

MARKNADSRAPPORT

SKAGEN



KONSTEN ATT
ANVÄNDA
SUNT
FÖRNUFT

NYA MÖJLIGHETER VID HORISONTEN

NUMMER 2 | JULI 2015 | www.skagenfonder.se

Lärdomar och nya möjligheter

I en globaliserad värld riktas allt oftare ljuskäglan på att förvaltare ska reagera på det som sker och snabbt ändra i sina investeringsportföljer. Man kan självklart jaga händelser eller helt enkelt ge upp och köpa indexfonder. Men att jaga de bästa marknaderna eller att ge upp kommer inte skapa en avkastning som de flesta fondsparare blir nöjda med över tid. Det hör till den mänskliga naturen att önska sig mer än genomsnittet.

Som värdeinvesteraren Warren Buffett har sagt, är aktiemarknaden en mekanism för att överföra pengar från de otåliga till de tålmodiga. Detta verkar nu stämma mer än någonsin.

Marknaderna är inne i en period då värde- och företagsfokus har blivit en bristvara. Inte minst beroende på att de flesta expertutlåtanden som görs i medierna idag i stort sett enbart lyfter fram indexförvaltning i placeringsråden.

Tidvis kan det se ut som att värdeförvaltning inte lönar sig, vilket leder till lite eftertanke och självvranssakan – även här i SKAGEN. Vår nya investeringsdirektör Ole Søeberg har gått igenom investeringsprocesserna nu under våren och gjort några förändringar som kommer att styrka interna processer. Men i det långa loppet är det fortsatt hur ett bolag styrs och vad man betalar för det som skapar värde och ger ökade aktiekurser. Något som är viktigt att komma ihåg nu när vi är på väg in i andra halvåret av 2015.

Den kan bli en spännande period, både vad gäller en potentiell ränteökning i USA och den

ekonomiska utvecklingen i många tillväxtmarknader och i Europa. I tillägg lever vi sedan en tid tillbaka med en negativ reporänta i Sverige – ett faktum som har påverkan på den enskildes investeringsbeslut. Detta då banksparende inte ger den avkastning som kanske eftersträvas. För den mer långsiktiga kan då globala obligationsfonder som SKAGEN Tellus och SKAGEN Credit vara intressanta att se närmare på – givet att du som investerare är beredd att ta en högre ränte- och valutarisk (det senare gäller inte Credit som är valutasäkrad i svenska kronor). För den intresserade noterades nyligen vår globala företagsobligationsfond SKAGEN Credit även på Pensionsmyndighetens plattform.

För våra aktiefonder har första halvåret bjudit på mer av det som drev utvecklingen under andra halvåret 2014. Tillväxtmarknaderna har utvecklats svagare än de utvecklade marknaderna ända sedan 2010 och detta ändrades inte under första halvåret.

Värderingen av många tillväxtmarknadsbolag är nu attraktiva jämfört med utvecklade marknader, och en förbättring i den globala ekonomiska tillväxten bör förbättra utsikterna för vinsten i företag i många av dessa länder.

Vi är mycket glada över lanseringen av vår nya globala aktiefond SKAGEN Focus. Det är en globalfond med företagsfokus som tillämpar samma beprövade investeringsfilosofi som våra andra fonder.

Tack för förtroendet och trevlig sommar!



Det internationella fondanalysföretaget Morningstar publicerade i juni, i samband med sin årliga fondkonferens i Chicago, en rapport om aktiv och passiv förvaltning. En av slutsatserna var att värdeförvaltning har större möjlighet att lyckas långsiktigt än andra typer av aktiv förvaltning. Vi tvivlar inte på att sunt förnuft, värdefokus och företagsplockning precis som tidigare är den bästa grunden för överavkastning över tid.



– Per Wennberg
VD, SKAGEN Fonder Sverige

Foto: Bloomberg



Bonheur/Ganger Rolf måste nu ses mer som ett företag inom förnybar energi som dessutom ger en option på en framtida förbättring på riggmarknaden.



Foto: Sara Hessel

Portföljförvaltarna Filip Weintraub och Jonas Edholm från nylanserade SKAGEN Focus som debuterar i Marknadsrapporten.



Foto: Bloomberg

Företagsobligationsfonden SKAGEN Credit har köpt obligationer i INEOS, ett av världens största petrokemiska företag, med produkter som bland annat ingår i vardagsföremål av plast, textilier och läkemedel. På bilden granulat tillverkad i INEOS anläggning i Köln.

LEDARE

Lärdomar och nya möjligheter > 2
Per Wennberg

PORTFÖLJ-FÖRVALTARNAS BERÄTTELSE

INTRODUKTION

Vad göra med pengarna? > 5
Företagens kassor har ökat betydligt under de senaste fem åren, men vad ska ledningen göra med pengarna?

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.

AKTIEFONDER

SKAGEN Vekst > 10
Viss förbättring

SKAGEN Global > 14
Motigt för tillväxtmarknader och råvaror

SKAGEN Kon-Tiki > 18
Ljusning i sikte

SKAGEN m² > 23
Regntungt kvartal

SKAGEN Focus > 27
På jakt efter exceptionella investeringar

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 portföljförvaltarens syn är gjorda vid en bestämd tidpunkt – och kan förändras utan förvarning.

RÄNTEFONDER

Räntekommentar > 31
Tankar om lågräntorna – upp, ned eller i sidled?

SKAGEN Tellus > 32
Tungt för Tellus

SKAGEN Krona > 33
Står sig väl

SKAGEN Credit > 34
Oro skapar möjlighet

RÄKENSKAPER

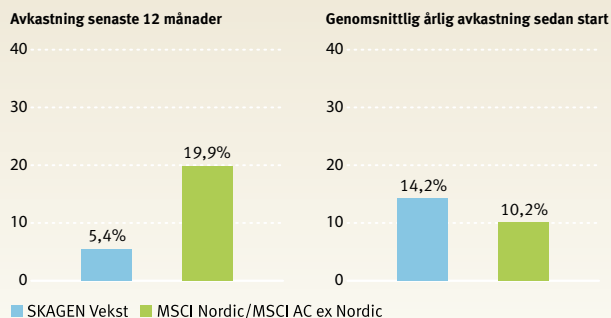
Räken skaper > 36
Risk och avkastning > 39

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.

SKAGEN FONDER FONDAVKASTNING PER DEN 30 JUNI 2015 I SEK

SKAGEN VEKST

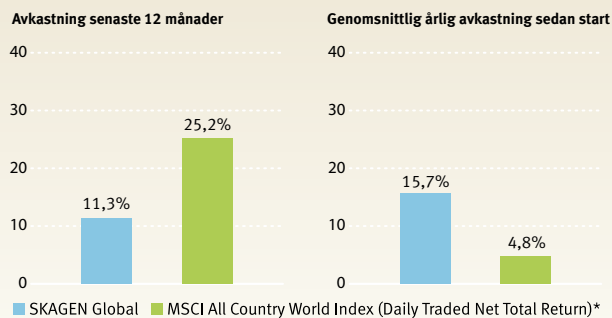
Förvaltare: Ole Sæberg och Geir Tjetland **Start:** 1 december 1993



* 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).

SKAGEN GLOBAL

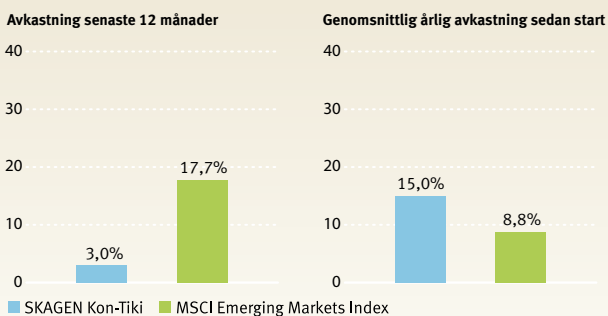
Förvaltare: Knut Gezelius **Start:** 7 augusti 1997



* Jämförelseindex före 1 jan 2010 MSCI World Index.

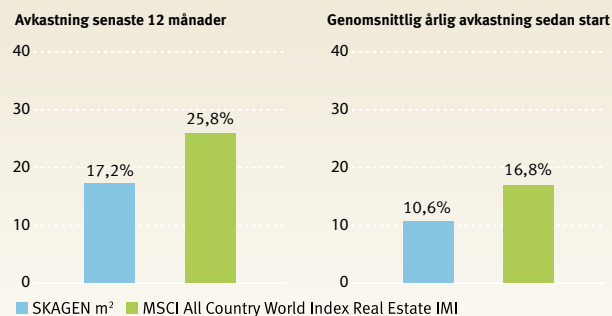
SKAGEN KON-TIKI

Förvaltare: Kristoffer Stensrud och Knut Harald Nilsson **Start:** 5 april 2002



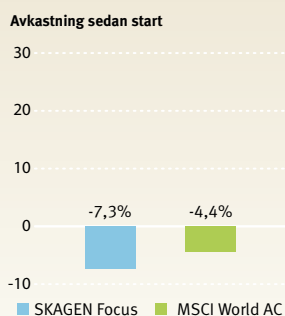
SKAGEN m²

Förvaltare: Michael Gobitschek och Harald Haukås **Start:** 31 oktober 2012



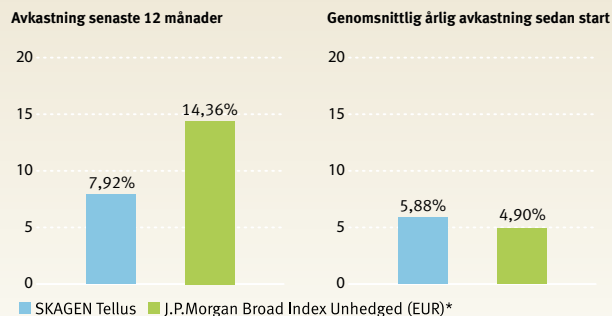
SKAGEN FOCUS

Förvaltare: Filip Weintraub och Jonas Edholm **Start:** 26 maj 2015



SKAGEN TELLUS

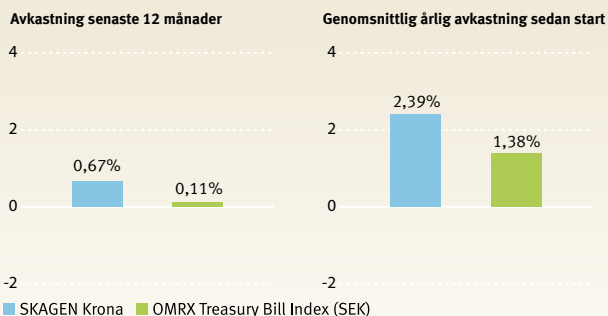
Förvaltare: Torgeir Høyen **Start:** 29 september 2006



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

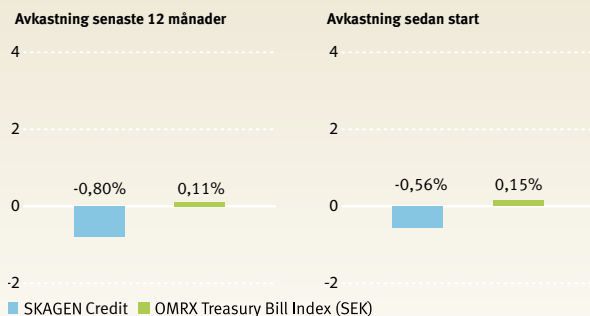
SKAGEN KRONA

Förvaltare: Ola Sjöstrand **Start:** 29 juni 2007



SKAGEN CREDIT SEK

Förvaltare: Ola Sjöstrand **Start:** 30 maj 2014





USA. Efter nio år i rad med positiva kvartal föll S&P med 0,2 procent under kvartalet. SKAGEN Global fortsätter att vara starkt underviktad i amerikanska aktier.

Portföljförvaltarnas berättelse

Introduktion

- › Under första halvåret 2015 genererade SKAGENS aktiefonder mellan 1 och 7 procent i avkastning. Våra räntefonder slutade halvåret på mellan -1 och närmare 2 procent.
- › De tioåriga statsobligationsräntorna steg under andra kvartalet 2015 från onormalt låga nivåer.
- › M&A-aktiviteten har varit häftig under 2015 och kan slå det tidigare årsrekordet från 2007.
- › Globala aktier har gått upp 3 procent i år i dollar. Den kinesiska aktiemarknaden steg kraftigt till ett sammanlagt börsvärde på över 10 biljoner dollar, trots en lägre ekonomisk tillväxt, innan den föll tillbaka. Den amerikanska aktiemarknaden har ett värde på 25 biljoner dollar och den totala globala aktiemarknaden 73 biljoner dollar.



Efter finanskrisen 2008–2009 har Grekland inte lyckats anpassa sig till den nya verkligheten med behov av klok finansiell styrning. På bilden: köande utanför en bank i Aten.



Volatilitet. Lokala kinesiska aktier ökade med 28 procent under andra kvartalet. De bubbliga värderingarna föll tillbaka något vid slutet av kvartalet. I bakgrunden på bilden syns siffror för Hang Seng Index i Hongkong den 8 juli 2015, då indexet föll tillbaka mer än det gjort sedan den globala finanskrisen drabbade Asien.

Vad göra med pengarna?

Företagens kassor har ökat betydligt under de senaste fem åren, men vad ska företagsledningarna göra med pengarna?

OLE SØBERG, INVESTERINGS DIREKTÖR

För sju år sedan förändrade den finansiella krisen marknadens beteende över en natt. Fastighetsbubblan sprack, M&A (förvärv och fusioner)-aktiviteten sinade och finansiella tillgångar rasade i värde. Företagen var plötsligt tvungna att ompröva sin likviditets- och balansräkningsstrategi, samtidigt som utlåningen stramades åt. Även bankerna fick bygga upp sitt kapital och sina balansräkningar på nytt. Lyckligtvis gjorde lägre globala räntor det möjligt för många företag att refinansiera sina skulder till bättre villkor, ofta med stabilisering och till och med ökade kassaflöden som följd.

Sedan dess har den globala ekonomin tuffat på i ett hyfsat, om inte imponerande tempo och företag har ändrat sättet på vilket de använder sina pengar. Vissa företag och regioner, såsom Grekland, har misslyckats med att anpassa sig till den nya verkligheten, men i allmänhet har den ekonomiska förvaltningen skötts på ett klokt sätt.

Sedan 2012 har vi sett kassaflöden som tidigare användes för att minska

nettoskulden, eller behållits som buffert, omdirigeras till tre huvudområden (eller en blandning av dessa): utdelningar och aktieåterköp, M&A och investeringar för att förbättra konkurrenskraften och öka marknadsandelen.

Ur ett globalt perspektiv och med MSCI AC World Index som måttstock, kan de 2 500 mest allmänt följda globala företagen komma att generera 32 biljoner dollar i intäkter

MSCI AC VÄRLDSINDEX		
	2009, bilj \$	2015, bilj \$
Omsättning	27	32
Vinst	1.4	2.9
Utdelning	0.8	1.2
Börsvärde	32	47

under första halvåret 2015, vilket motsvarar cirka 40 procent av den globala BNP, och 3 biljoner dollar i vinster.

Utdelning och återköp av egna aktier

Av dessa vinster delas 1,2 biljoner dollar ur den totala kontantansamlingen ut till

aktieägarna genom utdelningar, exklusive effekten av korsägande. Företagens aktieåterköp står för ytterligare 700 miljarder dollar, baserat på beräkningar som använder 2014 års siffror för amerikanska företag (550 miljarder dollar) bland vilka återköp är vanligast.

När aktierna har köpts, skulle vi föredra att de makulerades för att undvika utspädning för långsiktiga aktieägare. Tyvärr behåller vissa företag aktierna för att senare sälja eller ge bort dem till anställda som i sin tur säljer dem tillbaka in på marknaden.

Fusioner och förvärv (M&A)

Företagens likvida medel kan också spenderas på tillväxt, vanligen genom att investera i nya fabriker, uppgradera anläggningar eller utveckla en ny produkt eller tjänst. Det tar dock tid för fördelarna med dessa investeringar att betala sig sig. Så det kan gå snabbare att köpa ett annat företag som verkar erbjuda den typ av förändring som krävs. Dock bör M&A och investeringar bara göras om de tillför

M&A

M&A

värde, det vill säga ger en högre avkastning än kostnaden för det investerade kapitalet plus så kallad riskfri ränta (ofta räntan från statsobligationer).

Sedan 2012 har kontanter i ökande grad använts för att finansiera M&A. Vid den förra toppen 2007 uppgick transaktionerna till ett sammanlagt värde av 4,2 biljoner dollar (se Bloomberggrafnen nedan). Under första halvåret 2015 (till slutet

av juni) var det sammanlagda värdet 2,5 biljoner dollar, vilket innebär att detta år sannolikt kommer att nå upp till eller överträffa det tidigare rekordet – goda nyheter för investmentbankirer och advokater.

Förutom budgivarna har vi också sett aktivitet från en mängd private equity-aktörer. Grafen nedan visar den globala M&A-aktiviteten sedan 2003. Det är intressant att notera att perioder av uppgång

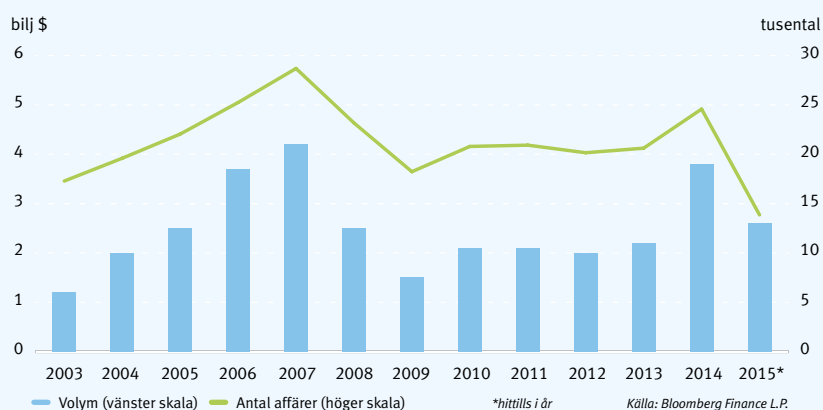
på aktiemarknaden sammanfaller med perioder av hög M&A-aktivitet.

Det är också värt att notera att när private equity-bolag går ur företag genom börsnoteringar (känt som börsintroduktioner) har de en tendens att återvinna företagen tillbaka i en ny M&A. Detta skapar i sin tur ökad konkurrens om tillgångsslagen och driver upp priserna. Under de senaste tio åren har börsintroduktioner och riskkapitalbolagens ”secondary deal”-aktiviteter legat på mellan 0,6 och 0,9 biljoner dollar per år under de senaste tio åren. Även här ser det ut som att 2015 är på väg att bli ett rekordår.

Investeringar i verksamheten

Aktiekurserna har ökat avsevärt under de senaste åren, så det är svårare att köpa ett företag som kan tillföra ett mervärde. Därför skulle man kunna tro att investeringar i verksamheten och forskning (FoU) skulle vara det bästa alternativet för att lyfta ett företags värde. Men detta har varit en lägre prioritet för många företag sedan finanskrisen, inledningsvis på grund av

GLOBALA FÖRETAGSFÖRVÄRV SEDAN 2003





behovet av att stärka sina balansräkningar och senare på grund av marknadens allt mer kortsiktiga inställning till resultat. Enligt vår uppfattning skapar normalt en bra ledningsgrupp som gör rätt investeringar i organisk tillväxt mest långsiktigt värde.

Med tanke på den senaste tidens ökning av börsintroduktioner och M&A, anar vi att caveat emptor-principen (det vill säga med hänsyn tagen till risker) och likaså användningen av mer aggressiv taktik minskar – faktorer som historiskt har lett till en ökning av den totala risken. En McKinsey-studie har visat att företa-

gens M&A är mest framgångsrika när de görs under svåra ekonomiska förhållanden, vilket som väntat ofta sammanfaller med nedåtgående marknader och låga priser på tillgångsslagen. Varför lär inte de som är inblandade i företagens verksamhet av tidigare erfarenheter och tar det försiktigare under år som 2007 och 2015?

Animal spirits

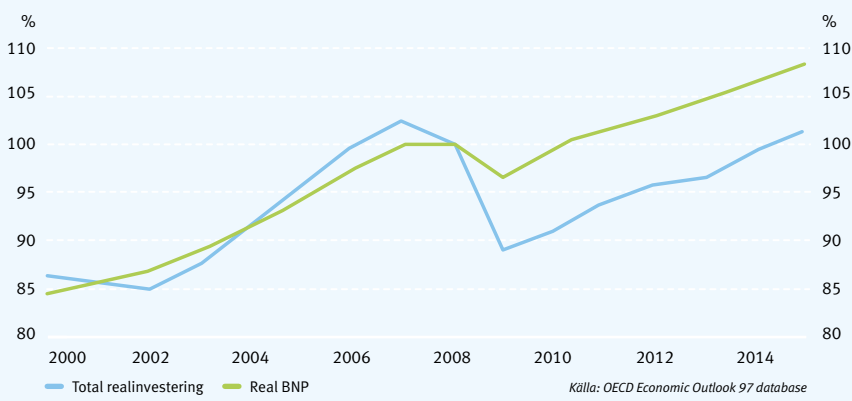
En orsak kan vara det så kallade djuriska sinnelaget. Mänskligt beteende drivs av de senaste erfarenheterna. Efter fem eller sex år av uppåtgående marknader, kän-

ner sig många investerare som finansiella genier, och börsbolag har sett aktiepriset mångfaldigas.

I en sådan miljö föredrar vi att ta ett steg tillbaka från bruset och inta ett långsiktigt perspektiv. Takten i den globala ekonomiska tillväxten och inflationsnivåerna tyder på att räntorna kommer att förbli relativt blygsamma. Så den tillgängliga avkastningen från inlåning och statsobligationer jämfört med aktier kan fortsätta att gynna aktier. Det har varit oförändrat under de senaste fem åren, men aktiers fördel har minskat i takt med att aktiekurserna har stigit.

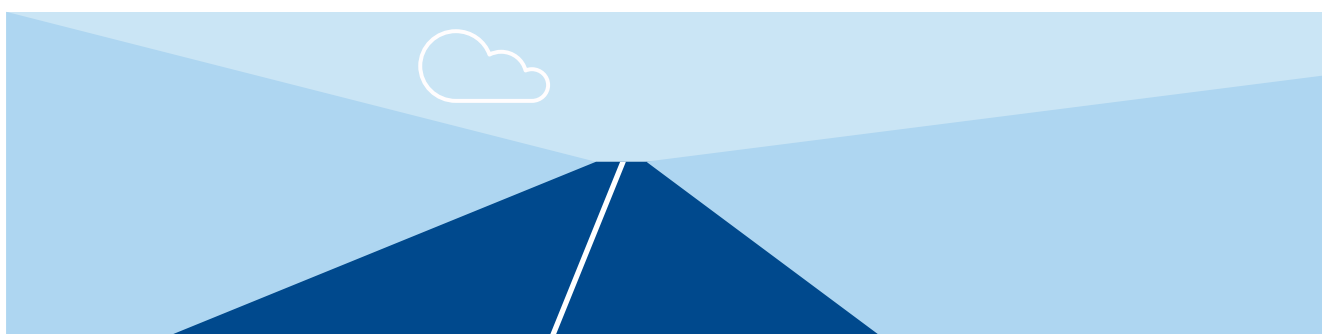
Ändå fortsätter vi att hitta oupptäckta värden bland förbisedda företag. Dessa företag brukar hålla sig vid sin läst och låta andra göra M&A till bubbliga värderingar. De brukar också använda sunt förnuft när de överväger hur de bäst ska investera sina pengar. Med tanke på att kostnaden för finansiering sannolikt kommer att förbli låg under lång tid framöver, kan vi få se mer pengar spenderas på FoU och infrastruktur. Detta i sin tur skulle bredda den ekonomiska expansionen och öka den globala tillväxten, snarare än att öka aktiepriset, och skapa gynnsamma förutsättningar för många av våra innehav.

KRISEN SLÅR HÅRDARE MOT INVESTERINGAR ÄN BNP I OECD



SKAGENS förvaltare strävar alltid efter att uppnå bästa möjliga riskjusterade avkastning för sina kunder. Men sedan sommaren 2014, då den amerikanska dollarn började stärkas och oljepriset falla, har SKAGENS aktiefonder hamnat efter sina jämförelseindex. Detta har mestadels berott på deras lägre exponering mot amerikanska dollartillgångar och högre exponering mot tillväxtmarknader, som tenderar att drivas mer av råvarupriserna. Även om vi är besvikna över denna relativa underavkastning, anser vi som långsiktiga investerare att det är viktigt att inte falla i fällan att jaga kortsiktiga svängningar på de finansiella marknaderna.

I stället föredrar vi att hålla fast vid vår beprövade investeringsfilosofi och vårt sunda förnuft, vilket har genererat betydande avkastning över tiden. Samtidigt vidtar vi åtgärder för att granska allt vi gör och att se till att förbättra där vi kan. Resultatet av detta har varit en finslipning av vår investeringsprocess för att optimera varje steg. Vi tror att detta större fokus på metodik och de lärdomar vi har dragit från tidigare investeringsbeslut (positiva och negativa) kommer att leda till goda resultat i framtiden.



DEPÅSTOPP FÖR ANDRA KVARTALET – MER ELLER MINDRE SOM PLANERAT

Globala aktier var oförändrade under perioden mätt i dollar och avkastningen hittills i år är 3 procent. Vi började 2015 med förväntningar om 8–10 procent i aktieavkastning, så det går mer eller mindre som planerat.

Tyskland står ut negativt med en nedgång på 9 procent i euro, en starkare valuta har lett till minskad konkurrenskraft och en korrigerig på marknaden efter ett 20-procentigt rally under det första kvartalet.

Lokala kinesiska aktier har gått bra, med en ökning på 14 procent under det andra kvartalet. Värderingarna av många kinesiska företag tycks nu bubbliga och vi har redan sett en rekyl.

I västvärlden fortsätter aktievärderingarna att ge 6,0 procent i avkastning, men vi noterar att de tioåriga obligationsräntorna har rört sig uppåt. För att obligationer ska kunna konkurrera med aktier när det gäller avkastning, måste vi se de tioåriga obligationsräntorna närma sig 3,0 procent. Den nuvarande nivån är 0,9 procent i Tyskland, 2,3 procent i USA och 0,4 procent i Japan.

Tillväxtmarknaderna värderas två procentenheter högre med en avkastning på 8,2 procent och erbjuder därför en ganska stor riskpremie i förhållande till utvecklade marknader.

✓ De långsiktiga obligationsräntorna har ökat med 40 till 70 punkter, men förblir ändå på nivåer som bör fortsätta att stödja den ekonomiska aktiviteten.

✓ Energipriserna har återhämtat sig med 15–20 procent, men andra råvaror har fallit något.

✓ Den globala ekonomiska tillväxten är på väg mot 3,5 procent och färdriktningen liknar första kvartalets: USA och Asien har varit lite svagare, Europa lite starkare.



SKAGEN Vekst

Den smala stigen till välstånd

- › Bättre utveckling i USA och Japan än i Europa.
- › Vi fortsätter koncentrera portföljen.
- › Flera investeringar avyttrades efter uppnådd riktkurs.

1	2	3	4	RISK	6	7
---	---	---	---	-------------	---	---

Startdatum 1 december 1993

Avkastning sedan start 1 664,0%

Förvaltningskapital 8 662 miljoner SEK

Antal fondsparare 72 165

AVKASTNING, %	Q2/-15*	12 M*
---------------	---------	-------

SKAGEN Vekst -2,9 5,4

MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic -4,2 19,9

* Per 30 juni 2015



PORTFÖLJFÖRVALTARE

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

* Juniorförvaltare

Cyklister i havstokken, 1894. Av Einar Hein, en av Skagen-målarna. Bilden tillhör Skagens Museum (beskuren).



Foto: Bloomberg

Viss förbättring

SKAGEN Vekst slog sitt jämförelseindex under det andra kvartalet.

SKAGEN Vekst backade 2,9 procent och jämförelseindex 4,2 procent. Hittills i år har fonden gett en avkastning på 3,8 procent, medan indexet stigit 10,3 procent. Generellt sett försvagades marknaderna i Europa något under kvartalet, samtidigt som utvecklingen blev något bättre i Japan, Hongkong och USA. Om vi ser på de nordiska börserna noterades en viss nedgång i Sverige och Finland. Danmark och Norge låg däremot på en i stort sett oförändrad nivå.

Under kvartalet sålde vi hela fondens innehav i Nokian Tyres, Toto, Novo Nordisk, Stolt Nielsen och Sparebanken Øst. Alla försäljningarna gjordes för att aktierna hade nått vår riktkurs och vi nu ser bättre avkastningsmöjligheter i andra bolag framöver. Vi sålde även hela innehavet i japanska Toshiba efter beskedet om oegentligheter i bolagets räkenskaper (se sid 12). De sista aktierna i Bank Norwegian fick också lämna portföljen under andra kvartalet. Totalt blev avkastningen på innehavet 7,5 gånger den ursprungliga investeringen före den globala finanskrisen. I backspegeln kan man konstatera att vi inledde försäljningen en aning tidigt, men resultatet som helhet är vi nöjda med. Vi sålde också stora delar av fondens innehav i Royal Unibrew eftersom aktiepriset gör att vi föredrar Carlsberg av dessa två danska bryggerier.

Flera nykomlingar fick ta plats i portföljen. Den största investeringen är Credit Suisse (se sid 11). Vi köpte även mindre poster i danska Solar och H Lundbeck AS samt i svenska Elekta. Bulkrederiet Golden Ocean Group tillkom också till följd av en avknoppning från Frontline 2012. Generellt har vi fortsatt att koncentrera portföljen, så en stor del av behållningen från försäljningarna har använts till att bygga ut fondens största innehav. De tio respektive 35 största posterna utgör nu 52 respektive 91 procent av portföljen.

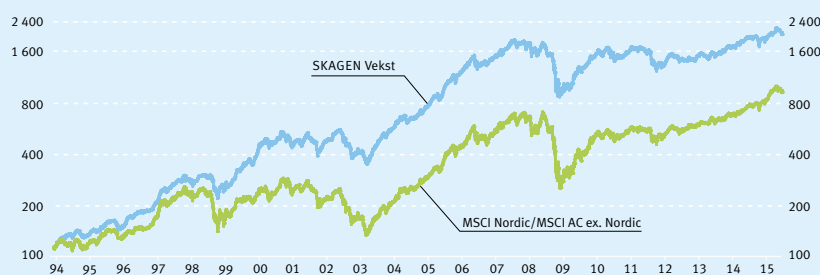
Vid utgången av det första halvåret prissätts SKAGEN Vekstportföljen (de 35 största innehaven) till 11 gånger årets underliggande resultat, mot jämförelseindexets 15 gånger vinsten. Även om vi tittar på priset i förhållande till det bokförda värdet handlas portföljen till betydande rabatt jämfört med jämförelseindexet. Det borde betyda att vi är väl positionerade för resten av 2015, även om det geopolitiska läget kastar mörka skuggor just nu.



PÅ PLUSSIDAN

Norwegian stod för det klart bästa bidraget till fondens avkastning under det andra kvartalet. I början av kvartalet präglades utvecklingen av kaoset i samband med strejken under våren. Men företaget visade ännu en gång prov på sin förmåga att gå stärkt ur konflikter och passagerarna hittade snabbt tillbaka efter turbulensen. Vi har nästan helt övergett vår tidigare skepsis mot långdistanssatsningen. Faktum är att det nu ser ut som om långdistansflygningarna kommer att stå för en stor del av den framtida tillväxten. Norwegian har fått ordning på de operativa aspekterna, men det finns en del politiska hinder som fortfarande bromsar utvecklingen. Nyligen meddelade bolaget att det kommer att börja trafikera rutter mellan tre städer i USA och Karibien. Därmed får Norwegian totalt 31 direktrutter från USA (varav sju från New York) och blir det största utländska flygbolaget i New York sett till antal destinationer. Vi uppskattar företagets ambitionsnivå för verksamheten och ser fram emot det värdeskapande som flygleasingen kommer att resultera i.

KURSHISTORIK SKAGEN VEKST*



SKAGEN VEKST Q2 2015 (MILJ. NOK)

De 5 största positiva bidragsgivarna

Norwegian Air Shuttle ASA	133
Lundin Petroleum AB	44
Danske Bank A/S	30
Carlsberg AS-B	22
Golar LNG Ltd	20

De 5 största negativa bidragsgivarna

Norsk Hydro ASA	-118
Samsung Electronics Co Ltd Pref	-86
Toshiba Corp	-62
AirAsia Bhd	-52
Casino Guichard Perrachon SA	-30

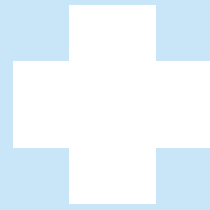
5 största köp

Credit Suisse Group AG	134
Kinnevik Investment AB-B	66
Carlsberg AS-B	50
Kia Motors Corporation	45
Elektro AB - B shs	43

5 största försäljningar

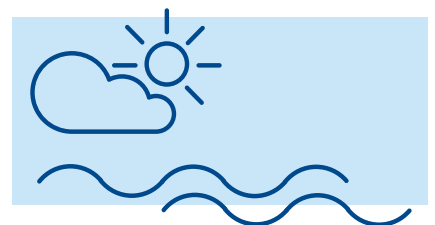
Toshiba Corp	-159
Nokian Renkaat OYJ	-80
Toto Ltd	-72
Novo Nordisk A/S-B	-65
Norwegian Finans Holding ASA	-46

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



Ökad lönsamhet

Credit Suisse är ett nyttillskott i portföljen. Banken är den näst största i Schweiz och har haft problem med svag lönsamhet under en längre tid. Sett till förhållandet mellan kostnader och intäkter hör banken till de sämsta i Europa. I dagarna tillträder dock en ny chef, Tidjane Thiam, och vi tror att han kommer att sätta igång kostnadsnedskärningar som kan öka bankens lönsamhet väsentligt. Det borde gå att minska utgifterna som andel av intäkterna från dagens 85 procent till måttligare 65 procent, och det skulle öka räntabiliteten på eget kapital från 7–8 procent till 15–20 procent. När det sker (inom loppet av de närmaste två åren) borde banken kunna prissättas till 1,5–2 gånger bokfört värde. Det skulle lyfta aktiekursen till 45–50 schweizerfranc – nära en fördubbling från dagens nivå.



Fortsatt uppsida

Lundin Petroleum har hittills varit en mycket bra investering för fonden, i synnerhet med tanke på prisrasen på olja under den period vi ägt aktien. Nyligen kom beskedet att företagets mångåriga vd Ashley Heppenstall nu lämnar sin post. Han kommer i fortsättningen att sitta i styrelsen. Ny vd blir istället Alex Schneider, som har varit i Lundinsfären sedan 1993. Schneider var den som de flesta trodde skulle få överta stafettpippen från Heppenstall och vi tror inte att ledarbytet kommer att leda till någon dramatik eller någon ny riktning för företaget. Det främsta skälet till att vi investerat i Lundin Petroleum är att bolaget äger en andel på drygt 22 procent i Johan Sverdrup-fältet. I våra prognoser räknar vi med ett pris på 9 dollar per "Sverdrupfat" och utifrån det ser vi fortsatt stor uppsida i aktien.

...OCH PÅ MINUSSIDAN

Ny värdering

Vår investering i Bonheur/Ganger Rolf (BON/GRO) har varit en rätt tråkig historia de senaste åren. Vi underskattade kollapsen på riggmärknaden som kom att kraftigt påverka värdena i Fred Olsen Energy – det företag som i många år har stått för det största värdet i BON/GRO. En mycket kraftig rabatt på underliggande värden är det främsta skälet till att vi har behållit investeringen. I slutet av juni kom dock ett besked som helt förändrar värderingen. TRIG (The Renewables Infrastructure Group Limited) köpte 49 procent av Fred Olsen Wind Limited (som ägs 50/50 av BON/GRO). TRIG blir därmed delägare i ett företag som har vindkraftverk med en installerad kapacitet på 433 MW. I affären prissätts FOWL till 9,3 miljarder norska kronor. För Bonheurs del betyder det att företaget får 2,2 miljarder norska kronor i kontanter, motsvarande drygt 50 kronor per aktie. Den siffran ska alltså ställas mot dagens aktiekurs på drygt 60 norska kronor. Utöver det får man betydande värden inom bland annat förnybar energi, fastigheter och offshore- och kryssningsverksamhet. Här har vi kanske ett bra exempel på att aktiemärknaden inte är effektiv, eftersom fokus helt har legat på den dystra riggmärknaden medan övriga värden i bolaget helt har förbisetts. BON/GRO måste nu ses mer som ett företag inom förnybar energi som dessutom ger en option på en framtida förbättring på riggmärknaden. Samtidigt kanske det är dags för aktiemärknaden att ompröva synen på Olsenfamiljen och inse att de faktiskt kan skapa långsiktiga värden?



Foto: Bloomberg

Toshibachefen Hisao Tanaka bockar före presskonferensen där han meddelade att bolaget ska utreda påståendena om oriktiga räkenskaper.

Upptäckte oegentligheter

I början av april meddelade Toshiba att företaget hade upptäckt oegentligheter i bokföringen av några av infrastrukturprojekten 2013. I maj kom så beskedet att man skulle dra tillbaka årsredovisningen för föregående år och att oriktigheterna i räkenskaperna får till följd att utdelning inte betalas. En kommitté tillsattes för att utreda saken. Det ser dessutom ut som om avvikelserna i redovisningen även gäller andra divisioner än infrastruktur. Totalt berörs verksamheter som utgör mer än 10 procent av Toshiba's omsättning. Vi valde att sälja hela vårt innehav efter dessa nyheter och realiserade en förlust på 16 miljoner norska kronor. Saken är inte avgjord ännu, men ofta finns det flera ruttna äpplen i samma korg.

NYKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN VEKST (PER 30/6 2015)

Företag	Postens storlek, %	Kurs	P/E 2015E	P/E 2016E	P/BV senaste	Kursmål
Samsung Electronics	7,0	993 000	5,8	5,9	0,9	1 500 000
Norwegian Air Shuttle	6,2	325	10,5	8,6	5,4	340
Continental AG	6,1	213	13,7	11,9	4	275
Norsk Hydro	5,8	33	9,4	8,3	0,9	58
Citigroup	5,2	55	9,2	8,0	0,8	75
TeliaSonera AB	5,0	49	12,4	12,2	1,9	70
Danske Bank A/S	4,8	197	11,7	11,5	1,3	205
Carlsberg	4,5	608	16,0	13,5	1,8	750
ABB	4,2	174	14,4	12,4	3,1	250
Kia Motors	3,6	45 300	6,3	6,1	0,8	75 000
Topp 10 vägt genomsnitt	52		9,7	8,9	1,39	37%
Topp 35 vägt genomsnitt	91		10,8	9,3	1,29	47%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic			15,2	13,8	2,28	

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



Beskylls för fiffel

Air Asia-aktien fick rejält med stryk efter en mycket negativ analys från GMT där företaget beskylldes för redovisningsfiffel. Bakgrunden är att Air Asia har stora utestående fordringar på sina dotterbolag i Indonesien och Filippinerna. I analysen hävdas att så länge dessa båda dotterbolag inte förmår betala sina skulder (för flygplansleasing och underhåll) är Air Asias omsättnings-siffror ”upplåsta”. Företaget menar å sin sida att de båda dotterbolagen kommer att kunna betala sina skulder under året. Dessutom håller företaget på att ta in nytt kapital (100 miljoner dollar) till vart och ett av dotterbolagen, och båda två ska enligt planerna börsnoteras 2017. Vi ser egentli-

gen ingen skillnad mellan dagens situation och det likartade läget när verksamheten i Thailand startades för några år sedan. Den gången låg skuldsättningsgraden på över 4, mot dagens 2,5. Air Asia uppger själva att skuldsättningsgraden ska minska till 2 före årets slut. Skulle det däremot visa sig att dotterbolagen inte kan betala sina skulder och att de utestående fordringarna således faller bort, är värdet av bolagets 128 flygplan ändå väsentligt högre än nettoskulden. Sedan tillkommer värdet av varumärket och andra företag som är knutna till bolaget. Vi väljer att behålla vår position och anser att det finns en klar uppsida när dotterbolagen i Indonesien och Filippinerna börjar visa lönsamhet.

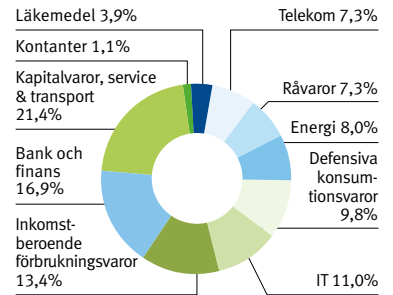
Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK*	Marknads- värde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
Lundin Petroleum AB	1 800 000	177 336	243 572	66 236	2,96%	Stockholm
Ganger Rolf ASA	1 213 817	124 262	78 898	-45 364	0,96%	Oslobørsen
Bonheur ASA	1 192 594	88 117	76 326	-11 791	0,93%	Oslobørsen
Solstad Offshore ASA	2 052 746	102 753	71 230	-31 523	0,87%	Oslobørsen
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	30 000 000	59 320	54 307	-5 013	0,66%	Hong Kong
Rec Silicon ASA	32 000 000	47 398	53 888	6 490	0,65%	Oslobørsen
DOF ASA	5 762 213	110 022	34 573	-75 448	0,42%	Oslobørsen
Summa mindre poster		256 220	41 807	-214 413	0,51%	
Summa Energi		965 429	654 602	-310 827	7,96%	
Norsk Hydro ASA	14 542 679	373 563	480 636	107 072	5,84%	Oslobørsen
Kemira OYJ	850 000	81 883	76 473	-5 411	0,93%	Helsingfors
OCI Co Ltd	39 000	33 003	24 618	-8 384	0,30%	Seoul
Summa mindre poster		20 776	18 601	-2 175	0,23%	
Summa Råvaror		509 225	600 327	91 102	7,30%	
Norwegian Air Shuttle ASA	1 561 410	124 109	507 302	383 193	6,17%	Oslobørsen
ABB Ltd	2 070 000	289 197	343 206	54 010	4,17%	Stockholm
Koninklijke Philips NV	1 379 643	279 529	277 282	-2 248	3,37%	Amsterdam
Wilh. Wilhelmsen Holding ASA	874 858	62 479	149 163	86 685	1,81%	Oslobørsen
FLSmidth & Co A/S	311 000	104 468	117 743	13 275	1,43%	Köpenhamn
AirAsia Bhd	27 960 000	142 496	89 467	-53 030	1,09%	Kuala Lumpur
Golar LNG Ltd	190 000	58 722	70 327	11 605	0,85%	NASDAQ
Solar AS - B Shs	104 000	40 099	44 557	4 458	0,54%	Köpenhamn
Frontline 2012 Ltd	1 000 000	41 502	41 000	-502	0,50%	Onoterat
Danieli & Officine Meccaniche SpA	312 962	41 406	37 515	-3 891	0,46%	Italien
YIT Oyj	550 125	32 137	31 114	-1 023	0,38%	Helsingfors
Goodtech ASA	2 055 949	46 750	25 288	-21 462	0,31%	Oslobørsen
Summa mindre poster		61 826	28 590	-33 237	0,35%	
Summa Kapitalvaror, service och transport		1 324 721	1 762 554	437 833	21,42%	
Continental AG	269 250	149 278	502 657	353 379	6,11%	Frankfurt
Kia Motors Corporation	932 000	285 845	296 120	10 275	3,60%	Seoul
Volvo AB	2 590 000	219 106	253 325	34 219	3,08%	Stockholm
Nippon Seiki Co Ltd	273 000	28 148	42 617	14 470	0,52%	Tokyo
Summa mindre poster		33 138	9 057	-24 080	0,11%	
Summa Inkomstberoende konsumentvaror		715 513	1 103 776	388 263	13,42%	
Carlsberg AS-B	518 000	323 926	369 576	45 650	4,49%	Köpenhamn
Casino Guichard Perrachon SA	352 100	240 762	211 246	-29 516	2,57%	Paris
Oriflame Cosmetics AG	828 912	107 386	103 902	-3 484	1,26%	Stockholm
Sodastream International Ltd	365 000	82 946	61 472	-21 474	0,75%	NASDAQ
Yaziciilar Holding AS	689 169	23 544	41 583	18 039	0,51%	Istanbul
Summa mindre poster		15 631	17 590	1 959	0,21%	
Summa Defensiva konsumentvaror		794 196	805 370	11 174	9,79%	
Roche Holding AG-Genusschein	80 198	173 752	177 914	4 162	2,16%	Zürich
Medi-Stim ASA	1 465 625	18 313	56 133	37 820	0,68%	Oslobørsen
Elekta AB - B shs	800 000	42 984	39 731	-3 253	0,48%	Stockholm
Photocure ASA	626 466	25 235	22 803	-2 432	0,28%	Oslobørsen
Summa mindre poster		22 672	20 501	-2 170	0,25%	
Summa Läkemedel		282 956	317 083	34 127	3,85%	
Citigroup Inc	983 800	352 249	425 054	72 805	5,17%	New York
Danske Bank A/S	1 710 000	198 532	395 756	197 224	4,81%	Köpenhamn
Credit Suisse Group AG	638 556	131 314	138 754	7 440	1,69%	Zürich
SBI Holdings Inc	1 139 000	96 634	123 164	26 530	1,50%	Tokyo
Tribona AB	2 851 004	94 342	103 419	9 078	1,26%	Stockholm
Sberbank of Russia Pref	9 620 000	139 234	64 980	-74 254	0,79%	Moskva
Hitecvision AS	793 668	7 193	53 176	45 982	0,65%	Onoterat
Korean Reinsurance Co	600 000	20 468	51 762	31 293	0,63%	Seoul
Raiffeisen Bank International AG	305 054	68 721	35 042	-33 679	0,43%	Wien
Summa Bank och finans		1 108 688	1 391 107	282 418	16,91%	
Samsung Electronics Co Ltd Pref	82 850	494 978	577 026	82 047	7,01%	Seoul
SAP SE	497 100	212 798	274 048	61 251	3,33%	Frankfurt
PSI Group ASA	3 796 612	43 431	32 081	-11 349	0,39%	Oslobørsen
Summa mindre poster		22 682	20 099	-2 583	0,24%	
Summa Informationsteknologi		773 889	903 255	129 366	10,98%	
Teliasonera AB	8 900 000	408 471	413 952	5 481	5,03%	Stockholm
Kinnevik Investment AB-B	736 009	169 794	184 164	14 370	2,24%	Stockholm
Summa Telekom		578 265	598 115	19 851	7,27%	
Summa värdepappersportfölj*		7 052 882	8 136 190	1 083 308	98,89%	
Disponibel likviditet			91 298		1,11%	
Summa andelskapital			8 227 489		100,00%	

Kurs per 30-06-2015

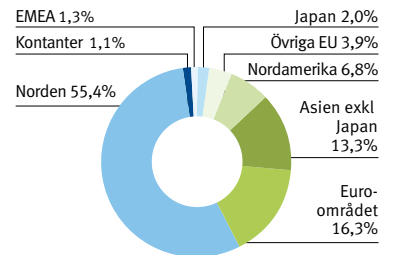
1 948,6041

* Siffrorna i 1 000 NOK.

BRANSCHFÖRDELNING



GEOGRAFISK FÖRDELNING



Motigt för tillväxtmarknader och råvaror

SKAGEN Global

En värld full av möjligheter

- › Svaga tillväxtmarknader och motvind för Samsung Electronics och råvaror gav negativ utveckling.
- › Citigroup och AIG hörde till de bästa bidragsgivarna.
- › Portföljen handlas till en attraktiv rabatt jämfört med världsindex.

1	2	3	4	RISK	6	7
Startdatum	7 augusti 1997					
Avkastning sedan start	1 265,2%					
Förvaltningskapital	37 145 miljoner SEK					
Antal fondsparare	87 385					
AVKASTNING, %	Q2/-15*	12 M*				
SKAGEN Global	-3,9	11,3				
MSCI ACWI	-3,7	25,2				

* Per 30 juni 2015



PORTFÖLJFÖRVALTARE

Knut Gezelius, Søren Milo Christensen och Chris-Tommy Simonsen

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

Fondens negativa avkastning under andra kvartalet beror främst på svag utveckling för ett antal av fondens innehav på tillväxtmarknaderna samt motvind för råvarusegmentet. Flera av aktieposterna inom finanssektorn bidrog dock positivt, vilket bådär gott inför framtiden då vi ser en uppsida i våra portföljinnehav i denna sektor. Vi har en relativt hög men väldiversifierad exponering mot globala företag inom bank-, försäkring- och fastighetsbranschen.

På makronivå dominerades börsklimatet i USA av spekulationer kring nästa räntehöjning av Federal Reserve, den amerikanska centralbanken. Efter nio kvartal i rad med positiv avkastning föll det breda borsindexet S&P 500 tillbaka med 0,2 procent under kvartalet. Svag ekonomisk data för första kvartalet skyldes på en ovanligt sträng vinter. Under det andra kvartalet kom visserligen starkare jobbsiffror från USA, men styrkan i den ekonomiska återhämtningen är fortfarande oklar. Vår syn är fortsatt att den amerikanska börsen ser relativt fullvärderad ut och fonden har behållit sin undervikt i USA som för närvarande uppgår till 19 procent.

Efter första kvartalets börsyra blev det röda avkastningssiffror även för det europeiska indexet SXXP som sjönk med 4,0 procent under det andra kvartalet. En oväntad ränteuppgång, från rekordlåga nivåer, i Tyskland samt förnyad oro kring Greklands lånebetalningsförmåga i slutet av juni dämpade entusiasmen.

Kvartalets bästa och sämsta

Fondens innehav i de amerikanska finansjättarna Citigroup och AIG var bland de tre bästa positiva bidragsgivarna (mätt i norska kronor) under kvartalet. Marknaden börjar äntligen få upp ögonen för de operationella förbättringarna som vi under lång tid har prognosticerat. Dessutom blir den enorma potentialen för kapitalåterbäring via återköp och utdelningar – ett annat av våra kursdrivande argument – allt tydligare för övriga marknadsaktörer.

Samsung Electronics föll med tio procent och var därmed den klart största negativa posten under kvartalet. Det hjälpte inte att vinsten för såväl mobiltelefoner som halvledare förbättrades jämfört med föregående kvartal eftersom marknadens förväntningar sprungit ifrån verkligheten. Utsikterna på lång sikt är dock enligt oss fortsatt goda och i nuläget ser värderingen synnerligen attraktiv ut. På minussidan återfinns också Norsk Hydro som fallit cirka 30 procent från toppen i vintras på grund av en vikande aluminiummarknad. Här tror vi att marknaden har överreagerat och dessutom finns det tack vare en stark balansräkning utrymme för klart högre utdelning till aktieägarna.

Fonden köpte in tre nya bolag och avyttrade fyra existerande bolag, vilket innebär att aktieportföljen i slutet av kvartalet bestod av 59 bolag. De nya bolagen är Tyson Foods, Sabanci Holding och Cheung Kong Property Holding.

SKAGEN GLOBAL Q2 2015 (MILJ. NOK)

De 5 största positiva bidragsgivarna	5 största köp
American International Group Inc 198	Google Inc CLASS C 474
Cheung Kong Property Holdings Ltd 152	Tyson Foods Inc 393
Citigroup Inc 134	Carlsberg AS-B 314
General Electric Co 94	Haci Omer Sabanci Holding AS 203
Lundin Petroleum AB 71	CK Hutchison Holdings Ltd 180
De 5 största negativa bidragsgivarna	5 största försäljningar
Samsung Electronics Co Ltd Pref -317	Citigroup Inc -626
General Motors Co -138	American International Group Inc -280
Norsk Hydro ASA -132	Lenovo Group Ltd -276
Tyco International Plc -97	Technip SA -259
Tata Motors Ltd-A- DVR -94	Volvo AB -239



Genomsnittssamerikanen slurpar fortfarande i sig över 160 liter läsk om året, men kycklingkonsumtionen per capita har faktiskt ökat med tio procent de senaste tre åren och beräknas uppgå till 41 kilo under 2015. Mot denna bakgrund är det möjligt att marknaden även undervärderar intjäningspotentialen på sikt. Framtiden får utvisa huruvida Tyson Foods blir en fjäder i hatten för fonden.

Från proteiner till färdigpackat

Amerikanska Tyson Foods med anor från 1935 och ett börsvärde på 17 miljarder dollar är en av världens största producenter av kyckling- och nötkött. Under ledning av vd Donnie Smith, en långvägare inom koncernen, förvärvade Tyson Foods förra året livsmedelsproducenten Hillshire Brands för åtta miljarder dollar. Syftet med förvärvet var att strategiskt ompositionera Tyson Foods från en cyklisk proteinproducent till en stabil livsmedelsproducent där färdigpackad mat utgör en större del av försäljningen. Vi bedömer att färdigpackad mat kommer att utgöra närmare 40 procent av vinsten redan 2017, en markant ökning från 15 procent under 2014. Köttproduktion är en cyklisk marknad med förhållandevis tunna marginaler vilket innebär att renodlade proteinproducenter handlas till p/e-tal omkring 10. Färdigpackad mat har högre marginaler och mindre volatila kassaflöden. Livsmedelsproducenter specialiserade på färdigpackad mat åtnjuter därför dubbelt så höga p/e-multiplar som proteinproducenter.

I takt med att Tyson Foods övergår från proteinproducent till livsmedels-

producent tror vi att aktiens p/e-tal kommer att uppvärderas. Marknaden har än så länge inte prisat in en multiplexpansion. Det vore förmätet av oss att förutspå den exakta tidpunkten för en multiplexpansion, men vi anser det mycket sannolikt att så sker inom ett par år. Som långsiktiga investerare har vi här möjlighet att köpa till ett attraktivt pris och få utdelning medan vi väntar på uppvärderingen. Dessutom gynnas Tyson Foods av ett troligt strukturellt förestående skifte i amerikanska matvanor. Överviktsepidemin i USA har nått alarmerande proportioner vilket har fått regeringen att publicera nya konsumentdirektiv som explicit förespråkar mer protein och mindre socker.

Genomsnittssamerikanen slurpar fortfarande i sig över 160 liter läsk om året, men kycklingkonsumtionen per capita har faktiskt ökat med tio procent de senaste tre åren och beräknas uppgå till 41 kilo under 2015. Mot denna bakgrund är det möjligt att marknaden även undervärderar intjäningspotentialen på sikt. Framtiden får utvisa huruvida Tyson Foods blir en fjäder i hatten för fonden.

Sabancı Holding

Det turkiska konglomeratet Sabancı Holding är tillbaka i SKAGEN Global med stöd av den gamla devisen "Köp billigt, sälj dyrt". Trogna läsare kanske drar sig till minnes att SKAGEN Global avyttrade Sabancı Holding under det fjärde kvartalet 2014. Därefter har aktiekursen sjunkit med 15 procent och totalavkastningen har släpat efter index med cirka 25 procent, främst på grund av en viss marknadsoro i samband med det turkiska valet. Den fallande aktiekursen har gett oss en möjlighet att åter köpa in oss i bolaget till en attraktiv värdering.

Det familjekontrollerade konglomeratet har en historia av att effektivt allokera kapital, vilket illustreras av 16 procents genomsnittlig avkastning på eget kapital för underliggande tillgångar (med undantag för energisegmentet). Tillgångarna innefattar såväl bank och försäkring som energi och verkstad, allt som allt tolv listade turkiska bolag. Vårt kursmål indikerar 40 procents uppsida baserat på organisk tillväxt i underliggande tillgångar, möjlig börsintroduktion av energisegmentet och höjd utdelning från dagens relativt låga 1,3 procents direktavkastning.

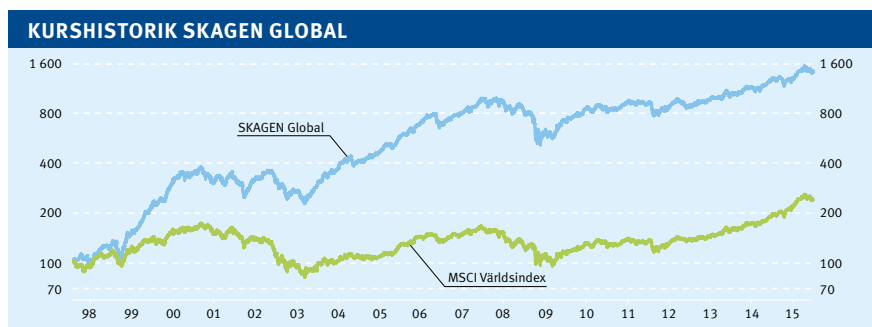


Under kvartalet ökade vi exponeringen mot den amerikanska sökjätten Google till cirka 2,5 procent av portföljen. Med en nettokassa på 60 miljarder dollar och stark tillväxt i fritt kassaflöde har Google begränsad nedsida och åtminstone 30 procents uppsida från dagens nivå. Ovan en mobil med ikon för Googles nya betaltjänst.

Google

Under kvartalet ökade vi exponeringen mot den amerikanska sökjätten Google till cirka 2,5 procent av portföljen. I absoluta termer har Googles aktiekurs legat relativt stilla de senaste tolv månaderna. Vi tror att marknaden i fallet Google är alldeles för kortsiktig och aktien prisar inte

tillnärmelsevis in den intjäningsstillväxt som de i dagsläget höga kapitalutgifterna enligt oss kommer att generera med start 2017 eller 2018. Med en nettokassa på 60 miljarder dollar och stark tillväxt i fritt kassaflöde har Google begränsad nedsida och åtminstone 30 procents uppsida från dagens nivå.



NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN GLOBAL (PER 30/6 2015)						
Företag	Postens storlek	Kurs	P/E 2015E	P/E 2016E	P/BV senaste	Kursmål
CitiGroup	6,5%	55	10,0	9,3	0,8	75
Samsung Electronics	6,1%	993 000	6,5	6,0	0,9	1 500 000
AIG	5,3%	62	12,6	11,0	0,8	90
General Electric	4,9%	26,6	19,7	16,7	2,5	34
Nordea	3,5%	103,4	12,1	11,9	1,6	150
Roche	3,1%	262	18,4	16,9	11,4	380
LG Corp	2,8%	61 800	10,7	9,5	0,9	72 000
State Bank of India	2,6%	263	9,8	8,0	1,2	400
DSM	2,5%	52	20,1	17,4	1,5	65
Microsoft	2,5%	44,2	17,2	16,0	4,0	58
Topp 10 vägt genomsnitt	40%		11,3	10,2	1,2	39%
Topp 35 vägt genomsnitt	81%		11,9	10,6	1,2	34%
Jämförelseindex (MSCI ACWI)			16,4	14,6	2,1	

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



Inte längre undervärderade

I maj knappade vårt existerande innehav Cheung Kong Hutchison Holding av fastighetsdivisionen till aktieägarna under namnet Cheung Kong Property Holding. Marknadens värdering av Cheung Kong Property Holding visade sig vara hög och i vår mening var aktien inte undervärderad på den listade aktiekursen varför vi sålde positionen.

Under andra kvartalet avyttrade vi innehaven i Technip, Talanx och Raiffeisen Bank. I efterdyningarna av det kraftiga prisfallet på olja har det franska oljeservicebolaget Technip överraskat marknaden positivt hittills under året. Vi sålde våra sista aktier när kursen stigit med cirka 30 procent och därmed nått vårt kursmål.

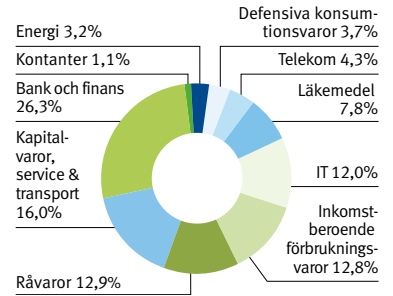
Det tyska försäkringsbolaget Talanx har genererat en årlig avkastning på 25 procent sedan SKAGEN deltog i börsintroduktionen i november 2012. Efter att aktiekursen ökat med 60 procent anser vi att företaget inte längre är undervärderat i förhållande till sin nuvarande strategi. Vi sålde också vår position i Raiffeisen Bank till förmån för mer attraktiva investeringsmöjligheter på annat håll i portföljen.

Väl positionerad

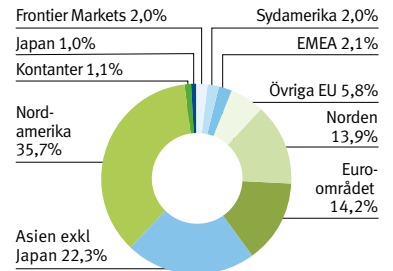
Portföljen speglar SKAGENs värdebaserade investeringsfilosofi och handlas till en attraktiv rabatt jämfört med världsindex. Våra 35 största innehav har ett genomsnittligt 2016 p/e-tal på 10,6 jämfört med index på 14,6, med andra ord en rabatt på 27 procent. Sammantaget har SKAGEN Global under årets sex första månader genererat 6,5 procents avkastning och fonden är väl positionerad för att nå sitt mål att avkasta åtminstone 15 procent årligen i absoluta termer.

Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK*	Marknadsvärde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
Lundin Petroleum AB	3 293 160	367 913	445 497	77 585	1,26%	Stockholm
Kazmunaigas Exploration GDR	3 529 139	415 879	274 890	-140 990	0,78%	London Int
BP Plc	4 269 875	213 135	223 364	10 229	0,63%	London
BP Plc ADR	598 207	174 952	188 193	13 241	0,53%	New York
Summa Energi		1 171 879	1 131 944	-39 935	3,21%	
Koninklijke DSM NV	1 955 246	810 782	895 526	84 744	2,54%	Amsterdam
Heidelbergcement AG	1 176 994	389 487	739 813	350 326	2,10%	Frankfurt
Norsk Hydro ASA	16 945 242	474 549	560 040	85 491	1,59%	Oslobörsen
Akzo Nobel NV	892 610	292 845	515 296	222 451	1,46%	Amsterdam
UPM-Kymmene Oyj	3 099 638	291 644	433 019	141 375	1,23%	Helsingfors
Lundin Mining Corp	12 338 063	366 915	396 892	29 978	1,13%	Toronto
OCI Co Ltd	434 153	385 027	275 138	-109 889	0,78%	Seoul
Mayr-Melnhof Karton AG	303 520	140 593	274 254	133 661	0,78%	Wien
Terminum SA ADR	1 994 417	298 074	272 565	-25 509	0,77%	New York
Lundin Mining Corp SDR	5 327 379	147 971	171 207	23 236	0,49%	Stockholm
Summa Råvaror		3 597 887	4 533 750	935 863	12,87%	
General Electric Co	8 170 740	1 616 001	1 719 970	103 969	4,88%	New York
LG Corp	2 304 821	645 552	1 002 977	357 424	2,85%	Seoul
CK Hutchison Holdings Ltd	6 515 098	539 504	753 052	213 549	2,14%	Hong Kong
Koninklijke Philips NV	2 825 548	526 915	568 444	41 528	1,61%	Amsterdam
Tyco International Plc	1 751 162	198 083	531 204	333 121	1,51%	New York
Valmet Corp	3 106 627	212 961	273 629	60 668	0,78%	Helsingfors
Prosegur Cia de Seguridad Sa	6 238 240	202 461	270 082	67 621	0,77%	Madrid
Autoliv Inc	258 314	88 438	237 990	149 553	0,68%	New York
China Communications Services Corp Ltd	41 861 881	150 954	166 527	15 573	0,47%	Hong Kong
Autoliv Inc SDR	130 595	45 327	120 338	75 010	0,34%	Stockholm
Summa Kapitalvaror, service och transport		4 226 197	5 644 213	1 418 016	16,02%	
General Motors Co	3 315 380	473 410	867 059	393 650	2,46%	New York
Gap Inc/The	1 775 497	435 590	533 906	98 317	1,52%	New York
Kingfisher Plc	12 302 903	410 292	531 032	120 739	1,51%	London
Volvo AB	5 250 655	407 180	512 695	105 515	1,46%	Stockholm
Comcast Corp	1 077 693	147 207	506 456	359 249	1,44%	NASDAQ
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	670 632	257 703	495 837	238 134	1,41%	Seoul
Tata Motors Ltd-A- DVR	11 563 913	231 336	372 642	141 306	1,06%	Bombay
Toyota Industries Corp	785 972	140 281	352 552	212 271	1,00%	Tokyo
Summa mindre poster	191 412	347 489	323 684	-23 804	0,90%	
Summa Inkomstberoende konsumentvaror		2 850 487	4 495 864	1 645 377	12,76%	
Tyson Foods Inc	1 314 961	393 017	448 546	55 529	1,27%	New York
Carlsberg AS-B	460 833	314 302	328 892	14 590	0,93%	Köpenhamn
Unilever NV-Cva	911 620	191 767	300 127	108 359	0,85%	Amsterdam
Yazicilar Holding AS	3 577 860	86 656	218 002	131 346	0,62%	Istanbul
Summa Defensiva konsumentvaror		985 742	1 295 567	309 824	3,68%	
Roche Holding AG-Genussschein	495 108	597 625	1 101 354	503 728	3,13%	Zürich
Sanofi	964 732	601 027	754 694	153 667	2,14%	Paris
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	1 074 283	331 351	499 446	168 095	1,42%	NASDAQ
Varian Medical Systems Inc	613 370	313 599	406 533	92 933	1,15%	New York
Summa Läkemedel		1 843 603	2 762 026	918 423	7,84%	
Citigroup Inc	5 233 467	1 198 400	2 272 502	1 074 102	6,45%	New York
American International Group Inc	3 816 021	1 013 636	1 855 769	842 133	5,27%	New York
Nordea Bank AB	12 398 133	870 977	1 222 357	351 380	3,47%	Stockholm
State Bank of India	22 526 330	573 039	731 609	158 570	2,08%	Indien
Goldman Sachs Group Inc	439 836	391 585	724 709	333 123	2,06%	New York
NN Group NV	3 052 161	549 926	677 162	127 237	1,92%	Amsterdam
Storebrand ASA	13 625 168	468 375	440 638	-27 737	1,25%	Oslobörsen
EFG-Hermes Holding SAE	18 826 600	238 806	268 365	29 559	0,76%	Kairo
Columbia Property Trust Inc	1 297 237	254 227	251 180	-3 046	0,71%	New York
Irsa Sa ADR	1 763 696	146 619	248 250	101 630	0,70%	New York
Summa mindre poster	7 416 393	489 179	585 226	96 048	1,66%	
Summa Bank och finans		6 194 769	9 277 768	3 082 999	26,33%	
Samsung Electronics Co Ltd Pref	251 657	609 537	1 759 638	1 150 101	4,99%	Seoul
Microsoft Corp	2 505 570	437 371	870 543	433 172	2,47%	NASDAQ
Google Inc CLASS C	162 112	563 208	668 231	105 023	1,90%	NASDAQ
Lenovo Group Ltd	29 495 300	221 697	321 468	99 771	0,91%	Hong Kong
Samsung Electronics Co Ltd	35 003	316 100	312 529	-3 572	0,89%	Seoul
Google Inc CLASS A	45 315	79 242	193 197	113 955	0,55%	NASDAQ
Summa mindre poster		24 968	86 209	61 241	0,24%	
Summa Informationsteknologi		2 252 123	4 211 813	1 959 690	11,95%	
China Unicom Hong Kong Ltd	39 506 972	374 491	489 118	114 627	1,39%	Hong Kong
Vimpelcom Ltd-Spon ADR	7 361 234	539 474	285 820	-253 654	0,81%	New York
First Pacific Co Ltd	42 834 923	270 660	284 286	13 626	0,81%	Hong Kong
Indosat Tbk PT	65 422 055	226 138	154 134	-72 003	0,44%	Indonesien
China Unicom Hong Kong Ltd ADR	1 144 875	105 570	141 601	36 030	0,40%	New York
Summa mindre poster		149 379	147 306	-2 073	0,41%	
Summa Telekom		1 665 712	1 502 266	-163 446	4,26%	
Summa värdepappersportfölj*		24 788 398	34 855 211	10 066 812	98,93%	
Disponibel likviditet			376 173		1,07%	
Summa andelskapital			35 231 383		100,00%	

BRANSCHFÖRDELNING



GEOGRAFISK FÖRDELNING



Kurs per 30-06-2015
* Siffrorna i 1 000 NOK.



SKAGEN Kon-Tiki

Visar kursen mot nya vatten

- › Vår mot strömmen-position i Petrobras betalade sig.
- › Tre av våra fyra största innehav var sänken för avkastningen.
- › Vi arbetar på att förbättra säljdisciplinen i fonden.

1	2	3	4	5	RISK	7
Startdatum	5 april 2002					
Avkastning sedan start	533,2%					
Förvaltningskapital	46 082 miljoner SEK					
Antal fondsparare	70 785					
AVKASTNING, %	Q2/-15*	12 M*				
SKAGEN Kon-Tiki	-5,1	3,0				
MSCI Emerging Markets	-3,3	17,7				

* Per 30 juni 2015



PORTFÖLJFÖRVALTARE

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

Skagen Rev Fyrskib, 1892. Av Carl Locher, en av Skagen-målarna. Bilden tillhör Skagens Museum (beskuren).



Foto: Bloomberg

Ny i portföljen: Sberbank är bäst i klassen bland ryska banker och kan gynnas av att inflationstakten avtar och att den ryska ekonomin stabiliseras. På bilden syns receptionen i en Sberbank-flial i Almaty, Kazakstan.

Håller fast kurs

SKAGEN Kon-Tiki föll med 5,1 procent under andra kvartalet, jämfört med en nedgång på 3,3 procent för tillväxtmarknadsindex. Hittills i år har fonden stigit med 3,2 procent, jämfört med index 8,9 procent.

Tre av våra största innehav – Great Wall Motor, Hyundai Motor och Samsung Electronics som sammanlagt utgjorde 21 procent av portföljen vid kvartalets början – påverkade resultatet negativt under andra kvartalet. På den positiva sidan finns vår mot strömmen-investering i det brasilianska oljebolaget Petrobras som gav riktigt bra avkastning. Den Hongkong-baserade kapitalförvaltaren Value Partners och brasilianska köttproducenten Marfrig hade också en god utveckling.

Vi är definitivt inte nöjda med resultatet under senare tid men fortsätter att

tro att vårt beprövade angreppssätt – att hitta impopulära, underanalyserade och undervärderade aktier – kommer att leda till en tillfredsställande avkastning på sikt. Portföljen består av bra företag som handlas till en solid rabatt i förhållande till marknaden och till vår uppskattning av deras inneboende värde. Vi kan visserligen inte förutsäga investerarkårens kortsiktiga preferenser, men är övertygade om att företagets fundamenta i det långa loppet kommer att visa sig viktigare än övergående popularitet.

Detta sagt, söker vi ständigt efter sätt att förbättra vår investeringsprocess.

NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN KON-TIKI (PER 30/6 2015)

Företag	Postens storlek	Kurs	P/E 2014	P/E 2015E	P/BV senaste	Kursmål
Samsung Electronics	8,0%	993 000	6,4	6,0	0,9	1 500 000
Hyundai Motor	7,7%	102 000	3,6	3,9	0,4	200 000
State Bank of India	4,1%	262,8	11,5	8,0	1,2	450
Mahindra & Mahindra	4,1%	1 282	24,1	12,8	2,9	2 000
Sabancı Holding	3,8%	10	9,9	8,4	1,1	14
Bharti Airtel	3,5%	420	32,4	21,0	2,7	450
ABB	3,2%	175,1	21,1	14,6	2,9	250
Naspers	2,7%	1 895	68,1	37,9	10,0	2 250
Great Wall Motor	2,6%	38	11,5	7,8	3,0	60
Richter Gedeon	2,4%	4 200,0	31,7	15,3	1,4	7 500
SBI Holdings	1,9%	1 686	8,0	13,0	1,0	3 000
Hitachi	1,9%	806,8	16,1	9,5	1,3	1 200
Topp 12 vägt genomsnitt	46%		8,7	7,8	1,0	57%
Topp 35 vägt genomsnitt	75%		11,6	8,4	1,1	57%
Jämförelseindex (MSCI Emerging Markets)			13,8	12,3	1,6	

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



VÅRSTÄDNING

Ett förbättringsområde som vi tar itu med är säljdisciplin. När man ska sälja är en otvivelaktigt svår fråga, att hålla fast vid det uppsatta kursmålet vägt mot faran i att sälja sina vinnare och behålla förlorarna. För SKAGEN Kon-Tiki finns det tre viktiga skäl för att sälja en aktie.

För det första, i de fall då förväntningarna oväntat krockar med verkligheten. Av erfarenhet har vi lärt oss att när vår investeringstes inte faller ut, bör aktien säljas även om den är lägre prissatt än då vi först köpte den.

Ett bra exempel är det sydafrikanska byggbolaget Aveng. Trots att vi insåg att vår investeringstes inte föll ut som förväntat avvaktade vi på grund av en låg värdering och förhoppningar om en vändning i bolagets lycka. Inte ett recept för framgångsrika investeringar.

För det andra, om vi hittar bättre investeringsmöjligheter på annat håll bör kapital omfördelas till företag med en högre riskjusterad uppsida.

För det tredje – och detta är det svåraste – bör vi sälja när aktien närmar sig vårt riktpreis. Det låter enkelt men svårigheten ligger i att sälja fantastiska företag på grund av en prisuppgång. Att sälja inom några punkter från kursmålet är dock inte alltid rätt svar när transaktionskostnaderna är inräknade.

Å andra sidan är marknaden till för att tjäna oss och om vi är konsekventa med att uppdatera våra riktpreis, bör de följas. Utmaningar som dessa är en del av det som gör investeringar till en så fascinerande verksamhet, och varför det utan tvekan handlar mer om konst än om vetenskap.

För att ytterligare komplicera bilden kan beslutsfattandet påverkas av flöden. Vi har särskilt sett att det är avgörande att upprätthålla säljdisciplinen under perioder av stora inflöden för att undvika förseningar med att avyttra de idéer som vi är mindre övertygade om.

För att leva som vi lär har vi fokuserat på att avsluta mindre positioner där övertygelse – snarare än storleks- eller likviditetsbegränsningar – förklarar storleken. Vi sålde av Siem Offshore, Exxaro, Yingli och MRV på grund av en ogynnsam utveckling jämfört med vår investeringstes.

Positivt är att Value Partners, Skyworth, Harbin Electric och Kiwoom nådde sina kursmål, vilket ledde till försäljningar. Därmed har vi minskat antalet portföljbolag från 93 till 88 under kvartalet.

NYA INNEHAV:

Vi sålde ett stort antal positioner under kvartalet men är alltid på jakt efter nästa stora investeringsmöjlighet. Vi köpte in oss i tre nya bolag, nämligen Sberbank, China Shipping Development och Eros International Media.

Sberbank är den bästa ryska banken och kan gynnas av att inflationstakten avtar och att den ryska ekonomin stabiliseras. Vi köpte preferensaktien när indexfonder tvingades sälja efter att bolaget uteslutits ur MSCI-indexet. Preferensaktien handlas till en historisk rabatt i förhållande till stamaktien.

China Shipping Development är ett Shanghaibaserat rederi med inriktning på torrlast och tank. Aktien är noterad både som A- och H-aktie, och den senaste handlas med stor rabatt (P/B 0,75x jämfört med 1,8x). Vi tror att nuvarande värdering endast tar hänsyn till tankbåtsförbättringar, trots signaler om att torrlast närmar sig botten. Om flottan inte växer i år eller nästa år, och med kinesiska kol- och järnmalmsbestånd på rekordlåga nivåer, kan resultatet överraska på uppsidan. På medellång till lång sikt tror vi att reformer av statligt ägda företag med påföljande förbättrad bolagsstyrning kommer att vara viktiga drivkrafter för högre avkastning.

Eros International Media är en ledande medproducent, förvärvare och distributör av indisk-språkiga filmer. Bolaget har en stark position i en växande bransch och leds av ett erfaret team. Det handlades till 14x kommande års resultat då vi köpte det, och vi betalade inte mycket för våra gynnsamma förväntningar.

KURSHISTORIK SKAGEN KON-TIKI

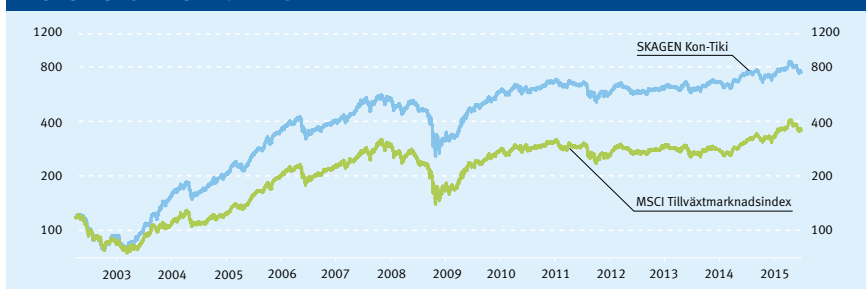




Foto: Bloomberg

Vår mot strömmen-investering i brasilianska energijätten Petrobras utvecklades väl under kvartalet. Ovan en oljeplattform i Guanabarakukten nära Rio de Janeiro.

VAD SOM FUNGERADE...

Vår bästa bidragsgivare under kvartalet var brasilianska oljebolaget Petrobras. Som ett av de mest impopulära bolagen har Petrobras stött på en rad problem, bland annat höjda kostnadsnivåer, korruptionsanklagelser och höga skuldnivåer. Listan är lång.

Men vi kan fortfarande identifiera ett antal positiva faktorer. Petrobras åsamkades först en betydande förlust genom att importera olja som man inom landet var skyldig att sälja till ett lägre (statligt fastslaget) pris. Det fallande oljepriset minskade dessa förluster avsevärt. För det andra fanns det tecken på att den dåliga bolagsstyrningen sannolikt skulle tas itu med.

Sedan köpet har vi sett ett förbättrat resultat, förändringar bland nyckelpersonalen och en ny strategisk plan. Även om företaget fortfarande inte kan kallas populärt visar den senaste tidens kursutveckling hur även en liten höjning av förväntningarna räcker långt när utgångspunkten ligger nära noll.

Hongkong-baserade kapitalförvaltaren Value Partners var vår näst bästa bidrags-

givare under kvartalet. Value Partners är ett mycket bra företag i en bransch med stor långsiktig potential, och vi förväntar oss att det ska gynnas av den ökande utbredningen av kapitalförvaltningstjänster i Kina och omgivande regioner. Men värderingen är fortfarande en grundläggande komponent i alla SKAGENs investeringar, och efter att aktien mer än fördubblats på några veckor beslutade vi att sälja när priset var högt.

...OCH VAD SOM INTE FUNGERADE

“Många som redan fallit skall födas på nytt, och de ska falla som nu står högt i kurs.”

Så inleds *Security Analysis*, Benjamin Grahams banbrytande verk om värdeinvesteringar. SKAGEN Kon-Tikis resultat under andra kvartalet illustrerar det tidlösa värdet i Horatius gamla ordspråk. Efter att ha varit våra två bästa bidragsgivare under det första kvartalet, föll Great Wall Motor och Samsung Electronics till botten av listan under det andra. Även om vi inte lägger så stor vikt vid kortsiktiga resultat kan så stora svängningar tjäna som en

bra påminnelse om att aktiemarknaden svänger betydligt mer än företagens inboende värden.

De viktigaste frågorna för Great Wall kretsar kring vinstmarginalens hållbarhet. Med rörelsemarginaler på 16 procent har bolaget haft betydligt högre lönsamhet än den typiska nivån på 5–10 procent bland globala biltillverkare. Men hotande överkapacitet på den kinesiska bilmärknaden, små satsningar på nyutveckling och nyligen annonserade kampanjpriser, finns riskmarginalen i allra högsta grad närvarande. I kombination med en ganska hög värdering, ledde detta oss till att minska positionen i Great Wall med en tredjedel till höga priser.

Få vinster med koreanska wonen

Våra stora koreanska innehav Hyundai Motor och Samsung Electronics hade ett svagt kvartal. Nedslående försäljnings-siffror ledde till en tuff start på året för Hyundai, vilket resulterat i en negativ avkastning på 20 procent hittills i år för våra preferensaktier. Den koreanska wone's relativa styrka har gjort det motigt att konkurrera med Japan, men vi hade ändå förväntat oss att de nylanserade modellerna skulle ha större inverkan på försäljningen under de senaste kvartalen.

Med ett P/E-tal på 4x och P/B på 0,5x är Hyundais värdering närmast unik bland globala företag. Frågan är då om det har blivit en värdefälla. Vi tror att flera utlösande faktorer finns kvar, bland annat bättre försäljningsutveckling genom uppdaterade modeller och en förbättring av bolagsstyrningen. Vi inser att ett bättre rörelseresultat sannolikt kommer att vara den viktigaste drivkraften för avkastningen och övervakar – som alltid – noggrant bolagets utveckling.

SKAGEN KON-TIKI Q2 2015 (MILJ. NOK)

De 5 största positiva bidragsgivarna

Petroleo Brasileiro Pref ADR	156
Value Partners Group Ltd	146
Marfrig Global Foods SA	145
Golar LNG Ltd	136
UPL Ltd	95

De 5 största negativa bidragsgivarna

Great Wall Motor Co Ltd	-558
Samsung Electronics Co Ltd Pref	-512
Hyundai Motor Co Pref	-415
AirAsia Bhd	-206
Tech Mahindra Ltd	-195

5 största köp

China Shipping Development	251
Haci Omer Sabanci Holding AS	205
Sberbank of Russia Pref	151
Golden Ocean Group Ltd	129
Eros International Media Ltd	82

5 största försäljningar

AP Moeller - Maersk A/S	-905
Great Wall Motor Co Ltd	-781
Lenovo Group Ltd	-777
Shiseido Co Ltd	-519
Harbin Electric Company Ltd	-389

DET LÅNGA LOPPET

I en värld som ofta präglas av makroekonomiska och politiska händelser, där mängder av investerare jagar kortsiktig avkastning, erbjuder SKAGEN Kon-Tiki ett annorlunda angreppssätt. Med vårt fokus på värde hellre än snabbhet, långsiktighet (mätt i år) hellre än kortsiktighet och företagsfundamenta hellre än rubrikskapande nyheter, är våra metoder inte alltid på modet. Vilket är exakt varför de fungerar. I det långa loppet.

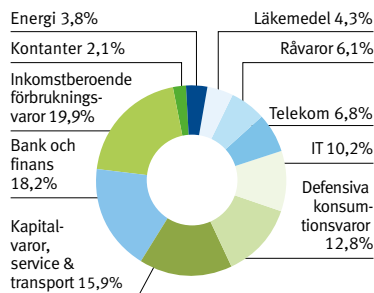
Foto: iStock

VÄRDEPAPPERSPORTFÖLJ SKAGEN KON-TIKI PER 30 JUNI 2015

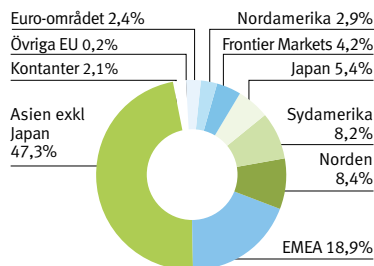
Hela portföljen hittar du på www.skagenfonder.se/kontiki-portfolj

Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK*	Marknadsvärde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
Petroleo Brasileiro Pref ADR	9 864 888	506 969	636 444	129 476	1,46%	New York
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	224 088 000	368 096	407 054	38 958	0,93%	Hong Kong
Tullow Oil Plc	8 461 624	793 317	358 112	-435 205	0,82%	London
Rec Silicon ASA	83 201 594	133 426	140 111	6 685	0,32%	Oslobörsen
Summa mindre poster		541 097	111 577	-429 519	0,26%	
Summa Energi		2 342 905	1 653 299	-689 606	3,78%	
UPL Ltd	10 294 488	191 091	681 540	490 449	1,56%	Indien
Vale Sa Spons pref ADR	14 322 805	1 356 658	573 025	-783 633	1,31%	New York
Hindalco Industries Ltd	30 031 830	504 565	415 392	-89 173	0,95%	Indien
OCI Co Ltd	600 000	455 623	380 241	-75 382	0,87%	Seoul
LG Chem Ltd Pref	259 179	178 915	343 102	164 187	0,79%	Seoul
Asia Cement China Holdings	48 522 500	178 365	188 592	10 227	0,43%	Hong Kong
Summa mindre poster		417 257	103 173	-314 084	0,24%	
Summa Råvaror		3 282 474	2 685 065	-597 409	6,14%	
ABB Ltd	8 530 512	769 826	1 416 021	646 195	3,24%	Stockholm
Hitachi Ltd	16 195 000	791 993	839 668	47 676	1,92%	Tokyo
CNH Industrial NV	9 138 348	555 673	659 313	103 640	1,51%	New York
Bidvest Group Ltd	2 800 000	326 110	556 404	230 294	1,27%	Johannesburg
Frontline 2012 Ltd	12 706 335	327 355	520 960	193 604	1,19%	Onoterat
Golar LNG Ltd	1 298 301	471 325	479 278	7 954	1,10%	NASDAQ
AirAsia Bhd	108 497 800	414 918	348 392	-66 526	0,80%	Kuala Lumpur
Enka Insaat Ve Sanayi AS	23 092 016	217 528	345 821	128 293	0,79%	Istanbul
Norwegian Air Shuttle ASA	900 000	84 407	292 410	208 003	0,67%	Oslobörsen
China Shipping Development	43 210 000	251 340	257 397	6 056	0,59%	Hong Kong
AP Moeller - Maersk A/S	18 000	144 957	256 294	111 338	0,59%	Köpenhamn
LG Corp Pref	808 430	118 266	213 186	94 920	0,49%	Seoul
Empresas ICA S.A.B	32 729 853	448 729	200 008	-248 720	0,46%	Mexico
Golden Ocean Group Ltd	4 665 202	182 757	140 947	-41 809	0,32%	NASDAQ
Euronav SA	1 090 286	98 518	126 274	27 757	0,29%	Bryssel
Golden Ocean Group Ltd	4 065 322	119 743	123 992	4 249	0,28%	Oslobörsen
Summa mindre poster		680 291	157 967	-522 324	0,36%	
Summa Kapitalvaror, service och transport		6 003 735	6 934 333	930 598	15,87%	

BRANSCHFÖRDELNING



GEOGRAFISK FÖRDELNING



Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK*	Marknadsvärde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	2 384 671	402 745	1 763 124	1 360 380	4,03%	Seoul
Hyundai Motor Co Pref (1p)	2 234 715	358 958	1 605 046	1 246 088	3,67%	Seoul
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	8 005 385	186 510	1 278 594	1 092 084	2,93%	London Int
Naspers Ltd	950 050	278 067	1 166 623	888 556	2,67%	Johannesburg
Great Wall Motor Co Ltd	29 399 500	53 329	1 133 715	1 080 386	2,59%	Hong Kong
LG Electronics Inc Pref	3 050 000	823 954	492 887	-331 067	1,13%	Seoul
Mahindra & Mahindra Ltd	3 103 503	250 706	491 932	241 226	1,13%	Indien
DRB-Hicom Bhd	88 408 800	365 449	293 102	-72 347	0,67%	Kuala Lumpur
Apollo Tyres Ltd	13 028 865	109 290	274 183	164 893	0,63%	Indien
Summa mindre poster		175 311	180 403	5 092	0,41%	
Summa Inkomstberoende kapitalvaror		3 004 319	8 679 611	5 675 291	19,86%	
X 5 Retail Group NV GDR	4 990 306	506 266	653 726	147 461	1,50%	London Int
Cosan Ltd	13 091 033	791 870	630 347	-161 523	1,44%	New York
Yazicilar Holding AS	8 837 139	222 040	538 454	316 415	1,23%	Istanbul
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA	8 706 469	324 648	525 661	201 013	1,20%	Madrid
Familymart Co Ltd	1 407 900	389 252	509 379	120 128	1,17%	Tokyo
Marfrig Global Foods SA	33 457 200	525 979	482 868	-43 111	1,10%	Sao Paulo
Massmart Holdings Ltd	3 739 366	285 120	362 982	77 862	0,83%	Johannesburg
PZ Cussons Plc	7 625 746	127 931	342 736	214 805	0,78%	London
Kulim Malaysia BHD	50 827 600	160 451	264 952	104 501	0,61%	Kuala Lumpur
Cia Cervecerias Unidas SA ADR	1 538 270	280 090	256 822	-23 268	0,59%	New York
Cia Brasileira de Distribuicao - Pref	1 326 200	324 877	253 054	-71 823	0,58%	Sao Paulo
Casino Guichard Perrachon SA	316 924	250 764	190 151	-60 612	0,44%	Paris
Shiseido Co Ltd	951 600	102 371	169 882	67 511	0,39%	Tokyo
Podravka Prehranska Ind DD	406 584	111 935	145 510	33 575	0,33%	Zagreb
East African Breweries Ltd	5 774 866	88 566	139 674	51 107	0,32%	Nairobi
Summa mindre poster		139 800	115 763	-24 037	0,26%	
Summa Defensiva konsumentvaror		4 631 958	5 581 961	950 003	12,77%	
Richter Gedeon Nyrt	8 936 510	970 296	1 043 540	73 243	2,39%	Budapest
China Shineway Pharmaceutical	36 934 000	280 298	434 026	153 728	0,99%	Hong Kong
Eis Eczacibasi Ilac Ve Sanayi	19 410 554	133 038	161 303	28 265	0,37%	Istanbul
Supermax Corp BHD	30 573 600	117 548	131 960	14 413	0,30%	Kuala Lumpur
Summa mindre poster		39 931	98 053	58 122	0,22%	
Summa Läkemedel		1 541 111	1 868 882	327 771	4,28%	
State Bank of India	55 690 910	1 265 479	1 808 728	543 248	4,14%	Indien
Haci Omer Sabanci Holding AS	56 050 322	1 216 783	1 662 335	445 552	3,80%	Istanbul
SBI Holdings Inc	7 759 600	603 587	840 733	237 145	1,92%	Tokyo
Moscow Exchange MICEX-RTS OAO	57 263 060	612 265	558 719	-53 545	1,28%	Moskva
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	22 815 700	565 560	522 235	-43 325	1,19%	Sao Paulo
JSE Ltd	5 864 519	226 705	484 527	257 821	1,11%	Johannesburg
Korean Reinsurance Co	4 860 366	182 225	420 958	238 734	0,96%	Seoul
Kiatnakin Bank Plc	37 429 463	334 353	307 022	-27 331	0,70%	Bangkok
EFG-Hermes Holding SAE	17 939 257	353 507	255 717	-97 790	0,59%	Kairo
Dragon Capital - Vietnam Enterprise Investments Ltd	9 000 000	111 229	203 934	92 705	0,47%	Dublin
Ghana Commercial Bank Ltd	18 001 604	88 821	158 427	69 606	0,36%	Ghana
Raiffeisen Bank International AG	1 376 967	270 180	158 391	-111 789	0,36%	Wien
Sberbank of Russia Pref	21 400 000	151 067	145 663	-5 404	0,33%	Moskva
Nordnet AB	4 118 184	57 184	129 224	72 040	0,30%	Stockholm
Diamond Bank Plc	718 971 941	153 449	124 673	-28 775	0,29%	Lagos
Summa mindre poster		183 931	176 571	-7 359	0,40%	
Summa Bank och finans		6 376 324	7 957 856	1 581 532	18,21%	
Samsung Electronics Co Ltd Pref	310 282	766 576	2 169 557	1 402 981	4,96%	Seoul
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	382 663	376 532	1 335 256	958 724	3,06%	London Int
Tech Mahindra Ltd	8 784 608	354 450	518 818	164 368	1,19%	Indien
Lenovo Group Ltd	37 938 000	217 652	413 484	195 832	0,95%	Hong Kong
Summa Informationsteknologi		1 715 211	4 437 115	2 721 904	10,15%	
Bharti Airtel Ltd	29 648 206	1 130 346	1 539 379	409 033	3,52%	Indien
Kinnevik Investment AB-B	2 717 167	481 930	677 455	195 525	1,55%	Stockholm
Indosat Tbk PT	206 683 750	557 401	486 947	-70 454	1,11%	Indonesien
Sistema Jscf	71 610 460	487 565	201 580	-285 986	0,46%	Moskva
Summa mindre poster		79 436	69 284	-10 151	0,16%	
Summa Telekom		2 736 677	2 974 644	237 967	6,81%	
Summa värdepappersportfölj*		31 634 714	42 772 766	11 138 052	97,87%	
Disponibel likviditet			932 193		2,13%	
Summa andelskapital			43 704 960		100,00%	
Kurs per 30-06-2015		719,7447				

* Siffrorna i 1 000 NOK.



SKAGEN m²

En del av den globala fastighetsmarknaden

- › Osäkerheten kring USA-räntorna och Grekland ledde till en svag marknad för fastighetsaktier.
- › Vi har utnyttjat nedgången till att sälja av företag som inte har rätt förutsättningar att skapa långsiktiga värden.
- › Det är nu lättare hitta företag som är lägre värderade.

	1	2	3	4	RISK	6	7
Startdatum	31 oktober 2012						
Avkastning sedan start	30,8%						
Förvaltningskapital	1 219 miljoner SEK						
Antal fondsparare	8 577						
AVKASTNING, %	Q2/-15*						12 M*
SKAGEN m ²	-11,9						17,2
MSCI ACWI Real Estate IMI	-9,2						25,8

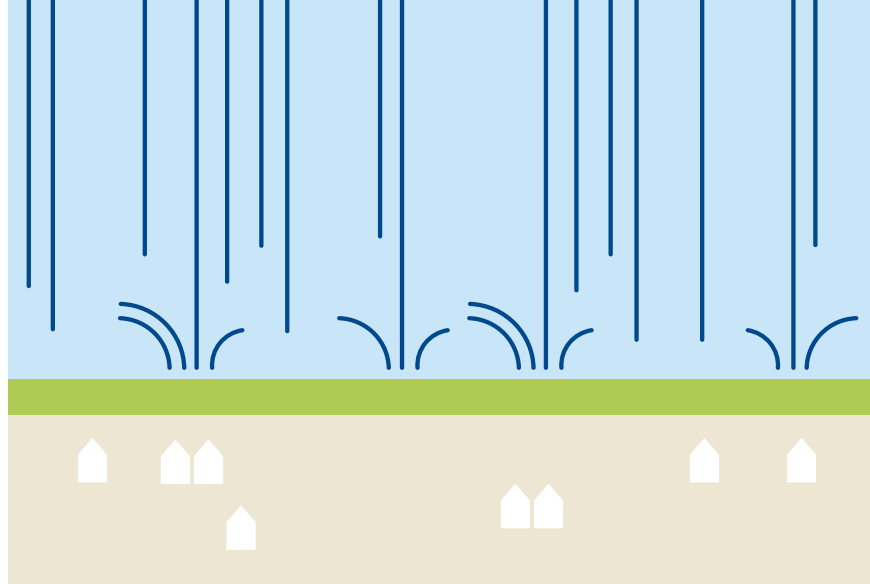
* Per 30 juni 2015



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 Museum (beskuren).



Regntungt kvartal

SKAGEN m² upplevde ett svagt andra kvartal och vid utgången av juni hade hela uppgången från första kvartalet raderats.

Försvagningen för fastighetsaktier berodde på flera saker, bland annat på osäkerheten kring ränteutvecklingen i USA, förhandlingarna med Grekland och oron över de skyhöga värderingarna i Kina. Dessutom finns en allmän oro över hur aktiekurserna ska påverkas när de centralbankspengar som funnits i överflöd nu så smått börjar sina.

Alla dessa faktorer skapar – tillsammans med många börsnoteringar där målet är att ta hem vinster efter goda år och marknaden som helhet har stigit sedan 2012 – ett klimat som bäddar för nedgång för fastighetsaktier.

Det positiva är dock att nedgången är precis som regnet efter en längre tids torr och soligt väder: välgörande och uppfriskande. För oss som förvaltare blir det mycket lättare att hitta lägre värderade företag och slippa springa efter marknaden.

USA blev sänke

USA var en av de marknader där utvecklingen för fastighetsaktier var svagast och avkastningen blev där lägre än för det globala fastighetsindexet. Alla de sex största negativa bidragen till SKAGEN m² kom från amerikanska investeringar som har en vikt på mellan tre och fyra procent, och som backade trots acceptabla resultat och avsaknad av specifika nyheter.

Amerikanska fastighetsaktier steg kraftigt under 2014 när räntorna i stället för

att som väntat börja krypa uppåt faktiskt fortsatte nedåt. Den utvecklingen pågick fram till årets andra kvartal, då den tioåriga amerikanska räntan började röra sig uppåt igen.

Faktum är att den skakiga ränteutvecklingen har varit mer påfrestande än själva räntestegringen och en kraftig ränteökning i USA skulle troligen vara mer gynnsam för fastighetsaktier än fortsatt osäkerhet. När en negativ nyhet som marknaden hunnit förbereda sig på väl inträffar utlöser det ofta en uppgång. Man ska dock ha i minnet att aktiemarknaden alltid rör sig mot ett jämviktsläge där både köpare och säljare är osäkra.

Det har också skett en förskjutning från USA till Europa, som ligger efter när det gäller penningpolitiska lättnader. Den penningpolitiska stimulansen har där gett rekordlåga räntor och gjort att våra fastighetsbolag kunnat hitta extremt billig finansiering. British Land och Unibail gav ut konvertibla obligationer med nollränta och en konverteringskurs på 30 procent över aktuell börskurs.

China South City stod för det största positiva bidraget under kvartalet. Det berodde främst på att vi sålde innehavet innan nedgången för kinesiska aktier verkligen tog fart under kvartalet. De näst största bidragen kom från de spanska företagen Melia Hotels och Axia, där vi deltog i en nyemission.

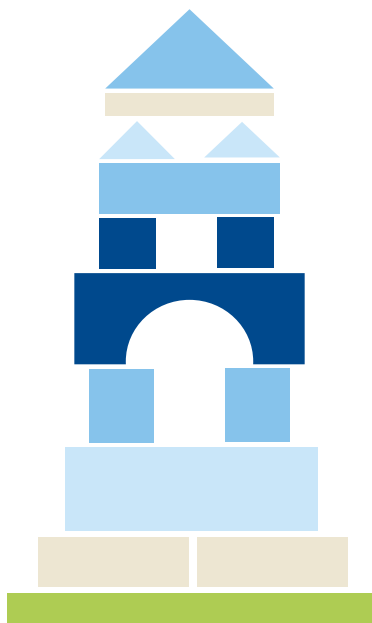


Foto: Bloomberg



Foto: Bloomberg

En likhet mellan Olav Thon och IRSA är att båda företagen har stora majoritetsägare som skapar värde och som har arbetat med sin specialistkompetens under hela sina liv. Ovan Olav Thon (till vänster) och IRSA:s huvudägare Eduardo Elsztein.

Fokus på värdeskapande

Värdeskapandet på fastighetsmarknaden sker både genom den operativa verksamheten och agerandet på kapitalmarknaden. Det går att såväl skapa som förstöra värden på båda dessa arenor.

Under återstoden av 2015 kommer vi att fokusera ännu tydligare på att utesluta företag som inte förmår skapa värde långsiktigt. I den senaste tidens nedgång har vi passat på att att sälja en del av våra innehav och stärka portföljens inriktning på värdeskapande företag.

Ett exempel är att vi sålde hela vårt innehav i Citycon och använde behållningen till att köpa fler aktier i Olav Thon. Båda företagen äger och driver köpcenter i Norden, men medan Citycon handlades till ett värde som översteg värdet av tillgångarna handlades Olav Thon med rabatt. Prisskillnaden gör att valet kan te sig självklart, men ett lika viktigt skäl för vårt beslut var hur företagen agerar på kapitalmarknaden.

Sedan börsintroduktionen har Olav Thon aldrig vänt sig till aktiemarknaden för att ta in nytt kapital. I stället har man byggt upp företaget med hjälp av löpande vinster och betalat en mindre utdelning. Den här metoden där sten läggs till sten har varit mycket lönsam för långsiktiga (och på senare år även kortsiktiga) aktieägare. Med Citycon är situationen den motsatta. Hela kassaflödet har betalats ut som utdelning och tillväxten har i stället finansierats genom dyra nyemissioner som medför höga kostnader och ger börmäklarna klirr i kassan.

Oberoende av världsdel

Ett par andra innehav vi justerat är General Shopping och IRSA. Vi sålde nyligen General Shopping och har passivt (genom att inte sälja vid återköp och kursuppgångar) ökat exponeringen mot IRSA. Försäljningen av General Shopping gjordes mot bakgrund av de lån företaget tog i amerikanska dollar för att investera i Brasilien. General Shopping beskriver fortfarande sin valutaförlust som en "non cash loss" och menar att så länge lånet inte har återbetalats är förlusten inte realiserad. Det är ett skrämmande synsätt som delas av andra som väljer att leva i en illusion när de har stora orealiserade förluster. För att inte behöva ställas mot väggen av långivarna blir företaget tvunget att sälja fastigheter för att klara sina lån – både räntor och amorteringar.

IRSA å sin sida äger några av de bästa fastigheterna i Argentina och har klarat att hålla kursen i ett politiskt oroligt

land. Företaget hade stora investeringar på Manhattan men har nu sålt delar av dem för att omfinansiera det tungt skuldsatta bolaget IBD i Israel. Investeringar i Israel innebär visserligen fler risker än de rent finansiella, men landet har ändå en förhållandevis stabil ekonomi. Över tid har IRSA:s huvudägare visat prov på en imponerande förmåga att göra vältajmade och mycket värdeskapande investeringar.

En likhet mellan Olav Thon och IRSA är att båda företagen har stora majoritetsägare som skapar värde och som har verkat inom sitt specialistområde hela livet. Ett annat liknande företag är det spanska hotellföretaget Melia, där den största ägarfamiljen äger 60 procent. Även om företaget bara har gett investerarna en årlig avkastning på 5 procent under de senaste 19 åren, är det här faktiskt ett av fåtalet spanska företag med fastighets-exponering som gett någon avkastning över huvud taget.

SKAGEN m² Q2 2015 (MILJ. NOK)

De 5 största positiva bidragsgivarna

China South City Holdings Ltd	3,3
Melia Hotels International	1,3
Axia Real Estate SOCIMI SA	0,8
Phoenix Mills Ltd	0,4
CSI Properties Ltd	0,3

De 5 största negativa bidragsgivarna

HCP Inc	-10,2
Brandywine Realty Trust	-9,8
General Growth Properties Inc	-8,3
Ashford Hospitality Trust	-8,2
CBL & Associates Properties Inc	-7,8

5 största köp

Axia Real Estate SOCIMI SA	11
Keck Seng Investments	9
Grivalia Properties Reic AE	8
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	6
Emlak Konut Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	4

5 största försäljningar

Melia Hotels International	-15
Shimao Property Holdings Ltd	-15
China South City Holdings Ltd	-13
Ticon Industrial Connection Pcl-Nvdr	-12
Citycon Oyj	-11



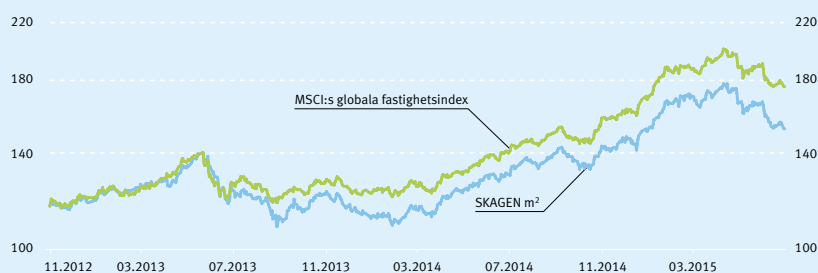
Foto: Meliá Alicante, Meliá Hotels International

I Hongkong gick vi ur vår position i CSI Properties och köpte Keck Seng. CSI såldes efter det att företaget först köpt tillbaka egna aktier med kraftig rabatt, något som fick kursen att stiga, för att sedan genomföra en emission till stor rabatt. Vi investerar i stället i Keck Seng, ett företag som äger flera hotell i bland annat Vietnam och USA. De båda hotellen i USA har var för sig ett värde som motsvarar hela företagets börsvärde. Även om aktien inte handlas i stora volymer, så som fallet även var med Olav Thon, pågår ett kontinuerligt värdeskapande som kommer aktieägarna till godo på längre sikt.

Efter utvecklingen hittills i år ville vi passa på att delge våra andelsägare några av våra tankar i den här rapporten. De företag som nämns i texten är exempel på hur vi har skärpt portföljens fokus på ett sätt som förhoppningsvis kommer att förbättra våra resultat framöver.

En av de största positiva bidragsgivarna till avkastningen under kvartalet var spanska hotellföretaget Meliá. På samma sätt som våra innehav i Olav Thon och IRSA har Meliá Hotels en dominerande majoritetsägare. Företaget är ett av få spanska företag med fastighetsexponering som gett någon avkastning över huvud taget under de senaste decennierna.

KURSHISTORIK SKAGEN m²

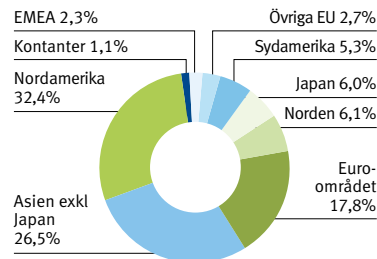


NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN m² (PER 30/6 2015)

Företag	Postens storlek	Kurs	P/NAV senaste	Dividend Yield 2015E	EBITDA 2015E/EV
Global Logistic Properties Ltd	4,3%	2,53	102%	2,0%	5,6%
Columbia Property Trust Inc	4,1%	24,61	80%	4,9%	6,0%
HCP Inc	4,0%	36,63	112%	6,6%	6,3%
Olav Thon Eiendomsselskap	4,0%	142,50	80%	1,2%	6,2%
Mitsui Fudosan Co Ltd	3,9%	3 427,00	107%	0,8%	5,3%
General Growth Properties Inc	3,9%	25,76	90%	2,6%	5,4%
Ashford Hospitality Trust	3,5%	8,22	80%	5,8%	9,6%
Brandywine Realty Trust	3,4%	13,39	85%	4,5%	7,6%
PS Business Parks Inc	3,3%	72,35	95%	2,8%	6,0%
SL Green Realty Corp	3,2%	110,15	90%	2,1%	4,6%
Topp 10 vägt genomsnitt	38%		92%	3,3%	6,2%
Topp 35 vägt genomsnitt	85%			3,4%	6,5%
Jämförelseindex (MSCI ACWI Real Estate IMI)				3,3%	

Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK*	Marknadsvärde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
FASTIGHETSFÖRETAG INKL REITS						
Global Logistic Properties Ltd	3 347 000	45 748	49 466	3 718	4,27%	Singapore
Columbia Property Trust Inc	245 000	43 101	47 439	4 338	4,10%	New York
HCP Inc	162 100	47 508	46 717	-791	4,03%	New York
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	324 000	40 727	46 170	5 443	3,99%	Oslobörsen
Mitsui Fudosan Co Ltd	204 000	40 500	44 927	4 427	3,88%	Tokyo
General Growth Properties Inc	220 000	37 207	44 589	7 382	3,85%	New York
Ashford Hospitality Trust	629 000	40 850	40 655	-195	3,51%	New York
Brandywine Realty Trust	375 000	38 970	39 521	551	3,41%	New York
PS Business Parks Inc	66 500	36 232	37 854	1 623	3,27%	New York
SL Green Realty Corp	43 100	32 707	37 354	4 647	3,23%	New York
Apartment Investmet & Management Co	127 000	30 637	37 101	6 463	3,20%	New York
Soho China Ltd	7 208 500	37 437	36 942	-496	3,19%	Hong Kong
CBL & Associates Properties Inc	257 000	34 796	32 454	-2 343	2,80%	New York
Deutsche Wohnen AG	171 067	23 368	31 079	7 711	2,68%	Frankfurt
British Land Co Plc	310 000	23 094	30 604	7 510	2,64%	London
Mercialys SA	148 471	20 839	26 109	5 270	2,25%	Paris
CA Immobilien Anlagen AG	188 000	24 997	25 794	797	2,23%	Wien
SM Prime Holdings Inc	7 100 000	19 620	24 740	5 120	2,14%	Filippinerna
Nomura Real Estate Office Fund Inc	685	22 800	24 431	1 631	2,11%	Tokyo
Shangri-La Asia Ltd	2 156 000	22 601	23 673	1 073	2,04%	Hong Kong
Melia Hotels International	220 000	18 379	23 079	4 700	1,99%	Madrid
Dic Asset AG	319 000	21 669	22 422	752	1,94%	Xetra
Phoenix Mills Ltd	478 945	16 935	22 396	5 461	1,93%	Indien
Emlak Konut Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	2 560 000	21 120	20 748	-373	1,79%	Istanbul
BR Properties SA	700 000	26 335	18 646	-7 689	1,61%	Sao Paulo
First Real Estate Investment Trust	2 229 406	15 326	18 102	2 776	1,56%	Singapore
Westgrund AG	442 106	14 548	17 715	3 167	1,53%	Xetra
Irsa Sa ADR	125 519	11 463	17 667	6 205	1,53%	New York
Gecina SA	16 000	14 445	15 628	1 183	1,35%	Paris
Mapletree Logistics Trust	2 345 242	15 559	15 481	-78	1,34%	Singapore
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	63 806 900	21 426	15 033	-6 393	1,30%	Indonesien
Affine SA	94 000	11 844	13 667	1 823	1,18%	Paris
Ananda Development PCL-Nvdr	15 915 800	9 760	13 629	3 869	1,18%	Bangkok
BR Malls Participacoes SA	355 700	15 938	12 996	-2 942	1,12%	Sao Paulo
Atrium Ljungberg AB	120 621	12 052	12 441	389	1,07%	Stockholm
Ascendas India Trust	2 324 000	9 588	12 150	2 562	1,05%	Singapore
Unibail-Rodamco SE	5 975	9 910	11 979	2 069	1,03%	Amsterdam
Axia Real Estate SOCIMI SA	114 000	11 105	11 919	814	1,03%	Madrid
Vista Land & Lifescapes Inc	10 686 100	10 098	11 834	1 737	1,02%	Filippinerna
Oberoi Realty Ltd	348 152	9 752	11 710	1 958	1,01%	Indien
Ashford Inc	16 800	11 732	11 650	-82	1,01%	New York
Entra ASA	149 523	10 835	10 915	80	0,94%	Oslobörsen
CapitalLand Ltd	500 000	8 515	10 223	1 708	0,88%	Singapore
Bumi Serpong Damai PT	9 186 500	8 925	9 036	111	0,78%	Indonesien
Keck Seng Investments	1 200 000	9 240	8 999	-241	0,78%	Hong Kong
Ticon Industrial Connection Pcl-Nvdr	2 701 720	11 150	8 802	-2 349	0,76%	Bangkok
Summarecon Agung Tbk PT	9 019 400	6 494	8 686	2 192	0,75%	Indonesien
Etalon Group Ltd GDR	433 718	9 416	6 313	-3 103	0,55%	London Int
Grivalia Properties Reic AE	119 790	7 813	6 280	-1 533	0,54%	Aten
Rockwell Land Corp	20 000 000	8 187	5 930	-2 257	0,51%	Filippinerna
Parque Arauco SA	349 321	3 977	5 249	1 272	0,45%	Santiago
Summa Fastighetsforetag inkl. REITS		1 057 278	1 138 944	81 665	98,37%	
RÄNTEINSTRUMENT						
General Shopping Finance	1 000 000	5 429	6 298	868	0,54%	Euroclear
Summa Ränteinstrument		5 429	6 298	868	0,54%	
Summa värdepappersportfölj*		1 062 708	1 145 241	82 533	98,91%	
Disponibel likviditet			12 670		1,09%	
Summa andelskapital			1 157 911		100,00%	

GEOGRAFISK FÖRDELNING



Kurs per 30-06-2015 146,5403

* Siffrorna i 1 000 NOK.



SKAGEN Focus

På jakt efter exceptionella investeringar

- › Den högkoncentrerade, globala aktiefonden SKAGEN Focus lanserades den 26 maj 2015.
- › I slutet av juni hade fonden 28 innehav.
- › Bolag i olika storleksnivåer i ett flertal branscher utspridda i världen har identifierats. Den gemensamma nämnaren är att alla ger en bra balans mellan risk och möjligheter.

1	2	3	4	5	RISK	7
Startdatum	26 maj 2015					
Avkastning sedan start	-7,3%					
Förvaltningskapital	812 miljoner SEK					
Antal fondsparare	2 317					
AVKASTNING, %	Q2/-15*	12 M*				
SKAGEN Focus	-7,3	n/a				
MSCI World AC TR Index	-4,4	n/a				

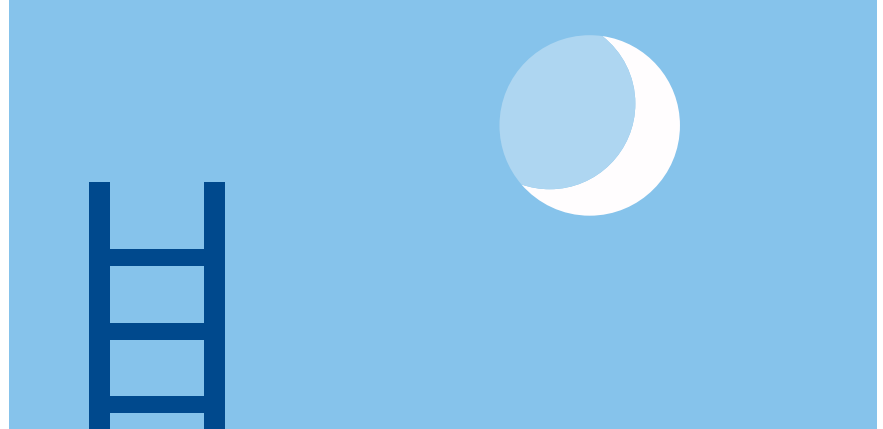
* Per 30 juni 2015



PORTFÖLJFÖRVALTARE

Filip Weintraub och Jonas Edholm

Krøyers hund, Rap, 1898. Av P S Krøyer, en av Skagen-målarna. Bilden tillhör Skagens Museum (beskuren).



På jakt efter exceptionella investeringar

Under sin första levnadsmånad har fonden fördelat kapitalet till 28 investeringar och identifierat ett urval investeringscase med stark risk vs reward-profil inom ett brett spektrum av branscher och geografiska områden.

En kort introduktion är på sin plats här, eftersom detta är den första rapporten från SKAGEN Focus. Fonden är en högkoncentrerad aktiefond med globalt mandat. Det övergripande målet är att välja ett fåtal investeringar med exceptionell risk/reward-profil ur ett absolut avkastningsperspektiv – vi kommer inte att investera kapitalet i vår 345: e bästa idé.

De mot strömmen-möjligheter vi söker är till exempel bolag som av olika skäl ignoreras av sin lokala investerarkas. Som globala generalister kan vi analysera ett företags möjligheter mer objektivt. Ibland kan sektorn ha hamnat i onåd, andra gånger geografiskt. Ibland, och bara ibland, har det aktuella företaget fundamentalt kortsiktiga problem.

Under vår roadshow för fonden nyligen mötte vi många av er, våra investerare. Några av de frågor som dök upp ofta var; ”Varför gillar du mindre bra företag?” eller ”Varför inte bara köpa stabilt växande företag som har gett en stadig avkastning år efter år under de senaste fem åren?” Vårt svar: vi gillar inte kontroverser, kriser eller bristfälliga företag, vi gillar aktiepriset de ger upphov till. Vi kräver minst 50 procents uppsida för bolagets aktiekurs för att bli intresserade. Varför? Enkelt uttryckt, vi vill ha en säkerhetsmarginal. Ett fantastiskt bolag är inte detsamma som en fantastisk investering.

Vi ansvarar för ett kapital på motsvarande 810 miljoner kronor per 30 juni som

kunderna har anförtrött oss. Omkring 40 procent av detta kapital kommer från närstående personer, bland andra Focus egna förvaltare. Så i sann SKAGEN-anda har vi gemensamma intressen med våra kunder.

Fonden har för närvarande fördelat kapitalet till 28 investeringar inom ett brett spektrum av branscher och geografiska områden. Dessa investeringar erbjuder en kombination av unika företagsspecifika faktorer, som över tid bör leda till väsentliga avvikelser i avkastning och sammansättning jämfört med den underliggande marknaden.

I slutet av juni hade fonden avkastat -8,2 procent, jämfört med index på -5,1 procent. Med sin mycket koncentrerade portföljstruktur är stora avvikelser från den underliggande marknaden att vänta. Även om vi alla önskade oss det motsatta absoluta resultatet, har det varit en bra utveckling eftersom vi haft möjlighet att köpa identifierade positioner till fallande priser. Vid slutet av månaden var 27 procent av tillgångarna placerade i småbolag (under 2 miljarder dollar i börsvärde), 25 procent i medelstora (2–10 miljarder dollar i börsvärde) och 40 procent i stora bolag (börsvärde över 10 miljarder dollar). Fonden hade vid slutet av månaden 8 procents likviditet i en diversifierad valutakorg, som vi långsamt investerar framöver.



Foto: Bloomberg



Foto: Bloomberg

Vad vi letar efter: till botten och upp igen. Amerikanska försäkringsbolaget AIG är fondens största innehav. Många år och skandaler har passerat sedan AIG befann sig i finanskrisens epicentrum. Idag ser vi en stor uppsida inom de kommande två åren.

Där pengarna finns

Fonden har en 7,6 procent stor position i USA-baserade försäkringsbolaget American International Group (AIG). Detta vårt största innehav för tankarna till ett citat från 1951 som tillskrivs förbrytaren W. Sutton om varför han rånar banker; "Därför att det är där pengarna finns". I motsats till många sektorer idag står försäkringssektorn ut i kategorin Impopulära bolag. Till följd av dagens låga räntor köper vi bokstavligen en dollar i kontanter för 80 cent med en respektabel verksamhet och anständiga resultat. Alla ränteförändringar uppåt ökar värdeskapandet för vårt företag, liksom troligtvis dess värderingsmultipl.

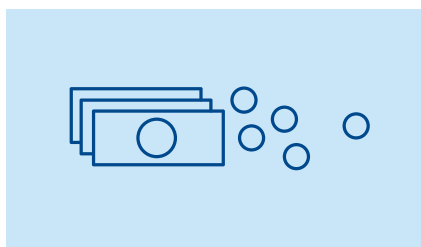
AIG är mitt i en omstruktureringsfas efter att ha räddats av den amerikanska staten. Försäljningen av tillgångar utanför kärnverksamheten och användningen av uppskjutna skattefordringar kommer att frigöra ett stort kapital på medellång sikt som kan användas för att återföra kapital till aktieägarna. Marknaden tycks utgå från att den nuvarande låga lönsamheten ska bestå och ger

litet erkännande åt förbättringarna framöver. Aktiens värdering är låg jämfört med bolagets materiella bokförda värde och vi ser en betydande uppsida i aktien under de kommande två åren.

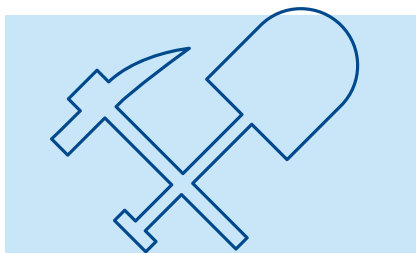
En av tillgångarna utanför AIG:s kärnverksamhet är en stor andel i AerCap Holdings – världens största flygleasingbolag med en flotta på 1200 flygplan och ordrar på ytterligare 340. I slutet av juni hade vi 3,2 procents vikt i AerCap. Vi tror att bolaget genererar en hållbar avkastning på 11-12 procent med stora möjligheter att öka under de närmaste åren. Något som, om det stämmer, skulle innebära att den nuvarande värderingen är ett fynd. Som en av de utlösande katalysatorerna för investeringen är om AIG skulle sälja ner sin andel och skapa en ökad likviditet i AerCap vilket kan innebära inkludering i index för bolaget. I början av juni tillkännagav AIG en transaktion som delvis skulle förvärfvas av AerCap genom ett aktieåterköp värt 750 miljoner dollar (7 procent av börsvärdet). Även vid denna transaktion ökade fonden sitt innehav i bolaget.

Fonden använder ett egenutvecklat riskexponeringssystem, baserat på fundamentala riskfaktorer kopplade till varje investeringscase. I praktiken är detta ett övervakningssystem som syftar till att utvärdera "hur våra investeringsteser kan gå fel". I slutet av månaden var den största balansräkningsfaktorn Förförsvrisk. Detta belyser den generellt konservativa karaktären hos balansräkningarna för fondens portföljinnehav eftersom förförsvrisk delvis beror på överskottslikviditet i balansräkningen.

Den största resultaträkningsrisken var Priskonkurrens, vilket tyder på att fonden har placeringsrisk för vissa bolag som uppfattas som råvarubolag (exempelvis halvledare genom Hynix). I Eco System/Catalyst är den största riskfaktorn Bolagsstyrning – en risk vi tror att vi får betalt för att ta. En ganska stor riskfaktor är Yieldkurvan som belyser känsligheten för ränterörelser för vissa positioner inom finans – som AIG, som beskrivits ovan. Fonden har för närvarande en relativt låg geopolitisk risk enligt exponeringssystemet vid månadens slut.



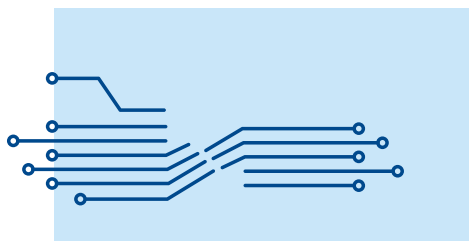
Citizen Financial är USA:s 13:e största regionala bank. Den tidigare ägaren RBS misskötte och investerade för lite i bolaget under lång tid, och idag är Citizens lönsamhet betydligt sämre än dess konkurrenter men har en kapitaltäckningsgrad som vida överstiger konkurrenternas. Den nuvarande medelmåttiga lönsamheten kan fördubblas på medellång sikt. Aktien handlas till låga nivåer i förhållande till bokfört värde och har potential att generera betydande avkastning över tid.



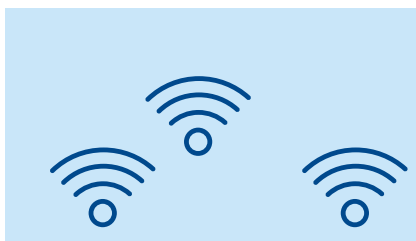
Australien-baserade **South32** är ett gruvbolag som avknoppades från BHP Billiton i maj 2015. Som en fristående enhet ser vi en stor potential för bolaget att minska kostnaderna och öka effektiviteten i hela verksamheten. South32 har en stark balansräkning och kommer att generera ett stort fritt kassaflöde på medellång sikt – men är ett av de billigaste gruvbolagen i sin storlek, förmodligen på grund av att det är nytt för investerarna.



Jenoptik är ett tyskt företag verksamt inom optoelektronik. Jenoptik har positionerat om sin strategi för att öka sin internationella närvaro och samtidigt minska beroendet av det optiska försvarssegmentet med lägre vinstmarginal. Företaget har god avkastning på sitt fria kassaflöde och kan på medellång sikt ägna sig åt värdehöjande förvärv och en eventuell avyttring av sin försvarsverksamhet. Bolaget handlas till en betydande rabatt som vi anser är omotiverad.



SK Hynix är en Korea-baserad halvledarproducent, väl positionerad för att skörda frukterna av en eventuell strukturell återhämtning för DRAM-marknaden. Marknaden värderar aktierna med rabatt på grund av affärens cykliska karaktär och överdrivna farhågor om utbudet på marknaden. En konsolidering av branschen har lett till bättre investeringsdisciplin. Dessutom har kapacitetsdynamiken blivit mer förutsägbar. SK Hynix handlas till ensiffriga multiplar, trots den nuvarande överlägsna avkastningen på investerat kapital.



China Telecom är världens största fastlednings- och bredbandsleverantör. De pågående 4G-investeringarna kommer att bli lönsamma när de når massmarknaden. En försäljning av Tower Co skulle påverka resultatet positivt på medellång sikt. Aktien handlas till en rejäl rabatt jämfört med andra teleoperatörer i världen. Men trots risken förknippad med vissa kinesiska bolag är det en intressant investering med dessa låga multiplar.



Omega Protein är den största amerikanska tillverkaren av Omega3-fiskolja och fiskmjölprodukter. Aktien är kraftigt undervärderad med tanke på nuvarande vinst, förmodligen på grund av en missuppfattning om produktvolymens cyklikalitet. Arbetet med att utöka livsmedelsverksamheten, och bolagets strävan att klättra högre upp i värdekedjan genom marknadsföring av egna varumärken och en önskan att öka sitt utbud av proteiner, kan stabilisera bolagets resultat framöver. Om företaget lyckas med att genomföra sin strategi handlas aktierna till 70 procents rabatt i jämförelse med liknande företag.

Avslutande kommentarer

Trots relativt höga värderingar i vissa marknadssegment, till exempel i så kallade högavkastare, har vi lyckats identifiera situationer med attraktiv *risk vs reward* inom en rad olika sektorer, marknader och bolagsstorleksklasser. Vi vill återigen betona att dessa är starkt aktiespecifika situationer med en diversifierad uppsättning värde drivare som med tiden kommer att leda till stora avvikelser från den underliggande marknaden.

Som avslutning är det kanske värt att påminna sig om Keynes kommentarer från 1930-talet om hur man kan investera långsiktigt:

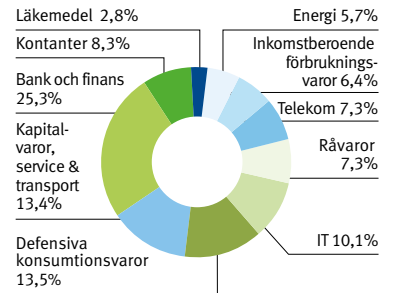
”För det är essensen av hans (den långsiktige investerarens) beteende att han ska ses som excentrisk, okonventionell och obetänksam av den allmänna opinionen. Om han lyckas kommer det bara att bekräfta den allmänna uppfattningen om att han är obetänksam; och om han på kort sikt misslyckas, vilket är mycket troligt, kommer han inte att möta mycket förståelse”. Keynes fortsätter: ”Världslig visdom lär oss att det är bättre för vårt anseende att misslyckas på ett konventionellt sätt än att lyckas på ett okonventionellt”.

Vi håller helt med om den första delen av citatet, och har ingen respekt för den senare delen.

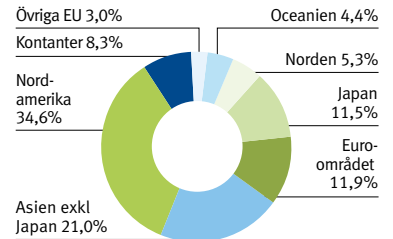
Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK*	Marknadsvärde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
Whiting Petroleum Corp	85 000	21 857	22 491	634	2,93%	New York
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	11 650 000	24 748	21 162	-3 586	2,75%	Hong Kong
Summa Energi		46 605	43 653	-2 952	5,68%	
South32 Ltd	3 110 000	41 462	33 650	-7 812	4,38%	Sydney
Pan American Silver Corp	335 000	24 053	22 562	-1 491	2,94%	NASDAQ
Summa Råvaror		65 515	56 212	-9 303	7,31%	
Jenoptik AG	337 000	33 363	32 119	-1 244	4,18%	Xetra
Komatsu Ltd	160 000	26 071	25 263	-808	3,29%	Tokyo
Rentech Inc	2 395 000	20 683	19 409	-1 274	2,53%	New York
AirAsia Bhd	5 570 100	23 182	17 886	-5 296	2,33%	Kuala Lumpur
Solazyme Inc	332 000	8 298	8 385	87	1,09%	NASDAQ
Summa Kapitalvaror, service och transport		111 597	103 062	-8 535	13,41%	
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	37 000	26 796	27 356	560	3,56%	Seoul
Fila Korea Ltd	20 000	15 153	15 632	479	2,03%	Seoul
Hyundai Motor Co GDR	10 173	4 178	3 662	-516	0,48%	London
Fourlis Holdings SA	131 533	3 366	2 812	-555	0,37%	Aten
Summa Inkomstberoende konsumentvaror		49 494	49 462	-32	6,43%	
Carlsberg AS-B	57 000	41 411	40 680	-731	5,29%	Köpenhamn
Omega Protein Corp	295 800	30 762	31 884	1 122	4,15%	New York
Stock Spirits Group Plc	977 000	22 990	23 176	186	3,02%	London
China Child Care Corp Ltd	5 405 000	8 974	7 350	-1 624	0,96%	Hong Kong
Summa Defensiva konsumentvaror		104 136	103 090	-1 046	13,41%	
Magforce AG	365 000	19 097	21 433	2 335	2,79%	Xetra
Summa Läkemedel		19 097	21 433	2 335	2,79%	
American International Group Inc	120 000	55 344	58 357	3 013	7,59%	New York
Citizens Financial Group Inc	183 000	38 168	39 033	865	5,08%	New York
SBI Holdings Inc	359 000	40 229	38 897	-1 332	5,06%	Tokyo
Aercap Holdings NV	68 500	25 407	24 832	-575	3,23%	New York
CIT Group Inc	64 000	22 901	23 445	544	3,05%	New York
Uniq Insurance Group AG	140 000	10 052	9 913	-139	1,29%	Wien
Summa Bank och finans		192 102	194 477	2 375	25,30%	
SK Hynix Inc	125 000	42 385	37 232	-5 153	4,84%	Seoul
Ubiquiti Networks Inc	84 000	20 109	20 884	775	2,72%	NASDAQ
Sandisk Corp	42 000	22 407	19 454	-2 953	2,53%	NASDAQ
Summa Informationsteknologi		84 901	77 571	-7 330	10,09%	
China Telecom Corp Ltd	6 780 000	36 268	31 306	-4 962	4,07%	Hong Kong
Softbank Group Corp	53 000	24 635	24 553	-81	3,19%	Tokyo
Summa Telekom		60 903	55 859	-5 044	7,27%	
Summa värdepappersportfölj*		734 349	704 817	-29 532	91,70%	
Disponibel likviditet			63 831		8,30%	
Summa andelskapital			768 648		100,00%	

Kurs per 30-06-2015
* Siffrorna i 1 000 NOK.

BRANSCHFÖRDELNING



GEOGRAFISK FÖRDELNING



Tankar om långräntorna – upp, ned eller i sidled?

Stick i stäv med vad vi förväntat oss steg de långa statsräntorna markant under det andra kvartalet. Stigande räntor på de mest kreditsäkra statsobligationerna pressade upp långräntorna överlag.

Räntan på den amerikanska tioåringen ökade från 1,9 procent till 2,4 procent medan den tyska tioårsräntan steg från 0,2 procent till 0,8 procent. Därmed var räntan i dessa länder tillbaka på samma nivåer som i oktober och november i fjol. I SKAGEN Tellus hade vi dock positionerat oss för att de långa räntorna skulle ligga kvar eller sjunka.

Så hur ser vi nu på utvecklingen framöver? Fortsätter räntorna upp, håller de sig kvar runt dagens nivåer eller vänder de nedåt igen?

Aktiv ränteförvaltning handlar om att försöka skapa meravkastning åt andelsägarna över tid genom att förutspå om räntorna ska stiga eller falla, både generellt och på olika marknader. För att lyckas med det måste man ha en tydlig bild av vad som mest sannolikt kommer att ske på sikt. Många gånger skiljer sig den bilden från den allmänna uppfattningen, som till exempel nu när flertalet analytiker menar att statsräntorna ska fortsätta upp medan vi tror att de kommer vända ned.

Nedåt för räntor och inflation

Vår uppfattning att räntorna kommer att falla bottenar i vår syn på tillväxtutsikterna och inflationsutvecklingen. Långa räntor består av realräntan och kompensation för förväntad inflation. Uppgången i de långa räntorna under förra kvartalet berodde både på högre realräntor och på att den förväntade inflationen steg, både i USA och Tyskland. Den amerikanska tioåriga statsräntan steg med 50 punkter, det vill säga 0,5 procentenheter. Där bidrog realräntan med 30 punkter och högre förväntad inflation med 20 punkter. I Tyskland var utvecklingen ungefär densamma men från en lägre nivå.

De högre realräntorna är troligen ett resultat av ljusare tillväxtutsikter i de

utvecklade ekonomierna. Marknaden bortsåg från svaga förstakvartalsiffror och prisade in förväntningar om tilltagande tillväxt både i USA och i euroområdet, ett antagande som kan visa sig ha varit riktigt. Hittills tyder ledande indikatorer på att tillväxten i utvecklade ekonomier blir bättre nästa år än under första kvartalet i år. En viktig faktor är att energipriserna sannolikt blir lägre till följd av ett ökat utbud av olja.

Däremot tror vi att ökningen av inflationsförväntningarna är övergående och att de dämpas framöver. Inflationen kommer att avta och så småningom påverkar det också den förväntade inflationen. Vi anser nämligen att en expansiv penningpolitik i det långa loppet motverkar sitt syfte. Utan att gå in närmare på teorin anser vi att erfarenheten talar sitt tydliga språk. I Japan har år av nollräntepolitik inte lett till någon varaktig ökning av inflationen.

Japan har länge ansetts vara ett fall för sig, men samma ekonomiska mekanismer gäller där som i andra mogna ekonomier. Och nu börjar vi också se en liknande utveckling i andra avancerade ekonomier. I euroområdet ligger kärninflationen i årstakt på 0,4 procent hittills i år. Det beror enligt vissa på att den ekonomiska tillväxten varit klen, men den uppfattningen delar inte vi. Schweiz, som har negativ inflation, är ett annat exempel. I det fallet menar en del att även om ekonomin vuxit hyggligt har inflationen påverkats av att schweizerfrancen stärktes kraftigt i början av året. Inte heller detta håller vi med om.

Utgår från våra iakttagelser

Ett skäl att ifrågasätta vanliga förklaringar till inflationsutvecklingen i euroområdet och Schweiz är erfarenheterna från andra ekonomier som tillämpat nollräntepolitik. Se bara på utvecklingen i Storbritannien

och Sverige. Här har inflationen sjunkit trots att penningpolitiken varit mycket expansiv och den ekonomiska tillväxten god.

Om det är något land som sticker ut är det USA. Även här är inflationen visserligen låg – hittills i år ligger kärninflationen i årstakt på 1,3 procent – men den har varit låg länge utan att visa några tecken på att stabilisera sig runt noll. Med tanke på hur det gått i Japan och övriga ovan nämnda ekonomier är det dock förmodligen bara en tidsfråga innan inflationen närmar sig noll även i USA. En räntehöjning från Federal Reserve i slutet av året kan bli en utlösande faktor.

På kort sikt skulle en åtstramning av penningpolitiken i USA leda till något lägre inflation. Om den amerikanska centralbanken nöjer sig med att höja med 25 punkter – eller backar från sitt beslut – är nollräntepolitiken tillbaka. Och då talar både de långsiktiga effekterna av den politik Fed har fört sedan 2009 och den kortsiktiga effekten av en något stramare penningpolitik för lägre inflation.

Slutsatsen när det gäller de långa nominella räntorna är därför att den ihållande låga inflationen efter hand smittar av sig på inflationsförväntningarna. Det leder i sin tur till att långräntorna faller. Vi tror nämligen att ökad tillväxt redan till fullo har prisats in i de långa realräntorna.



– Torgeir Høien
Portföljförvaltare SKAGEN Tellus



SKAGEN Tellus

Dörröppnaren till globala räntemarknader

- › Räntorna steg under kvartalet, med lägre obligationskurser som följd.
- › Fonden var inte optimalt positionerad för ränteuppgången.
- › I väntan på klagöran- den om Grekland har vi sålt våra obligationer i eurozonens periferi.

	1	2	3	RISK	5	6	7
Startdatum	29 sept 2006						
Avkastning sedan start	64,95%						
Förvaltningskapital	1 409 milj SEK						
Antal fondsparare	2 894						
AVKASTNING, %	Q2/-15* 12 M*						
SKAGEN Tellus	-8,59 7,92						
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged	-5,76 14,36						

* Per 30 juni 2015.



PORTFÖLJFÖRVALTARE

Torgeir Høien och Jane Tvedt

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

Tungt för Tellus

SKAGEN Tellus hade ett tungt andra kvartal och var inte bra positionerad för den ränteuppgång som skedde. Detta ledde till förlust, både i absoluta tal och i förhållande till fondens jämförelseindex.

Obligationskurserna utvecklades tvärtemot räntorna. När räntorna går upp faller kursen, och vice versa. Effekten blir kraftigare ju längre tid det är tills obligationen förfaller. I början av andra kvartalet hade SKAGEN Tellus framför allt obligationer med lång duration i portföljen. När räntorna steg medförde detta lägre obligationskurser, vilket drog ned värdet på fondandelarna. På den globaliserade räntemarknaden gäller att stigande tidvatten lyfter alla båtar. När räntan går upp på de mest kreditsäkra statsobligationerna, som tyska och amerikanska, stiger den allmänna räntenivån. Det var det vi såg under andra kvartalet.

SKAGEN Tellus hade och har fortfarande inte några tyska obligationer i portföljen, däremot en placering i en tioårig amerikansk statsobligation. Räntan på den amerikanska tioåringen steg från 1,93 procent i början av andra kvartalet till 2,39 procent när det här skrivs. Ränteuppgången medförde en orealiserad förlust för SKAGEN Tellus. Förklaringen till att vi inte sålde den amerikanska obligationen är att vi tror att räntorna ska gå ned igen. Vi gjorde också förlust på fondens investe-

ringar i obligationer med lång duration utgivna av myndigheter i andra länder. Här minskade vi inte heller innehavet förutom i euroområdet. I räntekommentaren kan du läsa mer om hur vi ser på utsikterna för de långa räntorna.

Långräntorna steg särskilt på obligationer utgivna i euroområdets så kallade periferi, där fonden hade investeringar i Portugal, Italien, Spanien och Slovenien. Räntorna steg både på grund av den allmänna ränteuppgången och fortsatta farhågor om läget i Grekland. Vi trodde att oron i viss mån skulle sprida sig till andra euroländer, men så blev det inte.

I slutet av andra kvartalet stod det klart att grekerna inte tänkte betala sin skuld till Internationella valutafonden (IMF) och att de ska folkomrösta om långivarnas krav för ett nytt räddningspaket. Utgången av folkomröstningen är inte känd i skrivande stund. Det är också ovist vilka konsekvenser detta får för Grekland och resten av euroområdet. Därför valde vi under de sista veckorna av kvartalet att sälja våra innehav i obligationer utgivna i de perifera länderna i Europa. Vi är beredda att ta nya positioner, men först när vi har en tydligare bild av utvecklingen. Vi kan inte chansa nu när vi inte vet hur Greklands regering kommer att agera.

Värdepapper	Förfällo- datum	Kupong, procent	Nominellt, NOK ***	Kostnads- INOK ***	Marknads- kurs NOK	Upplöpen ränta, NOK	Marknads- värde NOK ***	Marknads- värde inkl upplöpen ränta NOK ***	Orealiserad vinst/ förlust, NOK ***	Andelar av fonden
STATSOBLIGATIONER										
Brazilian Government	10.01.2028	10,25	20 400	58 683	267,13	2 500	54 494	56 994	-4 190	4,25%
Chilean Government	05.08.2020	5,50	4 410 000	54 659	1,31	1 199	57 635	58 834	2 976	4,39%
Colombian Government	14.04.2021	7,75	13 400 000	48 232	0,33	664	44 788	45 451	-3 444	3,39%
Croatia Government Int Bond	30.05.2022	3,87	8 300	74 798	878,74	239	72 936	73 175	-1 862	5,46%
European Bank Recon & Dev	19.03.2018	5,75	800 000	103 386	12,09	1 594	96 714	98 308	-6 672	7,33%
French Government	25.05.2020	0,00	15 000	129 408	863,17	0	129 476	129 476	68	9,66%
German Government	11.10.2019	0,25	7 000	61 789	887,38	125	62 117	62 242	328	4,64%
Lithuanian Government	01.02.2022	6,62	5 500	42 570	934,68	1 182	51 407	52 589	8 837	3,92%
Mexican Government	20.11.2036	10,00	60 000	38 345	68,73	83	41 240	41 324	2 895	3,08%
Netherlands Government	15.01.2020	0,25	13 600	119 697	881,07	0	119 825	119 825	129	8,94%
New Zealand Government	17.04.2023	5,50	8 000	54 358	612,57	485	49 006	49 491	-5 352	3,69%
Peruvian Government	12.08.2037	6,90	18 000	41 063	238,34	1 168	42 902	44 070	1 839	3,29%
Turkish Government	08.03.2023	7,10	26 250	71 311	260,14	1 542	68 286	69 829	-3 025	5,21%
US Government	31.08.2016	0,50	20 800	137 570	784,74	277	163 226	163 503	25 656	12,20%
US Government	30.06.2017	0,62	8 000	63 152	783,48	0	62 679	62 679	-473	4,68%
US Government	15.02.2025	2,00	20 900	170 152	760,98	1 222	159 046	160 267	-11 106	11,95%
Summa värdepappersportfölj				1 269 173		12 282	1 275 776	1 288 058	6 603	96,08%
Disponibel likviditet				49 051		3 371	49 265	52 636	215	3,92%
Summa andelskapital				1 318 224		15 653	1 325 041	1 340 694	6 817	100,00%

Nyckeltal

Effektiv underliggande avkastning 3,12% Effektiv avkastning till kunder* 2,32% Duration** 4,84

* Effektiv underliggande avkastning justerat för förvaltningsavgifter.

** Duration är ett förenklat uttryck för hur mycket kursen på räntepappret flukturerar om räntan ändrar 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 30-06-2015.

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

Kurs per 30-06-2015 128,7959



Står sig väl

Sakta, sakta tickar SKAGEN Krona på. Föga uppseendeväckande 0,05 procent för årets andra kvartal motsvarar en bankränta på cirka 0,2 procent. Generellt har det varit väldigt lite nyheter och händelser som påverkat kreditkvalitet och kreditpåslag på fondens investeringar.

Räntorna i Sverige är väldigt låga. Riksbankens reporänta, det vill säga basräntan som sätter nivån för alla de andra korta räntorna, har under årets andra kvartal legat oförändrad på -0,25 procent. En effekt av det här är att banker i praktiken får betala för att kunderna har pengar på sitt bankkonto. Bankerna borde därmed ta betalt av kunderna genom att ha negativ ränta på vanliga konton. Det verkar dock finnas en psykologisk spärr mot negativ ränta. Är bankerna rädda för att kunderna i så fall tar ut pengarna och att bankerna därmed väljer att ta ut kostnaden på andra sätt? (Bankerna kan låna avsevärt billigare än till nollränta på räntemarknaden.)

I dessa lågräntetider har vi i Krona valt att behålla investeringar med låg risk. Vi har alltså avstått från att öka risken för att kortsiktigt få en högre avkastning. Kreditpåslagen för den typen av företag vi investerar i är på väldigt låga nivåer. De är i och för sig inte så låga som före finanskrisen och de kan minska ytterligare, men risken att de ökar är påtaglig. Frågan är om det är värt risken? Enligt vår bedömning får man inte tillräckligt betalt för att ta den här typen av risk. I Krona är investeringarna korta och merparten förfaller inom sex månader. Det ger en låg exponering mot ändringar i kreditpåslag. Fonden har dessutom en låg ränterisk, vilket gör att avkastningen inte fluktuerar med ändringar i långa räntor. Avkastningen i Krona kommer därför fortsätta vara ganska måttlig så länge som Riksbanken fortsätter med negativ ränta. Hur står sig Krona mot räntan på bankkontot?

SKAGEN Krona

Tillsammans för bättre räntor

RISK	2	3	4	5	6	7
Startdatum	29 juni 2007					
Avkastning sedan start	20,87%					
Förvaltningskapital	533 milj SEK					
Antal fondsparare	344					
AVKASTNING, %	Q2/-15*	12 M*				
SKAGEN Krona	0,05	0,67				
OMRX-TBILL	-0,06	0,11				

* Per 30 juni 2015.



PORTFÖLJFÖRVALTARE

Ola Sjöstrand och Elisabeth Gausel

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

Värdepapper	Förfalldatum	Kupong, procent	Nominellt, NOK ***	Kostnadspris, NOK ***	Marknadskurs, NOK	Upplöpen ränta, NOK	Marknadsvärde, NOK ***	Marknadsvärde inkl upplöpen ränta, NOK ***	Orealiserad vinst/förlust, NOK ***	Andelar av fonden
RÄNTEPAPPER MED RÖRLIG RÄNTA										
Finans										
Danske Bank A/S	17.08.2015	1,64	25 000	25 652	100,23	49	25 057	25 106	-595	4,72%
Ikano Bank SE	26.09.2016	0,94	25 000	25 000	100,67	3	25 167	25 170	167	4,74%
Jyske Bank A/S	03.05.2016	0,80	20 000	20 000	100,54	25	20 107	20 133	107	3,79%
Jyske Bank A/S	22.02.2016	0,78	5 000	5 023	100,43	4	5 022	5 026	-1	0,95%
Sparebank 1 SMN	25.09.2015	0,74	15 000	15 001	100,16	2	15 025	15 026	24	2,83%
Sparebank 1 Nord-Norge	16.11.2015	0,81	25 000	25 168	100,32	26	25 080	25 105	-88	4,72%
Swedbank AB	31.07.2015	0,90	17 000	17 172	100,08	24	17 014	17 038	-158	3,21%
Industri										
Svensk Fastighetsfinansiering AB	24.08.2015	1,43	25 000	25 214	100,17	36	25 042	25 078	-172	4,72%
Skanska Financial Services AB	25.04.2016	1,57	19 000	19 085	101,12	53	19 213	19 266	128	3,62%
Volvo Treasury AB	19.09.2016	0,21	15 000	15 000	99,99	1	14 999	14 999	-1	2,82%
Volvo Treasury AB	26.02.2016	0,78	33 000	33 111	100,39	25	33 128	33 153	17	6,24%
RÄNTEPAPPER MED FAST RÄNTA										
Finans										
Ikano Bank SE	06.11.2015	0,00	10 000	9 911	99,83	-	9 983	9 983	73	1,88%
Industri										
Arla Foods amba	30.11.2015	0,00	22 000	21 992	99,96	-	21 991	21 991	0	4,14%
Castellum AB	28.08.2015	0,00	12 000	11 990	99,98	-	11 997	11 997	7	2,26%
Castellum AB	30.11.2015	0,00	8 000	7 992	99,90	-	7 992	7 992	0	1,50%
Fabege AB	22.10.2015	0,00	20 000	19 932	99,93	-	19 986	19 986	54	3,76%
Getinge AB	30.09.2015	0,00	32 000	31 909	99,89	-	31 966	31 966	57	6,01%
Getinge AB	30.11.2015	0,00	8 000	7 982	99,80	-	7 984	7 984	2	1,50%
Hexagon AB	09.10.2015	0,00	20 000	19 753	99,88	-	19 976	19 976	223	3,76%
Hexagon AB	16.11.2015	0,00	20 000	19 788	99,82	-	19 964	19 964	176	3,76%
Ikano Bank SE	10.09.2015	0,00	10 000	9 899	99,92	-	9 992	9 992	93	1,88%
Indutrade	28.09.2015	0,00	22 000	21 971	99,91	-	21 979	21 979	8	4,13%
Intrum Justitia AB	07.12.2015	0,00	18 000	17 994	99,89	-	17 980	17 980	-14	3,38%
Tele2 AB	22.09.2015	0,00	22 000	21 994	99,98	-	21 995	21 995	1	4,14%
Trelleborg Treasury AB	22.10.2015	0,00	25 000	24 973	99,94	-	24 984	24 984	11	4,70%
Vasakronan AB	15.10.2015	0,00	20 000	19 996	99,99	-	19 997	19 997	1	3,76%
Volkswagen Finans Sverige AB	18.11.2015	0,00	22 000	21 990	99,95	-	21 989	21 989	-1	4,14%
Summa värdepappersportfölj				515 492		247	515 609	515 856	117	97,05%
Disponibel likviditet				15 704		0	15 704	15 704	0	2,95%
Summa andelskapital				531 196		247	531 313	531 560	117	100,00%
Nyckeltal										
Effektiv underliggande avkastning	0,29%		Effektiv avkastning till kunder*	0,09%		Duration**	0,24			

* Effektiv underliggande avkastning justerat för förvaltningsavgifter. ** Duration är ett förenklat uttryck för hur mycket kursen på räntepapper 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 30-06-2015. Obligationer och certifikat där det inte existerar "market-maker" kurser prissätts från tid till tid mot gällande yield-kurva.

Kurs per 30-06-2015

100,2491



SKAGEN Credit SEK

De bästa obligationerna från den globala fruktträdgården

- › God utveckling under kvartalet.
- › Flera nya obligationer togs in i portföljen och fler intressanta står på tur.
- › Ökad prisvariation på obligationsmarknaden skapar möjligheter.

1	2	RISK	4	5	6	7
Startdatum	30 maj 2014					
Avkastning sedan start	-0,61%					
Förvaltningskapital	24 milj SEK					
Antal fondsparare	75					

AVKASTNING, %	Q2/-15*	12 M*
SKAGEN Credit	0,89	-0,80
OMRX-TBILL	-0,06	0,11

* Per 30 juni 2015.



PORTFÖLJFÖRVALTARE

Ola Sjöstrand och Tomas Nordbø Middelthon

Ebletræer, 1907. Av Michael Ancher, en av Skagenmålarna. Bilden tillhör Skagens Museum (beskuren).



Två ikoniska bilmärken ligger till grund för indisk-brittiska Jaguar Land Rover, ägt av Tata Motors. Utveckling och tillverkning sker alltså i Storbritannien men planerna på global tillväxt är stora. De finansiella nyckeltalen är betydligt bättre än dess kreditrating och bolaget har kommit in i värmen igen i SKAGEN Credits portfölj.

Foto: Bloomberg

Oro skapar möjligheter

Under andra kvartalet har vi funnit en hel del intressanta företag att investera i och oron i marknaden den senaste tiden har gjort priserna än mer attraktiva.

Credit hade en bra start på kvartalet då kreditpåslag generellt minskade och allt var frid och fröjd. Sista månaden ökade dock oron runt Grekland och kreditpåslagen på flera av fondens investeringar ökade. Oron gör framförallt obligationerna utställda av företag i tillväxtmarknader mindre attraktiva. Det har också funnits en tendens att ju mer riskfyllda obligationerna har varit, desto mer har de minskat i värde – helt oberoende av om allt ståhej kring Grekland verkligen påverkar dem. Fonden har inte någon direkt exponering mot Grekland och har generellt en liten andel investerad i företag från andra så kallade perifera euroländer.

Schweizbaserade INEOS är ett av världens största petrokemiska företag med verksamhet och försäljning runt om i världen. Företaget har en stark marknadsposition med en integrerad produktionsapparat och kundbasen är spridd så det inte är exponerat mot att en sektor går dåligt. 60 procent av försäljningen är i Europa och 20 procent i Nordamerika. INEOS har under våren emitterat nya obligationer och förlängt sina lån så de behöver inte refinansiera sina lån på länge. Credit har investerat i en av bolagets BB- ratade euroobligationer som förfaller år 2023. Den ger en attraktiv ränta jämfört med sina konkurrenter och även jämfört med andra europeiska företag med liknande kreditrating.

En annan ny investering är den världsledande köttproducenten JBS, med verksamhet i framför allt Brasilien och USA. JBS exporterar sina varor över hela världen och merparten av intjäningen kommer från Nordamerika och Australien. Det som gör JBS speciellt intressant är att dess obligationer handlas med ett högre kreditpåslag eftersom företaget är brasilianskt. Jämfört med till exempel USA-baserade konkurrenter som har liknande kreditkvalitet ger JBS obligationer en avsevärt högre avkastning. JBS är ett tydligt exempel på att huvudkontorets hemvist har betydelse och att det går att finna undervärderade obligationer i linje med SKAGENS investeringsfilosofi. Obligationen i fråga är ratad BB-, är utställd i dollar och förfaller år 2020.

En gammal trotjänare i Credit som kommit in i värmen igen är indisk-brittiska Jaguar Land Rover. Företaget har finansiella nyckeltal som är avsevärt bättre än vad dess kreditrating (BB-) indikerar. Det beror i korthet på att de ägs av indiska Tata Motors som har en BB- rating. Det fina i kråksången är att Tata Motors har merparten av sin intjäning från just Jaguar Land Rover. Credit har investerat i en USD-obligation med förfall 2018.

VÄRDEPAPPERSPORTFÖLJ SKAGEN CREDIT PER 30 JUNI 2015

SKAGEN CREDIT SEK	Antal andelar	SEK	%
SKAGEN Credit	202 476	24 568 700	98,35
Likviditet		413 341	1,65
Summa Andelskapital		24 982 041	100,00

Valutasäkringsgrad 98,45%, ägarandel av SKAGEN Credit 11,45%

SKAGEN Credit SEK/NOK/EUR/GBP 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	Marknadsvärde, NOK	Andelar av fonden
Talisman Energy Inc	GBP	05.12.2017	500 000	6,63	7 048 689	3,46
Gazprom OAO Via Gaz Capital SA	USD	11.04.2018	800 000	8,15	6 827 623	3,35
Noble Group Ltd	USD	29.01.2020	750 000	6,75	6 229 452	3,06
Petrobras Global Finance BV	USD	01.03.2018	700 000	5,88	5 712 105	2,80
Seadrill Ltd	USD	15.09.2017	700 000	6,13	5 001 761	2,45
Petrobras Global Finance BV	USD	20.01.2020	100 000	5,75	795 612	0,39
Summa Energi					31 615 243	15,52
SSAB AB	EUR	10.04.2019	800 000	3,88	7 163 590	3,52
Braskem Finance Ltd	USD	15.04.2021	775 000	5,75	5 846 690	2,87
Glencore Funding LLC	USD	29.04.2019	475 000	3,13	3 779 377	1,85
Glencore Canada Financial Corp	GBP	27.05.2020	250 000	7,38	3 680 669	1,81
INEOS	EUR	01.05.2023	400 000	4,00	3 368 867	1,65
Lafarge SA	EUR	13.04.2018	200 000	6,25	1 972 461	0,97
Summa Råvaror					25 811 655	12,67
Color Group AS	NOK	18.09.2019	6 000 000	6,61	6 118 220	3,00
Stena AB	EUR	01.02.2019	620 000	5,88	5 968 107	2,93
Norwegian Air Shuttle AS	NOK	03.07.2017	6 000 000	5,22	5 953 080	2,92
PostNL NV	GBP	14.08.2018	350 000	7,50	5 307 216	2,60
Heathrow Funding Ltd	GBP	10.09.2018	300 000	6,25	4 329 830	2,13
Tallink Group AS	NOK	18.10.2018	3 000 000	6,51	3 133 197	1,54
Bombardier Inc	USD	16.03.2020	300 000	7,75	2 450 359	1,20
Empresas ICA SAB de CV	USD	04.02.2021	350 000	8,90	2 408 539	1,18
Summa Kapitalvaror, service och transport					35 668 547	17,51
Fiat Finance & Trade SA	EUR	15.03.2018	500 000	6,63	4 893 484	2,40
Samvardhana Motherson Automotive systems Group BV	EUR	15.07.2021	400 000	4,13	3 591 927	1,76
Jaguar Land Rover Automotive Plc	USD	14.12.2018	400 000	4,13	3 212 488	1,58
Best Buy Co Inc	USD	15.03.2021	300 000	5,50	2 490 545	1,22
Summa Intäktsberoende konsumtionsvaror					14 188 444	6,96
Safeway Ltd	GBP	10.01.2017	500 000	6,00	6 701 938	3,29
Avon Products Inc	USD	01.03.2019	400 000	6,50	3 130 239	1,54
JBS Investments GmbH	USD	28.10.2020	300 000	7,75	2 591 690	1,27
Cosan Luxembourg SA	USD	14.03.2023	300 000	5,00	2 213 034	1,09
Summa Defensiva konsumtionsvaror					14 636 901	7,18
Danske Bank AS	GBP	29.09.2021	500 000	5,38	6 795 472	3,34
Amlin Plc	GBP	18.12.2026	500 000	6,50	6 555 006	3,22
Bank of Baroda - London	USD	23.07.2019	750 000	4,88	6 385 259	3,13
Standard Chartered Bank	GBP	03.04.2018	350 000	7,75	5 002 681	2,46
Tyrkiye Halk Bankasi AS	USD	19.07.2017	550 000	4,88	4 533 996	2,23
Akbank TAS	USD	24.10.2017	550 000	3,88	4 401 440	2,16
Insurance Australia Group Ltd	GBP	21.12.2026	300 000	5,63	3 915 131	1,92
Diamond Bank Plc	USD	21.05.2019	400 000	8,75	3 037 646	1,49
Akbank TAS	USD	09.03.2018	300 000	6,50	2 569 976	1,26
Banco Est Rio Grande Sul	USD	02.02.2022	250 000	7,38	1 994 219	0,98
American Tower Corp	USD	15.02.2019	200 000	3,40	1 626 826	0,80
Summa Bank och finans					46 817 654	22,98
Rolta Americas LLC	USD	24.07.2019	400 000	8,88	2 765 935	1,36
Summa Informationsteknik					2 765 935	1,36
Bharti Airtel International Netherlands BV	EUR	10.12.2018	600 000	4,00	5 756 601	2,83
VimpelCom Holdings BV	USD	01.03.2022	550 000	7,50	4 338 237	2,13
VimpelCom Holdings BV	USD	01.03.2017	200 000	6,26	1 644 177	0,81
Summa Telekom					11 739 015	5,76
EP Energy AS	EUR	01.11.2019	675 000	5,88	6 735 260	3,31
EDP Finance BV	USD	01.10.2019	750 000	4,90	6 198 338	3,04
EDP Finance BV	EUR	21.09.2017	175 000	5,75	1 750 339	0,86
Summa Nyttotjänster					14 683 937	7,21
Summa värdepappersportfölj					197 927 331	97,15
IRS EUR 20210511	EUR	11.05.2021	600 000		7 813	-
IRS USD 20210622	USD	22.06.2021	1 000 000		7 768	0,01
IRS USD 20190820	USD	20.08.2019	2 000 000		-207 624	-0,10
IRS USD 20180620	USD	20.06.2018	3 500 000		-208 739	-0,11
IRS EUR 20180620	EUR	20.06.2018	3 000 000		-246 369	-0,12
IRS GBP 20180129	GBP	29.01.2018	1 200 000		-313 732	-0,16
Summa Derivater					-960 884	-0,47
Likviditet					6 776 326	0,03
Summa andelskapital					203 742 773	100,00

RÅKENSKAPER PER 30 JUNI 2015 – DENNA SEKTION ÄR PÅ NORSKA

Resultatregnskap (angitt i hele tusen kroner)	SKAGEN Vekst 1. halvår 2015	SKAGEN Global 1. halvår 2015	SKAGEN Kon-Tiki 1. halvår 2015	SKAGEN m² 1. halvår 2015	SKAGEN Balanse 60/40 1. halvår 2015	SKAGEN Tellus 1. halvår 2015	SKAGEN Avkastning 1. halvår 2015
PORTEFØLJEINNETEKTER OG -KOSTNADER							
Renteinntekter/-kostnader	-811	-5 502	-17 567	488	2 325	24 083	25 981
Aksjeutbytte	151 288	486 107	746 382	18 547	-	-	-
Gevinst/tap ved realisasjon	573 939	3 581 060	4 124 890	37 676	2 655	97 178	34 834
Endring urealiserte kursgevinster/tap	-430 635	-1 348 194	-3 053 013	-68 558	4 117	-149 093	-56 559
Garantiprovisjon	-	-	-	-	-	-	-
Kurtasje	-3 804	-24 687	-24 246	-1 109	-	-18	-16
Valutagevinst/tap	17 290	-26 845	-38 375	1 119	-	-3 901	9 003
PORTEFØLJERESULTAT	307 266	2 661 938	1 738 071	-11 836	9 098	-31 752	13 243
FORVALTNINGSINNETEKTER OG -KOSTNADER¹							
Forvaltningshonorar fast	-41 756	-187 408	-434 641	-9 556	-	-4 957	-4 709
Beregnet variabelt forvaltningshonorar *	-1 517	-	277 763	4 457	-	-	-
FORVALTNINGSRESULTAT	-43 273	-187 408	-156 878	-5 099	-	-4 957	-4 709
RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD	263 993	2 474 530	1 581 193	-16 935	9 098	-36 709	8 534
Skattekostnad	-4 265	-55 456	-64 178	-4 335	-279	-	-
PERIODE RESULTAT	259 728	2 419 074	1 517 015	-21 270	8 819	-36 709	8 534
Balanse							
	30.06.2015	30.06.2015	30.06.2015	30.06.2015	30.06.2015	30.06.2015	30.06.2015
EIENDELER							
Norske verdipapirer til kostpris	1 597 530	638 570	1 263 869	51 563	333 685	-	1 123 402
Utenlandske verdipapirer til kostpris	5 455 352	24 149 829	30 370 846	1 011 145	26 500	1 269 173	356 100
Urealiserte kursgevinster/tap	1 083 308	10 066 812	11 138 052	82 422	32 213	6 603	10 098
Opptjente renter verdipapirer	-	-	-	111	2 575	12 393	3 661
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE	8 136 190	34 855 211	42 772 766	1 145 241	394 973	1 288 169	1 493 261
Tilgodehavende aksjeutbytte	2 641	47 381	13 239	2 260	-	-	-
Opptjente renter bank	-	-	-	-	-	-	-
SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNETEKTER	2 641	47 381	13 239	2 260	-	-	-
Utsatt skattefordel	-	-	-	-	146	-	-
Til gode fra meglere	-	209 388	88 361	9 214	-	326 822	203 959
Til gode fra forvaltningsselskapet	3	11	24	4	-	4	3
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte	6 630	46 476	26 705	729	-	-	-
Andre fordringer	-	-	-	604	-	-	2 282
SUM ANDRE FORDRINGER	6 633	255 875	115 089	10 552	146	326 826	206 244
Bankinnskudd	105 419	329 685	876 791	14 057	2 254	40 711	395 972
SUM EIENDELER	8 250 884	35 488 152	43 777 886	1 172 110	397 374	1 655 706	2 095 477
EGENKAPITAL¹							
Andelskapital til pålydende	432 037	2 606 575	6 156 564	802 264	295 307	1 037 771	1 323 577
Overkurs	-3 512 231	75 915	8 801 585	211 933	47 952	186 908	490 994
INNSKUTT EGENKAPITAL	-3 080 194	2 682 490	14 958 149	1 014 197	343 259	1 224 679	1 814 571
Opptjent egenkapital	11 303 961	32 532 244	28 717 433	145 976	53 094	114 103	74 603
SUM EGENKAPITAL	8 223 767	35 214 734	43 675 582	1 160 173	396 353	1 338 782	1 889 174
GJELD							
Banktrekk	-	-	-	-	-	-	-
Utsatt skatt	-	-	-	1 655	-	-	-
Skyldig til meglere	-	145 253	37 315	2 254	-	312 061	203 852
Skyldig til forvaltningsselskapet	22 532	93 165	38 342	2 784	-	2 526	2 451
Annen gjeld	4 585	35 000	26 648	5 244	1 021	2 336	-
SUM ANNEN GJELD	27 117	273 418	102 304	11 937	1 021	316 923	206 303
SUM GJELD OG EGENKAPITAL	8 250 884	35 488 152	43 777 886	1 172 110	397 374	1 655 706	2 095 477

Note: Avvik på kursen i forhold til porteføljene skyldes periodiseringsavvik per 30.06.2015.

* Beregnet variabelt forvaltningshonorar per 30.06.15: I henhold til vedtektene skal endelig avregning skje per 31.12.2015 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).

Resultatregnskap (angitt i hele tusen kroner)	SKAGEN Høyrente 1. halvår 2015	SKAGEN Høyrente Inst. 1. halvår 2015	SKAGEN Krona** 1. halvår 2015	SKAGEN Credit 1. halvår 2015	SKAGEN Credit NOK 1. halvår 2015	SKAGEN Credit SEK** 1. halvår 2015	SKAGEN Credit EUR*** 1. halvår 2015
PORTEFØLJEINNTEKTER OG -KOSTNADER							
Renteinntekter/-kostnader	36 232	8 762	1 994	4 638	4 632	928	148,68
Aksjeutbytte	-	-	-	-	-	-	-
Gevinst/tap ved realisasjon	44	-441	-	1 127	6 165	752	42,62
Endring urealiserte kursgevinster/tap	-7 098	-768	-170	2 883	-4 284	-316	75,00
Garantiprovisjon	-	-	-	-	-	-	-
Kurtasje	-2	-3	-9	-20	-15	-13	-1,03
Valutagevinst/tap	-	-	-	998	-3 565	-771	-166,73
PORTEFØLJERESULTAT	29 175	7 549	1 815	9 627	2 932	581	98,54
FORVALTNINGSINNTEKTER OG -KOSTNADER¹							
Forvaltningshonorar fast	-3 792	-579	-558	-	-422	-106	-14,57
Beregnet variabelt forvaltningshonorar *	-	-	-	-	-	-	-
FORVALTNINGSRESULTAT	-3 792	-579	-558	-	-422	-106	-14,57
RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD	25 384	6 971	1 257	9 627	2 510	474	83,97
Skattekostnad	-	-	-	-	-	-	-
PERIODE RESULTAT	25 384	6 971	1 257	9 627	2 510	474	83,97
Balanse							
	30.06.2015	30.06.2015	30.06.2015	30.06.2015	30.06.2015	30.06.2015	30.06.2015
EIENDELER							
Norske verdipapirer til kostpris	1 891 636	479 641	-	14 980	129 163	22 997	4 884,42
Utenlandske verdipapirer til kostpris	-	-	515 492	161 409	-	-	-
Urealiserte kursgevinster/tap	-4 418	-1 040	-441	16 635	1 781	99	39,57
Opptjente renter verdipapirer	6 210	1 354	805	3 965	5 200	918	195,55
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE	1 893 427	479 955	515 856	196 989	136 144	24 015	5 119,53
Tilgodehavende aksjeutbytte	-	-	-	-	-	-	-
Opptjente renter bank	-	-	-	-	-	-	-
SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER	-	-	-	-	-	-	-
Utsatt skattefordel	-	-	-	-	-	-	-
Til gode fra meglere	-	-	-	-	-	555	-
Til gode fra forvaltningsselskapet	-	-	-	-	-	9	0,03
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte	-	-	-	-	-	-	-
Andre fordringer	-	-	-	5 935	-	-	-
SUM ANDRE FORDRINGER	-	-	-	5 935	-	563	0,03
Bankinnskudd	997 869	382 296	60 555	2 652	2 012	473	75,88
SUM EIENDELER	2 891 296	862 251	576 411	205 576	138 156	25 051	5 195,44
EGENKAPITAL¹							
Andelskapital til pålydende	2 837 454	857 166	531 929	176 951	129 872	24 588	5 162,15
Overkurs	23 475	-1 645	4 405	3 275	809	123	-10,15
INNSKUTT EGENKAPITAL	2 860 929	855 520	536 334	180 225	130 682	24 712	5 152,00
Opptjent egenkapital	27 476	6 441	-3 082	23 598	508	-275	10,95
SUM EGENKAPITAL	2 888 404	861 962	533 252	203 823	131 189	24 436	5 162,95
GJELD							
Banktrekk	-	-	-	-	-	-	-
Utsatt skatt	-	-	-	-	-	-	-
Skyldig til meglere	-	-	41 990	1 753	6 729	-	24,10
Skyldig til forvaltningsselskapet	1 838	289	266	-	230	55	8,39
Annen gjeld	1 054	-	902	-	8	560	-
SUM ANNEN GJELD	2 892	289	43 158	1 753	6 967	615	32,49
SUM GJELD OG EGENKAPITAL	2 891 296	862 251	576 411	205 576	138 156	25 051	5 195,44

Note: Avvik på kursen i forhold til porteføljene skyldes periodiseringsavvik per 30.06.2015.

* Beregnet variabelt forvaltningshonorar per 30.06.15: I henhold til vedtektene skal endelig avregning skje per 31.12.2015 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 2015

¹⁾ Hvorav fordeling på de respektive andelsklasser	Klasse	SKAGEN Vekst 1. halvår 2015	SKAGEN Global 1. halvår 2015	SKAGEN Kon-Tiki 1. halvår 2015	SKAGEN m ² 1. halvår 2015	SKAGEN Tellus 1. halvår 2015	SKAGEN Credit EUR*** 1. halvår 2015
Forvaltningshonorar fast	A	40 494	178 314	303 051	9 541	4 502	12,89
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	A	1 513	-	-196 243	-4 449	-	-
Sum forvaltningshonorar	A	42 007	178 314	106 809	5 092	4 502	12,89
Forvaltningshonorar fast	B	41	8 431	48 725	10	141	1,69
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	B	4	-	-41 698	-5	-	-
Sum forvaltningshonorar	B	45	8 431	7 027	4	141	1,69
Forvaltningshonorar fast	C	1 221	661	6 592	5	314	-
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	C	-	-	-4 150	-3	-	-
Sum forvaltningshonorar	C	1 221	661	2 442	3	314	-
Forvaltningshonorar fast	D	-	3	16 197	-	-	-
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	D	-	-	-11 050	-	-	-
Sum forvaltningshonorar	D	-	3	5 147	-	-	-
Forvaltningshonorar fast	E	-	-	60 075	-	-	-
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	E	-	-	-24 622	-	-	-
Sum forvaltningshonorar	E	-	-	35 453	-	-	-
Sum fast og beregnet variabelt forvaltningshonorar	Alle	43 273	187 408	156 878	5 099	4 957	14,57

¹⁾ Hvorav fordeling på de respektive andelsklasser	Klasse	SKAGEN Vekst 30.06.2015	SKAGEN Global 30.06.2015	SKAGEN Kon-Tiki 30.06.2015	SKAGEN m ² 30.06.2015	SKAGEN Tellus 30.06.2015	SKAGEN Credit EUR*** 30.06.2015
Forvaltningshonorar fast	A	410 584	2 427 192	3 812 270	800 517	776 056	3 916,75
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	A	-3 887 255	-1 746 015	-4 271 439	211 444	105 830	-17,88
Sum forvaltningshonorar	A	-3 476 671	681 177	-459 169	1 011 960	881 886	3 898,87
Forvaltningshonorar fast	B	582	162 780	682 366	1 063	60 022	1 245,40
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	B	9 519	1 628 014	3 253 708	173	17 666	7,73
Sum forvaltningshonorar	B	10 101	1 790 794	3 936 073	1 237	77 688	1 253,13
Forvaltningshonorar fast	C	20 870	16 525	109 505	684	201 693	-
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	C	365 506	192 995	645 925	316	63 412	-
Sum forvaltningshonorar	C	386 376	209 519	755 431	1 000	265 105	-
Forvaltningshonorar fast	D	-	79	246 190	-	-	-
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	D	-	921	1 398 131	-	-	-
Sum forvaltningshonorar	D	-	1 000	1 644 320	-	-	-
Forvaltningshonorar fast	E	-	-	1 306 234	-	-	-
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	E	-	-	7 775 260	-	-	-
Sum forvaltningshonorar	E	-	-	9 081 494	-	-	-
Sum fast og beregnet variabelt forvaltningshonorar	Alle	-3 080 194	2 682 490	14 958 149	1 014 197	1 224 679	5 152,00

¹⁾ Hvorav fordeling på de respektive andelsklasser	Klasse	SKAGEN Vekst 30.06.2015	SKAGEN Global 30.06.2015	SKAGEN Kon-Tiki 30.06.2015	SKAGEN m ² 30.06.2015	SKAGEN Balanse 60/40 30.06.2015	SKAGEN Tellus 30.06.2015	SKAGEN Avkastning 30.06.2015
Antall utstedte andeler	A	4 105 839	24 271 917	38 122 695	8 005 166	2 953 070	7 760 559	13 235 767
Basiskurs per andel 30.06.2015 i kr****	A	1 903,7022	1 350,9664	709,0170	144,0833	134,2268	128,7959	142,7358
Antall utstedte andeler	B	5 822	1 627 801	6 823 656	10 634	-	600 224	-
Basiskurs per andel 30.06.2015 i kr****	B	1 907,0721	1 350,3793	712,3182	144,1104	-	131,0777	-
Antall utstedte andeler	C	208 705	165 245	1 095 055	6 837	-	2 016 927	-
Basiskurs per andel 30.06.2015 i kr	C	1 905,9232	1 354,3851	709,8862	144,1984	-	129,0531	-
Antall utstedte andeler	D	-	787	2 461 896	-	-	-	-
Basiskurs per andel 30.06.2015 i kr	D	-	1 355,0459	710,1284	-	-	-	-
Antall utstedte andeler	E	-	-	13 062 337	-	-	-	-
Basiskurs per andel 30.06.2015 i kr	E	-	-	709,6699	-	-	-	-

¹⁾ Hvorav fordeling på de respektive andelsklasser	Klasse	SKAGEN Høyrente 30.06.2015	SKAGEN Høyrente Inst. 30.06.2015	SKAGEN Krona** 30.06.2015	SKAGEN Credit 30.06.2015	SKAGEN Credit NOK 30.06.2015	SKAGEN Credit SEK** 30.06.2015	SKAGEN Credit EUR*** 30.06.2015
Antall utstedte andeler	A	28 374 539	8 571 659	5 319 289	1 769 507	1 298 723	245 881	391 675
Basiskurs per andel 30.06.2015 i kr****	A	101,8008	100,5670	100,2491	115,1893	101,0116	99,3913	9,9923
Antall utstedte andeler	B	-	-	-	-	-	-	124 540
Basiskurs per andel 30.06.2015 i kr****	B	-	-	-	-	-	-	10,0302
Antall utstedte andeler	C	-	-	-	-	-	-	-
Basiskurs per andel 30.06.2015 i kr	C	-	-	-	-	-	-	-
Antall utstedte andeler	D	-	-	-	-	-	-	-
Basiskurs per andel 30.06.2015 i kr	D	-	-	-	-	-	-	-
Antall utstedte andeler	E	-	-	-	-	-	-	-
Basiskurs per andel 30.06.2015 i kr	E	-	-	-	-	-	-	-

Note: Avvik på kursen i forhold til porteføljene skyldes periodiseringsavvik per 30.06.2015.

* Beregnet variabelt forvaltningshonorar per 30.06.15: I henhold til vedtektene skal endelig avregning skje per 31.12.2015 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 30-06-2015	Hittills i år	Senaste året	Senaste 2 år	Senaste 3 år	Senaste 5 år	Senaste 10 år	Sedan start
SKAGEN Vekst A*	3,8%	5,4%	14,7%	11,8%	6,8%	7,2%	14,2%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	10,3%	19,9%	21,9%	18,5%	13,7%	9,0%	10,2%
SKAGEN Global A**	7,4%	11,3%	16,5%	17,0%	11,1%	9,3%	15,7%
MSCI World AC	8,9%	25,2%	23,3%	20,3%	13,5%	6,5%	4,8%
SKAGEN Kon-Tiki A	3,2%	3,0%	11,6%	9,1%	5,0%	11,0%	15,0%
MSCI Emerging Markets	8,9%	17,7%	15,6%	10,2%	5,1%	8,7%	8,8%
SKAGEN m ² A	0,8%	17,2%	10,8%				10,6%
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	4,4%	25,8%	18,0%				16,8%
SKAGEN Focus A							-7,3%
MSCI World AC							-4,4%
SKAGEN Tellus A***	-1,2%	7,9%	7,9%	7,2%	3,7%		5,9%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR	2,0%	14,4%	10,1%	4,0%	2,1%		4,9%
SKAGEN Credit SEK	2,0%	-0,8%					-0,6%
OMRX Treasury Bill Index	0,0%	0,1%					0,1%
SKAGEN Krona	0,2%	0,7%	1,3%	1,9%	2,2%		2,4%
OMRX Treasury Bill Index	0,0%	0,1%	0,4%	0,6%	0,9%		1,4%

* 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.

Risk- och prestationsmått

Per 30-06-2015	SKAGEN Kon-Tiki A	SKAGEN Global A	SKAGEN Vekst A	SKAGEN Tellus A
TRADITIONELLA RISK- OCH PRESTATIONSMÅTT SENASTE 5 ÅR				
Standardavvikelse NAV	13,1%	10,5%	12,4%	7,1%
Standardavvikelse jämförelseindex	12,8%	8,2%	11,0%	9,4%
Tracking Error	4,8%	4,8%	5,8%	5,6%
Alfa	0,18%	-3,99%	-6,17%	2,36%
Jensen's Alfa	0,14%	-3,86%	-6,18%	2,02%
R2	86,58%	79,99%	77,54%	64,13%
Informationskvot aritmetisk	-0,01	-0,43	-1,07	0,27
Beta	0,95	1,15	1,00	0,61
Korrelation	0,93	0,90	0,88	0,80
Sharpe aritmetisk	0,31	0,92	0,46	0,39
Sharpe Ratio jämförelseindex	0,32	1,44	1,09	0,13

VINST- OCH FÖRLUSTANALYS SENASTE FEM ÅR

Konsistens	48,33%	43,33%	38,33%	56,67%
Konsistens, uppgång	45,45%	46,51%	30,77%	38,89%
Konsistens, nedgång	51,85%	35,29%	52,38%	83,33%
Relativ vinst	100,73%	105,82%	92,69%	90,11%
Relativ förlust	101,80%	132,58%	137,25%	76,94%
Positiv avvikelse	6,48%	5,81%	5,43%	8,21%
Negativ avvikelse	6,65%	7,87%	11,62%	6,77%
Procent positiv avvikelse	49,37%	42,47%	31,86%	54,79%
Procent positiv avvikelse, uppgång	44,15%	48,22%	28,46%	31,79%
Procent positiv avvikelse, nedgång	54,27%	33,45%	37,63%	84,95%
Relativ vinst/förlust-kvot	0,99	0,80	0,68	1,17

VALUE AT RISK 5 ÅR

Value at risk: observed, NAV	-7,9%	-5,5%	-5,9%	-3,5%
Value at risk: observed, benchmark	-6,8%	-2,9%	-5,1%	-4,7%
Relativ Value at Risk, observed	-2,5%	-3,3%	-2,9%	-3,3%

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 avvikelseerna är större än de negativa, har fonden uppnått högre avkastning än index. Summan av positiva och negativ avvikelse 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 avvikelse 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 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
Michael Metzler, global projektledare
Tore Bang
Parisa Kate Lemaire
Trygve Meyer
Vevika Søberg
Ole-Christian Tronstad

Form: Werksemd

Framsidesbild: *Kunstnere på Skagen Sønderstrand, 1882.* Av P S Krøyer, en av Skagemålarna. Bilden tillhör Skagens Museum (beskuren).

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

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.