånd

- › Bäst avkastning på globala marknader
- › Teknik och läkemedel i topp
- › Positionerad för fortsatt tillväxt under 2018

1	2	3	4	RISK	6	7
Startdatum	1 december 1993					
Avkastning sedan start	2057.7 %					
Genomsnittlig årlig avkastning	13.6 %					
Förvaltningskapital	8 551 mill SEK					
Antal fondsparare	59 334					
AVKASTNING SEK	12 mnd	Sedan start				
SKAGEN Vekst	11.8 %	13.6 %				
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	12.3 %	10.0 %				

* Per 29 december 2017



PORTFÖLJFÖRVALTARE

Øyvind Fjell och Alexander Stensrud

Einar Hein, *Cyklister i havstokken*, 1894. Bilden är manipulerad och tillhör Skagens Konstmuseer.



Foto: Bloomberg

Vestas Wind Systems var en av fondens sämsta bidragsgivare under året, men signaler från USA tyder nu på att 2018 kan bli ett betydligt bättre år för bolaget.

Ett år med tillväxt

- En längre uppgångscykel behöver inte ge vika bara för att den pågått ett tag och vi har positionerat oss därefter, skriver portföljförvaltaren Øyvind Fjell om utsikterna för SKAGEN

2017 var ett bra år för SKAGEN Veksts andelsägare. Fonden steg med 11,83 procent, medan jämförelseindexet steg med 12,25%. Generellt sett gav fonden positiv avkastning på alla marknader där den investerade, men i Norden var utvecklingen något svagare än på de globala marknaderna under året. Den norska kronans försvagning bidrog också till fondens avkastning under perioden.

Aktiemarknaden kännetecknades av en i allmänhet låg volatilitet under 2017 med stöd av centralbankernas fortsatta stimulanser. I vissa länder, som USA, ser vi nu att denna period går mot sitt slut och räntan höjdes tre gånger under året.

Tillväxten i den globala ekonomin och på Oslobörsen var solid under 2017. På de nordiska marknaderna, där fonden har merparten av sitt kapital investerat, var utvecklingen över lag god. Tack vare högre råvarupriser, bland annat, gick det särskilt bra för råvaru- och industrisektorerna med några svenska draglok i täten. Konsument- och tekniksektorerna, däremot, tillhörde sänkena på grund av att trotjänare som H&M och Nokia inte levererade lika bra som tidigare.

Bland de enskilda bolagen var utvecklingen generellt sett stabil. Gynnsamma makroförhållanden och en efterfrågan som i många fall steg från relativt måttliga nivåer bidrog till vinstökningar i flertalet branscher. Bland annat drog industri- och råvarusektorerna nytta av denna utveckling. Vidare var tekniksektorn bäst globalt sett och drevs av en solid utveckling särskilt för de större bolagen.

Samsung och läkemedel

Bäst inverkan på portföljen i SKAGEN Vekst hade tungviktaren Samsung. Företaget rapporterade strålande siffror till följd av medvinden för i synnerhet halvledarenheten. Efterfrågan på företagets produkter påverkas i regel av större globala drivkrafter, såsom snabbt ökade datamängder och ett växande behov av datakapacitet. Och dessa trender lär hålla i sig även på sikt.

Efter kursrasen 2016 tog vi en position i den danska läkemedelstillverkaren Novo Nordisk, som hade vind i seglen under 2017. Under året som helhet uppvisade företaget bättre resultat än väntat och farhågorna om ytterligare prispress på Novos produktportfölj har nu minskat. Företagets kliniska portfölj levererade också enligt plan, vilket skapar goda förutsättningar för högre tillväxt framöver. Vi bedömer att risken i bolaget har minskat och ökade därför positionen ytterligare.

Nykomlingen Lonza var det tredje starkaste bidraget i fonden. Det schweiziska företaget, som är specialiserat på framställning av läkemedel och specialkemiska produkter, levererade ett mycket gott resultat och lämnade en prognos om ökade intäkter under året.

En annan positiv bidragsgivare i fonden var torrbulksföretaget Golden Ocean, som gynnades av ökad efterfrågan på järnmalm och kol i Kina. Efter några tuffa år är bolaget på väg att börja göra utdelningar igen, något vi tror marknaden kommer att uppskatta. Vår position i den ryska banken Sberbank gav också skjuts åt fonden efter en stabil utveckling på flertalet områden. Den ryska ekonomin repar sig sakta men säkert, samtidigt som Sberbank driver sin verksamhet på ett utmärkt sätt.



Foto: Bloomberg

De stora innehaven i portföljen utvecklades generellt sett väl under 2017. Samsung, till exempel, genererade stark avkastning under hela året och överraskade marknaden på uppsidan.

I skamvrån

På minussidan fanns Norwegian Air Shuttle, som hade sämst inverkan på portföljens resultat. Orsakerna var bland annat ökad konkurrens och en svagare utveckling på kostnadssidan, i kombination med hög finansiell belåning. Mot den bakgrunden valde vi att tacka för oss för den här gången och sålde av innehavet under året.

Ett annat sänke var Vestas Wind Systems. Ökad priskonkurrens och ett ovisst politiskt läge i USA gjorde att utsikterna på kort sikt försämrades rejält under hösten. I slutet av året såg vi tecken på att vindkraftsindustrin får behålla sina subventioner i USA, vilket troligen skulle förbättra läget väsentligt för bolaget under 2018.

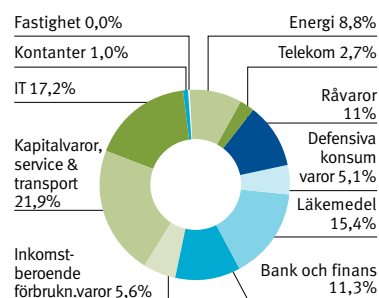
I skamvrån hamnade också israeliska Teva. Ett sämre resultat än väntat och en allmänt ansträngd finansiell situation ledde till att företaget tvingades minska sin utdelning för året. Även Teva fick lämna portföljen under 2017.

Mer plats åt de bästa idéerna

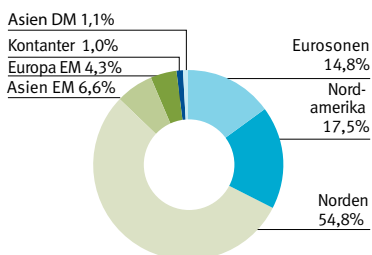
Under 2017 fick SKAGEN Vekst en ny förvaltare, vilket lett till en del förändringar i portföljen. Vi har minskat antalet innehav något för att kunna fokusera mer på dem vi tror mest på. Till exempel gjorde vi oss av med Hennes&Mauritz, Ericsson, Norwegian och Continental, som vi haft under lång tid. Försäljningarna gjordes delvis därför att aktierna nått våra riktkurser, men även för att vi ville skapa utrymme för nya företag.

Några av nykomlingarna är ovan nämnda Lonza samt de amerikanska teknikföretagen Applied Materials och Broadcom, det tyska flygbolaget Lufthansa och det danska fraktbolaget DSV. Vi menar att det finns en attraktiv uppsida i alla dessa företag och ser fram emot att följa dem.

BRANSCHFÖRDELNING



GEOGRAFISK FÖRDELNING



Goda utsikter för 2018

När vi tittar in i kristallkulan för 2018 kan vi konstatera att många av drivkrafterna och riskerna är desamma som under 2017. Framför allt ser vi en stark efterfrågan i samtliga geografiska marknader och branscher, och vi tror också att centralbankerna kommer att fortsätta med en stimulerande politik. Inflationen låter tills vidare vänta på sig, men om den skulle ta fart kan räntemarknaden reagera snabbt. Detta är nog den främsta risken, som vi ser det. Företagens värdering är inte billig – tvärtom är den i många fall rätt hög, samtidigt som en rad branscher uppvisar starka resultat. Sammantaget är detta ingen bra kombination.

Samtidigt hittar vi sektorer och branscher som fortfarande väntar på en uppgång och är prissatta på mycket attraktiva nivåer. Flera av våra sjöfartsföretag, som Golden Ocean, FLNG och Wilh Wilhelmsen Holding, befinner sig ännu bara i början av en uppgångsperiod och har fortfarande mycket kvar att ge om våra antaganden visar sig stämma.

Summa summarum menar vi att SKAGEN Vekst är rustad för god avkastning även under 2018. Vi har en bra mix av företag i portföljen som handlas med en tydlig rabatt mot marknaden i övrigt. Å ena sidan kan den långa uppgångscykel vi har bakom oss bli en utmaning för den framtida avkastningen. Men å andra sidan är det fortfarande mycket som talar för att 2018 kan bli ännu ett år med positiv avkastning. Vi tror som sagt inte att en längre uppgångscykel behöver ge vika bara för att den pågått ett tag och har positionerat oss därefter.

SKAGEN KON-TIKI ÄNDRINGAR I 2017 (% AV GENOMSN. FÖRVALTNINGSKAPITAL)

De 5 största positiva bidragsgivarna

Samsung Electronics Co Ltd	3,04
Novo Nordisk A/S	2,72
Norsk Hydro ASA	1,88
Carlsberg A/S	1,64
Kinnevik AB	1,41

De 5 största negativa bidragsgivarna

Norwegian Air Shuttle ASA	-2,18
Vestas Wind Systems A/S	-1,51
Teva Pharmaceutical Industries	-0,84
Hennes & Mauritz AB	-0,53
Cal-Maine Foods Inc	-0,31

5 största köp

Vestas Wind Systems	5,35
Lonza Group AG	5,14
DSV	5,07
Novo Nordisk	4,92
Applied Materials	4,90

5 största försäljningar

Continental	-5,74
SAP	-4,12
Hennes & Mauritz AB	-3,21
Roche Holding	-2,77
Norwegian Air Shuttle	-2,72



Foto: Bloomberg

SKAGEN m²

En del av den globala fastighetsmarknaden

- › 2017 blev ett år med stark stock picking och fonden firade fem år med den bästa relativa avkastningen sedan starten.
- › Undervärderade bolag inom logistik, hotell och hyresbostäder stod i fokus för utvecklingen.
- › Utsikterna för 2018 är goda med starkare balansräkningar än på länge.

1 2 3 4 5 **RISK** 7

Startdatum	31 oktober 2012
Avkastning sedan start	70.5 %
Genomsnittlig årlig avkastning	10.9 %
Förvaltningskapital	1262 mill SEK
Antal fondsparare	6 854

AVKASTNING	12 mnd	Sedan start
SKAGEN m ²	15.9 %	10.9 %
MSCI ACWI Real Estate IMI	9.9 %	13.2 %

* Per 29 desember 2017



PORTFÖLJFÖRVALTARE

Michael Gobitschek

Johan Peter von Wildenradt, Arkitekten Ulrik Plesners første tilbygning til Brøndums Hotel, 1892. Bilden är manipulerad och tillhör Skagens Konstmuseer.

Stjärnglans över SKAGEN m²

SKAGEN m² glänste under 2017 med en avkastning på 15,91 procent. Jämförelseindex genererade under samma period 9,90 procent. Även på tre års sikt är avkastningen i världsklass.

Året bjöd på gynnsamma förutsättningar för fastighetsbolag, med stabil och till viss del synkroniserad global tillväxt, låg inflation och fortsatta penningpolitiska stimulanser.

Värdena på fastigheter har stigit i takt med en fortsatt stark hyrestillväxt och fortsatt minskande avkastningskrav. Även fler och dyrare transaktioner och ett fortsatt stort sug efter fastigheter har bidragit till den goda utvecklingen. Den låga räntan har skapat starkare balansräkningar, och många bolag har kunnat refinansiera sina lån till mycket låga kostnader på långa löptider.

För första gången på flera år har tillväxtmarknaderna haft en god utveckling, något som också bidragit till det goda året och SKAGEN m2:s innehav på dessa marknader – till exempel Indien, Argentina och Kina har gått starkt. Exempelvis argentinska IRSA med sina kommersiella fastigheter, samt attraktiva landbank utvecklades mycket bra under året. En positiv utveckling i verksamheten i tillägg till en rad balansräknings stärkande åtgärder bidrar till fortsatt potential. Den politiska ledningen för en mer reformvänlig politik och Argentinas ekonomi håller nu sakta på att förbättras. Tio nya bolag togs in i portföljen och åtta lämnade under 2017.

Hotell och logistik

Fonden har kunnat fånga tillväxten i den globala ekonomin genom undervärderade bolag, områden och segment där marknaden missbedömt potentialen i hyrestillväxt eller omvärdering av tillgångarna. Exempel på detta är fondens positioner i hotellbolag som asiatiska Shangri-La. Bolaget har gynnats av bättre ekonomisk utveckling i Asien, drivet av både affärs- och privatresande. Med större köpkraft och ökat resande står medelklassresenärer från Kina för allt fler hotellnätter. Hotellsektorn är dessutom i en konsolideringsfas främst i Europa.

Logistik är också ett område som naturligt nog upplever en boom i den ökade e-handels kölvatten. Bolag som svenska Catena och årets bästa bidragsgivare i fonden, Global Logistic Properties (GLP), världens näst största logistikbolag rider på vågen. Bolaget har hälften av sin verksamhet i Kina och köptes under året upp av det kinesiska konsortiet Nesta.

Det svenska logistikbolaget Catena var en god bidragsgivare under 2017. Bolaget som är ledande inom logistik i Skandinavien rider på den allt starkare e-handelsvåg. E-handelsbolagen har förstått att vägen till framgång går genom en ordnad logistikkedja som erbjuder snabb och säker leverans. Logistiktrenden är mycket stark globalt något som har fått lite uppmärksamhet i

Skandinavien. Under året utvecklades bolaget enligt förväntningarna och förvärvade ytterligare fastigheter och befäste positionen. Under året har marknaden globalt konsoliderats ytterligare, bland annat genom megatransaktionerna GLP och Logicore och pågår för fullt. Catena är utmärkt positionerat för dessa trender.

Bolag som styr sitt eget öde

En annan viktig framgångsfaktor är att SKAGEN m2 tidigt gått in i bolag som haft ett aktivt förhållningsätt till sina tillgångar. Genom bland annat renovering och annan utveckling har de kunnat påverka sin tillväxt positivt utöver den normala hyrestillväxten. I många fall har det varit en god affär istället för att förvärva högt prissatta tillgångar.

Detta menar vi kommer att fortsätta vara en framgångsfaktor under 2018. Dessa bolag kommer att hantera en räntehöjning bättre eftersom de har en chans att öka sina intäkter och kassaflöde och därmed delvis kompensera för ett potentiellt tapp i tillgångsvärdena. Ett exempel är spanska Colonial, med de bästa lokaliserade fastigheterna i Madrid, Barcelona och Paris, som fortsatte att leverera även under 2017. Hyrestillväxten har påbörjats i Spanien drivet av snabbt minskande vakanser. Bolaget har en stark tillväxt i form av nya projekt som kommer att bidra till goda intäkter utöver den organiska hyrestillväxten. Colonial la under hösten ett bud (pågående) på det tidigare SKAGEN m2-innehavet Axiare, vilket skulle passa bolaget väl. Bolagen är också i högre grad positionerade för positiva kapitalallokeringsbeslut, det vill säga återköp av aktier eller ökad utdelning, något vi också ser kommer öka under 2018.

Fortsatt starkt intresse från institutionella investerare

En fortsatt stark trend under året har varit att allt mer kapital från institutionella investerare med lång placeringshorisont gått till direktägda fastigheter. Allt högre transaktionsvärden avspeglas allteftersom även i noterade fastighetsbolag. Skillnaden i värdet på direktägda och noterade fastighetsbolag är fortsatt stort, vilket gör det attraktivt att köpa de noterade fastighetsbolagen med rabatt.

Under året hade SKAGEN m2 ett flertal budsituationer med fina premier som avspeglar just detta. Finska Sponda köptes av den amerikanska fastighetsfonden Blackstone, det österrikiska hyresfastighetsbolaget Buwog är i skrivande stund under uppköp av det tyska hyresbostadsbolaget Vonovia och tidigare nämnda GLP.

Under hösten 2017 kom en hel del transaktioner inom det sedan länge nedvärderade köpcentersegmentet. Transaktionerna innebar att aktörer både inom fastighetsindustrin och private equity-sektorn förvärvade tillgångar eller bolag inom segmentet till kraftig rabatt. Något som sannolikt kommer att fortsätta under 2018. Det är fortsatt mycket pengar på sidlinjen som är örönmärkta för fastighetsinvesteringar. Dessutom har vi sett en ökande grad av aktivism inom sektorn.

Städer med stark efterfrågan

De undervärderade bolag som SKAGEN m2 investerar i finns ofta i städer eller regioner med stark tillväxt – och inte sällan där det finns strukturella obalanser mellan utbud och efterfrågan. Exempel är Stockholm, Berlin, Madrid, Hongkong. Med god ekonomisk tillväxt, låga finansieringskostnader och en efterfrågedriven hyrestillväxt har länder som Sverige, Norge och Tyskland fortsatt starka fastighetsmarknader, trots alla negativa skrivelser under hösten.

Anledningen är att bostadsmarknaden har en annan dynamik än kommersiella fastigheter. Det kan även vara klokt att särskilja hyresfastigheter från exempelvis bostadsrätter.

Utblick 2018

På det hela ser det stabilt ut för de globala fastighetsmarknaderna drivet av god tillväxt, låg inflation och stöttande stimulanser av ekonomin. Transparensen är rimligt god inom fastighetssektorn vad gäller vinster och kassaflödesutveckling på grund av hyresavtal och bundna krediter. Hyrestillväxt och ökande uthyrningsgrad kommer att vara värde drivande även under 2018. En ökad transaktionsvolym och kloka kapitalallokeringsinitiativ kommer också påverka värdena positivt, exempelvis bolag som säljer sina tillgångar till premium på substans och använder pengarna till utdelningar eller återköp av egna aktier. Allt detta gynnar oss aktieägare.

Det kommer vara än viktigare 2018 att investera i bolag med god intjäningspotential utöver den normala hyrestillväxten, då marknadsdriven värdering (yield-kompression) baserad på lägre räntor inte längre är att räkna med överallt. Balansräkningarna är starkare än på mycket länge och bolagen är fortsatt försiktiga, med finanskrisen i färskt minne. Selektiva möjligheter kommer att finnas i regioner eller sektorer som gynnas av megatrender som urbanisering, växande medelklass, främst i Asien och inom e-handel.

Risker finns dock för en snabbare än förväntad räntehöjning som normalt ger en temporär negativ effekt eller en lägre ekonomisk tillväxt. Det kan även vara klokt att påminna sig om att vi har haft en stigande aktiemarknad under många år. Alla ingredienser finns tillstädes för ett spännande 2018.

SKAGEN M2 ÄNDRINGAR I 2017 (% AV GENOMSN. FÖRVALTNINGSKAPITAL)

De 5 största positiva bidragsgivarna

Global Logistic Properties Ltd	2,37
IRSA Inversiones y Representac	2,12
Inmobiliaria Colonial Socimi S	1,98
Shangri-La Asia Ltd	1,90
Deutsche Wohnen SE	1,86

De 5 största negativa bidragsgivarna

CBL & Associates Properties In	-0,79
Ashford Hospitality Trust Inc	-0,57
SL Green Realty Corp	-0,46
Mercialys SA	-0,44
Mitsui Fudosan Co Ltd	-0,37

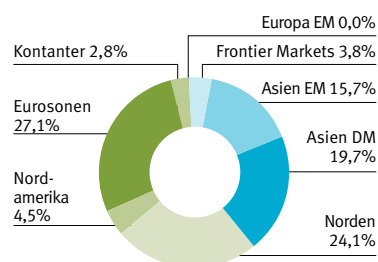
5 största köp

CK Asset Holdings	4,24
Sun Hung Kai Properties	4,06
BUWOG	3,76
Self Storage Group ASA	2,90
Far East Consortium International Ltd	2,62

5 största försäljningar

Mercialys	-3,27
CBL & Associates Properties	-2,99
Axiare Patrimonio	-2,66
PS Business Parks	-2,57
Big Yellow Group	-2,51

GEOGRAFISK FÖRDELNING





Göteborg



Stockholm

Besöksadresser

Drottninggatan 86, 111 36 Stockholm

Kungssportsavenyn 21, 411 36 Göteborg (Ring för att boka tid)

Har du frågor?

Vi hjälper dig gärna.

Vi är på plats vardagar kl 9–17.
Ring oss på 0200-11 22 60, från utlandet +46 8 555 979 00.

kundservice@skagenfonder.se

www.skagenfonder.se

Redaktion

Parisa Kate Lemaire

Ole-Christian Tronstad

Anna S Marcus

Christian Sigersted Larsen

Framsidesbild:

Michael Ancher, After the last battue, 1905. This painting is manipulated and belongs to The Art Museums of Skagen.