

MARKNADSRAPPORT

SKAGEN



VÄRLDEN BLICKAR VÄSTERUT – VÅRT PERSPEKTIV ÄR GLOBALT

När andra riktar sökljuset mot presidentval och räntehöjning i USA fortsätter vi jakten på investeringar över hela världen.

NUMMER 3 | OKTOBER 2016 | www.skagenfonder.se

Förnuft och känsla

I vår förra marknadsrapport vid halvårsskiftet konstaterade vi att den brittiska folkomröstningen om EU-utträde tillfälligt skakade om världens finansmarknader – men att det bara tog några veckor innan stora index som MSCI EM och S&P 500 åter låg i ett intervall inom en procent från nivåerna före Brexitbeslutet.

Pundet har däremot inte repat sig mot dollarn lika lätt, utan handlas tvärtom på en ny lägst nivå sedan folkomröstningen när vi nu går in i det fjärde kvartalet. Den senaste försvagningen, som följde på premiärminister Theresa Mays besked om tidtabellen för EU-utträdet, tog pundet till den lägsta nivån på 31 år mot andra stora valutor.

Marknaden inte alltid rationell

Skakiga perioder på börserna ger ibland oss aktiva investerare möjlighet att investera till fördelaktiga kurser. Samtidigt är de kraftiga kursrörelserna ett bevis på att finansmarknadens prissättning inte alltid är rationell, och just detta faktum är ett av skälen till att vi valt aktiv förvaltning – där vi baserar våra investeringsbeslut på grundliga analyser.

Nationalekonomen Robert Shiller, en av tidigare talare på vår Nyårskonferens och mottagare av ekonomipriset till Alfred Nobels minne, publicerade 1981 en artikel med titeln ”Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?” Jag skulle kanske inte rekommendera artikeln som kvällslektyr, men i denna drar Shiller en viktig slutsats: att volatiliteten på börserna är större än vad som kan förklaras rationellt med hänsyn till företagets framtidsutsikter. Börskraschen 1987 gav ytterligare stöd åt Shillers tes att marknadens aktörer ibland drivs mer av känslor än av rationellt tänkande.

Hur är då Shillers forskning relevant för det senaste kvartalets utveckling i SKAGENs fonder? Om vi till exempel tittar på de tre innehav i SKAGEN Global som bidragit mest i absoluta termer under perioden hittar vi två amerikanska finansbolag, AIG och Citigroup, och det brittiska säkerhetsföretaget G4S. Gemensamt för dem är dels att de tog orättvist mycket stryk efter Brexitomröstningen, dels att de därefter kom med starka kvartalsrapporter som var helt i linje med vårt investeringscase.

Ett annat exempel är vår globala fastighetsfond SKAGEN m² som också backade en hel del omedelbart efter folkomröstningen – inte för att

fonden är exponerad mot Storbritannien, utan på grund av att stora mängder kapital flyttades från Europa till USA, där fonden är underviktad. Kort därpå svängde pendeln tillbaka och i slutet av tredje kvartalet hade fonden stigit med 8,2 procent (jämförelseindex 3,2 procent) och är nu topprankad i sin kategori hos Morningstar.

Marknadens missade möjligheter

När det gäller teorin att marknaden faktiskt är rationell – eller effektiv, som det heter på ekonomspråk – har Robert Shiller hävdad att just den effektiva marknadshypotesen är ”ett av de mest anmärkningsvärda misstagen i det ekonomiska tänkandets historia.” Samtidigt fortsätter investeringarna i passivt förvaltade fonder att öka. En färsk undersökning från ratingföretaget S&P visar att passiva fonder nu står för mer än en tredjedel av fondmarknaden i USA. När allt färre faktiskt analyserar företagen innan de väljer att investera finns det fog att hävda att vi kan gå in i positioner som den breda marknaden förbiser. Ett bra exempel från det här kvartalet är det svenska kosmetikaföretaget Oriflame i SKAGEN Vekst. Oriflame ansågs länge vara helt beroende av sin försäljning i Östeuropa. Men nu har försäljningen tagit fart i Asien, Turkiet och Latinamerika och fler och fler investerare har fått upp ögonen för aktien – som har rusat 130 procent hittills i år. En annan noggrant utvald aktie är det australiensiska gruvbolaget South32 i SKAGEN Focus. När företaget knoppades av från BHP Billiton var kostnadsstrukturen inte optimerad. Men efter en tid av kostnadsnedskärningar har marknaden nu gjort tummen upp: aktiekursen steg med 56 procent i lokal valuta under kvartalet och är upp 120 procent hittills i år. Läs gärna mer om dessa aktier i rapporterna om de enskilda fonderna.

Nyttillträdd investeringsdirektör

Sist men inte minst vill jag passa på att hälsa vår nya investeringsdirektör Alexandra Morris varmt välkommen. Hon har omfattande bransch erfarenhet från alla sidor av investeringsbordet, nu senast som investeringsdirektör på en av Norges storbanker. Alexandra har också korats till Årets stjärnförvaltare av fondutvärderaren Morningstar och tidningen Dagens Industri 2006. Hon blir den första på SKAGEN som fokuserar helt på rollen som investeringsdirektör – och det behöver knappast påpekas att vår investeringsfilosofi förblir densamma också i fortsättningen.



– Per Wennberg
vd, SKAGEN Fonder Sverige



Foto: Oriflame

3

Det svenska kosmetikabolaget Oriflame var åter en av SKAGEN Vekst bästa bidragsgivare under kvartalet. Aktien har stigit med 130 procent hittills i år.



Foto: Bloomberg

9

Efter en ökning med 45 procent under kvartalet har den ryska dagligvarukedjan X5 fortsatt goda tillväxutsikter. På bilden kaviar i X5:s Perekrestok-butik i Moskva.



Foto: Schaeffler

26/32

Bildestillverkaren Schaeffler introducerades på Frankfurtribörsen (bilden) i oktober 2015. Under kvartalet ökade SKAGEN Focus sitt innehav i bolaget och SKAGEN Credit investerade i en dollardenominerad obligation emitterad av Schaeffler.

LEDARE

Förnuft och känsla › 2
Per Wennberg

Avkastning › 4

INVESTERINGS-DIREKTÖRENS BERÄTTELSE › 5

Vilket år det har varit – hittills! › 6

AKTIEFONDER

SKAGEN Vekst › 10
Välklädd

SKAGEN Global › 14
Konsten att gå sin egen väg

SKAGEN Kon-Tiki › 18
Positiv vändning för tillväxtmarknader

SKAGEN m² › 22
Stark återhämtning

SKAGEN Focus › 26
Ett tillfredsställande kvartal

RÄNTEFONDER

Räntekommentarer › 30
Möjligheter i utmaningarnas tid

SKAGEN Tellus › 31
Pundet, Trump och Brexit

SKAGEN Credit › 32
Vänder blicken utanför Europa

SKAGEN Krona › 34
Med fokus på solida bolag

RÄKENSKAPER

Risk och avkastning › 35

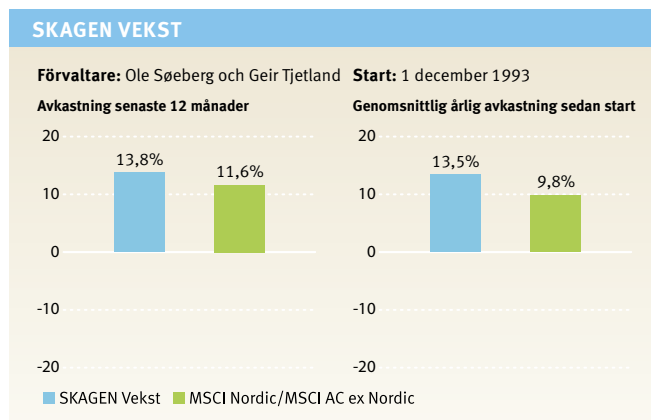
Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. Framtida avkastning kommer bland annat att bero på marknadens utveckling, förvaltarens skicklighet, fondens risk samt förvaltningsavgifter. Avkastningen kan bli negativ till följd av kursnedgångar. Faktablad och informationsbroschyrer (prospekt)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

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

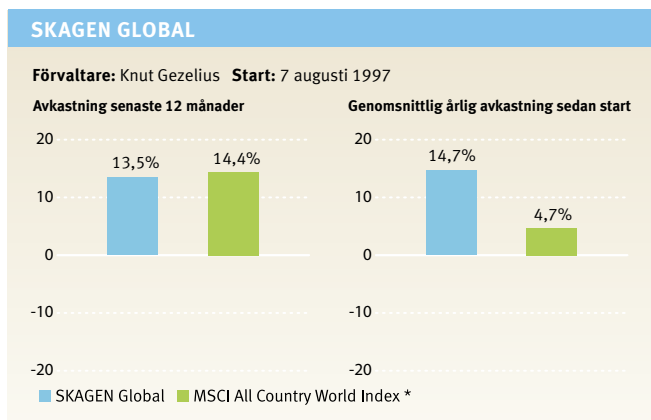
SKAGEN har som mål att säkerställa att all information i Marknadsrapporten är korrekt, men vill reservera sig för eventuella fel och utelämnanden. Uttalanden som reflekterar portföljförvaltarnas syn är gjorda vid en bestämd tidpunkt – och kan förändras utan förvarning.

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

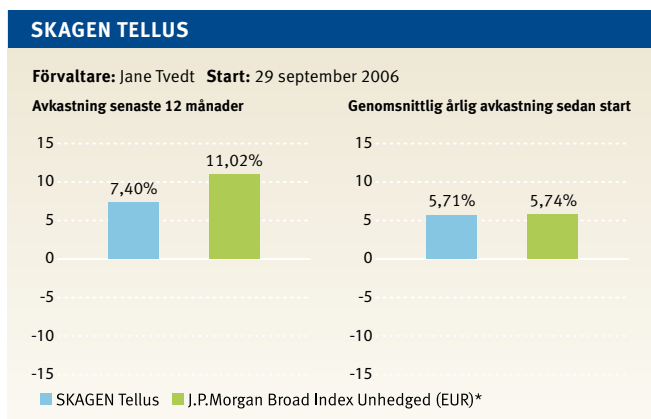
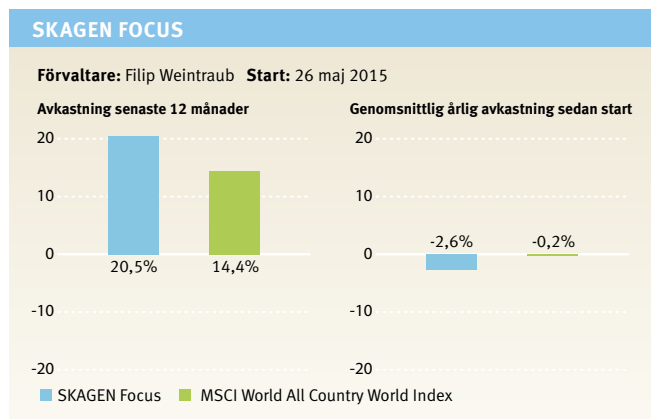
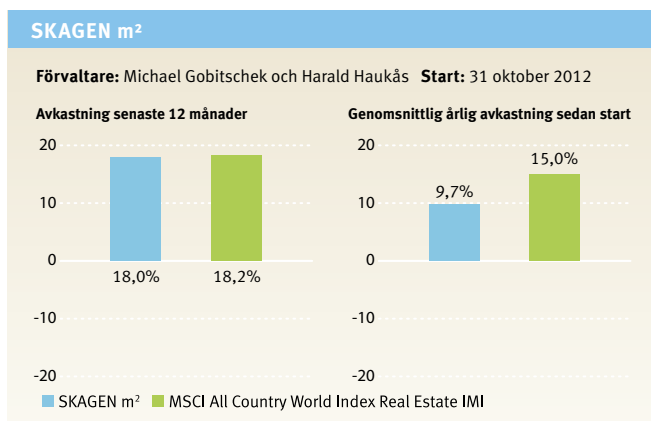
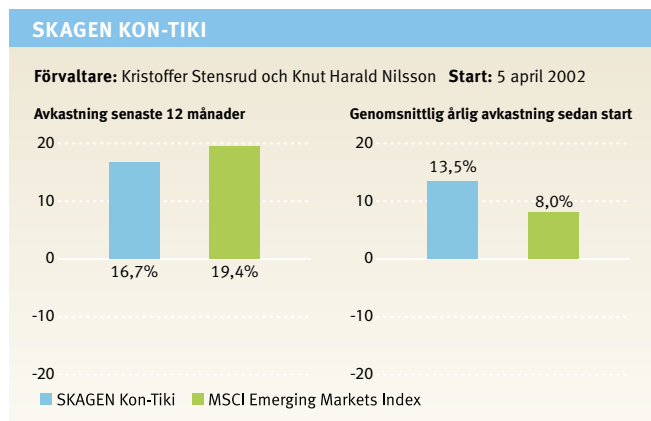
FONDAVKASTNING PER DEN 30 SEPTEMBER 2016



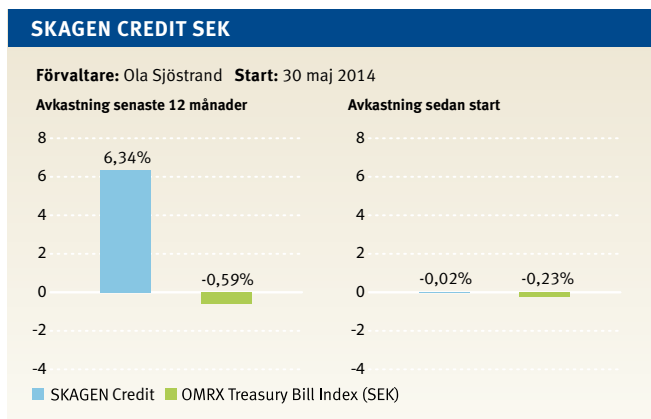
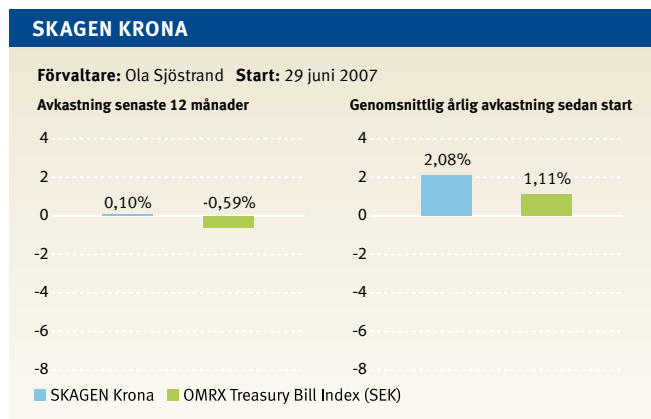
* Från och med 1 jan 2014 ändrades fondens investeringsmandat från att investera minst 50% av kapitalet i Norge, till att investera minst 50% av kapitalet i de nordiska länderna. Det innebär att avkastningen före ändringen uppnåddes under andra förutsättningar än i dag. Fondens jämförelseindex före 1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



* Jämförelseindex före 1 jan 2010 MSCI World Index.



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



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

Introduktion

- › Glädjande tredje kvartal – 10 av våra 11 fonder överträffade index.
- › Tillväxtmarknaderna slog utvecklade marknader under tredje kvartalet, och vi såg ett skifte i investerarnas sentiment till förmån för tillväxtmarknadsaktier.
- › Kapitalströmmarna till tillväxtmarknaderna har därför tilltagit. Från mars till maj gick en hel del till indexfonder (ETF:er), men nu flödar det åter in i aktiv förvaltning.
- › Det fjärde kvartalet kommer att bjuda på val och möjlig ränteökning i USA – spänningen på marknaden bottnar i vad som blir utfallet av dessa händelser.



Foto: Bloomberg

Vilket år det har varit – hittills!

Som ny investeringsdirektör i SKAGEN är det här min första genomgång av fonderna och marknaden i samband med en marknadsrapport för våra kunder. SKAGEN har en tradition av att kommunicera öppet och ärligt för att på så sätt skapa en god förståelse av investeringsfilosofin, portföljbeslut och de resultat som genereras.

– Alexandra Morris
Investeringsdirektör

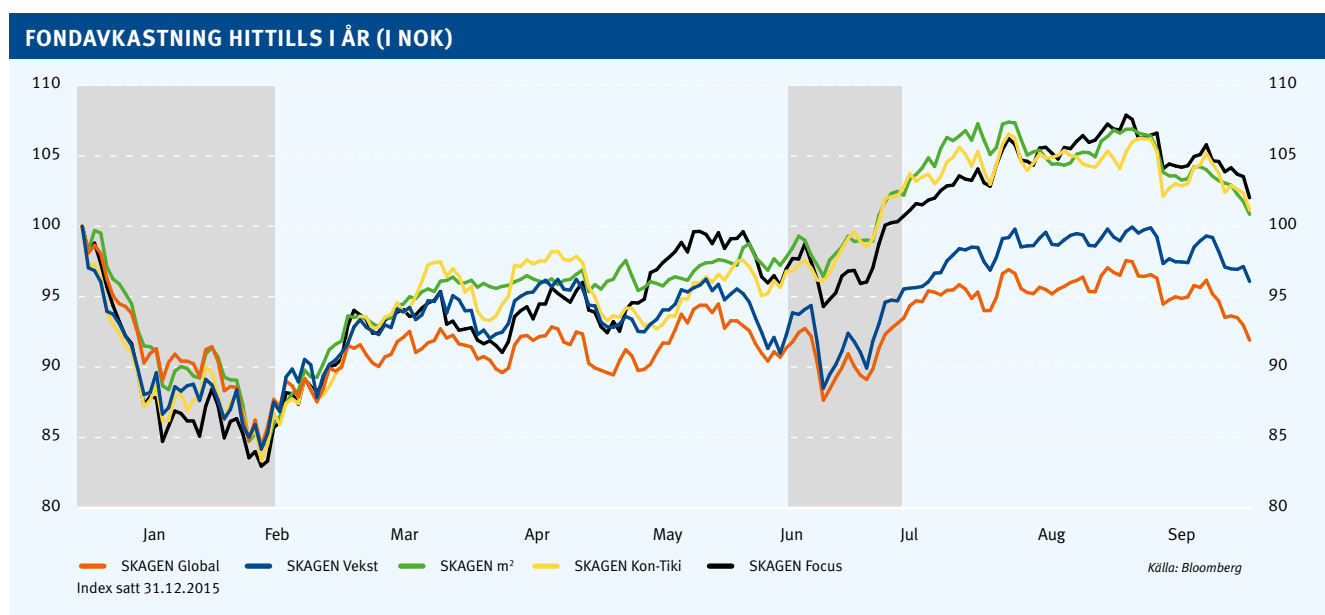
Även om jag kom till SKAGEN först i september måste jag ändå få säga – vilket år det har varit! De kraftiga nedgångarna i årets början avlöstes av en återhämtningsperiod som på försommaren följdes av britternas oväntade ja till Brexit och det överraskande kufförsöket i Turkiet.

Vår tilltro till aktiv, värdebaserad förvaltning är orubblig. Därför är det gläd-

jande att tredje kvartalet var gynnsamt för våra kunder – både för de som investerat i aktiefonder och för de som placerat i obligations- eller penningmarknadsfonder. Inte mindre än tio av våra elva fonder avslutade kvartalet bättre än sina respektive jämförelseindex.*

Det var bara SKAGEN Kon-Tiki som utvecklades sämre än index under perio-

den. I absoluta tal varierade avkastningen för aktiefonderna från 11,9 procent för SKAGEN Focus till 8,3 procent för SKAGEN m². Den relativa avkastningen var 5,1 procentenheter för SKAGEN Focus och -1,7 procentenheter för SKAGEN Kon-Tiki. Mer information om fondernas absoluta och relativa utveckling under tredje kvartalet finns i texterna om respektive fond.



*För kunder i Sverige är åtta av SKAGENS elva fonder tillgängliga.



Foto: Bloomberg

I början av 2016 var det många som menade att det inte såg särskilt ljus ut för tillväxtmarknaderna, men hittills har de visat sig överraskande motståndskraftiga. De fortsätter att uppvisa en högre ekonomisk tillväxt än mognare marknader, och tillväxtländer har också visat prov på sin vilja att genomföra politiska, ekonomiska och strukturella reformer. På bilden en gatuscen från Mumbai.

Under perioden steg MSCI världsindeks med 6,8 procent och MSCI:s tillväxtmarknadsindex med 10,5 procent. I båda fallen visade teknik vägen. Under turbulensen i början av året var det många som vände ryggen åt tekniksektorn, men den har sakta men säkert återvunnit sin popularitet. Även finanssektorn har kommit igen efter svackan i samband med Brexit. Slutligen hade också dagligvaror, särskilt på tillväxtmarknaderna, medvind under kvartalet.

Men oavsett vilken sektor som lyckades bäst just det här kvartalet är vi som långsiktiga investerare väl medvetna om att detta kan variera från ett kvartal till ett annat.

Tillväxtmarknadernas frammarsch

Mot bakgrund av avkastningssiffrorna för tredje kvartalet bör vi säga några ord om utsikterna för i synnerhet tillväxtmarknaderna. I början av 2016 var det många som menade att det inte såg särskilt ljus ut för dessa marknader, men hittills har de visat sig överraskande motståndskraftiga.

De fortsätter att uppvisa en högre ekonomisk tillväxt än mognare marknader. Kina har till exempel klarat sig klart

bättre än väntat. Flera tillväxtländer har också visat prov på sin vilja att genomföra politiska, ekonomiska och strukturella reformer.

Ekonomisk utveckling spelar stor roll, men nog så viktigt är vad investerarna är beredda att betala för avkastning. Globala investerare tycks nu ha fått upp ögonen för och blivit mer positivt inställda till tillväxtmarknaderna eftersom de inser att aktierna är lågt värderade. De senaste tio åren har aktiekurserna i förhållande till vinsterna varit lägre för tillväxtmarknadsaktier än för deras motsvarigheter på utvecklade marknader. Samtidigt talar allt mer för en positiv vinstutveckling framöver och analytikerna har återigen börjat höja vinstestimaten för företag i tillväxtländer.

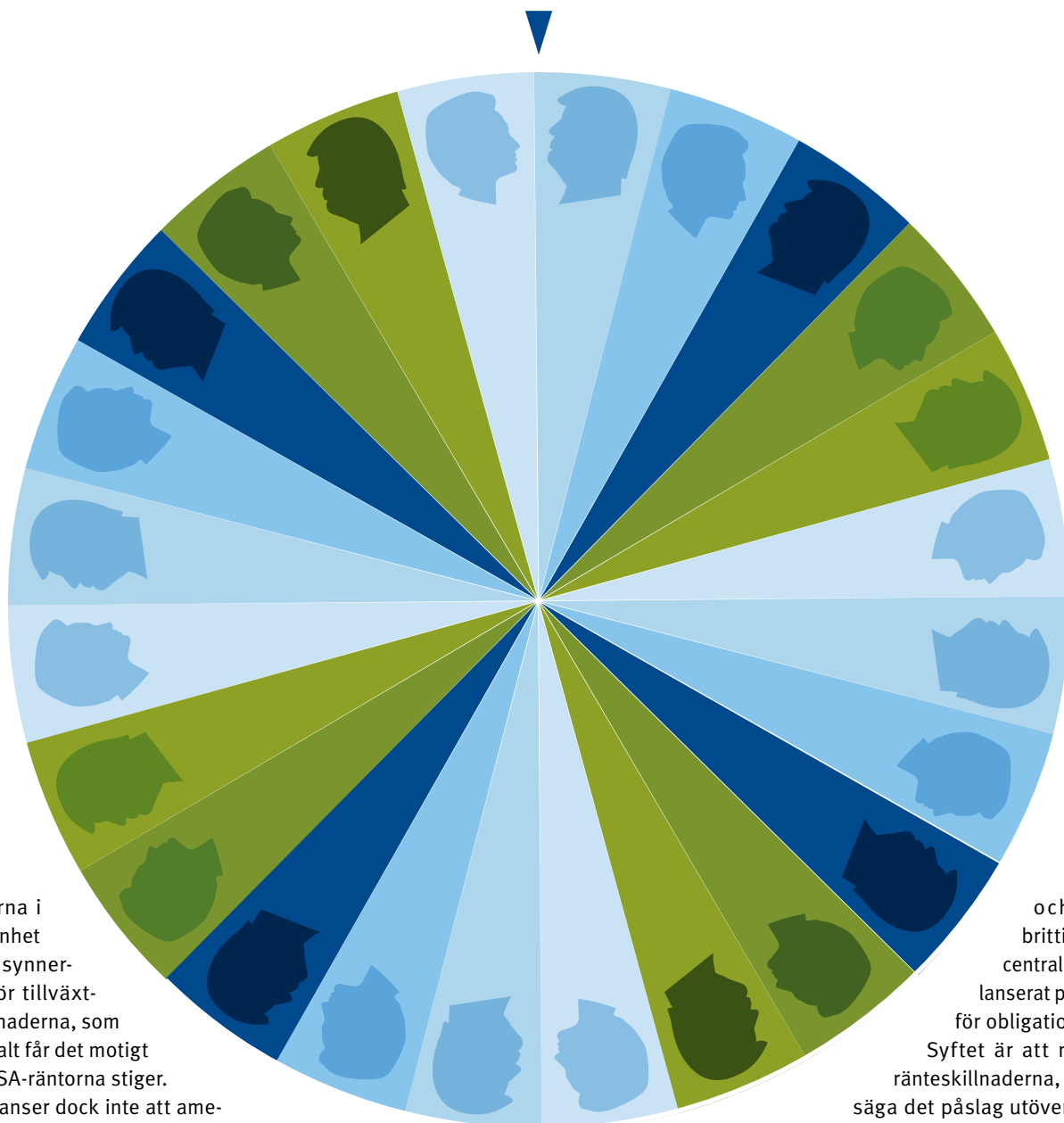
Uppgången i råvarupriserna har också bidragit till att vända den negativa synen på tillväxtmarknaderna. Från botten den 20 januari har Brentoljepriset nästintill fördubblats till runt 48 dollar per fat. Under tredje kvartalet låg oljepriset mestadels kring 46–48 dollar fatet. Dessutom ser dollarn just nu ut att ha slutat stiga mot nästan alla valutor, något som förbättrar situationen för alla de länder och företag som lånat pengar i dollar.

Investerarna har börjat se sig om efter bättre avkastningsmöjligheter än de som erbjuds på de utvecklade marknaderna, och penningflödena har därmed styrts om till tillväxtmarknaderna. Enligt statistik från analysföretaget EPFR hade nästan 9 miljarder dollar strömmat in i olika tillväxtmarknadsinriktade aktiefonder i slutet av augusti. Det är den första perioden med inflöde sedan 2012. Från toppnivån 2010 har sammanlagt 155 miljarder dollar forsat ur sådana fonder. Upplyftande är det också att mer kapital nu går in i aktiva fonder. Under perioden mars till maj satsade investerarna en hel del pengar i indexfonder (ETF:er) men nu investerar de alltså i aktiv förvaltning igen.

Tål räntehöjning

Det blir intressant att se vad som händer om den amerikanska centralbanken Federal Reserve börjar höja räntan i december. Hittills har den varit försiktig med åtstramningar, men förr eller senare kommer ju den sedan länge annonserade räntehöjningen att genomföras.

Spekulationerna om vad som då kommer att ske är många. Vissa menar att det kommer att vara mycket negativt för mark-



naderna i allmänhet och i synnerhet för tillväxtmarknaderna, som normalt får det motigt när USA-räntorna stiger.

Vi anser dock inte att amerikanska räntehöjningar är något att frukta. Tvärtom är det positivt med en normalisering av räntenivån eftersom det betyder att ekonomin går bättre. Det globala ränteläget är och har varit historiskt lågt och i flera länder främst i Europa är marknadsräntorna negativa. Tillväxtmarknaderna ska alltså klara av små stegvisa höjningar av de amerikanska räntorna utan att deras förutsättningar påverkas i någon större utsträckning.

Den amerikanska centralbanken är fortsatt avvaktande. Ändå steg obligationsräntorna för flertalet löptider i utvecklade marknader under tredje kvartalet. Uppgången kom sedan merparten av dessa länder nått en ny bottennivå dagarna efter britternas folkomröstning om ett EU-utträde. Räntan på amerikanska tioåriga statsobligationer steg från 1,36 procent

till 1,58 procent. Samtidigt steg den tyska tioåringen från minus 0,19 till minus 0,12 under perioden.

Trots att Moody's och S&P sänkte Turkiets kreditbetyg till under investment grade hade tillväxtmarknadsobligationer generellt sett ett lyckosamt kvartal. Det märktes även tydligt i avkastningen för vår räntefond med fokus på statsobligationer. Med hjälp av ett lyckat obligationsurval levererade SKAGEN Tellus en avkastning på 2,35 procent under kvartalet. Som en jämförelse var utvecklingen för fondens index 1,23 procent.

Intressant nog fortsatte också marknadsuppgången för företagsobligationer under det tredje kvartalet, vilket delvis var en följd av att både den europeiska

och den brittiska centralbanken lanserat program för obligationsköp. Syftet är att minska ränteskillnaderna, det vill säga det påslag utöver statsobligationsräntan som ett företag måste betala för att låna pengar på marknaden. Med hjälp av köpprogrammen vill de två centralbankerna försöka sänka lånekostnaderna för företag och på så vis stimulera ekonomin.

Som ett resultat av utvecklingen på marknaden för företagsobligationer och ett fördelaktigt urval i portföljen levererade SKAGEN Credit en avkastning på 2,49 procent under kvartalet. Fonden strävar efter att identifiera kreditinvesteringssjansigheter som marknaden förbisett, och den använder samma disciplinerade värdeorienterade investeringsfilosofi som våra aktiefonder.

USA-valet

Så här i början av årets sista kvartal står vi fortsatt inför vissa händelser som kan



skapa turbulens på marknaden. Tidigare nämnde jag förväntningarna om en högre amerikansk styrränta. En annan avgörande faktor är det amerikanska presidentvalet i november.

Osäkerheten om utgången i valet skapar givetvis oro både i USA och i resten av världen. Det har blivit jämnare i opinionsmätningarna och i takt med att valet närmar sig måste marknaden nu värdera vad en Trump-seger skulle innebära. Men misströsta inte. För oss som långsiktiga investerare skapar oroligheter på marknaden värdefulla möjligheter att köpa bra företag till rimliga priser.

Som jag nämnde inledningsvis är jag ny i rollen som investeringsdirektör för SKAGEN. Tills vidare nöjer jag mig därför med att säga att jag fokuserar på att vi ska fortsätta leverera goda resultat åt våra kunder, precis som SKAGEN har gjort hittills.

Jag har en stark tilltro till SKAGENS investeringsfilosofi och till våra förval-

tare. Värdeinvestorare känner ofta sina företag bättre än andra investerare. De tänker långsiktigt och spekulerar inte med kundernas pengar. Jag är övertygad om att det är så vi uppnår goda resultat över tid.

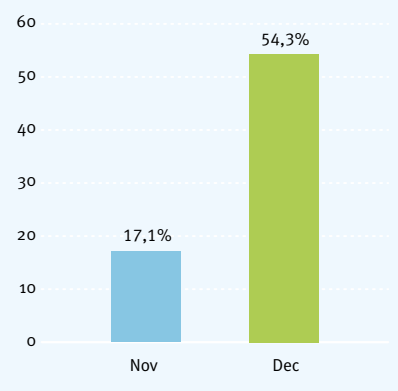
Vid oljekartellen Opecs möte i september kom medlemsländerna överens om en viss minskning av utbudet för att öka oljepriset.

På övre bilden Mohammed Al-Sada, Qatars närings- och energiminister tillika Opec-ordförande.

Nedre bilden: Marknaden förväntar sig att den amerikanska centralbanken med Janet Yellen i spetsen kommer att höja räntan i höst.

Foton: Bloomberg.

SANNOLIKHET FÖR EN RÄNTEHÖJNING I USA 2016





SKAGEN Vekst

Den smala stigen till välstånd

- › SKAGEN Vekst långt före index under kvartalet.
- › Sålde alla innehav på tankemarknaden.
- › Oriflame återigen det bästa bidraget.

1 2 3 4 **RISK** 6 7

Startdatum	1 december 1993
Avkastning sedan start	1 704,0%
Förvaltningskapital	7 591 miljoner SEK
Antal fondsparare	69 641

AVKASTNING, %	Q3/-16*	12 M*
SKAGEN Vekst	11,8	13,8
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	6,7	11,6

* Per 30 september 2016

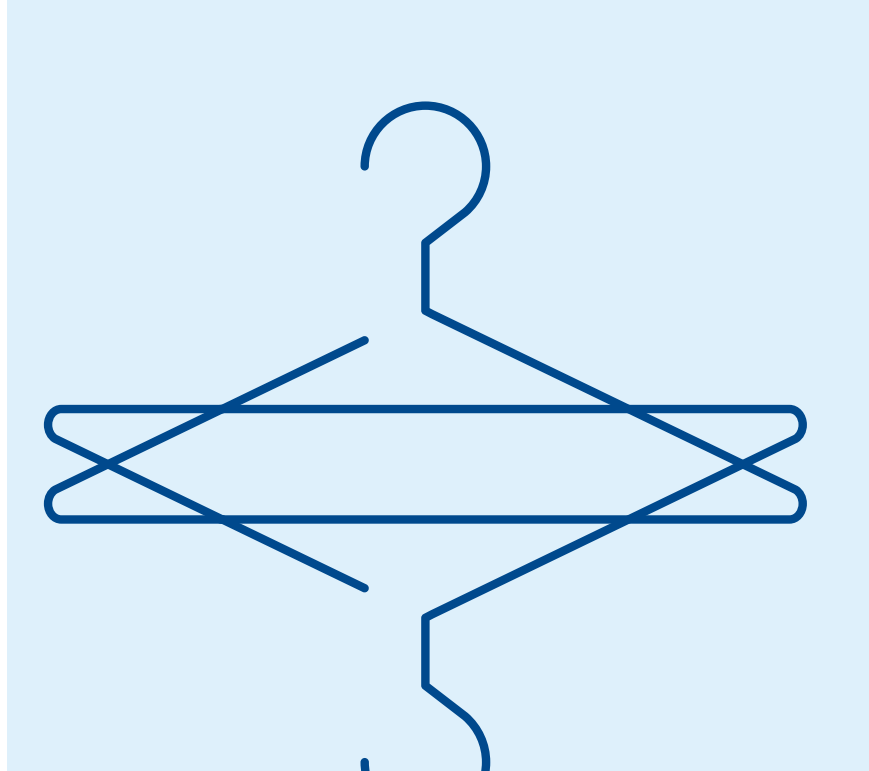


PORTFÖLJFÖRVALTARE

Geir Tjetland, Ole Sjøberg och Alexander Stensrud**

** Juniorförvaltare

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



Väklädd

Svensk kosmetika och svenskt mode satte sin prägel på portföljutvecklingen under tredje kvartalet.

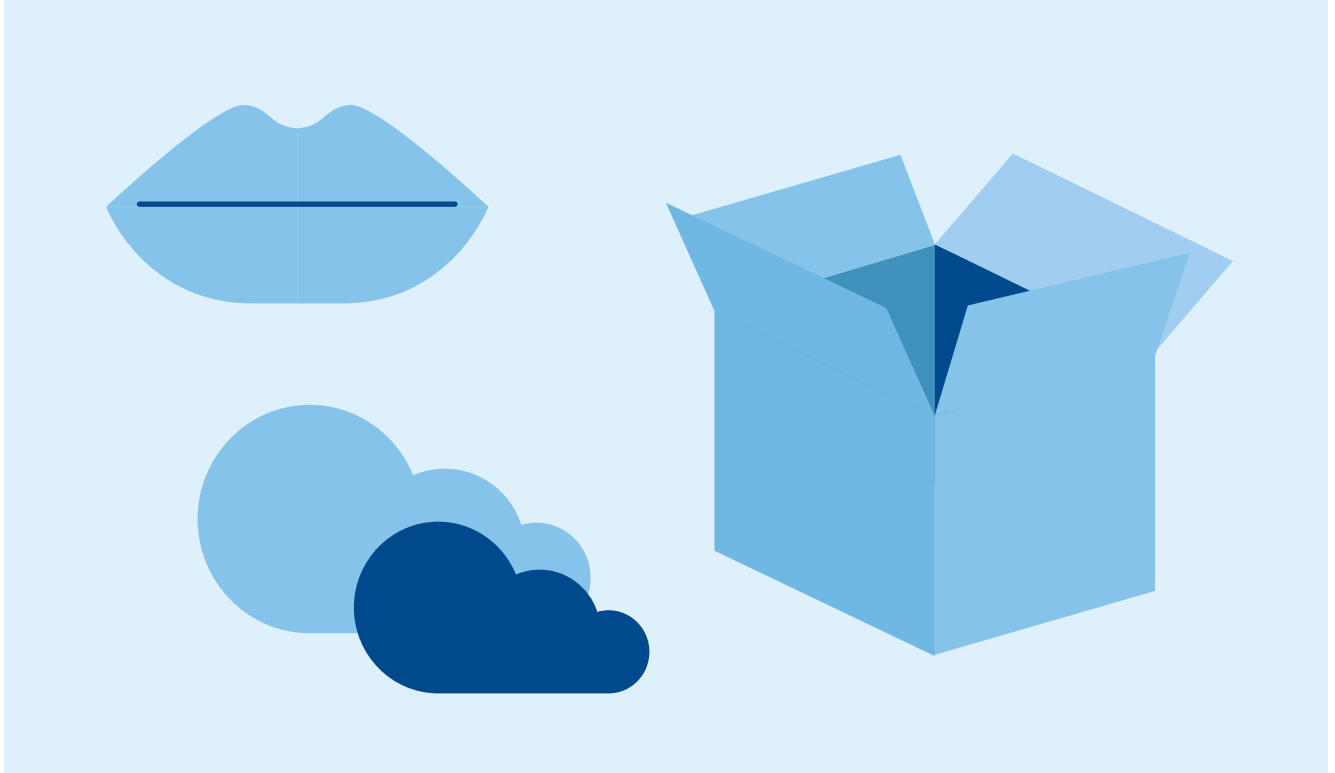
SKAGEN Vekst steg med 11,8 procent under kvartalet, vilket var betydligt bättre än jämförelseindexet som avancerade 6,7 procent. Hittills i år har SKAGEN Vekst gått upp 8,4 procent. Index har under samma period stigit 5,6 procent.

Generellt såg vi under tredje kvartalet en stark aktiemarknad i Norden. Norge, Sverige och Finland noterade uppgångar på mellan 8,5 och 12 procent, medan Danmark backade med fyra procent. Steg gjorde även de bredare europeiska aktiemarknaderna (+2 procent) medan USA föll med 1 procent. I Japan lyfte börsen med nästan 5 procent. Turbulensen i samband med Brexit var kortvarig och i skrivande stund har fokus flyttats till det amerikanska presidentvalet. Det intressanta är vilka konsekvenser de två presidentkandidaterna kan få för världsekonomin och för aktiemarknaderna. Givetvis kan valet orsaka volatilitet på marknaderna, men till skillnad från Brexit fokuseras valresultatet troligen på en stabil förutsägbar amerikansk politik framöver, vilket aktiemarknaderna sannolikt redan har diskonterat. Oavsett hur det slutar fortsätter vi fokusera våra investeringar på goda och attraktivt prissatta bolag.

NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN VEKST (PER 30/9 2016)

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

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



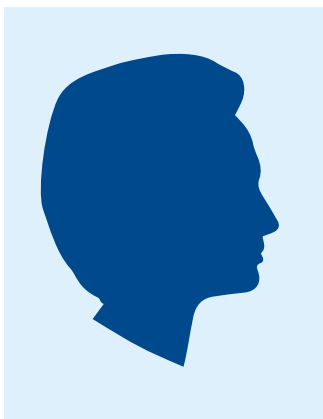
Kosmetika i topp

Precis som under andra kvartalet var det svenska kosmetikaföretaget Oriflame återigen fondens bästa bidrag. Fler än vi har fått upp ögonen för att företaget inte längre är beroende av utvecklingen i de forna Sovjetstaterna utan att tillväxten numera främst kommer från Asien, Turkiet och Latinamerika. Framför allt är det fortsatt stark tillväxt i Kina som ligger bakom en kursuppgång på drygt 45 procent under tredje kvartalet och hela 130 procent hittills i år. Den senaste tidens uppsving har dock gjort att vi har kapat innehavet rejält eftersom kursmålet nu är inom räckhåll.

Tyska SAP hade också vind i seglen under tredje kvartalet och lyfte med nästan 24 procent. Företaget är världsledande när det gäller tillverkning av affärssystem till stora företag och håller på att styra om verksamheten från traditionell programvara till molnbaserade tjänster. Försäljningen av molnlösningar växer snabbt och kommer att vara den främsta drivkraften för företagets värdeskapande och aktiekursutveckling framöver. I samband med den kraftiga kursstegringen passade vi på att banta innehavet något.

Norsk Hydro var ett annat positivt inslag under kvartalet, delvis tack vare uppgången i aluminiumpriserna som baseras på förväntningar om att aluminiummarknaden närmar sig en balans. I början av året var den allmänna uppfattningen att aluminiummarknaden skulle fortsätta att vara i obalans eftersom produktionen vida översteg efterfrågan från Kina. Under perioder då aktien värderades i närheten av bokfört värde passade vi på att minska innehavet något. Vår bedömning är dock alltså att Norsk Hydro kommer ha medvind framöver och aktien utgör därmed hela 3,9 procent av fonden.

Amerikanska eBay bör också lyftas fram. Aktien steg med så mycket som dryga 42 procent under tredje kvartalet och svarar nu för drygt 2,5 procent av fonden. Företagets huvudverksamhet, plattformen för nätauktioner, uppvisade återigen tillväxt både i antal användare (en ökning med 2 miljoner) och volym (+5 procent baserat på försäljningsvärde). I samband med rapporten för andra kvartalet skrev företaget upp sin förväntade tillväxt till 5–6 procent för helåret 2016. Dessutom utökade man sitt aktieåterköpsprogram och ska använda ytterligare 2,5 miljarder dollar till återköp av aktier, vilket motsvarar 7 procent av alla aktier vid nuvarande kurs.



Hillary-oro

Tredje kvartalet var starkt både i absoluta och relativa tal men vissa positioner fungerade mindre bra. Hit hörde bland annat läkemedelsföretaget Roche, som i likhet med hela läkemedelssektorn uppvisade en svag kursutveckling under perioden. Ibland är aktiemarknadens minne gott och många minns fortfarande Hillary Clintons korståg mot läkemedelsföretagen för över 20 år sedan. Nu befaras det att hon kommer att sätta press på prissättningen i hela läkemedelsbranschen om hon vinner valet i november.

Både Telia och Ericsson var svagt på minus i det tredje kvartalet. Att Carlsberg slutade oförändrat var något av en besvikelse. Det varma och vackra vädret under sensommaren och hösten bör dock ha satt tydligt avtryck i ölförsäljningen runtom i Europa. Om man till det lägger en allmän förbättring i Ryssland torde resultatet bli riktigt goda rapporter från Carlsberg framöver.

SKAGEN VEKST

Ut ur tankermarknaden

Vi sålde portföljnehavet Frontline under kvartalet. Beslutet att lämna vår enda exponering mot tankermarknaden var kopplat till att den negativa trenden i tankrater höll i sig, samtidigt som flottillväxten fortsatte upp. I slutet av kvartalet kom också nyheten att oljekartellen Opec för första gången på åtta år föreslår att oljeproduktionen ska minska med 740 000 fat per dag. En sådan produktionsneddragning kan minska behovet av tankerfartyg med hela 20 stycken. Utan tvekan skulle detta sätta ytterligare press på tankraterna framöver.

Samsung uppvisade en god kursutveckling det här kvartalet. Vi passade därför på att skära ned innehavet något, först och främst på grund av att aktien närmade sig kursmålet och att uppgångspotentialen därmed krympt något. Batteriproblemen i Samsungs nya mobiltelefon Galaxy Note 7 har haft en kortsiktig negativ inverkan på aktiekursen. Men vi tror att det är övergående, eftersom företaget visat prov på både vilja och förmåga att snabbt ta itu med problemet. Dessutom fortsatte Samsung att sälja av icke-kärnverksamhet, och både aktieinnehavet i halvlederverksamheten ASML och Samsungs skrivardivision såldes under tredje kvartalet.

Under kvartalet reducerade vi vårt innehav i Philips. En del av behållningen använde vi till att köpa fler aktier i det nya dotterbolaget Philips Lighting. Därtill trimmade vi också innehavet i Volvo och Credit Suisse samt i Norsk Hydro och SAP.

Ökad exponering

I somras tillkom läkemedelsföretaget Shire i portföljen. Under 30 år har företaget utvecklat mediciner för behandling av sällsynta neuromedicinska sjukdomar, mag- och tarmsjukdomar samt internmedicinska åkommor. Hit hör behandlingar av den extremt

sällsynta och dödliga sjukdomen Hunters syndrom, Fabrys sjukdom, adhd och ulcerös kolit. Shires uppköp av Baxalta slutfördes i juni och det sammanslagna företaget är nu världsledande på mediciner mot sällsynta sjukdomar. Under de närmaste 4–5 åren bedömer vi att bolaget kommer att växa med över 15 procent. Det innebär en uppsida på mer än 60 procent från dagens nivå.

Aktieposten i H&M fördubblades nästan under tredje kvartalet och utgör nu över 3 procent av portföljen. Värdeutvecklingen har varit mycket klen det senaste året och vi anser att aktiens nuvarande prisnivå är attraktiv för långsiktiga investerare. Vi tycker oss se en flackare bruttomarginal och har passat på att öka positionen när höstförsäljningen gått trögt i sensommarvärmen. Tids nog lär vädret slå om.

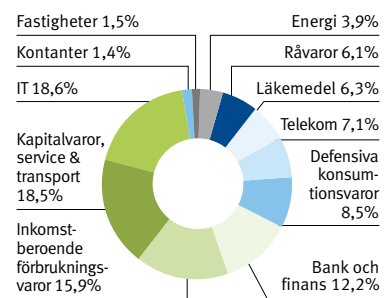
Kinnevik är en gammal trotjänare i SKAGENS portföljer och vi gjorde vår första investering redan 1994. Sedan dess har det hänt en del i företaget. Idag finns Kinneviks värden främst i e-handelsföretagen Zalando och Global Fashion Group samt i "gamla" värden i telekombolagen Millicom och Tele2. De sistnämnda har haft en skral värdeutveckling på senare år och dagens kursnivå talar för en ordentlig uppgångspotential. Vi tror att Kinnevik fortsätter att bygga värden genom nya investeringar och försäljning av vissa befintliga verksamheter. Den stora drivkraften är vidareutvecklingen av företagets e-handelsverksamheter.

Vi ökade också vårt ägande i Norwegian Air och Danske Bank.

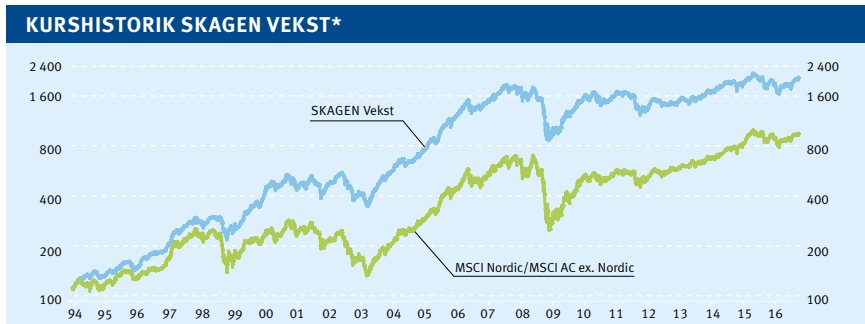
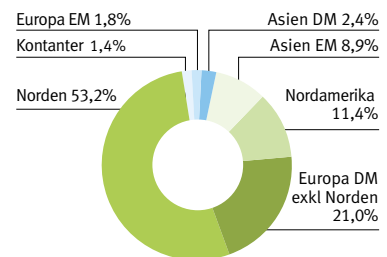
I slutet av tredje kvartalet värderas SKAGEN Vekst-portföljen till 13 gånger årets vinst, vilket är avsevärt lägre än den övriga marknaden. Mätt som bokfört värde prissätts portföljen nu till 1,5, även det långt under marknadens 2,1. Mot den bakgrunden anser vi att vi är väl positionerade både för det kommande presidentvalet och för andra geopolitiska utmaningar som kan dyka upp framöver.

SKAGEN VEKST Q3 2016 (% AV FÖRVALTNINGSKAPITALET)			
De 5 största positiva bidragsgivarna		5 största köp	
Oriflame Holding	0,87%	Hennes & Mauritz AB	2,24%
SAP	0,79%	Kinnevik	1,16%
Norsk Hydro	0,76%	Shire	0,83%
Samsung Electronics	0,68%	Norwegian Air Shuttle	0,75%
eBay	0,64%	Danske Bank	0,56%
De 5 största negativa bidragsgivarna		5 största försäljningar	
Ericsson	-0,32%	Norsk Hydro	-2,01%
Roche Holding	-0,29%	Samsung Electronics	-1,97%
Hennes & Mauritz AB	-0,26%	Oriflame Holding	-1,96%
Telia	-0,25%	Phillips	-1,46%
Bonheur	-0,18%	SAP	-0,59%

BRANSCHFÖRDELNING SKAGEN VEKST



GEOGRAFISK FÖRDELNING SKAGEN VEKST



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

Värdepapper	Sektor	Antal	Köpvärde NOK*	Marknads- värde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Information Technology	49 630	296 541	464 241	167 700	6,57%	Seoul
Continental AG	Consumer Discretionary	252 000	139 867	419 608	279 741	5,94%	Frankfurt
SAP SE	Information Technology	515 000	238 067	370 365	132 298	5,24%	Frankfurt
Citigroup Inc	Financials	943 700	337 135	351 702	14 566	4,98%	New York
Norwegian Air Shuttle ASA	Industrials	1 188 040	170 372	347 621	177 248	4,92%	Oslobörsen
Carlsberg AS-B	Consumer Staples	432 000	272 000	328 735	56 735	4,65%	Köpenhamn
Kinnevik AB-B	Telecommunication Services	1 425 000	296 078	288 888	-7 190	4,09%	Stockholm
Norsk Hydro ASA	Materials	8 000 000	205 706	275 600	69 894	3,90%	Oslobörsen
Ericsson LM-B SHS	Information Technology	4 522 950	349 543	259 544	-89 999	3,67%	Stockholm
Hennes & Mauritz AB	Consumer Discretionary	1 100 000	289 108	247 779	-41 329	3,51%	Stockholm
ABB Ltd	Industrials	1 300 000	171 569	232 086	60 517	3,28%	Stockholm
Telia Co AB	Telecommunication Services	5 880 000	270 096	209 291	-60 804	2,96%	Stockholm
Roche Holding AG-Genusschein	Health Care	106 000	229 901	209 250	-20 652	2,96%	Zürich
Danske Bank A/S	Financials	890 000	129 646	206 978	77 332	2,93%	Köpenhamn
eBay Inc	Information Technology	690 000	137 899	180 161	42 261	2,55%	NASDAQ
Koninklijke Philips NV	Industrials	750 000	152 748	176 115	23 368	2,49%	Amsterdam
Volvo AB	Consumer Discretionary	1 885 000	159 470	171 069	11 599	2,42%	Stockholm
Kia Motors Corporation	Consumer Discretionary	425 000	130 536	129 896	-640	1,84%	Seoul
SKF AB - B Shares	Industrials	908 000	140 010	124 493	-15 517	1,76%	Stockholm
Oriflame Holding AG	Consumer Staples	425 000	54 629	124 017	69 388	1,76%	Stockholm
Kemira OYJ	Materials	1 119 000	107 832	120 003	12 172	1,70%	Helsingfors
Bonheur ASA	Energy	2 420 511	224 825	116 669	-108 156	1,65%	Oslobörsen
SBI Holdings Inc	Financials	1 139 000	96 714	107 394	10 680	1,52%	Tokyo
Catena AB	Real Estate	800 000	70 593	105 739	35 146	1,50%	Stockholm
Sberbank of Russia Pref	Financials	7 580 000	109 840	101 496	-8 343	1,44%	Moskva
Philips Lighting NV	Industrials	471 792	92 014	100 071	8 057	1,42%	Amsterdam
Swatch Group AG	Consumer Discretionary	44 000	115 141	99 013	-16 128	1,40%	Zürich
Shire Plc-ADR	Health Care	60 000	94 024	92 823	-1 202	1,31%	NASDAQ
Wilh. Wilhelmsen Holding ASA	Industrials	539 701	38 599	91 209	52 611	1,29%	Oslobörsen
Golden Ocean Group Ltd	Industrials	2 642 660	65 732	86 151	20 419	1,22%	Oslobörsen
Lundin Petroleum AB	Energy	471 000	46 434	68 567	22 133	0,97%	Stockholm
Medi-Stim ASA	Health Care	1 070 072	13 385	66 880	53 495	0,95%	Oslobörsen
Cal-Maine Foods Inc	Consumer Staples	189 600	88 481	59 848	-28 632	0,85%	New York
Nippon Seiki Co Ltd	Consumer Discretionary	393 000	49 406	59 517	10 112	0,84%	Tokyo
Sodastream International Ltd	Consumer Staples	277 183	63 016	58 569	-4 447	0,83%	NASDAQ
H Lundbeck A/S	Health Care	220 000	42 146	57 807	15 661	0,82%	Köpenhamn
Danieli & Officine Meccaniche SpA	Industrials	527 390	67 936	55 660	-12 275	0,79%	Italien
Credit Suisse Group AG	Financials	500 000	99 213	51 427	-47 786	0,73%	Zürich
HitecVision AS	Financials	792 668	7 191	40 585	33 394	0,57%	Onoterat
Strongpoint ASA	Information Technology	3 555 227	40 680	39 641	-1 040	0,56%	Oslobörsen
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	Energy	35 000 000	65 216	37 128	-28 088	0,53%	Hong Kong
Solar AS - B Shs	Industrials	77 576	29 955	35 139	5 185	0,50%	Köpenhamn
Solstad Offshore ASA	Energy	2 006 645	100 573	31 103	-69 470	0,44%	Oslobörsen
CF Industries Holdings Inc	Materials	158 900	31 989	30 917	-1 072	0,44%	New York
Golar LNG Ltd	Industrials	180 000	55 641	30 264	-25 378	0,43%	NASDAQ
Rec Silicon ASA	Energy	21 000 000	31 267	23 394	-7 873	0,33%	Oslobörsen
Yazicilar Holding AS	Consumer Staples	654 669	22 383	22 659	276	0,32%	Istanbul
PhotoCure ASA	Health Care	427 092	17 228	17 041	-187	0,24%	Oslobörsen
Goodtech ASA	Industrials	1 950 949	44 407	16 193	-28 214	0,23%	Oslobörsen
TTS Group ASA	Industrials	3 035 946	30 321	9 381	-20 940	0,13%	Oslobörsen
Nordic Mining ASA	Materials	8 797 128	9 924	6 598	-3 327	0,09%	Oslo Axess
I.M. Skaugen SE	Industrials	1 554 152	18 891	3 233	-15 658	0,05%	Oslobörsen
Solstad Offshore ASA Tegningsrett	Energy	311 208	0	934	934	0,01%	Oslobörsen
Summa värdepappersportfölj*			6 161 918	6 960 492	798 573	98,51%	
Disponibel likviditet				105 377		1,49%	
Summa andelskapital				7 065 869		100,00%	

* Siffrorna i 1 000 NOK.

SKAGEN Global

En värld full av möjligheter

- › Ett bra kvartal med en överavkastning på 1,3 procentenheter.
- › AIG, G4S och Citigroup gav ett lyft i portföljen.
- › Två nya bolag togs in under kvartalet: 3M och Amerco.

1	2	3	4	RISK	6	7
Startdatum	7 augusti 1997					
Avkastning sedan start	1 282,0%					
Förvaltningskapital	29 170 miljoner SEK					
Antal fondsparare	87 905					

AVKASTNING, %	Q3/-16*	12 M*
SKAGEN Global	8,1	13,5
MSCI ACWI	6,8	14,4

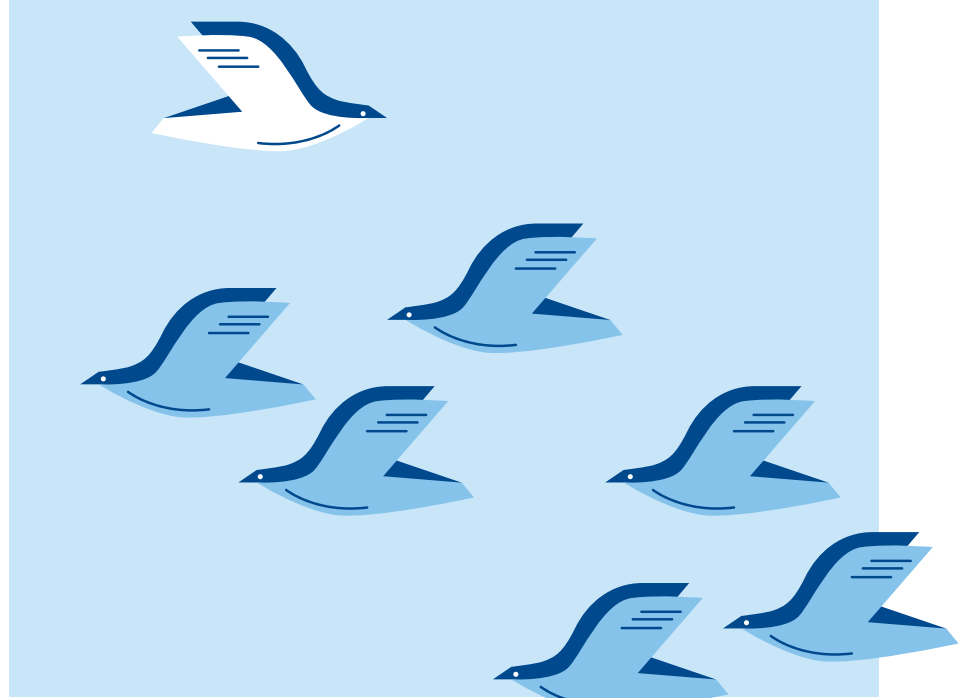
* Per 30 september 2016



PORTFÖLJFÖRVALTARE

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

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



Konsten att gå sin egen väg

I efterspelet av Brexit valde SKAGEN Global att gå sin egen väg, vilket bidrog till ett bra kvartal där fonden levererade en relativ överavkastning på 1,3 procentenheter.

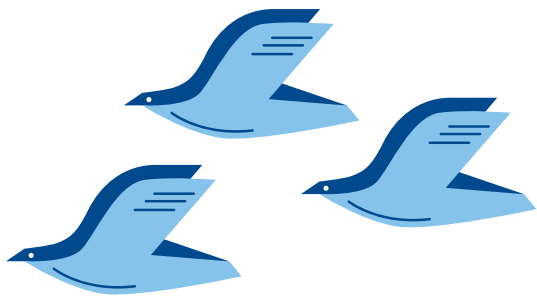
”När folk håller med mig får jag alltid en känsla av att jag har fel”, lär den irländske 1800-talsförfattaren och satirikern Oscar Wilde ha sagt. Instinkten och förmågan att våga ifrågasätta etablerade uppfattningar är en viktig egenskap även hos investerare som vill prestera bättre än marknaden. Alltså oftast tycks dock flockmentalitet snarare än individuellt kritiskt tänkande vara den styrande beslutsfaktorn på kapitalmarknaden.

I början av det tredje kvartalet, strax efter den omtumlande Brexit-omröstningen, var marknaden alltså positionerad för en fortsatt skakig börs. Enligt data från Bank of America låg den genomsnittliga globala fondförvaltaren i juli med 5,8 procent av portföljen i kontanter – den högsta nivån sedan 2001! Börsen trotsade emellertid investerarkollektivets pessimism och världsindex MSCI AC World (tillika SKAGEN Globals jämförelseindex) steg istället med 6,8 procent under kvartalet. SKAGEN Global som gått mot strömmen och ökat aktieexponeringen i början av kvartalet genererade en avkastning på 8,1 procent under samma tidsperiod.

NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN GLOBAL (PER 30/9 2016)

Företag	Postens storlek, %	Kurs	P/E 2016E	P/E 2017E	P/BV senaste	Kursmål
AIG	6,8	59,3	14,7	10,7	0,7	90
Citigroup	5,7	47,2	10,2	9,2	0,6	70
Roche	4,6	241	16,4	15,2	11,1	360
Samsung Electronics	4,3	1 290 000	8,1	7,2	1	1 500 000
Merck	4,3	62,4	16,6	16,2	4	76
General Electric	4,2	29,6	19,7	17,2	3,1	36
CK Hutchison Holdings	4,2	98,6	12,2	11,0	1	140
NN Group	3,6	27,4	9,4	8,7	0,4	35
Microsoft	3,6	57,6	19,8	17,9	6,2	68
G4S	3,5	227,8	14,9	13,4	4,8	380
Topp 10 vägt genomsnitt	44,8		13,0	11,4	1,1	38%
Topp 35 vägt genomsnitt	88,1		14,4	12,8	1,4	35%
Jämförelseindex (MSCI ACWI)			17	15	2,1	

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



Portföljaktivitet

Fonden initierade två nya positioner (3M, Amerco) och avyttrade fem innehav (Xcel Energy, General Motors, Nordea, Barclays, Credit Suisse) under det tredje kvartalet.

Bidragsgivare

Fondens tre bästa bidragsgivare i absoluta termer var AIG, G4S och Citigroup. De amerikanska finansbolagen AIG och Citigroup straffades oförtjänt hårt under Brexit-turbulensen men studsade tillbaka efter fina kvartalsrapporter som i båda fallen bekräftade

vår investeringshypotes. Den brittiska säkerhetskoncernen G4S steg under kvartalet med nästan 25 procent i lokal valuta efter en stark kvartalsrapport där framför allt den förbättrade balansräkningen uppskattades av marknaden.

Tre innehav som påverkade avkastningen negativt under kvartalet var Dollar General, Roche och Sanofi. Den amerikanska lågpriskedjan Dollar General nådde inte upp till förväntningarna kring omsättningstillväxt per butik och föll 18 procent i lokal valuta i samband med rapporten för andra kvartalet. Vi anser att kursrasen är en överreaktion och har ökat vår position eftersom aktien nu handlas på attraktiva 14x nästa års vinst, vilket är lägre än genomsnittsmultiplern sedan 2010 trots goda vinst- och tillväxtutsikter. Läkeemedelssektorn hade generellt en dålig utveckling under det tredje kvartalet vilket återspeglades i svaga aktiekurser för såväl schweiziska Roche som franska Sanofi. I fallet Roche är marknaden dessutom nervös inför fas 3-studien APHINITY (bröstcancer) vars resultat beräknas komma i slutet av året. Sanofi-aktien föll tillbaka efter att bolagets långverkande basinsulin Lantus ersatts av en konkurrerande produkt hos en stor amerikansk distributör.



Foto: Shutterstock

3M

Fonden initierade en position i 3M, ett amerikanskt konglomerat med anor från tidigt 1900-tal, som idag anföras av sin svenske vd Inge Thulin, en långvägare inom bolaget. 3M är börsnoterat i USA men koncernens försäljning är i högsta grad globalt diversifierad med cirka 40

procent Nordamerika, 30 procent Asien, 20 procent Europa och Mellanöstern samt 10 procent Övriga världen. 3M klassificeras ofta som ett industriföretag men i själva verket är produktpaletten betydligt bredare än klassificeringen antyder och innefattar också konsument-, hälso- och säkerhetsprodukter. Tack vare god prisställningsförmåga och fokus på premiumsegmentet genererar 3M en avkastning på sysselsatt kapital som överstiger 20 procent. Vi menar att marknaden fortsatt undervärderar 3M:s förmåga att under flera år framöver generera ett starkt kassaflöde som kan finansiera stora satsningar inom forskning och utveckling (motsvarande 6 procent av försäljningen) och samtidigt återbörsa kapital till aktieägarna via utdelning och återköp. 3M har utan avbrott gett sina aktieägare utdelning de senaste 100 åren och höjt den hela 58 år i rad. Detta är ett tecken på företagets förmåga att kontinuerligt förnya produktutbudet och bemästra oväntade kriser, något som vi tror begränsar nedsiderisken i aktien. Vi uppskattar att kursen har åtminstone 30 procents uppsida på två års sikt.

som kan ha passerat toppen och på sikt även står inför omdanande utmaningar i form av digitala samåkningstjänster och självkörande bilar. Inom banksegmentet bedömer vi att den strukturella motvinden inte mojar inom överskådlig framtid och därför avyttrades de sista aktierna i Nordea, Barclays och Credit Suisse.



Foto: Bloomberg

AMERCO

Amerco är det anonyma moderbolaget till det mer välkända märket U Haul som dominerar flyttmarknaden i USA med uppskattningsvis 50 procent marknadsandel via sina 250 000 lastbilar och släp. Familjekontrollerade Amerco har också expanderat verksamheten till närliggande segment som magasinering och flyttgodsförsäkring. Avkastning på sysselsatt kapital (före skatt) uppgår till cirka 15 procent, vilket bör reflekteras i bra aktieavkastning över tid givet att marknadsförutsättningarna inte ändras avsevärt. Flyttverksamheten är i princip obelånad vilket öppnar för en möjlig framtida utdelning om balansräkningen optimeras. Trots ett börsvärde på USD 6 miljarder saknar bolaget nästan helt täckning från analytikersidan – måhända på grund av en komplex bolagsstruktur. Bättre kommunikation från (och kring) bolaget kan leda till större intresse från investerarsidan framgent med multipel-expansion som följd.

Vi sålde det amerikanska kraftbolaget **Xcel Energy** som efter en stadig klättring på börsen närmast sig vårt kursmål och därmed inte längre framstod som markant undervärderat. Vi har också sålt innehavet i den amerikanska bilproducenten **General Motors** som visserligen slagit analytikernas förväntningar med råge flera kvartal i rad, men samtidigt brottas med en bilcykel



Utsikter och värdering

När Oscar Wilde gick bort år 1900 var räntan på tioåriga amerikanska statsobligationer cirka 3 procent. Sedan dess har denna räntenivå svängt mellan 1,5 procent (2016) och 15,8 procent (1981) för att i slutet av det tredje kvartalet 2016 landa på 1,6 procent. Den globala aktiemarknaden (MSCI AC World) handlas för närvarande på 15x 2017 P/E, vilket är 13 procent högre än genomsnittet under de senaste 15 åren. Värderingen bör dock sättas i perspektiv till de låga räntorna och mot denna bakgrund ser vi fortfarande en global aktieportfölj som ett mycket attraktivt placeringsalternativ för långsiktiga investerare. SKAGEN Global väljer genom noggrann fundamental bolagsanalys ut mellan 40 och 50 undervärderade globala aktier som erbjuder attraktiv riskjusterad avkastning. Fondens 35 största innehav representerar 88 procent av den totala portföljen och har i genomsnitt 35 procents uppsida beräknat för en tidshorisont på två år. SKAGENS investeringsfilosofi har visat sig vara ett framgångsrikt koncept som gjutit grunden för att SKAGEN Global slagit sitt jämförelseindex 15 av 19 år.

SKAGEN GLOBAL Q3 2016 (% AV FÖRVALTNINGSKAPITALET)

De 5 största positiva bidragsgivarna

AIG	0,68%
Citigroup	0,48%
G4S	0,48%
Cheung Kong Holdings	0,43%
Samsung Electronics	0,39%

5 största köp

3M	2,05%
Comcast	1,40%
Unilever	0,67%
Amerco	0,52%
Dollar General	0,46%

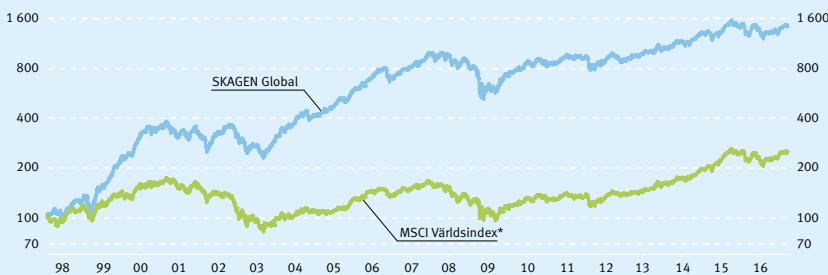
De 5 största negativa bidragsgivarna

Dollar General	-0,64%
Roche Holding	-0,47%
Sanofi	-0,35%
General Electric	-0,33%
Teva Pharmaceutical Industries	-0,32%

5 största försäljningar

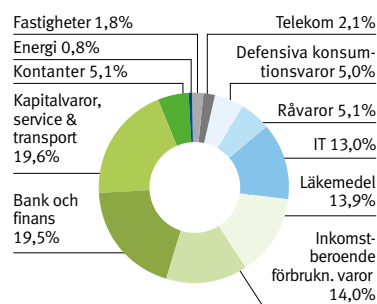
Citigroup	-1,56%
AIG	-1,49%
Xcel Energy	-1,38%
Heidelberg Cement	-0,93%
Credit Suisse Group	-0,88%

KURSHISTORIK SKAGEN GLOBAL

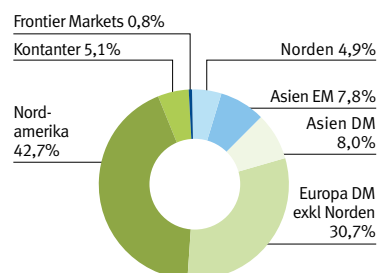


* Jämförelseindex före 1 jan 2010 MSCI World Index.

BRANSCHFÖRDELNING SKAGEN GLOBAL



GEOGRAFISK FÖRDELNING SKAGEN GLOBAL



Värdepapper	Sektor	Antal	Köpvärde NOK*	Marknads- värde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
American International Group Inc	Financials	3 909 586	1 274 700	1 843 537	568 837	6,77%	New York
Citigroup Inc	Financials	4 160 767	1 095 689	1 559 706	464 016	5,73%	New York
Roche Holding AG-Genusschein	Health Care	631 458	941 586	1 249 756	308 170	4,59%	Zürich
Merck & Co Inc	Health Care	2 347 310	1 083 177	1 173 936	90 760	4,31%	New York
General Electric Co	Industrials	4 796 440	979 757	1 139 490	159 733	4,19%	New York
CK Hutchison Holdings Ltd	Industrials	11 120 098	981 277	1 129 773	148 496	4,15%	Hong Kong
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Information Technology	111 904	271 818	1 046 813	774 995	3,85%	Seoul
NN Group NV	Financials	4 030 990	866 426	987 720	121 294	3,63%	Amsterdam
Microsoft Corp	Information Technology	2 142 570	513 419	984 794	471 376	3,62%	NASDAQ
G4S Plc	Industrials	40 072 713	1 166 322	941 143	-225 179	3,46%	London
Unilever NV-Cva	Consumer Staples	1 899 849	630 690	697 090	66 401	2,56%	Amsterdam
Comcast Corp	Consumer Discretionary	1 297 708	531 216	688 273	157 057	2,53%	NASDAQ
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	Health Care	1 850 367	769 426	680 834	-88 591	2,50%	NASDAQ
Sanofi	Health Care	1 125 289	748 090	680 030	-68 060	2,50%	Paris
Kingfisher Plc	Consumer Discretionary	17 395 707	669 919	678 394	8 475	2,49%	London
Toyota Industries Corp	Consumer Discretionary	1 645 705	445 251	603 853	158 603	2,22%	Tokyo
Koninklijke Philips NV	Industrials	2 456 460	473 235	577 861	104 626	2,12%	Amsterdam
Cap Gemini SA	Information Technology	707 453	548 103	552 326	4 222	2,03%	Paris
3M Co	Industrials	389 500	578 688	548 756	-29 932	2,02%	New York
Carlsberg AS-B	Consumer Staples	678 377	465 628	517 139	51 512	1,90%	Köpenham
Dollar General Corp	Consumer Discretionary	928 677	580 778	515 412	-65 366	1,89%	New York
Koninklijke DSM NV	Materials	769 391	321 768	412 088	90 320	1,51%	Amsterdam
Autoliv Inc	Industrials	458 182	302 867	386 799	83 933	1,42%	New York
Volvo AB	Consumer Discretionary	4 241 770	334 623	385 311	50 688	1,42%	Stockholm
China Mobile Ltd	Telecommunication Services	3 973 490	396 169	384 249	-11 921	1,41%	Hong Kong
Akzo Nobel NV	Materials	693 647	231 902	374 261	142 359	1,38%	Amsterdam
Alphabet Inc Class C	Information Technology	59 696	244 165	370 654	126 489	1,36%	NASDAQ
Sony Corp	Consumer Discretionary	1 229 300	243 540	319 430	75 891	1,17%	Tokyo
Johnson Controls International Plc	Industrials	834 251	108 247	307 693	199 446	1,13%	New York
Ageas	Financials	1 015 112	383 434	294 187	-89 247	1,08%	Brussel
Mayr-Melnhof Karton AG	Materials	333 933	172 249	293 703	121 454	1,08%	Wien
Columbia Property Trust Inc	Real Estate	1 589 780	289 144	284 661	-4 483	1,05%	New York
Baidu Inc ADR	Information Technology	180 410	263 950	263 058	-892	0,97%	NASDAQ
ServiceMaster Global Holdings Inc	Consumer Discretionary	945 676	288 194	255 884	-32 310	0,94%	New York
Skechers USA Inc	Consumer Discretionary	1 394 387	325 627	254 467	-71 160	0,93%	New York
Lundin Petroleum AB	Energy	1 583 370	176 741	230 481	53 740	0,85%	Stockholm
Hiscox Ltd	Financials	2 084 780	234 455	225 333	-9 121	0,83%	London
Goldman Sachs Group Inc	Financials	172 636	153 809	221 888	68 078	0,82%	New York
Irsa Sa ADR	Real Estate	1 425 497	118 740	217 300	98 560	0,80%	New York
Lenovo Group Ltd	Information Technology	38 742 506	283 916	205 190	-78 726	0,75%	Hong Kong
HeidelbergCement AG	Materials	252 045	83 468	188 854	105 386	0,69%	Frankfurt
China Mobile Ltd ADR	Telecommunication Services	373 130	186 660	182 956	-3 704	0,67%	New York
Autoliv Inc SDR	Industrials	188 105	117 692	158 846	41 154	0,58%	Stockholm
State Bank Of India GDR	Financials	496 529	91 101	147 847	56 746	0,54%	Indien
WM Morrison Supermarkets PLC	Consumer Staples	6 463 929	139 589	145 167	5 578	0,53%	London
Amerco	Industrials	51 405	146 849	132 273	-14 576	0,49%	NASDAQ
Samsung Electronics Co Ltd	Information Technology	11 108	94 970	128 720	33 750	0,47%	Seoul
Sony Corp Sponsored ADR	Consumer Discretionary	437 000	90 416	115 054	24 638	0,42%	New York
Lundin Mining Corp	Materials	1 462 531	40 571	46 335	5 764	0,17%	Toronto
State Bank of India	Financials	1 261 856	32 513	38 033	5 521	0,14%	Indien
Summa värdepappersportfölj*			21 512 562	25 767 362	4 254 800	94,67%	
Disponibel likviditet				1 449 973		5,33%	
Summa andelskapital				27 217 335		100,00%	

* Siffrorna i 1 000 NOK.



SKAGEN Kon-Tiki

Visar kursen mot nya vatten

- › Tillväxtmarknader överträffade utvecklade marknader och det finns tecken på att detta kan fortsätta.
- › Strukturella reformer i flera tillväxtmarknader bör stimulera långsiktig tillväxt.
- › Den ryska dagligvarukedjan X5 stack ut med en kursuppgång på 45 procent under kvartalet.

1	2	3	4	5	RISK	7
Startdatum	5 april 2002					
Avkastning sedan start	528,7%					
Förvaltningskapital	33 918 miljoner SEK					
Antal fondsparare	67 293					

AVKASTNING, %	Q3/-16*	12 M*
SKAGEN Kon-Tiki	8,8	16,7
MSCI Emerging Markets	10,5	19,4

* Per 30 september 2016

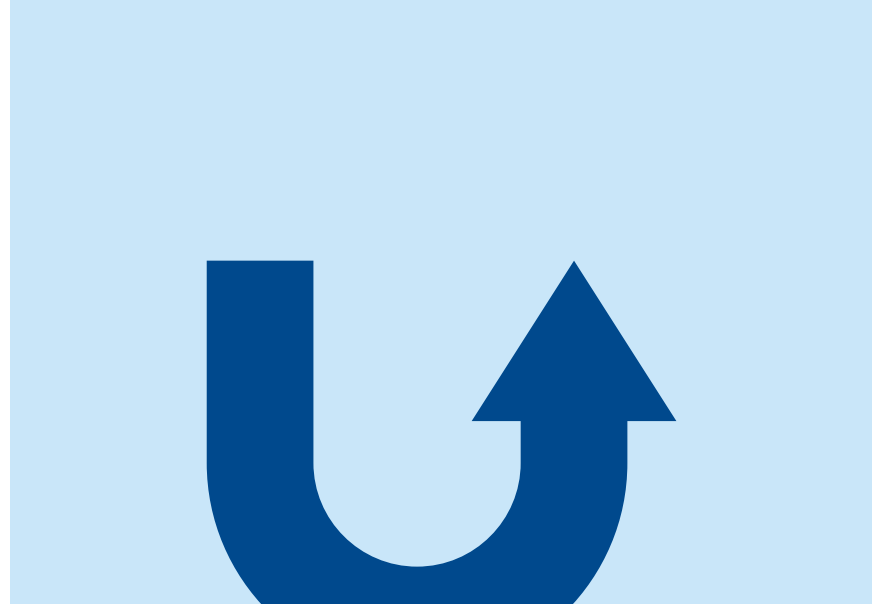


PORTFÖLJFÖRVALTARE

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

* Produktspecialist från 12 okt 2016

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



Positiv vändning för tillväxtmarknader

Tillväxtmarknader överträffade utvecklade marknader under kvartalet och vi såg en förändring i investeringsklimatet till förmån för tillväxtmarknadsaktier. För SKAGEN Kon-Tiki var det också glädjande att se att andra kvartalets rapportsäsong bröt den nedåtgående resultattrenden, även om detta inte var tillräckligt för att hjälpa fondens relativa avkastning.

Tillväxtmarknaderna har varit en besvikelse för investerare de senaste åren. Aktierna har hållits tillbaka av, bland annat politisk oro, svaga växelkurser, svaga råvarupriser och trög exporttillväxt. Under senare år har det lett till nedslående bolagsresultat och nedskrivna resultat i tillväxtmarknaderna.

Under det tredje kvartalet såg vi tecken på en vändning. Tillväxtmarknadsaktier överträffade utvecklade marknader med

4,21 procentenheter. Den stora frågan är nu om trenden kommer att fortsätta.

Volatiliteten kommer sannolikt att bestå då tillväxtmarknaderna förblir känsliga både för den globala penningpolitiken och kortsiktiga makroekonomiska indikatorer. Förtroendet verkar dock återvänt i tillväxtmarknaderna och vi ser tecken på att överavkastningen i förhållande till utvecklade marknader kan fortsätta.

Positiv rapportsäsong

För SKAGEN Kon-Tiki, som fokuserar på bolagens fundamenta, var det också glädjande att resultaten i tillväxtmarknaderna förbättrats på aggregerad nivå och att andra kvartalets rapportsäsong bröt den nedåtgående vinsttrenden. Detta kan vara ett tecken på att förväntningarna nu är nere på mer realistiska nivåer så att vi kan börja se positiva överraskningar igen. Fortfarande återstår dock att se om det är en trend eller en engångsföreteelse.

Det starka andra kvartalets rapportsäsong hjälpte inte fondens relativa resultat. SKAGEN Kon-Tiki steg med 8,8 procent medan tillväxtmarknadsindex steg med 10,5 procent.

Klättrar på riskstegen

Vi verkar för närvarande i en miljö med låg avkastning i utvecklade marknader och svag förväntad avkastning. När mer än en tredjedel av utvecklade marknaders statsobligationer har negativ avkastning – vad gör investerare då? De söker efter högre avkastning genom att klättra uppåt på riskstegen. Därför har inflödena till tillväxtmarknadsobligationer och-aktier varit stora under de senaste månaderna. Detta överdrevs efter Brexit i juni då investerare började justera om sin riskskala. Svag tillväxt i Europa och en försiktig amerikansk centralbank bör leda till en fortsatt ackommoderande penningpolitik och en lågräntemiljö i utvecklade marknader.

Andra faktorer har också påverkat investerarnas sentiment till förmån för tillväxtmarknadsaktier. I Kina verkar regeringens stimulanser ha stabiliserat aktiviteten. Men den negativa inriktningen på en potentiell kraschlandning som vi såg i början av året, samt oron kring Kinas valutapolitik har avtagit. Råvarupriserna har stabiliserats på en nivå som verkar sund för exportörer och importörer, medan tillväxtmarknadsvalutor i genomsnitt är mer konkurrenskraftiga efter nedgången 2015.

Tillväxtklyftan mellan tillväxt- och utvecklade marknader kommer åter att öka, och det är normalt korrelerat med en starkare aktiemarknad i tillväxtländerna. Enligt Bloombergs konsensusuppskattning kommer BNP i tillväxtmarknaderna att öka med cirka fyra procent i år, medan tillväxten nästa år kommer att öka med nästan fem procent. Utvecklade marknader förväntas däremot ha en mer blygsam tillväxt på omkring 1,7 procent båda åren. Till tillväxtdrivarna hör stora ekonomier som Brasilien och Ryssland som verkar återhämta sig från lågkonjunktureren. Asiatiska ekonomiska indikatorer signalerar också om ytterligare tillväxt.



Foto: Bloomberg

Strukturreform

Vi har också sett tecken på att många tillväxtmarknader till slut gör framsteg när det gäller strukturreform som ska stimulera långsiktig tillväxt. Indien har genomfört två mycket positiva reformer de senaste månaderna med sin natio-

nella konkurslagstiftning och varu- och tjänsteskatteagstiftning. Brasilien verkar städa upp både när det gäller korruption och politik med en mer marknadsvänlig president. Detta är exakt de åtgärder vi behöver för att se en fortsatt förbättring i sentimentet kring tillväxtmarknaderna framöver.

Med tanke på att bolag i tillväxtmarknaderna nu har historiskt låga marginaler (till skillnad från många utvecklade länder), med en värderingsklyfta mot utvecklade marknader som nu nästan är tillbaka på IT-bubblans nivåer, är det på relativ basis enkelt att argumentera för en relativ överavkastning. När det gäller absoluta nivåer, handlas nu tillväxtmarknaderna i linje med det historiska genomsnittet på cirka 1,5 bolagens bokförda egna kapital.

NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN KON-TIKI (PER 30/9 2016)

Företag	Postens storlek, %	Kurs	P/E 2016E	P/E 2017E	P/BV senaste	Kursmål
Hyundai Motor	8,0	100 500	4,2	4,0	0,4	170 000
Samsung Electronics	7,0	1 290 000	8,3	7,6	1,0	1 700 000
Mahindra & Mahindra	4,9	1 406	18,7	14,1	2,9	2 000
Naspers	4,5	172	38,2	26,4	7,4	216
Sabancı Holding	4,5	9,29	6,4	5,8	0,9	14
Richter Gedeon	4,2	5 600	18,7	15,3	1,6	7 500
X5 Retail Group	3,7	1 910	18,4	14,7	4,4	2 242
ABB	3,1	192	18,3	16,7	3,8	200
Cosan Ltd.	3,0	23,4	7,8	7,1	0,5	32
State Bank of India	2,7	251	15,7	11,4	0,9	300
SBI Holdings	2,3	1 196	8,5	8,0	0,7	2 500
Banrisul	2,2	10,7	6,5	6,3	0,7	14
Topp 12 vägt genomsnitt	49,9		9,0	8,1	0,9	
Topp 35 vägt genomsnitt	79,8		12,5	10,0	1,0	
Jämförelseindex (MSCI Tillväxtmarknadsindex)			13,8	12,0	1,6	

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



Foton: Bloomberg

Vinnare och förlorare

Bland de negativa bidragsgivarna till fondens resultat under kvartalet hör vår indiska telekomtjänsteleverantör Bharti Airtel (1,7 procent av portföljen) som föll med nästan 15 procent (i lokal valuta) främst på grund av oro för den nya konkurrenten Reliance Jios efterlängtade lansering detta kvartal. Ännu en konkurrent i Indien är uppenbarligen inte positiva nyheter, men som vi förväntat oss finns inga tecken på att bolaget är ute efter att förstöra marknaden med sina prispaket. Vi tror att den pågående marknadskonsolideringen fortsätter. De långsiktiga utsikterna ser fortfarande starka ut då smartphonepenetrationen är på låga 25 procent (vilket motsvarar mer än hälften av mobildata i Indien) och den mobila bredbandspenetrationen bara är 12 procent. Detta understrekar det stora utrymmet för tillväxt. En hel del dåliga nyheter har redan prisats in med en värdering på 6x 17e EV/EBITDA.

Vårt turkiska konglomerat Sabancı Holding (4,5 procent av ägarandel) var också en negativ bidragsgivare under kvartalet. Moody nedgraderade Turkiet från invest-ment grade mot slutet av kvartalet, och den senaste tidens politiska turbulens inverkar också negativt på aktien. Dock har Sabancı visat god operativ utveckling under första halvåret. Sabancı ger oss bankexponering av hög kvalitet och en låg värdering för icke-finansportföljen med stark resultatutveckling till ett kraftigt rabatterat pris baserat på vår summan av delarna-analys.

SKAGEN KON-TIKI

Möjligheter

På den vinnande sidan sticker vår ryska dagligvarukedja X5 (3,7 procent av portföljen) ut detta kvartal. Aktien steg med 45 procent i lokal valuta efter att ha levererat starka resultat för andra kvartalet. X5 är på väg att ta över som marknadsledare inom rysk dagligvaruhandel nästa år, och fördubbla sin verksamhet på 3–4 års sikt. Bolaget har förnyat och positionerat om sina butiksformat och förbättrat sitt erbjudande under de senaste åren. I takt med att X5 ökat butiksexpansionen är det tydligt att bolaget får mer förhandlingsstyrka gentemot leverantörerna samt skalfördelar i verksamheten.

Den ryska dagligvaruhandeln är fortfarande i ett tidigt utvecklingskede och moderna butiksformat står fortfarande för en mindre andel av dagligvaruhandeln jämfört med mognare länder. Det är en fragmenterad marknad där de fem största aktörerna har cirka 20 procents marknadsandel jämfört med cirka 60–70 procent i mer etablerade marknader. Därför är vi övertygade om att X5 har en hel del tillväxtmöjligheter framöver. Trots den senaste tidens kursstyrka är X5 fortfarande ett av de billigaste bolagen inom dagligvaruhandel i tillväxtmarknads-universet. Det handlas till en 2017e EV/EBITDA-multipel på 7x jämfört med nära till 10x för sektorn, trots högre tillväxt och högre avkastning på eget kapital.



Håller oss till värde

Jakten på avkastning har tvingat kapital till mer riskfyllda tillgångar vilket leder till aktier. Vi tror att det förnyade intresset för tillväxtmarknader sannolikt kommer att fortsätta eftersom det är en attraktiv möjlighet genom förbättrade fundamenta och en mer attraktiv värdering än utvecklade marknader. Tillväxtmarknaderna handlas till en 2016e P/B-multipel på 1,5x jämfört med 2,1x för utvecklade marknader. Som jämförelse kan nämnas att Kon-Tikis portfölj nu handlas till 1,0x. Detta visar portföljens värdeinriktning och att vi håller fast vid vår investeringsfilosofi som har tjänat oss väl under åren.

Värdeaktier har varit i onåd under en lång tid nu, men i takt med att värderingsgapet mellan värde och tillväxt också har ökat, tror vi att värderingsaspekten så småningom kommer tillbaka.



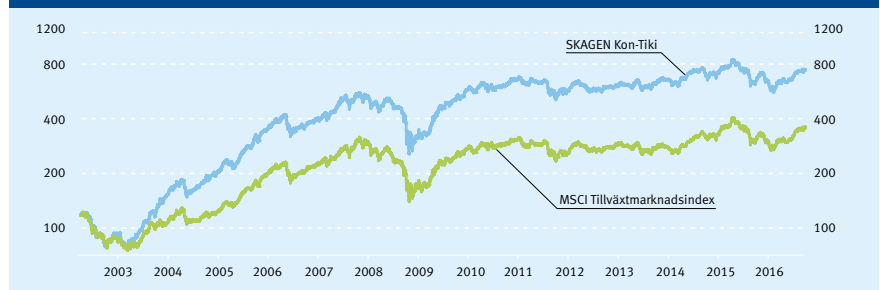
Foto: Bolloré

Komplex nykomling

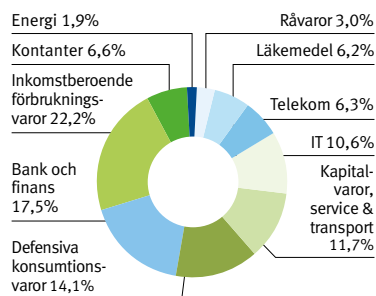
En nykomling i portföljen under kvartalet är det Frankrike-noterade konglomeratet Bolloré. Bolaget är klar etta som logistikleverantör på den afrikanska kontinenten, och gynnas av den långsiktiga ekonomiska utvecklingen i regionen. Bolloré verkar också inom spedition där bolaget har starka tillväxtmöjligheter, särskilt i Nord- och Sydamerika. Det äger också en andel i mediebolaget Vivendi som är en turnaround-kandidat. Deras batteriteknik och bildelningsprogram ger en "free option" om företaget skulle lyckas. Och en komplex holdingbolsstruktur innebär att Bolloré äger cirka 50 procent av det egna bolaget. Att reda ut detta komplexa nätverk skulle utkristallisera värde, även om vi inte räknar med detta som ett troligt scenario i vår värdering.

En komplex gruppstruktur gör det impopulärt bland investerare och Bolloré är förmodligen ett av de på köpsidan minst analyserade 10 miljarder euro-bolagen på marknaden. Vid en attraktiv 30-procentig rabatt på vår konservativt beräknade summan-av-delarna-värdering av ett långsiktigt sammansatt bolag av Bollorés kaliber, är detta ett investeringscase som tydligt uppfyller vår investeringsfilosofi.

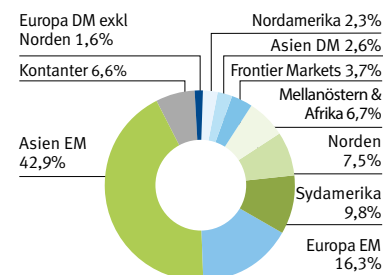
KURSHISTORIK SKAGEN KON-TIKI



BRANSCHFÖRDELNING SKAGEN KON-TIKI



GEOGRAFISK FÖRDELNING SKAGEN KON-TIKI



SKAGEN KON-TIKI Q3 2016 (% AV FÖRVALTNINGSKAPITALET)

De 5 största positiva bidragsgivarna

X5 Retail Group	0,99%
Samsung Electronics	0,64%
Hyundai Motor	0,57%
ABB	0,40%
Banrisul	0,38%

De 5 största negativa bidragsgivarna

Haci Omer Sabanci Holding	-0,47%
Bharti Airtel	-0,35%
Tech Mahindra	-0,29%
LG Electronics	-0,28%
Samsung SDI	-0,18%

5 största köp

Naspers	0,44%
Bolloré	0,25%
Kinnevik	0,23%
Sistema	0,17%
Cia Cervecerias Unidas	0,16%

5 största försäljningar

State Bank of India	-1,87%
Moscow Exchange	-1,76%
Samsung Electronics	-1,26%
UPL	-0,68%
Bharti Airtel	-0,62%

Värdepapper	Sektor	Antal	Köpvärde NOK*	Marknadsvärde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Information Technology	176 000	844 789	1 646 403	801 615	5,20%	Seoul
Naspers Ltd	Consumer Discretionary	1 035 393	414 217	1 434 723	1 020 506	4,54%	Johannesburg
Haci Omer Sabanci Holding AS	Financials	56 848 322	1 240 691	1 406 560	165 869	4,45%	Istanbul
Richter Gedeon Nyrt	Health Care	8 234 857	896 692	1 340 615	443 923	4,24%	Budapest
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	Consumer Discretionary	7 629 541	178 007	1 292 936	1 114 929	4,09%	London International
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	Consumer Discretionary	1 690 000	286 196	1 292 924	1 006 728	4,09%	Seoul
Hyundai Motor Co Pref (1p)	Consumer Discretionary	1 670 000	268 957	1 217 072	948 116	3,85%	Seoul
X5 Retail Group NV GDR	Consumer Staples	4 990 306	506 677	1 155 629	648 952	3,65%	London International
ABB Ltd	Industrials	5 405 900	445 582	967 486	521 904	3,06%	Stockholm
Cosan Ltd	Consumer Staples	16 220 419	907 123	932 253	25 129	2,95%	New York
State Bank of India	Financials	28 375 000	646 809	855 243	208 434	2,70%	Indien
SBI Holdings Inc	Financials	7 759 600	603 768	732 314	128 545	2,31%	Tokyo
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	Financials	25 985 500	608 331	682 712	74 381	2,16%	Sao Paulo
Kinnevik AB-B	Telecommunication Services	3 292 167	549 279	667 221	117 942	2,11%	Stockholm
Great Wall Motor Co Ltd	Consumer Discretionary	79 522 500	83 910	618 647	534 737	1,96%	Hong Kong
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	Information Technology	119 489	117 733	556 851	439 118	1,76%	London International
LG Electronics Inc Pref	Consumer Discretionary	3 050 000	826 565	549 617	-276 948	1,74%	Seoul
Cia Brasileira de Distribuicao - Pref	Consumer Staples	4 192 200	642 353	549 467	-92 886	1,74%	Sao Paulo
Bharti Airtel Ltd	Telecommunication Services	14 582 628	557 791	549 304	-8 486	1,74%	Indien
CNH Industrial NV	Industrials	9 138 348	555 765	520 469	-35 296	1,65%	New York
Indosat Tbk PT	Telecommunication Services	126 424 850	341 055	466 928	125 873	1,48%	Indonesien
Samsung SDI Co Ltd	Information Technology	670 000	480 383	466 423	-13 960	1,47%	Seoul
Tech Mahindra Ltd	Information Technology	8 784 608	354 670	442 450	87 780	1,40%	Indien
Korean Reinsurance Co	Financials	4 860 366	182 711	410 609	227 898	1,30%	Seoul
Yazicilar Holding AS	Consumer Staples	10 837 139	313 127	375 506	62 379	1,19%	Istanbul
Kiatnakin Bank Plc	Financials	30 000 000	268 342	366 654	98 312	1,16%	Bangkok
Marfrig Global Foods SA	Consumer Staples	28 290 400	445 599	360 499	-85 100	1,14%	Sao Paulo
Apollo Tyres Ltd	Consumer Discretionary	13 028 865	109 665	343 778	234 113	1,09%	Indien
JSE Ltd	Financials	3 514 971	136 477	325 343	188 865	1,03%	Johannesburg
UPL Ltd	Materials	3 970 315	82 219	320 949	238 730	1,01%	Indien
Cia Cervecerias Unidas SA ADR	Consumer Staples	1 929 549	344 490	311 257	-33 232	0,98%	New York
LG Chem Ltd Pref	Materials	259 179	179 108	309 172	130 064	0,98%	Seoul
China Shineway Pharmaceutical	Health Care	36 934 000	280 824	302 932	22 108	0,96%	Hong Kong
Frontline Ltd	Industrials	5 210 072	264 969	299 840	34 871	0,95%	Oslobörsen
Sistema PJSC FC	Telecommunication Services	115 287 412	606 630	296 228	-310 401	0,94%	Moskva
Rumo Logística Operadora	Industrials	18 734 600	212 375	288 505	76 130	0,91%	Sao Paulo
Enka Insaat Ve Sanayi AS	Industrials	24 246 616	218 014	283 492	65 478	0,90%	Istanbul
Vietnam Enterprise Investments Ltd	Financials	9 000 000	257 177	280 102	22 925	0,89%	Dublin
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA	Consumer Staples	5 522 518	197 189	272 126	74 938	0,86%	Madrid
OCI Co Ltd	Materials	396 454	301 427	268 806	-32 621	0,85%	Seoul
Mahindra & Mahindra Ltd	Consumer Discretionary	1 565 122	126 864	263 930	137 065	0,83%	Indien
China Shipping Development	Industrials	58 670 000	325 473	253 300	-72 172	0,80%	Hong Kong
Tullow Oil Plc	Energy	9 241 978	821 783	242 677	-579 106	0,77%	London
LG Corp Pref	Industrials	808 430	118 669	241 238	122 569	0,76%	Seoul
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	Energy	224 088 000	369 048	237 827	-131 221	0,75%	Hong Kong
Podravka Prehrambena Ind DD	Consumer Staples	517 852	153 914	234 599	80 686	0,74%	Zagreb
Lenovo Group Ltd	Information Technology	43 490 000	280 193	230 334	-49 859	0,73%	Hong Kong
Golar LNG Ltd	Industrials	1 298 301	471 325	219 704	-251 621	0,69%	NASDAQ
Norwegian Air Shuttle ASA	Industrials	700 000	65 751	204 820	139 069	0,65%	Oslobörsen
Eis Eczacibasi Ilac ve Sinai	Health Care	19 410 554	133 394	203 685	70 291	0,64%	Istanbul
EFG-Hermes Holding SAE	Financials	13 778 665	237 808	154 411	-83 397	0,49%	Kairo
Ghana Commercial Bank Ltd	Financials	18 001 604	90 783	142 594	51 811	0,45%	Ghana
East African Breweries Ltd	Consumer Staples	6 489 466	103 695	142 341	38 646	0,45%	Nairobi
Massmart Holdings Ltd	Consumer Staples	1 932 340	147 925	134 116	-13 808	0,42%	Johannesburg
Bollere SA	Industrials	4 764 499	133 508	131 766	-1 742	0,42%	Paris
Golden Ocean Group Ltd	Industrials	3 695 653	97 061	120 478	23 418	0,38%	Oslobörsen
VinaCapital Vietnam Opportunity Fund Ltd	Financials	4 392 100	92 364	108 875	16 511	0,34%	London
Eczacibasi Yatirim Holding	Health Care	3 362 732	40 038	106 577	66 539	0,34%	Istanbul
Toray Industries Inc	Industrials	1 100 000	78 907	84 977	6 070	0,27%	Tokyo
Euronav SA	Industrials	1 340 286	127 454	82 187	-45 266	0,26%	Brussel
Rec Silicon ASA	Energy	72 628 788	115 820	80 908	-34 912	0,26%	Oslobörsen
Norfinance AS	Financials	578 397	57 840	56 527	-1 313	0,18%	Onoterat
Asia Cement China Holdings	Materials	28 497 000	105 063	54 909	-50 154	0,17%	Hong Kong
Deep Sea Supply Plc	Energy	17 250 931	171 047	24 496	-146 551	0,08%	Oslobörsen
Diamond Bank Plc	Financials	718 971 941	154 156	21 884	-132 272	0,07%	Lagos
Euronav SA	Industrials	247 965	21 297	15 173	-6 124	0,05%	New York
Hyundai Motor Co GDR	Consumer Discretionary	33 510	10 090	12 121	2 031	0,04%	London
Suzano Papel E Celulose SA	Materials	249 300	6 412	6 390	-22	0,02%	Sao Paulo
EFG-Hermes Holding GDR	Financials	232 480	8 193	3 494	-4 700	0,01%	London International
Summa värdepappersportfölj*			21 423 559	29 576 387	8 152 827	93,49%	
Disponibel likviditet				2 058 936		6,51%	
Summa andelskapital				31 635 322		100,00%	

* Siffrorna i 1 000 NOK.



SKAGEN m²

En del av den globala fastighetsmarknaden

- › Efter ett starkt kvartal är fonden den bästa globala fastighetsfonden hittills i år.*
- › Amerikanska CBL och argentinska IRSA vinnare i portföljen.
- › Fastigheter skiljdes ut som egen sektor, vilket bådär gott på sikt.

1	2	3	4	RISK	6	7
Startdatum	31 oktober 2012					
Avkastning sedan start	43,7%					
Förvaltningskapital	1 012 miljoner SEK					
Antal fondsparare	8 084					

AVKASTNING, %	Q3/-16*	12 M*
SKAGEN m ²	8,3	18,0
MSCI ACWI Real Estate IMI	3,2	18,2

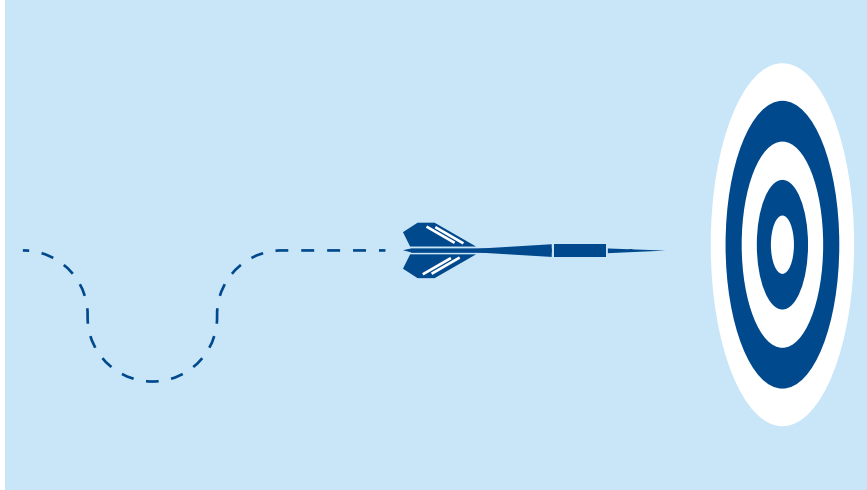
* Per 30 september 2016



PORTFÖLJFÖRVALTARE

Michael Gobitschek och Harald Haukås

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



Stark återhämtning

SKAGEN m² hade en mycket stark utveckling under kvartalets två sista månader, efter en skakig inledning.

Tredje kvartalet började turbulent för fonden i kölvattnet av Brexit-omröstningen. Inte på grund av att vi hade stor exponering mot den brittiska fastighetsmarknaden – tvärtom – utan därför att kapital flödade ut ur Europa där vi är överviktade. Pengarna allokerades främst till USA där vi dessutom har undervikt både gällande aktier och valuta. Den negativa trenden vände kort därefter och pengarna letade sig tillbaka, och SKAGEN m² hade mycket stark utveckling i juli och augusti. Fonden är vid septembers utgång tillbaka i positivt territorium både relativt och absolut. Mellan andra och tredje kvartalet tog SKAGEN m² igen 8,66 procentenheter i absoluta tal och 5,15 procentenheter relativt index, vilket innebar att SKAGEN m² per sista september är den bästa globala fastighetsfonden sedan årets början.*

Fastigheter visar fortsatt egen styrka

Många av världens tongivande centralbanker, förutom Storbritanniens, fortsatte att trycka på snooze-knappen genom att inte strama åt sin penningpolitik. Den låga räntenivån ser ut att bestå under lång tid framöver, och investerare tvingas allt längre ut på riskskalan då räntemarknaden inte uppfyller avkastningskraven.

Högutdelande och mindre riskabla tillgångar som fastigheter är det naturliga steget, något som fortsätter att driva upp värdet och trycka ner avkastningskravet på fastigheter globalt. Motvikten var att ytterligare penningpolitiska stimulanser i exempelvis Europa lades på is. Fastighetsbolagen visar generellt sett fortsatt styrka och står definitivt på egna ben, med eller utan vidare centralbanksåtgärder.

NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN m² (PER 30/9 2016)

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

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

* Morningstar Norge, kategorin "Eiendom, Indirekte – Global"



Den svenska fastighetsmarknaden fortsätter att visa styrka över alla segment och Stockholm (bilden) är nu den näst hetaste marknaden sett till hyrestillväxt, efter San Francisco. Foto: Bloomberg.

Hett i Sverige och Norge

Stockholms kontorsmarknad är ett mycket gott exempel på denna styrka, där tecknade topphyror i bästa läge har ökat med cirka 29 procent över året, vilket gör staden till den näst hetaste i termer av hyrestillväxt efter San Francisco.**

Svenska fastighetsmarknaden över alla segment fortsätter att gå urstarkt. I augusti tog en av världens största aktörer inom alternativa investeringar, amerikanska Blackstone, en position i vårt innehav D. Carnegie & Co. Genom köpet kommer Blackstone, på grund av budpliktsregler, tvingas lägga bud på hela hyresbostadsoperatören. Detta en positiv signal och bekräftar vår tes om bolagets fortsatta potential. D. Carnegie & Co är fondens starkaste bidragsgivare i både absoluta och relativa termer sedan årets början.

Även norska fastigheter går trots senaste årens oljekris fortsatt starkt. Bolaget Olav Thon handlades upp efter det att en av storägarna äntligen avslutade sin utdragna försäljningsprocess.

** JLL Global Office Index. Top rents 2Q15–2Q16.

Trögt för Abenomics

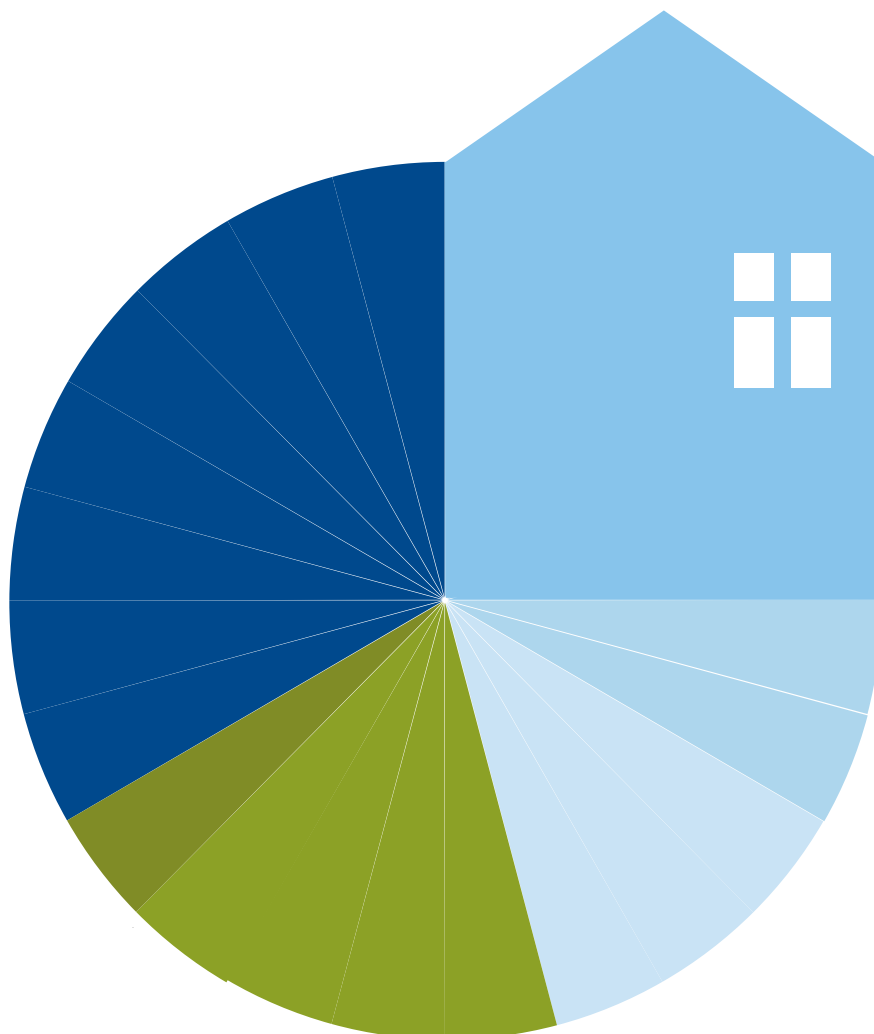
Den japanska fastighetsutvecklaren Mitsui Fudosan har det fortsatt tungt och tappade mest under perioden, detta trots en stark rapport för andra kvartalet. Anledningen är främst makroekonomisk snarare än bolagsspecifik. Fortsatta problem att skapa inflation och stimulera ekonomin gör att marknaden ställer sig frågande till om Abenomics kommer att hjälpa eller stjälpa landets ekonomi.

Fastighetsmarknaden i Tokyo går fortsatt på högvarv inom alla segment, vilket bolaget drar fördel av med sin diversifierade affärsmodell då kapital snabbt kan allokeras internt mellan de olika segmenten och marknaderna de opererar i. Mitsui Fudosan handlas på historiskt låga nivåer och vi har fortsatt stor tilltro till bolaget.

Fastigheter egen sektor

September 2016 var en historisk månad för fastigheter, som blev en egen och elfte sektor i GICS-klassificeringen när dessa skiftades ut ur Financials-sektorn. En unik händelse sedan sektorkvalificeringen infördes 1999, som berörde båda de stora indexen MSCI och S&P 500. Delningen medförde in- och utflöden av kapital i båda sektorerna. Omallokeringen var märkbar i USA medan effekten var neutral i Europa.

Den viktigaste aspekten är långsiktig, då tillgångslaget fastigheter blir mer belyst i media och av analytiker och investerare. Detta kommer att tydliggöra fördelarna med att vara investerad i fastigheter och deras speciella egenskaper som tillgångslag. Dessutom är det logiskt att fastigheter inte blandas med banker och försäkringsbolag.





Ett bolag in och två ut

Efter att Brexit blivit ett faktum och börsen rasat, köpte vi tillbaka British Land till kraftig substansrabatt. Rabatten förstärktes av att en rad stora fastighetsfonder stängde för in- och uttag, vilket också var en påminnelse om fördelen med att investera i likvida fastighetstillgångar som exempelvis SKAGEN m².

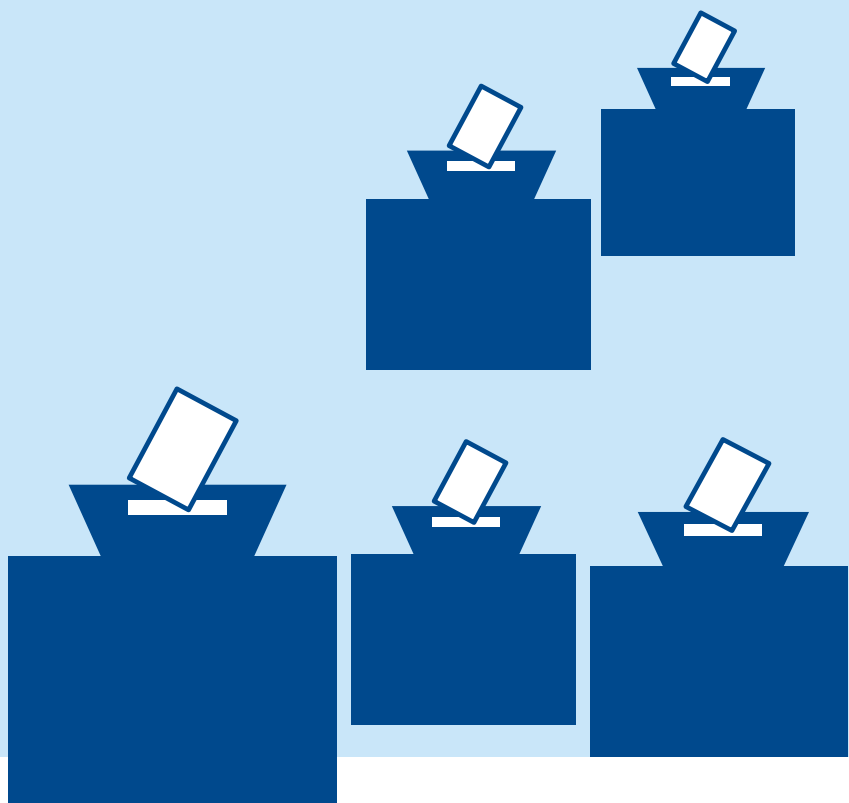
Under kvartalet har många av våra positioner i tillväxtmarknaderna presterat bra efter flera års ökenvandring. Perioden har också präglats av att ovanligt många fastighetsbolag, för att växa verksamheten, passat på att resa nytt kapital från aktieägarna till en värdering över substansvärdet – något som lär fortsätta.

Under kvartalet sålde vi endast ut två bolag, det brasilianska BR Properties som varit i en långdragen budprocess där vi såg begränsad uppsida. Vi sålde också den indonesiska industritomsutvecklaren Bekasi Fajar som drabbats negativt av de senaste årens uppskjutna direktinvesteringar i landet. Försäljningarna är också ett resultat av fortsatt portföljkonsolidering.

Plågade bolag kvartalets vinnare

Det amerikanska fastighetsbolaget CBL blev kvartalets vinnare efter att ha varit årets största sänke. Anledningen till den dåliga utvecklingen första halvåret var framförallt anklagelser om manipulerade vakanstal i förbindelse med omfinansiering av lån. Detta visade sig emellertid sakna grund, och bolaget friades från anklagelserna, vilket utlöste ett rally på cirka 50 procent innan aktien tog en ny paus i slutet av september.

Även argentinska IRSA fortsatte övertyga marknaden om att anklagelserna från investerare som spekulerat i en nedgång, var felaktiga. Så ansåg även vi och köpte därför fler aktier. Åtgärderna bolaget genomförde var bland annat att konsolidera dotterbolag, refinansiera skulder och fortsätta utveckla verksamheten i positiv riktning. Argentina som land går, trots utmaningar, även det åt rätt håll. Bolaget är en av årets vinnare i fonden.



Intressant höst väntar

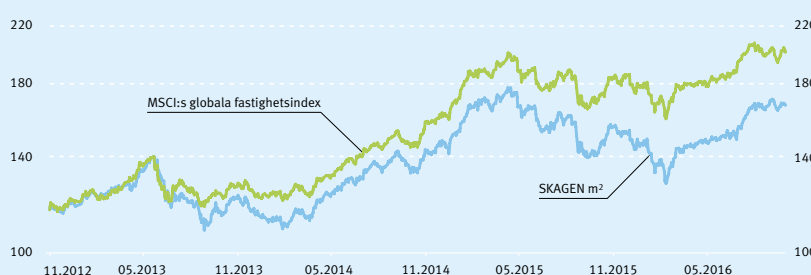
De kommande månaderna blir spännande med presidentval i USA och ett flertal val i Europa. Till detta förväntas en amerikansk räntehöjning. Med en fotbollsanalogi kan man säga att vi en längre tid lagt till fler spe-

lare till mittfältet och backlinjen för att ta höjd för ökad volatilitet. SKAGEN m² står väl rustad för osäkerhet och har många lovande bolag i portföljen som vi gärna adderar när köptillfällen kommer.

SKAGEN m² Q3 2016 (% AV FÖRVALTNINGSKAPITALET)

De 5 största positiva bidragsgivarna		5 största köp	
CBL & Associates Properties	0,82%	British Land	2,00%
Olav Thon Eiendomsselskap	0,72%	Inmobiliaria Colonial	0,58%
IRSA	0,38%	Axiare Patrimonio	0,49%
Ashford Hospitality Trust	0,33%	Mitsui Fudosan Co	0,48%
Catena	0,33%	D Carnegie & Co	0,22%
De 5 största negativa bidragsgivarna		5 största försäljningar	
Mitsui Fudosan Co	-0,54%	HCP	-2,60%
Inmobiliaria Colonial	-0,28%	Brandywine Realty Trust	-1,66%
General Growth Properties	-0,20%	Bekasi Fajar Industrial Estate	-0,73%
Big Yellow Group	-0,19%	SOHO China	-0,72%
Keck Seng Investments	-0,15%	General Growth Properties	-0,52%

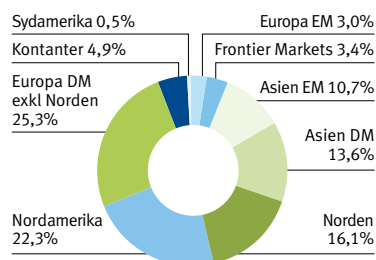
KURSHISTORIK SKAGEN m²



Värdepapper	Sektor	Antal	Köpvärde NOK*	Marknads- värde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	Real Estate Companies incl. REITs	325 350	42 807	53 683	10 876	5,68%	Oslobörsen
SL Green Realty Corp	Real Estate Companies incl. REITs	54 500	42 027	46 924	4 897	4,97%	New York
Inmobiliaria Colonial SA	Real Estate Companies incl. REITs	787 580	44 929	45 543	614	4,82%	Madrid
Mitsui Fudosan Co Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	259 000	52 211	43 644	-8 566	4,62%	Tokyo
Global Logistic Properties Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	3 837 700	51 806	42 055	-9 751	4,45%	Singapore
D Carnegie & Co AB	Real Estate Companies incl. REITs	404 084	28 039	41 381	13 342	4,38%	Stockholm
Mercialys SA	Real Estate Companies incl. REITs	205 282	32 614	39 403	6 790	4,17%	Paris
Catena AB	Real Estate Companies incl. REITs	297 842	34 699	39 325	4 627	4,16%	Stockholm
CBL & Associates Properties Inc	Real Estate Companies incl. REITs	366 000	45 344	35 561	-9 782	3,77%	New York
Deutsche Wohnen AG	Real Estate Companies incl. REITs	113 000	24 825	32 748	7 923	3,47%	Frankfurt
Irsa Sa ADR	Real Estate Companies incl. REITs	212 000	22 306	32 317	10 011	3,42%	New York
Columbia Property Trust Inc	Real Estate Companies incl. REITs	148 000	25 316	26 500	1 185	2,81%	New York
Axiare Patrimonio SOCIMI SA	Real Estate Companies incl. REITs	235 000	24 186	24 633	447	2,61%	Madrid
Dic Asset AG	Real Estate Companies incl. REITs	304 000	20 380	24 378	3 999	2,58%	Xetra
Ashford Hospitality Trust	Real Estate Companies incl. REITs	475 000	31 417	22 896	-8 521	2,42%	New York
PS Business Parks Inc	Real Estate Companies incl. REITs	25 000	15 943	22 634	6 691	2,40%	New York
Big Yellow Group Plc	Real Estate Companies incl. REITs	280 000	25 490	22 531	-2 959	2,39%	London
Nomura Real Estate Master Fund Inc	Real Estate Companies incl. REITs	1 483	15 041	19 777	4 736	2,09%	Tokyo
Shangri-La Asia Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	2 150 000	22 641	18 831	-3 810	1,99%	Hong Kong
British Land Co Plc	Real Estate Companies incl. REITs	280 000	18 560	18 315	-244	1,94%	London
CA Immobilien Anlagen AG	Real Estate Companies incl. REITs	120 000	16 969	18 313	1 343	1,94%	Wien
Atrium Ljungberg AB	Real Estate Companies incl. REITs	128 327	13 063	18 129	5 066	1,92%	Stockholm
General Growth Properties Inc	Real Estate Companies incl. REITs	81 000	18 857	17 812	-1 044	1,89%	New York
SM Prime Holdings Inc	Real Estate Companies incl. REITs	3 811 800	11 039	17 748	6 708	1,88%	Filippinerna
Melia Hotels International	Real Estate Companies incl. REITs	177 000	15 586	17 536	1 950	1,86%	Madrid
Phoenix Mills Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	355 160	13 637	16 446	2 809	1,74%	Indien
Emlak Konut Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Real Estate Companies incl. REITs	1 835 000	16 136	14 857	-1 279	1,57%	Istanbul
First Real Estate Investment Trust	Real Estate Companies incl. REITs	1 827 494	13 439	14 511	1 072	1,54%	Singapore
Ashford Hospitality Prime Inc	Real Estate Companies incl. REITs	127 400	12 143	14 349	2 206	1,52%	New York
CapitaLand Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	750 000	13 330	14 064	734	1,49%	Singapore
Grivalia Properties Reic AE	Real Estate Companies incl. REITs	225 485	15 181	13 570	-1 611	1,44%	Aten
Obero Realty Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	329 090	9 428	11 534	2 106	1,22%	Indien
Ascendas India Trust	Real Estate Companies incl. REITs	1 780 200	7 454	11 267	3 813	1,19%	Singapore
Soho China Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	2 568 500	13 794	11 089	-2 705	1,17%	Hong Kong
Brandywine Realty Trust	Real Estate Companies incl. REITs	88 000	10 328	10 984	656	1,16%	New York
Keck Seng Investments	Real Estate Companies incl. REITs	1 618 000	12 276	9 253	-3 024	0,98%	Hong Kong
Ashford Inc	Real Estate Companies incl. REITs	18 000	12 572	6 763	-5 809	0,72%	New York
HCP Inc	Real Estate Companies incl. REITs	20 100	6 458	6 179	-279	0,65%	New York
General Shopping Finance	Real Estate Companies incl. REITs	950 000	5 159	5 073	-85	0,54%	Euroclear
Summa värdepappersportfölj*			857 428	902 556	45 128	95,56%	
Disponibel likviditet				41 931		4,44%	
Summa andelskapital				944 488		100,00%	

* Siffrorna i 1 000 NOK.

GEOGRAFISK FÖRDELNING SKAGEN m²





SKAGEN Focus

På jakt efter exceptionella investeringar

- › Fonden har fortsatt vara disciplinerad och sålt de tillgångar som nått målkursen.
- › Marknadsoron i början av kvartalet gav möjlighet att ta nya positioner på goda nivåer.

1	2	3	4	5	RISK	7
Startdatum	26 maj 2015					
Avkastning sedan start	-3,5%					
Förvaltningskapital	1 429 miljoner SEK					
Antal fondsparare	4 194					

AVKASTNING, %	Q3/-16*	12 M*
SKAGEN Focus	11,9	20,5
MSCI World AC TR Index	6,8	14,4

* Per 30 september 2016

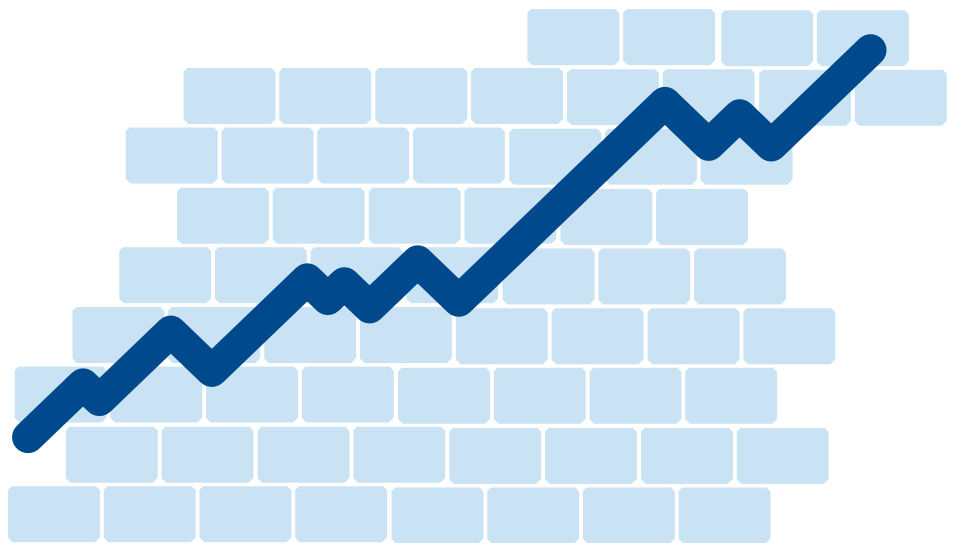


PORTFÖLJFÖRVALTARE

Filip Weintraub, Jonas Edholm och David Harris **

** Juniorförvaltare

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



Ett tillfredsställande kvartal

SKAGEN Focus gav tillfredsställande avkastning på 11,9 procent under det tredje kvartalet 2016. I den här uppdateringen kommer vi främst att fokusera på våra individuella aktiepositioner.

Men det är intressant att notera att aktiemarknaden generellt handlas på högre nivåer trots alla händelser under perioden som kunde eller borde ha stressat investerare; händelser såsom Donald Trumps fortsatta framfart, förbryllande centralbanksbeslut, knackiga tyska banker, kärnvapentest i Nordkorea och slutligen ett oljepris-rally igångsatt av OPEC. Trots allt detta, efter turbulensen runt Brexit i slutet av juni, återhämtade sig de globala aktiemarknaderna anmärkningsvärt under det tredje kvartalet med 6,8 procent. Tillväxtmarknaderna, som vi ökade vår exponering mot markant under första halvåret genom en bottom up-process, utvecklades ännu starkare. Kvartalet påminde oss om det gamla Wall Street-uttrycket *The market was climbing the wall of worry*.

SKAGEN FOCUS Q3 2016 (% AV FÖRVALTNINGSKAPITALET)

De 5 största positiva bidragsgivarna		5 största köp	
South32	1,27%	Taiheiyo Cement	4,76%
SK Hynix	0,87%	Crown Confectionery	2,60%
Infineon Technologies	0,80%	Teva Pharmaceutical Industries	2,36%
Omega Protein	0,76%	AIG	1,95%
Jbs	0,73%	Schaeffler	1,42%
De 5 största negativa bidragsgivarna		5 största försäljningar	
Crown Confectionery	-0,60%	Hyundai Motor	-2,37%
Pilgrim's Pride	-0,55%	Omega Protein	-2,08%
Teva Pharmaceutical Industries	-0,53%	Jenoptik	-1,78%
Magforce	-0,46%	JBS	-1,23%
Taiheiyo Cement	-0,26%	Aercap Holdings	-1,11%

*JBS är den största aktieägaren i Pilgrim's Pride. Den kombinerade vikten för dessa två positioner är 7,2%.



Cement och nattklubbar?

Mitt under marknadens förvirrade tillstånd, tidigt under kvartalet, lyckades vi öka några av våra positioner rejält till mycket attraktiva priser. Vi ökade vår relativt nya position i Philips Lighting. Med hänsyn till vinststillväxten var det en topp tio-position i portföljen vid kvartalets slut. Efter att ha misslyckats med att sälja företaget till en strategisk köpare i ett eländigt klimat, tvingades Royal Philips børsintroducera Philips Lighting till vad vi anser vara ett mycket lågt pris. Vi har fortsatt att lägga till positionen under introduktionspriset.

Vi har även ökat innehavet i den tyska bildelstillverkaren Schaeffler som – trots en skuldminskning i balansräkningen med mer än 3 miljarder euro på ett år och ett imponerande förväntat fritt kassaflöde – fortfarande handlas på mycket attraktiva värderingsnivåer. Schaeffler flyttade också upp bland topp 10 i fonden under kvartalet. Samtidigt har vi minskat vår position i Infineon, som har omvärderats efter fallet som orsakades av Volkswagenskandalen för mindre än ett år sedan, till en rekordhög aktiekurs idag. Vi ser fortfarande uppsida i bolaget.

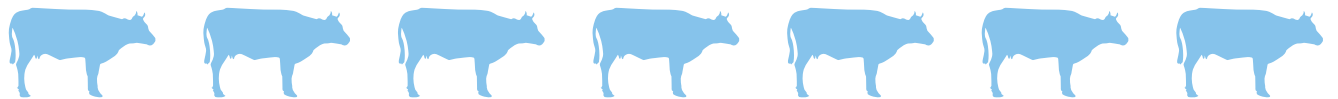
Som alltid med SKAGEN Focus är vår kärnverksamhet att analysera företagsspecifika variabler och situationer med specifika investeringscase, detta även med hänsyn till portföljens riskspridning. En mångfald av aktier drev därför avkastningen under kvartalet. Centralt i vår investeringsprocess är att förbli disciplinerade med att sätta målkurser och att agera på dem. Detta manifesterades genom att vi avvecklade flera av årets

vinnande positioner inklusive Pan American Silver, AirAsia och Haitai. De två första gick dåligt 2015 men alla tre steg mer än 100 procent i år. Vi skiftade vår exponering från Pan American Silver till vårt Australienbaserade gruvbolag South32, något som visade sig vara ett lönsamt beslut.

Högpresterande nattklubb

För några läsare (tack kund X, för skämtet), kan namnet South32 påminna om en prålig nattklubb. I själva verket är det ett australiensiskt gruvbolag som värderas kring 10 miljarder dollar och som fortfarande flyger under de flesta investerarens radar. South32 knoppades av från BHP Billiton i maj 2015 och består av BHP:s icke-strategiska tillgångar, i huvudsakligen högkvalitativa tillgångar. Företaget hade inledningsvis en icke-optimerad kostnadsstruktur, men efter sitt första år som fristående verksamhet sänktes kostnaderna med 25 procent. Nettoskulden blev till en solid nettokassa, och bolaget har också börjat ge utdelning – något som är ovanligt i råvarusektorn dessa dagar. Aktien har äntligen svarat och steg med mer än 56 procent i lokal valuta under kvartalet och har stigit med mer än 120 procent hittills i år.

Ännu ett så kallat ”pristagar”-bolag, vår datorminnesproducent SK Hynix, omvärderades markant under kvartalet. Vi har länge misstänkt att marknaden har varit alltför negativ i sin prognos för prissättningen av DRAM efter flera års dramatisk nedgång. Detta bekräftades då dynamiken mellan utbud och efterfrågan förändrats till det bättre. Hynix ökade mer än 24 procent under kvartalet.



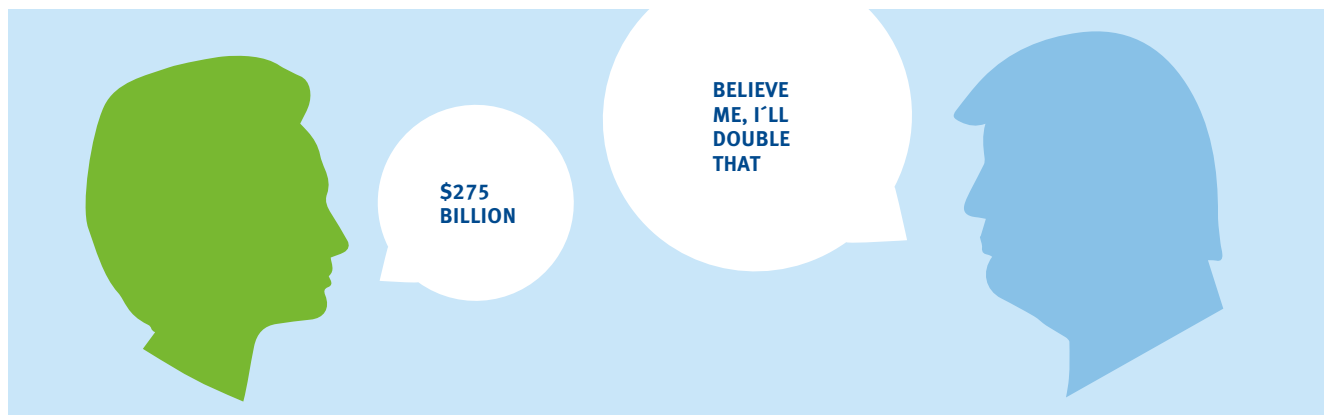
Risk för ”Bad cow disease”?

I slutet av förra året initierade vi en position i det Brasilienbaserade livsmedelsföretaget JBS, som är världens fjärde största räknat i intäkter. Investeringsmöjligheten i JBS bygger på en nedtryckt värdering vilken bottnar i en inte relaterad statlig utredning som pågår mot holdingbolaget JBS kring en omfattande valutasäkring i bolaget. Nu är JBS på väg att notera sina

internationella tillgångar i USA, något vi tror kommer att bidra till att överbygga värderingsgapet mot liknande bolag såsom Tyson Foods.

Vår relaterade position i den amerikanska kycklingproducenten Pilgrim’s Pride (PPC), i vilket JBS äger 76 procent av aktierna, var dock en av de svagaste bidragsgivarna under kvartalet. Vi misstänker att det kan finnas ytterligare förenk-

ling av den totala företagsstrukturen på medellång sikt. Detta i kombination med att en avmattning av kycklingmarknaden varit förväntad och att det finns ett starkt blankningsintresse för aktien, bådär gott för framtiden. Den kombinerade JBS- och PPC-positionen är fondens näst största och står för 7,2 procent av tillgångarna.



En förbisedd möjlighet

Den japanska cementmarknaden har under många år varit på nedåtgående och drabbats av minskad efterfrågan. Marknaden har genomgått en betydande konsolidering under de senaste 20 åren, vilket lämnat kvar de tre största aktörerna. Taiheiy Cement är den största av dessa, med en marknadsandel på 40 procent. Vi har etablerat en position i bolaget under kvartalet.

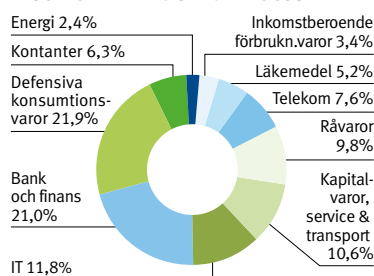
Aktiens värdering tycks indikera en ytterligare försämring av cementmarknaden i Japan och bortser helt från företagets växande närvaro i USA. Taiheiyo förvärvade en cementverksamhet från Martin

& Marietta förra året, och kan gynnas av ökade infrastruktursatsningar i USA. Det senare är ironiskt nog det enda politiska förslag som presidentkandidaterna Trump och Clinton tycks vara överens om. Många USA-relaterade bolag med verksamhet inom cement har omvärderats med mer än 50 procent i år och handlas till mer än dubbelt så höga multiplar som Taiheiyos. Vi tror att OS i Tokyo 2020 kommer att driva en cyklisk återhämtning i efterfrågan på cement under de närmaste åren, medan det nuvarande kapacitetsutnyttjandet redan ligger på 90 procent. Taiheiy Cement var ett 4 procent stort innehav i fonden vid kvartals slutet.

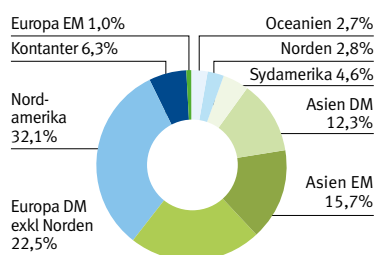
Om vi blickar framåt, fortsätter vi att leta efter unika bolagssituationer där vårt krav på 50 procent uppsida för aktien uppfylls, inom en portfölj med en diversifierad uppsättning riskfaktorer. De rådande marknadsförhållandena där vissa delar av marknaden är överdrivet populär – till exempel långsiktiga ”tillväxt”-aktier, massiva ETF-flöden och fixering vid index – ger aptitretande möjligheter för oss prisdrivna aktiva investerare.

Tack för ditt fortsatta förtroende – vi kommer att fortsätta att arbeta hårt för att förtjäna det i framtiden.

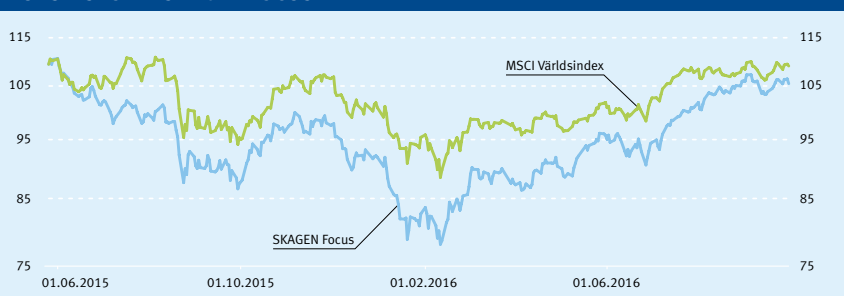
BRANSCHFÖRDELNING SKAGEN FOCUS



GEOGRAFISK FÖRDELNING SKAGEN FOCUS



KURSHISTORIK SKAGEN FOCUS



NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN FOCUS (PER 30/9 2016)

Företag	Postens storlek	Kurs	P/E 2016E	P/E 2017E	P/BV senaste	Kursmål
American International Group Inc	7,5%	59,30	14,7	10,7	0,7	90
Jbs SA	4,6%	11,80	48,8	7,6	1,4	22
Softbank Group Corp	4,6%	6 522,00	7,5	10,8	3,1	9 600
Infineon Technologies AG	4,2%	15,90	22,4	19,7	3,7	20
SK Hynix Inc	4,1%	40 200,00	15,4	10,6	1,4	65 000
SBI Holdings Inc	4,0%	1 196,00	9,2	8,5	0,7	3 000
Taiheiy Cement Corp	3,7%	289,00	8,0	8,7	1,7	420
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	3,6%	46,00	8,8	7,7	1,7	90
Schaeffler AG	3,5%	14,10	9,2	8,6	2,2	19
Philips Lighting NV	3,2%	23,70	12,2	10,5	1,4	30
Topp 10 vägt genomsnitt	42,9%		11,9	9,8	1,3	
Aktier (35 positioner)	93,6 %					
Kontanter	6,4 %					
Total portfölj	100,0%					

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

Värdepapper		Antal	Köpvärde NOK*	Marknadsvärde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
American International Group Inc	Financials	212 000	102 236	99 967	-2 269	7,49%	New York
Jbs SA	Consumer Staples	2 110 000	50 468	61 405	10 937	4,60%	Sao Paulo
Softbank Group Corp	Telecommunication Services	118 300	54 401	60 882	6 482	4,56%	Tokyo
Infineon Technologies AG	Information Technology	393 000	45 805	55 526	9 721	4,16%	Frankfurt
SK Hynix Inc	Information Technology	188 000	45 159	54 805	9 646	4,11%	Seoul
SBI Holdings Inc	Financials	568 000	59 955	53 605	-6 350	4,02%	Tokyo
Taiheiy Cement Corp	Materials	2 160 000	53 227	49 258	-3 969	3,69%	Tokyo
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	Health Care	130 000	56 411	47 833	-8 579	3,58%	NASDAQ
Schaeffler AG	Industrials	368 033	47 287	46 247	-1 041	3,47%	Frankfurt
Philips Lighting NV	Industrials	201 193	39 205	42 657	3 453	3,20%	Amsterdam
Aryztä AG	Consumer Staples	117 707	45 073	41 448	-3 625	3,11%	Zürich
China Telecom Corp Ltd	Telecommunication Services	9 914 000	49 123	39 942	-9 181	2,99%	Hong Kong
Citizens Financial Group Inc	Financials	198 000	42 464	38 983	-3 482	2,92%	New York
Carlsberg AS-B	Consumer Staples	49 600	35 727	37 811	2 084	2,83%	Köpenhamn
South32 Ltd	Materials	2 415 601	29 705	35 597	5 892	2,67%	Sydney
Pilgrim's Pride Corp	Consumer Staples	210 000	40 963	35 235	-5 728	2,64%	New York
Alphabet Inc Class C	Information Technology	5 500	33 807	34 150	343	2,56%	NASDAQ
TerraVia Holdings Inc	Materials	1 436 525	30 157	32 210	2 053	2,41%	NASDAQ
Fila Korea Ltd	Consumer Discretionary	45 500	32 637	31 477	-1 160	2,36%	Seoul
E-MART Inc	Consumer Staples	27 000	33 624	30 837	-2 786	2,31%	Seoul
Omega Protein Corp	Consumer Staples	155 300	23 339	29 148	5 810	2,18%	New York
Synchrony Financial	Financials	129 572	33 194	28 758	-4 436	2,16%	New York
CIT Group Inc	Financials	98 000	33 812	28 303	-5 509	2,12%	New York
Jenoptik AG	Industrials	190 909	20 449	27 591	7 141	2,07%	Xetra
First Quantum Minerals Ltd	Materials	370 000	14 676	24 367	9 691	1,83%	Toronto
Stock Spirits Group Plc	Consumer Staples	1 410 375	30 671	22 917	-7 753	1,72%	London
Crown Confectionery Co Ltd	Consumer Staples	100 000	29 067	21 320	-7 747	1,60%	Seoul
Magforce AG	Health Care	595 989	29 829	20 878	-8 951	1,56%	Xetra
Aercap Holdings NV	Financials	58 210	18 126	17 714	-411	1,33%	New York
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	Energy	16 500 000	31 962	17 512	-14 450	1,31%	Hong Kong
Whiting Petroleum Corp	Energy	210 000	30 239	14 923	-15 316	1,12%	New York
Rentech Inc	Industrials	623 816	31 949	14 212	-17 737	1,07%	New York
Fourlis Holdings SA	Consumer Discretionary	400 251	10 037	13 769	3 732	1,03%	Aten
Massimo Zanetti Beverage Group SpA	Consumer Staples	195 564	15 008	12 560	-2 448	0,94%	Italien
FFP	Financials	20 606	12 994	12 262	-733	0,92%	Paris
Samsung SDI Co Ltd Pref	Information Technology	18 720	8 749	6 665	-2 084	0,50%	Seoul
Samsung SDI Co Ltd	Information Technology	9 000	7 139	6 265	-874	0,47%	Seoul
Summa värdepappersportfölj*			1 308 672	1 249 039	-59 634	93,61%	
Disponibel likviditet				85 237		6,39%	
Summa andelskapital				1 334 276		100,00%	

* Siffrorna i 1 000 NOK.

Möjligheter i utmaningarnas tid

Världen står inför en kö av politiska och ekonomiska utmaningar. Men det amerikanska valet, Storbritanniens skilsmässa från EU och Kinas vacklande tillväxt erbjuder alla möjligheter att tjäna pengar – om resultaten inte blir som marknaden tror och man väljer rätt och i tid.

Kommer det att vara Donald Trump eller Hillary Clinton som på nya året flyttar in i Vita huset? När detta skrivs, i god tid före den andra presidentvalsdebatten, har Hillary ett litet försprång i opinionsundersökningarna. När du läser detta, kan stämningen ha vänt. Utfallet är oklart och bör absolut ta höjd för att en breddkäftad fastighetsutvecklare och realityserie-skådis om några månader kan njuta av en cigarr i Ovala rummet.

Men kommer president Trump att vara en katastrof? Knappast. Nästan ingen av oss har någon känsla av vad han sagt i valrörelsen. Han verkar vara vulgär, skrytsam, okunnig och principlös. Men om Trump skulle bli president skulle hans stab förmodligen täcka upp för de två första egenskaperna.

Hans okunnighet är värre. Det mesta av vad Trump säger om internationell handel, som att USA förlorar på att ha ett handelsunderskott med Kina, är nonsens, trots att det kommer från sådana som borde veta bättre. ”Vi har förgäves talat med Kina i många år, medan handelsunderskottet har svällt... Nyligen sa premiärministern absurdt nog att landets valuta är övervärderad... Kina måste hotas med en importtull på 25 procent.” Trump? Nej. Citatet är från Paul Krugman, professor, kolumnist för The New York Times och nobelpristagare i ekonomi. Även hyfsat utbildade rådgivare kommer sannolikt att påpeka för Trump att protektionism skulle krympa den amerikanska ekonomin. Och det kan mycket väl vara så att dessa och många andra initiativ från Trump endast är avsedda att provocera fram bättre erbjudanden.

Jag utesluter inte att Trump, som den sluga affärsman han är, kan förändras,

och att världen kommer få färre snarare än fler restriktioner för den fria rörligheten av varor, tjänster och kapital. Precis som Richard Nixon överraskade alla genom att dra in Maos Kina i den diplomatiska värmen till exempel. Trump skulle möjligen kunna få Ryssland med på ett frihandelsavtal - och jag utesluter inte att en resa eller två till Peking för att radikalt ändra synen på handelsförbindelserna mellan Kina och USA. Poängen är att om Trump blir president, är det mest troliga att hans politik kommer bjuda på positiva överraskning. Hans principlöshet skulle kunna vara en tillgång.

Britterna har valt att skilja sig från EU, men skilsmässan kommer att ta tid och kan sluta med en folkomröstning. Formellt sett har inte Storbritannien ens ansökt om skilsmässa – det förväntas ske i mars nästa år. Sedan följer två års skilsmässoförhandlingar. Under tiden kommer det att vara parlamentsval i både Storbritannien och Tyskland och presidentval i Frankrike. Både EU och Storbritannien kommer att förändras under förhandlingsperioden och Brexit kan bli något annat för båda parter när förhandlingarna fortskrider. Jag utesluter inte att det skulle kunna sluta med en ny folkomröstning – kom ihåg att folkomröstningen endast var rådgivande och att Storbritanniens oskrivna konstitution sätter all makt till parlamentet. Om du tror att loppet är kört så var åtminstone beredd på att bli förvånad.

Står Kina inför en hårdlandning? Här är jag osäker. Under fyra decennier har Mittens Rike upplevt enorma inkomstökningar – till glädje för kineserna själva och konsumenter över hela världen. Under senare tid har tillväxten saktat av. Något annat var inte att vänta. Anledningen till

att Kina kunde växa så snabbt så länge var att landet, tack vare kommunismen, började från en så låg nivå när landet började att liberalisera ekonomin i slutet av 70-talet. Med en hög inkomstnivå är det mycket svårare att uppnå hög tillväxt oavsett vilken ekonomisk politik som förs.

Det sägs ofta att Kinas ekonomiska modell måste läggas om – genom att få ner investeringarna och öka konsumtionen. Detta är missriktat. Inget land blir rikare genom att konsumera mer. Högre konsumtion, som Kina har upplevt under decennier, beror på att befolkningen arbetat mer, ackumulerat kapital och använt resurser på ett mer effektivt sätt.

Problemet i Kina är en alldeles för stor offentlig sektor med massor av offentligt ägda företag som inte drivs med vinst och som hålls under armarna av lagstadgade kreditbeslut. En verklig omstrukturering av den kinesiska ekonomin kräver egentligen bara att man slutför vad Deng Xiaoping startade – att fortsätta med privatiseringar, avregleringar och avbyråkratisering. Något som kommer att ge mer, inte mindre tillväxt.

Frågan är om regeringen är beredd att vidta ytterligare åtgärder i den riktningen. Om den försöker streta emot och fortsätter med subventionerade krediter, kan det sluta med ett knall och fall. Jag är rädd att det kan bli så, men hoppas att jag har fel.



– Torgeir Høien
Portföljförvaltare SKAGEN Tellus



Pundet, Trump och Brexit

SKAGEN Tellus

Dörröppnaren till globala räntemarknader

- › Kursvinster och kuponger har bidragit till att lyfta kursen.
- › Kroatien var kvartalets bästa investering.
- › Vi köpte brittiska statsobligationer efter att pundet försvagades.

	1	2	3	RISK	5	6	7
Startdatum	29 sept 2006						
Avkastning sedan start	82,30%						
Förvaltningskapital	1 147 milj SEK						
Antal fondsparare	2 727						

AVKASTNING, % Q3/-16* 12 M*

SKAGEN Tellus	2,35	7,40
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged	1,23	11,02

* Per 30 september 2016.



PORTFÖLJFÖRVALTARE

Jane Tvedt, Torgeir Høien och Sondre Solvoll Bakketun

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

SKAGEN Tellus gav en avkastning på 2,35 procent under tredje kvartalet, medan jämförelseindex gick upp 1,23 procent.

Mätt i euro, som är SKAGEN Tellus referensvaluta, var avkastningen 0,29 procent för fonden och -0,81 procent för index. Kursvinster och kuponger har båda bidragit till att lyfta kursen, medan summan av valutakursförändringarna har haft motsatt effekt.

Kroatien var den bästa investeringen i fonden under kvartalet. Men även i Slovenien och Spanien sjönk räntorna och bidrog till kursvinster i fonden. Vi har investerat en betydande del av tillgångarna i Sydeuropa, både inom och utanför euroområdet. Våra analyser visar att både högre tillväxt och kvantitativa lättnader från Europeiska centralbanken kommer att få räntorna att falla i denna del av Europa. Trots att räntorna redan har kommit ner, finns det fortfarande stora skillnader mellan räntor i södra Europa och Tyskland. Ekonomisk tillväxt, bättre offentliga finanser och penningpolitik kommer sannolikt att innebära att denna skillnad krymper ytterligare – medan

tyska statsobligationsräntorna ligger kvar ungefär på nuvarande nivå under en längre tid framöver.

Investeringarna i USA och Mexiko drog ner fondens avkastning under det tredje kvartalet. Peson har på senare tid svängt i takt med Donald Trumps popularitet i den amerikanska presidentvals-kampanjen – ju starkare han är i opinionsundersökningarna, desto mer försvagas peson mot dollarn. Efter valet i november kommer situationen sannolikt lugna ner sig – oavsett valresultatet – och peson att appreciera.

Det brittiska pundet försvagades kraftigt mot de stora valutorna i kölvattnet av Brexitomröstningen. Vi valde då att köpa korta brittiska statspapper. Pundet försvagades som en följd av osäkerheten om konsekvenserna av separationsprocessen i EU, vilket kan ta två eller tre år, och det slutliga separationsavtalet. Efter svaga förtroendeindikatorer direkt efter folkomröstningen har siffran vänt förvånansvärt snabbt. Optimismen har återvänt både hos konsumenter och företag. Vi tror att pundet snart kommer att följa efter och stärkas.

Värdepapper	Förfälldatum	Kupong, procent	Nominellt, NOK***	Kostnads- kurs NOK***	Marknads- kurs NOK	Upplöpen ränta, NOK	Marknads- värde NOK***	Marknads- värde inkl upplöpen ränta NOK***	Orealiserad vinst/ förlust, NOK**	Andelar av fonden
STATSOBLIGATIONER										
Canadian Government	01.11.2016	1,00	10 000	65 014	610,86	252	61 086	61 338	-3 929	5,74%
Chilean Government	05.08.2020	5,50	4 410 000	54 659	1,30	451	57 135	57 587	2 476	5,39%
Croatia Government Int Bond	30.05.2022	3,87	8 300	74 798	971,10	972	80 602	81 574	5 804	7,63%
European Bank Recon & Dev	19.03.2018	5,75	200 000	25 846	11,92	739	23 841	24 579	-2 005	2,30%
German Government	10.03.2017	0,00	2 000	18 779	899,75	0	17 995	17 995	-784	1,68%
Hellenic Republic Government	24.02.2035	3,00	9 000	53 134	535,14	1 449	48 162	49 611	-4 972	4,64%
Lithuanian Government	01.02.2022	6,62	5 500	42 570	990,20	478	54 461	54 939	11 891	5,14%
Mexican Government	15.12.2016	7,25	120 000	54 693	41,42	1 066	49 700	50 766	-4 993	4,75%
New Zealand Government	17.04.2023	5,50	8 000	54 358	705,04	1 176	56 403	57 579	2 045	5,39%
Norwegian Government	19.05.2017	4,25	80 000	83 898	102,34	1 248	81 870	83 118	-2 028	7,78%
Peruvian Government	12.08.2037	6,90	25 000	59 712	254,25	539	63 563	64 102	3 852	6,00%
Portugese Government	15.10.2025	2,87	7 000	66 651	880,95	1 731	61 667	63 398	-4 984	5,93%
Slovenia Government	30.03.2026	5,12	3 500	41 766	1 270,83	811	44 479	45 290	2 713	4,24%
Spanish Government	30.04.2025	1,60	6 000	55 241	962,60	361	57 756	58 117	2 514	5,44%
UK Government	23.01.2017	1,75	5 000	54 509	1 043,39	173	52 169	52 342	-2 340	4,90%
UK Government	07.09.2017	1,00	5 000	54 636	1 046,73	33	52 337	52 370	-2 299	4,90%
US Government	30.06.2017	0,62	10 800	88 468	800,92	135	86 500	86 635	-1 968	8,11%
US Government	30.11.2016	0,87	10 000	87 347	801,48	234	80 148	80 383	-7 199	7,52%
Summa värdepappersportfölj				1 036 081		11 849	1 029 874	1 041 723	-6 206	97,49%
Disponibel likviditet				27 826		0	26 860	26 860	-966	2,51%
Summa andelskapital				1 063 907		11 849	1 056 735	1 068 584	-7 172	100,00%

Nyckeltal

Effektiv underliggande avkastning 2,12% Duration* 3,75

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

** Siffrorna i 1 000 NOK.

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

Värdepapper är värderade till marknadskurs 30/9.2016.

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



Vänder blicken utanför Europa

SKAGEN Credit SEK

De bästa obligationerna från den globala fruktträdgården

- › Positivt kvartal för fonden.
- › EUR- och GBP-obligationer har blivit dyra.
- › Fondens breda mandat gör att vi kan placera i de bästa värdepappren globalt.

1	2	RISK	4	5	6	7
Startdatum	30 maj 2014					
Avkastning sedan start	-0,02%					
Förvaltningskapital	44 milj SEK					
Antal fondsparare	63					

AVKASTNING, %	Q3/-16*	12 M*
SKAGEN Credit	2,49	6,34
OMRX-TBILL	-0,19	-0,59

* Per 30 september 2016.



PORTFÖLJFÖRVALTARE

Ola Sjöstrand och Tomas Nordbø Middelthon

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

Fonden noterade ett bra tredje kvartal då nästan alla våra obligationer steg i värde. Nervositeten på marknaden kring Brexitomröstningen i juni gav i juli vika för en växande optimism. Skiftet i sentiment gjorde att räntespreadarna på de flesta företagsobligationer krympte, med följden att priserna steg.

Både Europeiska centralbanken och Bank of England har börjat köpa företagsobligationer i ett försök att få ner företagets kostnader för att låna på obligationsmarknaden. Det kommer att hjälpa företag hitta billig finansiering och ge en skjuts åt ekonomin.

En följd av stödköpen är dock att obligationer utgivna i euro och brittiska pund felprissätts eftersom de vanliga marknadskrafterna sätts ur spel. I vissa fall påverkar åtgärderna förhållandet mellan risk och avkastning. Obligationerna som stödköps väljs nämligen enbart utifrån geografiska kriterier (obligationer utgivna i euroområdet respektive Storbritannien), utan hänsyn till om företagets kreditkvalitet förbättras eller försämrats.

Fördelar med brett mandat

Att det finns färre attraktiva investeringsmöjligheter på marknaden för företagsobligationer i euroområdet gör det svårt att få en avkastning som kompenserar för risken. Obligationer i andra valutor som har samma risk ger i många fall högre ränta. Men SKAGEN Credit har ett investeringsmandat som gör att vi kan placera i en mängd olika valutor och länder. Alltså kan vi välja de värdepapper som ger bäst riskjusterad avkastning och därför har vi minskat andelen euroobligationer i portföljen. På sistone har det nämligen varit lättare att hitta attraktiva USD-obligationer, och nu ser till och med vissa obligationer i skandinaviska valutor mer lockande ut.

Större köp och försäljningar

Under kvartalet sålde vi vår euroobligation i Volkswagen och tog hem en fin vinst på investeringen. Uppmärksamheten kring dieselskandalen i början på året gjorde att obligationerna handlades till nivåer som inte var i linje med den faktiska risken. Nu när mycket av osäkerheten är borta har felprissättningen i hög grad korrigerats och vi valde därför att gå ur positionen.

Vi sålde också vårt innehav i den amerikanska kosmetikajätten Avon när företaget börjat köpa tillbaka sina egna obligationer till attraktivt pris.

Även dollarobligationen från nigerianska Diamond Bank fick lämna portföljen. Det instabila och oförutsägbara ekonomiska läget i Nigeria har gjort att priset på Diamond Banks obligationer nu är mindre korrelerat till bankens kreditkvalitet och i stället styrs för mycket av andra faktorer.

En del av behållningen från dessa avyttringar användes för att köpa en dollarobligation utgiven av den tyska bilkomponentstillverkaren Schaeffler. Företagets organisationsstruktur gjorde att dess starka kreditkvalitet tidigare var delvis dold eller åtminstone inte glasklar. Men redan i september – ungefär ett år tidigare än vi hade räknat med – klagade Schaeffler situationen och fick genast sitt kreditbetyg höjt.

Utsikter

Centralbankernas åtgärder i euroområdet och Storbritannien har gjort det svårare att hitta investeringsmöjligheter bland företagsobligationer i euro och pund. Betyder det att företagsobligationer generellt kommer att ge sämre avkastning framöver? Det finns förstås inget enkelt svar på den frågan, men en sak som är viktig att känna till är om den fond man väljer har möjligheten att placera på obligationsmarknader utanför Europa. Företagsobligationer i USD, CAD, AUD eller till och med NOK och SEK ger just nu högre avkastning och är enkelt tillgängliga.

I SKAGEN Credit har vi möjlighet att handplocka de obligationer som ger bäst riskjusterad avkastning – oavsett geografi, valuta, sektor och kreditbetyg. Det gör att vi har ett bra utgångsläge för att kunna skapa god avkastning åt våra kunder även i framtiden.

VÄRDEPAPPERSPORTFÖLJ SKAGEN CREDIT PER 30 SEPT 2016

SKAGEN CREDIT SEK	Antal andelar i tusental		SEK	%
SKAGEN Credit	384		43 623	99,13
Likviditet			384	0,87
Summa Andelskapital			44 007	100,00

Valutasäkringsgrad 96,44%, ägarandel av SKAGEN Credit 14,08%. SKAGEN Credit SEK/NOK/EUR är matarfonder som investerar sina tillgångar i huvudfonden (master fund) som tillvaratar alla portföljinvesteringar. Följande är en överblick av SKAGEN Credits huvudfonds portfölj.

SKAGEN CREDIT MASTER FUND, NOK	Valuta	Förfallodatum	Andelar	Kupong, procent	Marknadsvärde, NOK	Andelar av fonden
Värdepapper						
Gazprom OAO	USD	11.04.2018	900	8,15	8 058	2,80
Petrobras Global Finance BV	USD	01.03.2018	600	5,88	4 981	1,73
Petrobras Global Finance BV	USD	20.01.2020	300	5,75	2 494	0,87
Seadrill Ltd	USD	15.09.2017	700	6,13	2 446	0,85
Petrobras Global Finance BV	USD	27.01.2021	200	5,38	1 600	0,56
Summa Energi					19 580	6,79
Glencore Canada Financial Corp	GBP	27.05.2020	500	7,38	6 194	2,15
INEOS	EUR	01.05.2023	600	4,00	5 494	1,91
Glencore Funding LLC	USD	30.05.2023	600	4,13	4 840	1,68
Glencore Funding LLC	USD	29.04.2019	500	3,13	4 073	1,41
Summa Råvaror					20 601	7,15
Color Group AS	NOK	18.09.2019	9 000	6,33	9 422	3,27
Schaeffler Finance BV	USD	15.05.2023	1 100	4,75	9 171	3,18
DSV A/S	DKK	18.03.2022	6 000	1,66	7 366	2,56
Tallink Group AS	NOK	18.10.2018	6 000	6,00	6 318	2,19
Stena AB	EUR	01.02.2019	620	5,88	5 861	2,03
Norwegian Air Shuttle AS	EUR	11.12.2019	500	7,25	4 780	1,66
Heathrow Funding Ltd	GBP	20.03.2020	300	6,00	3 693	1,28
Heathrow Funding Ltd	GBP	10.09.2018	300	6,25	3 414	1,18
Bombardier Inc	USD	16.03.2020	400	7,75	3 294	1,14
Bombardier Inc	USD	14.10.2022	400	6,00	2 961	1,03
Noble Group Ltd	USD	29.01.2020	350	6,75	2 297	0,80
Norwegian Air Shuttle AS	NOK	03.07.2017	2 000	4,76	2 004	0,70
PostNL NV	GBP	14.08.2018	168	7,50	1 976	0,69
Summa Kapitalvaror, service och transport					62 558	21,71
Best Buy Co Inc	USD	15.03.2021	900	5,50	7 994	2,77
Jaguar Land Rover Automotive Plc	GBP	01.03.2023	600	3,88	6 471	2,25
Samvardhana Motherson Automotive	EUR	15.07.2021	600	4,13	5 521	1,92
Fiat Finance & Trade SA	EUR	15.03.2018	400	6,63	3 990	1,38
Samvardhana Motherson Automotive	USD	16.12.2021	400	4,88	3 344	1,16
Fiat Chrysler Finance Europe	EUR	22.03.2021	300	4,75	3 007	1,04
Summa Intäktsberoende konsumtionsvaror					30 326	10,53
JBS Investments GmbH	USD	28.10.2020	900	7,75	7 787	2,70
Cosan	USD	14.03.2023	700	5,00	5 482	1,90
Safeway Ltd	GBP	10.01.2017	400	6,00	4 376	1,52
Lennar Corp	USD	17.06.2019	500	4,50	4 227	1,47
Summa Defensiva konsumtionsvaror					21 873	7,59
Insurance Australia Group Ltd	GBP	21.12.2026	800	5,63	8 635	3,00
Länsförsäkringar Bank AB	SEK	27.04.2026	9 000	1,81	8 632	3,00
Danske Bank AS	GBP	29.09.2021	600	5,38	6 612	2,29
Amlin Plc	GBP	18.12.2026	600	6,50	6 555	2,27
Bank of Baroda	USD	23.07.2019	750	4,88	6 442	2,24
Standard Chartered PLC	EUR	23.11.2022	400	3,63	3 963	1,38
Standard Chartered Bank	GBP	03.04.2018	200	7,75	2 342	0,81
Banco Est Rio Grande Sul	USD	02.02.2022	250	7,38	1 980	0,69
Summa Bank och finans					45 162	15,67
Rolta Americas LLC	USD	24.07.2019	400	-	380	0,13
Summa Informationsteknik					380	0,13
VimpelCom Holdings BV	USD	01.03.2022	850	7,50	7 672	2,66
Bharti Airtel International	USD	20.05.2024	700	5,35	6 259	2,17
Frontier Communications Corp	USD	15.09.2022	550	10,50	4 675	1,62
Bharti Airtel International	EUR	20.05.2021	400	3,38	3 956	1,37
Summa Telekom					22 563	7,83
BKK AS	NOK	22.05.2020	13 000	1,76	13 003	4,51
EDP Finance BV	USD	01.10.2019	1 400	4,90	12 193	4,23
Summa Nyttotjänster					25 196	8,74
American Tower Corp	USD	15.02.2019	300	3,40	2 502	0,87
Summa Fastigheter					2 502	0,87
Summa värdepappersportfölj					250 740	
IRS EUR 20180620	EUR	20.06.2018	3 000		-398	-0,14
IRS EUR 20210511	EUR	11.05.2021	600		-208	-0,08
IRS GBP 20180129	GBP	29.01.2018	1 200		-258	-0,09
IRS GBP 20230523	GBP	23.05.2023	400		-190	-0,07
IRS USD 20180620	USD	20.06.2018	3 500		-337	-0,11
IRS USD 20190820	USD	20.08.2019	2 000		-328	-0,11
IRS USD 20210622	USD	22.06.2021	1 000		-327	-0,12
IRS USD 20220927	USD	27.09.2022	1 500		-49	-0,02
IRS USD 20230905	USD	05.09.2023	1 000		-42	-0,02
Summa Derivater					-2 136	-0,74
Likviditet					39 553	13,72
Summa andelskapital					288 156	100,00



Med fokus på solida bolag

För SKAGEN Krona är ränterisken väldigt låg, och fonden är därmed inte utsatt för stor negativ påverkan om räntan stiger. Det vi som förvaltare istället fokuserar på är företagen och bankerna som står bakom de obligationer eller certifikat vi investerar i. Det absolut viktigaste för Krona är att de företag som vi lånar ut pengarna till också betalar tillbaka dem.

I Krona har vi en genomsnittlig löptid på lånen som är 0,7 år (per 30 september). Efter kreditkvaliteten är det här fondens viktigaste parameter. Det är också via löptiden vi ökar eller minskar risken i fonden, inte genom lägre kreditkvalitet.

Kreditkvalitet och löptid viktigast

Först gör vi en bedömning av kreditkvaliteten. Om allt står bra till och verksamheten även är förstärkt och dessutom relativt förutsägbar, då – först då – sätts den i relation till vad företaget betalar för ränta på sina lån i räntemarknaden. Ofta är räntan lägre på de allra kortaste löptiderna för att sedan stiga ju längre de blir. Värdet på lånen påverkas också mer vid ändringar ju längre de är. Det är alltså högre risk i längre lån.

Högre risk inget alternativ

För SKAGEN Krona har kvartalet inneburit ett oförtroet arbete med att hitta säkra räntepapper men som också kan ge en bra avkastning.

Just ”bra avkastning” är kanske svårt att förstå när fonden steg med 0,06 procent under tredje kvartalet. Det går absolut att uppnå högre avkastning, det är bara att investera i lite mer riskfyllda företag. Vi gör dock inte det. Det skulle också innebära att risken och därmed volatiliteten i fonden skulle öka. Att kunna fortsätta ge kunderna en stabil avkastning till låg risk är och förblir det viktigaste.

SKAGEN Krona

Tillsammans för bättre räntor

- › Eventuell höjd ränta inte ett bekymmer.
- › Obligationernas/certifikatens kreditkvalitet och löptid i fokus.
- › Fortsätter hålla risken nere.

RISK 2 3 4 5 6 7

Startdatum 29 juni 2007

Avkastning sedan start 21,0%

Förvaltningskapital 383 milj SEK

Antal fondsparare 297

AVKASTNING, % Q3/-16* 12 M*

SKAGEN Krona 0,06 0,10

OMRX-TBILL -0,19 -0,59

* Per 30 september 2016



PORTFÖLJFÖRVALTARE

Ola Sjöstrand och Elisabeth Gausel

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

Värdepapper	Förfallo- datum	Kupong, procent	Nominellt, NOK***	Kostnads- pris, NOK***	Marknads- kurs NOK	Upplösen ränta, NOK	Marknads- värde, NOK***	Marknads- värde till upplösen ränta, NOK***	Orealiserad vinst/ förlust, NOK***	Andelar av fonden
RÄNTEPAPPER MED RÖRLIG RÄNTA										
Finans										
Ikano Bank SE	01.02.2018	0,39	10 000	10 000	100,07	7	10 007	10 013	7	2,61%
Ikano Bank SE	29.04.2019	0,66	4 000	4 000	100,09	5	4 004	4 008	4	1,05%
Länsförsäkrings Bank AB	15.05.2018	0,30	18 000	18 068	100,53	7	18 096	18 102	28	4,72%
Nordea Bank AB	03.11.2016	1,16	18 000	18 175	100,12	34	18 022	18 056	-152	4,71%
Sparebank 1 SMN	29.10.2018	0,31	35 000	35 118	99,79	19	34 928	34 947	-191	9,12%
Sparebank 1 Nord-Norge	24.01.2019	0,21	10 000	9 859	99,42	4	9 942	9 946	84	2,60%
Sparebanken Vest	10.09.2018	0,04	18 000	17 874	99,13	0	17 843	17 844	-31	4,66%
Industri										
Arla Foods amba	04.06.2018	1,15	10 000	10 165	101,26	8	10 126	10 134	-39	2,64%
Fortum Värme	27.11.2017	0,12	20 000	20 000	100,00	2	20 001	20 003	1	5,22%
Skanska Financial Services AB	22.11.2016	1,30	15 000	15 076	100,19	21	15 029	15 050	-47	3,93%
Tele2 AB	15.05.2017	2,30	17 000	17 286	101,39	50	17 237	17 287	-49	4,51%
RÄNTEPAPPER MED FAST RÄNTA										
Industri										
Akelius	29.11.2016	0,00	17 000	16 997	99,98	-	16 997	16 997	0	4,44%
Arla Foods amba	16.11.2016	0,00	8 000	7 995	100,00	-	8 000	8 000	5	2,09%
Castellum AB	06.02.2017	0,00	7 000	6 995	99,96	-	6 997	6 997	2	1,83%
Castellum AB	11.11.2016	0,00	10 000	9 993	100,00	-	10 000	10 000	7	2,61%
Fabege AB	13.03.2017	0,00	7 000	6 991	99,85	-	6 989	6 989	-2	1,82%
Fabege AB	13.12.2016	0,00	10 000	9 985	99,97	-	9 997	9 997	13	2,61%
Hexagon AB	11.10.2016	0,00	18 000	17 988	100,00	-	18 000	18 000	13	4,70%
Indutrade	24.01.2017	0,00	25 000	24 984	99,93	-	24 982	24 982	-3	6,52%
Intrum Justitia AB	26.01.2017	0,00	11 000	10 997	99,95	-	10 995	10 995	-3	2,87%
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	23.11.2016	0,00	15 000	14 995	99,99	-	14 999	14 999	4	3,91%
Trelleborg Treasury AB	15.12.2016	0,00	17 000	16 997	100,01	-	17 001	17 001	5	4,44%
Volkswagen Finans Sverige AB	27.03.2017	0,00	15 000	14 984	99,83	-	14 974	14 974	-10	3,91%
Volkswagen Finans Sverige AB	27.10.2016	0,00	15 000	14 968	100,00	-	14 999	14 999	31	3,91%
Summa värdepappersportfölj				350 489		156	350 164	350 320	-325	91,44%
Disponibel likviditet				32 814		0	32 814	32 814	0	8,56%
Summa andelskapital				383 303		156	382 978	383 135	-325	100,00%
Nyckeltal										
Effektiv underliggande avkastning	0,24%		Effektiv avkastning till kunder*	0,14%		Duration**				0,16

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

Effektiv ränta är den genomsnittliga årliga avkastningen på ett räntepapper fram till det förfaller. Värdepapper är värderade till marknadskurs 30.09.2016. Obligationer och certifikat där det inte existerar "market-maker" kurser prissätts från tid till tid mot gällande yield-kurva.

Kurs per 30.09.2016

100,3852

Avkastnings- och riskredovisning

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

Per 30.09.2016	Hittills i år	Senaste året	Senaste 2 år	Senaste 3 år	Senaste 5 år	Senaste 10 år	Sedan start
SKAGEN Vekst A*	8,4%	13,8%	3,4%	9,0%	9,7%	4,1%	13,5%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	5,6%	11,6%	9,8%	14,4%	14,6%	7,1%	9,7%
SKAGEN Global A**	3,4%	13,5%	5,7%	10,3%	12,3%	6,5%	14,7%
MSCI World AC	8,1%	14,4%	11,2%	15,7%	15,5%	5,5%	4,7%
SKAGEN Kon-Tiki A****	13,8%	16,7%	2,7%	6,3%	7,0%	7,3%	13,5%
MSCI Emerging Markets	18,1%	19,4%	5,9%	9,4%	7,8%	5,6%	7,9%
SKAGEN m ² A	13,5%	18,0%	11,5%	13,6%			9,7%
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	12,3%	18,2%	17,3%	18,0%			15,0%
SKAGEN Focus A	14,8%	20,5%					-2,6%
MSCI World AC	8,1%	14,4%					-0,2%
SKAGEN Tellus A***	9,1%	7,4%	5,5%	8,4%	6,3%	5,7%	5,7%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR	12,4%	11,0%	12,3%	12,6%	5,3%	5,7%	5,7%
SKAGEN Credit SEK	6,0%	6,3%	-0,1%				0,0%
OMRX Treasury Bill Index	-0,5%	-0,6%	-0,3%				-0,2%
SKAGEN Krona	0,2%	0,1%	0,3%	0,7%	1,7%		2,1%
OMRX Treasury Bill Index	-0,5%	-0,6%	-0,3%	0,0%	0,4%		1,1%

Riskmått

Per 30.09.2016	SKAGEN Vekst A	SKAGEN Global A	SKAGEN Kon-Tiki A	SKAGEN Focus	SKAGEN m ²	SKAGEN Tellus A
TRADITIONELLA RISKMÅTT SENASTE 5 ÅR						
Standardavvikelse NAV	0,12	0,13	0,14			0,06
Standardavvikelse jämförelseindex	0,11	0,10	0,14			0,09
Tracking Error	0,06	0,05	0,05			0,06
Beta	0,96	1,12	0,99			0,56
Active share*****	92%	92%	92%	98%	94%	

Riskjusterad avkastning

Per 30.09.2016	SKAGEN Vekst A	SKAGEN Global A	SKAGEN Kon-Tiki A	SKAGEN Focus	SKAGEN m ²	SKAGEN Tellus A
TRADITIONELLA PRESTATIONSMÅTT SENASTE 5 ÅR						
Alfa	-0,04	-0,05	-0,01			0,03
Sharpe aritmetisk	0,72	0,88	0,44			0,89
Sharpe Ratio jämförelseindex	1,20	1,35	0,51			0,55
Informationskvot aritmetisk	-0,71	-0,55	-0,15			0,15

* Jämförelseindex före 1/1 2010 var OSEBX.

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

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

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

***** Active share per den 30/9 2016

ORDFÖRKLARING

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Konsistens är andelen månader med meravkastning i förhållande till index.

Returadress:
SKAGEN Fonder
Box 11
101 20 Stockholm



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

Besöksadresser

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

Postadress

Box 11, 101 20 Stockholm

Redaktion

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

Form: Werksemd

Framsidesbild: Michael Ancher, *To fiskere*, 1898. Målningen är manipulerad och tillhör Skagens Konstmuseer.

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

■ Hemmamarknad ■ Internationell marknad ■ Marknadsföringstillstånd

RISKINFORMATION

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

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