

MARKEDSRAPPORT

SKAGEN



TÅLMODIGHET LØNNER SEG

Det lysner i vekstmarkedene og verdiaksjer er på vei tilbake

Starten på et spennende år

2017 er så vidt i gang, men har allerede gjort seg fortjent til en plass i historiebøkene.

Vi visste at dette året skulle handle mye om Donald Trump, Theresa May og andre politiske ledere. Den amerikanske presidentens evne til å lage trøbbel for seg selv viser seg større enn først antatt. Presidentens manglende grep om det republikanske partiet førte blant annet til at de ikke fikk gjennomført endringene i Obamacare, i hvert fall ikke i første runde, som var et av hovedpunktene i valgkampen. Det var lite populært i markedet, som sendte dyre amerikanske selskaper ned. Amerikanske selskaper har blitt vesentlig dyrere under Donald Trump, så selskapsplukking blir stadig viktigere. Også i Storbritannia begynner realitetene å synke inn, etter at statsminister Theresa May i slutten av mars aktiverte artikkel 50, og dermed startet den historiske prosessen med å melde øyriket ut av EU.

Man skulle tro at såpass viktige begivenheter også ga negativ gjenklang i fondene våre. Men den gode utviklingen som startet i fjor har fortsatt inn i 2017. Alle fondene har hatt solid oppgang hittil i år, og siste 12 måneder er 10 av 11 fond foran sine indekser. Selvfølgelig har markedsutviklingen spilt en viktig rolle. Vekstmarkedene fortsetter å prestere bedre enn de utviklede markedene. Samtidig vil jeg også trekke frem endringene som har skjedd i SKAGEN, både blant porteføljeforvaltere og øvrige ansatte. Blant annet har vi ansatt svært dyktige Øyvind Fjell som porteføljeforvalter i SKAGEN Vekst. Ikke bare har han et fint navn, han er også en svært dyktig og velrenommert forvalter. Han er blant annet nominert til beste nordiske forvalter av Morningstar. Vår første prioritet er å gi andelseierne best mulig risikojustert avkastning, og alle endringer og ansettelses vi gjør har kundeavkastning som viktigste mål.

For å kunne jobbe i SKAGEN er det en fordel å være glad i Stavanger. Byen er sentral i selskapets historie, og hovedkontoret ligger her. Mye av SKAGENS DNA er tuftet på rogalandsk jordnærhet, mot til å tenke stort, og skiftende vær, for å si det forsiktig. For meg personlig har både jobben og været overrasket på oppsiden.

Den amerikanske sentralbanken hevet renten som ventet i mars, men rentenivåene i vesten er fortsatt meget lave. I de fleste vestlige land har vi fortsatt negative realrenter. I Norge ble renten holdt uendret, og med en inflasjon her hjemme som er høyere enn det man nå får på innskuddskonto i bankene, taper man altså penger på å la de stå der. Selv om langsiktig sparing bør inneholde mye aksjer, forstår jeg at man ønsker å ha likvide midler tilgjengelig, men det finnes alternativer til bankkontoen. Sjekk ut våre rentefond, og snakk gjerne med en rådgiver om dette.



– Øyvind Schanke
Administrerende direktør



Foto: Bloomberg

22

Italias nest største bank, **Unicredit**, er et nytt selskap i SKAGEN Focus.



Foto: Bloomberg

12 + 18

Naspers kom sterkt tilbake i første kvartal. Aksjekursen avspeiler alene resultatet fra selskapets 34 prosents eierandel i kinesiske Tencent (på bildet). Det kom SKAGEN Kon-Tiki til gode i kvartalet.



Foto: Bloomberg

10 + 14 + 22

Sør-Koreas største bilprodusent Hyundai hadde et godt første kvartal og forvalterne i SKAGEN Kon-Tiki, SKAGEN Global og SKAGEN Focus har store forventninger til aksjen i 2017.

LEDER

Starten på et spennende år > 2
Øyvind Schanke

OM SKAGEN

Utvikling > 4
Avkastning- og risikomåling > 39

PORTEFØLJE-FORVALTERNES-BERETNING

INNLEDNING

Sterke aksjemarkeder i første kvartal > 5

AKSJEFOND

SKAGEN Vekst > 10
Frykten ga seg

SKAGEN Global > 14
Beholde perspektivet

SKAGEN Kon-Tiki > 18
Tålmodighet varer lengst

SKAGEN m² > 22
Vekstmarkedene løftet porteføljen

SKAGEN Focus > 26
Aksjemarkedene trosser en mur av bekymring

KOMBINASJONSFOND

SKAGEN Balanse 60/40 > 36

RENTEFOND

Makrokommentar > 30
Trump mot trenden

SKAGEN Tellus > 31
Trump-euforien på retrett

SKAGEN Credit > 32
God avkastning tross lavere risikonivå

SKAGEN Avkastning > 34
Hellas satte kursen

SKAGEN Høyrente > 36
En bra start

SKAGEN Høyrente Institusjon > 38
Ingen rente-overraskelser i sikte

SKAGEN søker etter beste evne å sikre at all informasjon gitt i denne rapporten er korrekt, men tar forbehold for eventuelle feil og utelatelser. Uttalelsene reflekterer porteføljeforvalternes syn på ett bestemt tidspunkt, og dette synet kan endres uten varsel.

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

Utvikling

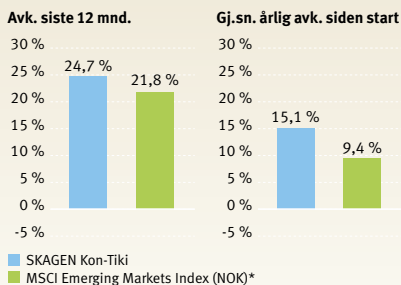
Tabellene viser avkastningen i SKAGENS fond målt mot referanseindeksene. Med mindre annet er oppgitt er alle avkastningstall i denne markedsrapporten knyttet til klasse A, og oppgis etter fradrag for gebyrer. Tall per 31. mars 2017.

Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning. Fremtidig avkastning vil blant annet avhenge av markedsutviklingen, forvalters dyktighet, fondets risiko, samt kostnader ved tegning og forvaltning. Avkastningen kan bli negativ som følge av kursstap.

■ Aksjefond ■ Rentefond

SKAGEN KON-TIKI

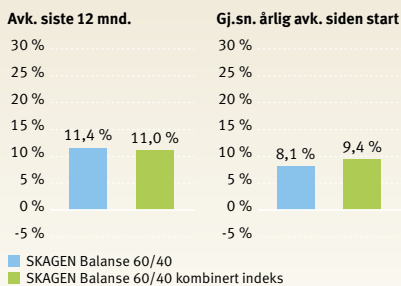
Forvaltere: Knut Harald Nilsson
Start: 5. april 2002



* Før 1.1.2004 var indeks MSCI World (NOK)

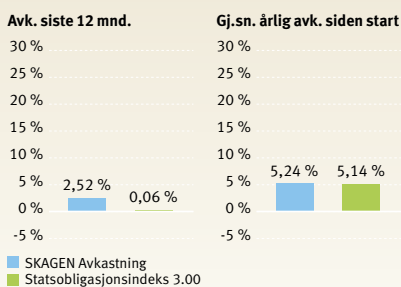
SKAGEN BALANSE 60/40

Forvalter: Beate Bredesen
Start: 29. februar 2012



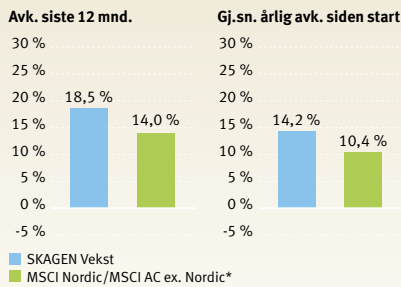
SKAGEN AVKASTNING

Forvalter: Jane Tvedt
Start: 16. september 1994



SKAGEN VEKST

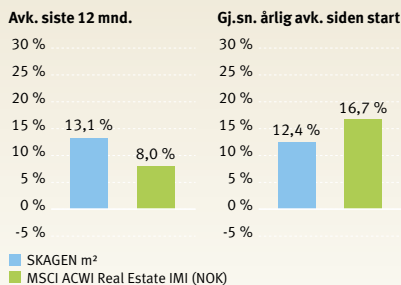
Forvaltere: Geir Tjetland
Start: 1. desember 1993



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

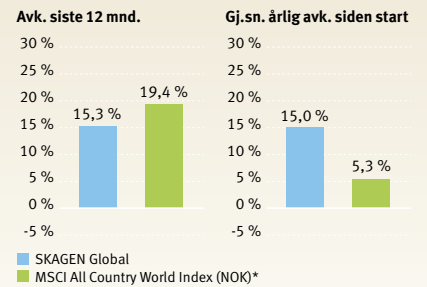
SKAGEN m²

Forvalter: Michael Gobitschek
Start: 31. oktober 2012



SKAGEN GLOBAL

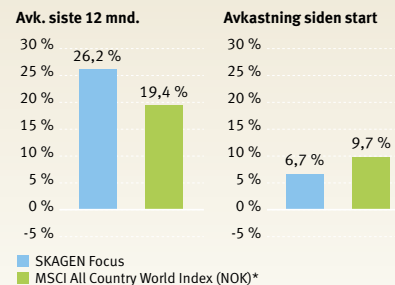
Forvalter: Knut Gezelius
Start: 7. august 1997



* Før 1.1.2010 var indeks MSCI World (NOK)

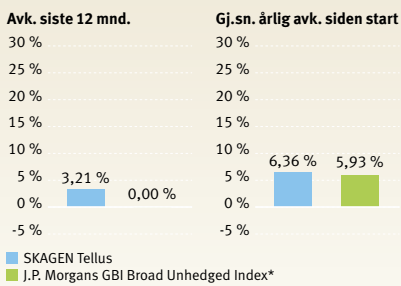
SKAGEN FOCUS

Forvalter: Filip Weintraub
Start: 26. mai 2015



SKAGEN TELLUS

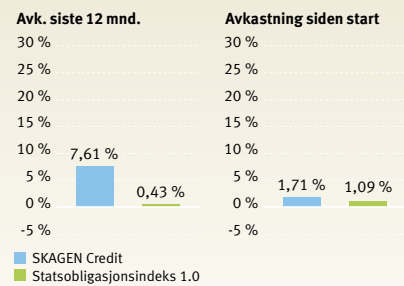
Forvalter: Jane Tvedt
Start: 29. september 2006



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

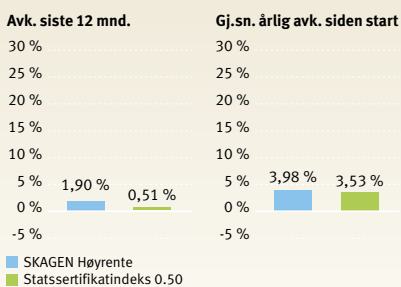
SKAGEN CREDIT NOK

Forvalter: Ola Sjøstrand
Start: 30. mai 2014



SKAGEN HØYRENTE

Forvalter: Elisabeth Gausel
Start: 18. september 1998



SKAGEN HØYRENTE INSTITUSJON

Forvalter: Elisabeth Gausel
Start: 14. mars 2003

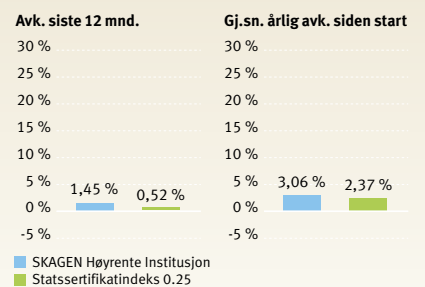


Foto: Bloomberg



Hyundais aksjekurs har beveget seg sidelengs de siste to årene, men i første kvartal skjøt aksjen fart. Nå tror vi at Hyundai kan tenne på alle sylindrene resten av året.

Foto: Bloomberg



Sør-Korea er et viktig land for SKAGEN. Det er ventet viktige reformer etter valget i mai.



Opp eller ned? Noen mener tiden er moden for en korreksjon, andre at det er muligheter for ytterligere vekst i fremtiden.

Porteføljeforvalternes beretning

Innledning

- › Første kvartal var sterkt både i utviklede markeder og i vekstmarkeder, og bare energisektoren hang etter.
- › Aksjefondene kunne ved utgangen av kvartalet vise til en avkastning på mellom 3,7 prosent (SKAGEN m²) og 12,8 prosent (SKAGEN Kon-Tiki).
- › Det var spesielt tre temaer som har opptok oss i første kvartal:
 - 1) Veien videre i aksjemarkedet, gitt vekst og inntjeningsutsikter
 - 2) Introduksjonen av aksjesparekonto i Norge senere i år
 - 3) Vekstmarkedsreformer, og da spesielt i Sør-Korea – som vi besøkte i kvartalet
- › Husk spareregel nummer én: Det lønner seg alltid å være langsiktig

Sterke aksjemarkeder i første kvartal

Første kvartal ble meget sterkt, både i utviklede og fremvoksende markeder. Alle våre aksjefond og rentefond leverte god avkastning. Aksjefondene kunne ved utgangen av kvartalet vise til en avkastning på mellom 3,7 prosent (SKAGEN m²) og 12,8 prosent (SKAGEN Kon-Tiki).

– Alexandra Morris
Investeringsdirektør

Ser vi på utviklingen i de enkelte sektorene, var det bare energisektoren som leverte negativ avkastning i perioden – og da i utviklede markeder. Dette tynget den norske børsen, som stod på stedet hvil.

Gitt den gode starten på året, er det verdt å gjøre seg noen refleksjoner rundt utviklingen videre. Det er spesielt tre temaer som har opptatt oss i løpet av årets tre første måneder. Det første er selvfølgelig utviklingen i aksjemarkedet framover. Det andre er introduksjonen av aksjesparekonto, som kommer senere i år. Det siste temaet er vekstmarkedsreformer og da spesielt i Sør-Korea.

Opp – eller ned?

For å ta det første punktet først, så må vi innrømme at dette er et vanskelig tema. Sannheten er at ingen vet hvordan aksjemarkedet vil bevege seg på kort sikt, selv ikke forvaltere med lang erfaring.

I skrivende stund strides de lærde. Noen mener at åtte år med mer eller mindre uav-

brutt oppgang siden finanskrisen er lenge nok, og at tiden er moden for en korreksjon. Andre peker på at den underliggende veksten i verdensøkonomien er sterk, noe som gir grobunn for videre oppgang i tiden som kommer.

Vi kan ganske enkelt liste opp flere grunner for begge syn – både opp og ned.

Hva kan få markedet til å falle tilbake?

1. Det amerikanske aksjemarkedet har steget i en nesten rett linje siden bunnen i 2009. Det er den nest lengste uavbrutte oppgangen noensinne. Markedet er klar for en korreksjon.

2. Aksjemarkedet har steget mer enn resultatene til selskapene. Ergo har aksjer blitt dyrere målt på nøkkeltallet P/E (pris/inntjening per aksje). Det amerikanske markedet har ikke vært så dyrt siden IT-boblen rundt årtusenskiftet.

3. «Alle» er positive til markedet. Den amerikanske volatilitetsindikatoren VIX, også kalt «fryktindeksen», har aldri vært så lav så

lenge. Med slike lave nivåer skal det lite til. En liten, negativ nyhet, og alle løper mot døren og vil selge seg ut av aksjer.

4. Den politiske situasjonen er betent mange steder i verden, og usikkerheten brer om seg. I Sør-Korea sitter den nylig avsatte presidenten i fengsel, og landet venter på nyvalg i neste måned. I Europa skaper Brexit og valget i Frankrike urolige forhold. Valg i Tyrkia og Iran byr også på usikkerhet. Og sist, men ikke minst, hva kommer Trump til å gjøre?

Hva kan så få aksjemarkedet til å stige videre?

1. Selv om summen av alle børsnoterte selskaper i verdensindeksen når nye høyder, er fortsatt gjennomsnittet av selskapene 26 prosent mindre verdt enn de var på sine egne toppnoteringer. Det er derfor nok av selskaper som ikke har deltatt i den brede oppgangen, og som vil bidra til at aksjemarkedet når nye høyder. Aksjemarkedet er altså et paradys for aktive forvaltere som leter etter gode enkelt-selskaper.



2. De fleste økonomiske indikatorer viser sterk underliggende utvikling. Arbeidsledigheten faller, optimismen stiger, og det gjør konsumet også. En kan dermed anta at selskapenes inntjening vil øke og «ta igjen» aksjekursene. Med andre ord er ikke aksjer så dyre som de ser ut til.

3. Den lave fryktindeksen er et tegn på at solen faktisk skinner igjen i verdensøkonomien. Både fremvoksende og utviklede markeder er sterke.

4. Og politikken? Si meg en gang det ikke har vært usikkerheten i verdenspolitikken. Eurokrisen, invasjonen på Krim-halvøya, Kim Jong-Un's stadige prøvesprengninger i Nord Korea...

Konklusjonen er at ingen vet noe om veien videre i det korte løp. På lang sikt, derimot, viser historien at markedet skal videre opp, enten det kommer en korreksjon i nær framtid eller ikke.

Dette bør vi huske på nå, når aksjesparekonto kommer til sommeren.

Aksjesparekonto og psykologi

Dette leder oss videre til det neste punktet som har opptatt oss. Når aksjesparekonto blir introdusert, er det viktig å huske på at utallige akademiske studier viser at fondskunder har en tendens til søke mot de fondene som har gått best den siste tiden. Dette er en menneskelig tilbøyelighet som blir forsterket av fondsranjeringer og media, og er et trykk som sikkert ikke vil bli mindre med aksjesparekonto.

Det vil med sikkerhet ikke mangle på dem som oppfordrer langsiktige sparere til å kjøpe og selge fondsandeler og aksjer basert på «velmente» råd. Det er derfor viktig å huske på at hensikten med innføring av aksjesparekonto er å stimulere til mer sparing i aksjer og aksjefond – ikke mer handel.

Aksjesparekonto er ment å samle dine aksjefond og børsnoterte aksjer på en egen konto uten å utløse skatt på gevinsten ved fondsbytter og aksjebytter. Det er først når du tar ut mer penger av kontoen enn det du opprinnelig har satt inn, at du må betale skatt.

Reglene åpner for at tidligere gevinster kan overføres til den nye kontoen i løpet av 2017 uten beskatning.

Vi forstår godt ønsket om å søke de beste fondene, eller trangen til å forsøke å unngå de dårligste dagene i aksjemarkedet, noe som ofte er verre følelsesmessig enn å ikke være med på de beste dagene.

Utfordringen er at de dårligste dagene ofte kommer samlet og er minst like vanskelig å identifisere som de beste dagene. Men husk at det er en nesten helt umulig oppgave å spå disse dagene, og det lønner seg derfor å bli sittende i det lange løp – uten å handle for mye inn og ut.

Det er derfor viktig å ikke la redsel eller grådighet ta overhånd. Ved å gi etter for tilbøyeligheter som å søke til de fondene som har gitt den beste avkastningen den aller siste tiden, eller å forsøke å treffe topper og bunner, kan tidspunktet for investeringene bli påvirket og mindre optimalt. Resultatet kan bli dårligere avkastning enn det et fond har levert over tid. Eksempelvis har SKAGEN

Vekst siden 1993 gått opp 2130 prosent, en formidabel avkastning som kunne blitt mye lavere med handel og dårlig timing.

SKAGEN vil selvfølgelig tilby aksjesparekonto til våre kunder, og vi oppfordrer alle til å opprette en konto. Og husk vår spareregul nummer én; det lønner seg alltid å være langsiktig, og mange kortsiktige handler kan redusere den langsiktige avkastningen for deg som sparer.

Det endelige regelverket foreligger i juni måned, og vi vil oppdatere deg med våre forslag når den tid kommer. Har du spørsmål om ordningen, håper jeg du tar kontakt med oss allerede i dag.

Vekstmarkedsreformer og Sør-Korea

Det siste av temaene som har opptatt oss i første kvartal er et tema vi mener vil være med på å gi våre andelseiere store gevinster fremover.

Nøkkelordet er reformer. Vekstmarkedene byr på mange spennende investeringsmuligheter, og verdsettelsene er fortsatt lave sammenlignet med de utviklede markedene, etter flere år med fallende inntjening på grunn av høy kostnadsinflasjon og lavere etterspørsel. Nå er kostnadene i selskapene på vei ned, etterspørselen på vei opp, og dette er totalt sett svært positivt for selskapene. Vi sa ved inngangen til året at vi trodde 2017 ville være et vekstmarkedsår. Foreløpig stemmer det.

I tillegg til den generelle bedringen i de underliggende økonomiske forholdene, vil det hjelpe at det foregår reformer i flere av de store vekstmarkedslandene, som India

og Kina.

Et viktig land for SKAGEN er Sør-Korea, som har reformer på agendaen. Vi har på vegne av våre kunder nesten 9 milliarder kroner investert i små og store virksomheter der.

I Sør-Korea er det skrevet ut nyvalg i mai, etter at presidenten ble avsatt.

SKAGEN hadde nylig to porteføljeforvaltere og meg selv på plass i Sør-Korea for å lære mer. Etter besøket synes det for oss som om det er i ferd med å skje et generasjonsskifte i mange av de største selskapene. Familiedrevne konglomerater, kjent som chaebols, synes å langsomt bevege seg i riktig retning, hva gjelder rettigheter til minoritetsaksjonærer og representasjonen i styrende organer. Denne utviklingen kommer etter politisk påtrykk, og kan bli enda sterkere etter valget.

Vi har allerede sett at vår største investering i Sør-Korea, elektronikk-selskapet Samsung, har hatt en fantastisk utvikling på børsen – både etter gode resultater i selskapet,

men også på grunn av store reformer innen eierstyring. Samsung har fortsatt en lang vei å gå, men har absolutt vært en spyspiss innen dette området. Dette legges merke til, også hos andre børsnoterte selskaper i Sør-Korea.

I SKAGEN er vi forsiktige optimister til utviklingen, men forventer at disse prosessene vil ta tid. En radikal omveltning er da heller ikke nødvendig for at våre fond skal dra nytte av de mer enn 20 års erfaring vi har med å investere i Sør-Korea og i de familiedrevne konglomeratene.

Chaebolene har vært en viktig driver av utviklingen i selskapene og landet siden andre verdenskrig, og i SKAGEN har vi likt at vi har kunnet dra nytte av fokuserte og sterke private eiere. En endring vil dog være til hjelp for å tiltrekke flere internasjonale investorer som ser dagens strukturer som vanskelige.

OVERSIKT OVER DE LENGSTE OPPGANGSPERIODER BASERT PÅ S&P 500

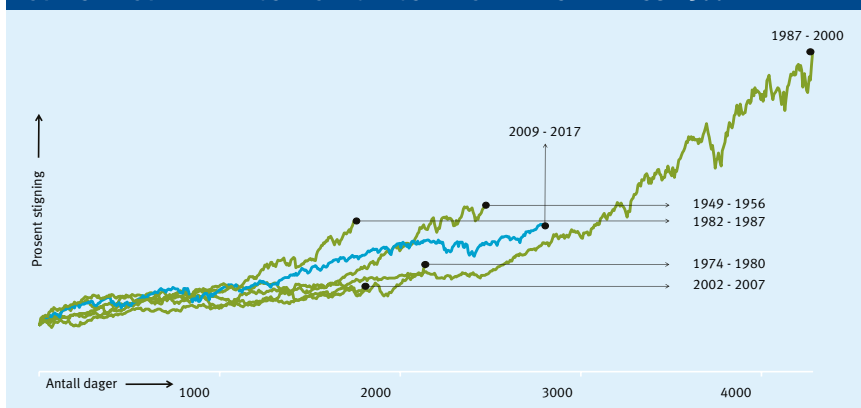




Foto: Bloomberg

Den sørkoreanske elektronikk-giganten Samsung Electronics ga sterke bidrag i såvel SKAGEN Vekst, SKAGEN Kon-Tiki og SKAGEN Global i kvartalet. Nylig lanserte de en imponerende ny versjon av flaggskipsmodellen Galaxy S8.



Foto: Bloomberg

En trader på Chicago-børsen (CBOE) følger utviklingen på skjermen nøye. VIX-indeksen – den såkalte ”fryktindeksen” har aldri vært så lav over en så lang periode som den er nå.



SKAGEN Vekst

Den smale sti til velstand

- › Samsung beste bidragsyter
- › Politisk frykt slapp taket
- › Økende interesse for verdiaksjer

1 2 3 4 RISIKO 6 7

Fondets startdato	1. desember 1993
Avkastning siden oppstart	2130,9 %
Gjennomsnittlig årlig avkastning siden start	14,2 %
Forvaltningskapital	7 890 mill NOK
Antall andelseiere	68 947

AVKASTNING	1.KV. 17*	12 M*
SKAGEN Vekst	7,4 %	18,5 %
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	6,6 %	14,0 %

* Per 31. mars, 2017



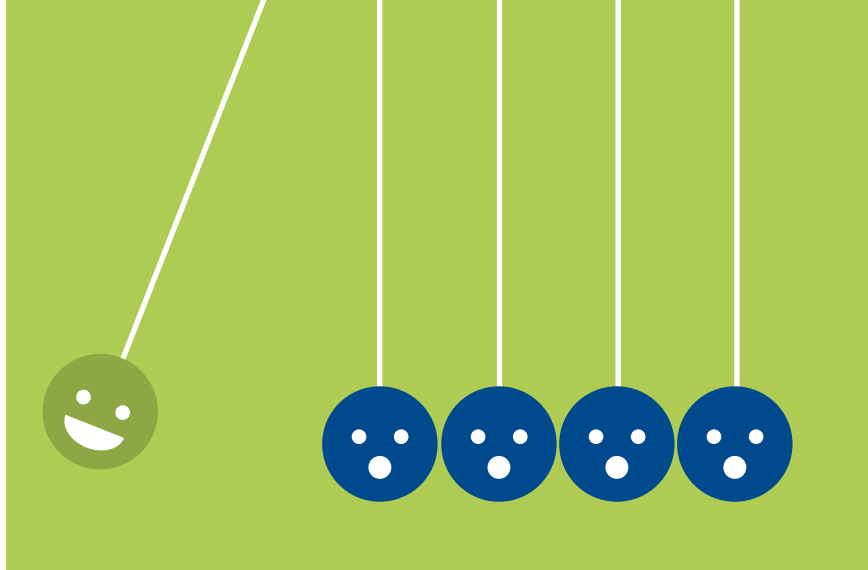
PORTEFØLJEFORVALTERE

Geir Tjetland, Ole Sjøberg* og Alexander Stensrud**

* Sluttet 1. april 2017.

** Junior porteføljeforvalter.

Syklister på stranden. 1894.
Av Einar Hein. Maleriet er manipulert og tilhører Skagens Kunstmuseer.



Frykten ga seg

Optimismen fortsatte inn i første kvartal, og tendensen er positiv. Særlig hvis interessen for verdiaksjer fortsetter og forventningene til økte renter styrkes.

Vi har lagt bak oss et kvartal med generelt god oppgang i de globale aksjemarkeder. Frykten som ble skapt rundt politiske valg under fjoråret slapp tidlig taket, og høstens optimistiske aksjemarkeder fortsatte inn i årets første kvartal. Uroen rundt årets politiske valg i Europa har latt vente på seg, dog ble mange beroliget av valgresultatet i Nederland.

SKAGEN Vekst hadde i første kvartal en avkastning på 7,42 prosent, noe bedre enn referanseindeksens 6,63 prosent.

SKAGEN VEKST 1. KVARTAL 2017 (% AV FORVALTNINGSKAPITALEN)

De 5 største positive bidragsytere

Samsung Electronics	1,13%
Norsk Hydro	0,88%
Golden Ocean Group	0,83%
Continental	0,71%
Volvo	0,58 %

De 5 største negative bidragsytere

Norwegian Air Shuttle	-0,92%
Hennes & Mauritz AB	-0,33%
Gazprom OAO	-0,20%
Cal-Maine Foods	-0,16%
Lundin Petroleum	-0,07%

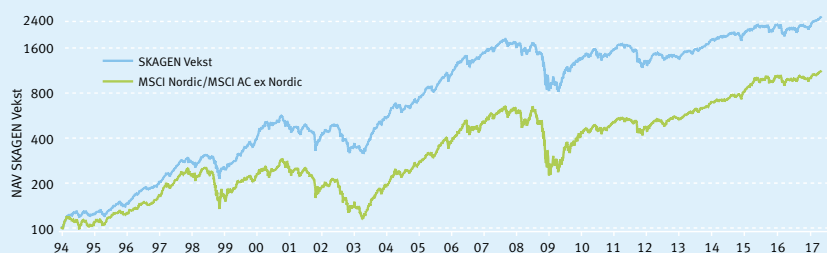
5 største kjøp

Novo Nordisk	2,19%
Teva Pharmaceutical Industries	1,59%
Borr Drilling Ltd	1,19%
Gazprom OAO	1,15%
Fujitec	0,97%

5 største salg

SAP	-3,26%
Norsk Hydro	-2,25%
Samsung Electronics	-1,81%
Danske Bank	-1,41%
Medistim	-0,83%

KURSHISTORIKK SKAGEN VEKST



* Investeringsmandatet endret 1.1 2014. Mer informasjon på side 39. Før 1.1.2010 var indeks OSEBX



Norsk Hydro ble igjen en topp bidragsyter for fondet, og hovedårsaken var stigende aluminiumspris. Bildet er tatt fra Hydros anlegg Høyanger, en av de første aluminiumsfabrikkene i Norge.

Selskapene som bidro mest

Fondets beste bidragsyter i første kvartal ble velkjente Samsung, etter en kursoppgang på 12 prosent i lokal valuta. Dette skjer i en periode med stor politisk uro, samt fengsling av selskapets leder grunnet koblinger til den avsatte presidenten. Oppgangen skyldes økte forventninger til bedret selskapsstyring, økt lønnsomhet i halvlederdivisjonen, samt lanseringen av det nye flaggskipet – telefonen Galaxy S8. Vi har benyttet denne perioden med økte forventninger til å redusere posisjonen noe.

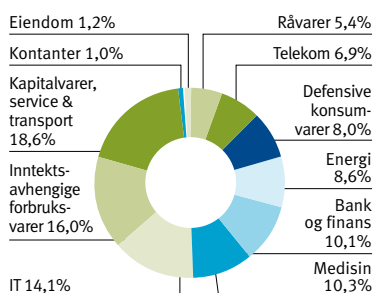
Fondets posisjon i Golden Ocean ble etablert for rundt et år siden, da selskapet måtte refinansieres. Selskapet fikk da noen års pusterom i påvente av at ratenivå, så vel som skipsverdier, skulle løfte seg fra historisk lave nivåer. Utover høsten så vi de første tegnene på dette, og senere har det strammet seg ytterligere til. Aksjen steg hele 58 prosent i første kvartal. Da selskapet foretok en nyemisjon for å finansiere kjøpet av fjorten skip fra Quintana Shipping, opprettholdt vi vår eierandel. Ordreboken for bestilling av nye skip er på historisk lave nivåer, noe som vil føre til videre oppgang i skipsverdier som er på vannet.

Norsk Hydro ble igjen en topp bidragsyter for fondet, og hovedårsaken var stigende aluminiumspris. Forventninger om ytterligere nedstenging av kapasitet i Kina er driveren bak dette. Gjennom kvartalet har vi redusert posisjonen betydelig, da mye av reprisingen er tatt ut.

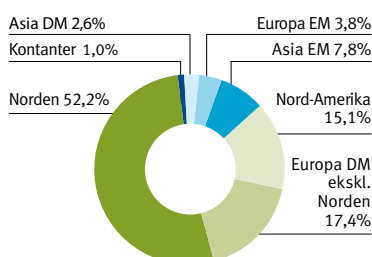
En av fondets beste bidragsytere siste fem år, Continental, revansjerte noe av fjorårets svake utvikling. Selskapet fortsetter stødig, med fem prosent årlig tilvekst samtidig som de kan vise til god lønnsomhet. Continental er nå fondets største investering, med i overkant av seks prosent av porteføljen. Vi tror selskapet evner å nå 50 milliarder euro i omsetning innen 2020, og ser fortsatt betydelig oppside i prisingen.

Av positive bidragsytere i fondet første kvartal må det også nevnes Ericsson, eBay og Sodastream.

BRANSJEFORDELING SKAGEN VEKST



GEOGRAFISK FORDELING SKAGEN VEKST



Dårligste bidragsytere

På den negative siden finner vi først og fremst Norwegian. Aksjekursen i flyselskapet var ned nesten 18 prosent i kvartalet. Dette skyldes hovedsakelig markedets frykt for selskapets evne til å betjene store finansielle forpliktelser knyttet til kjøp av noen hundre flymaskiner, samt prispresset på billetter som følge av økt kapasitet i Europa. Vi mener gjeldsbyrden er mer enn håndterbar, da særlig med tanke på fleksibiliteten selskapet har til å gjøre sale/leaseback på deler av flåten. Operasjonelt er vi stadig imponert, ikke minst over suksessen selskapet har oppnådd med langdistansesatsingen. Det er turbulent å være investert i Norwegian, men vi har ikke mistet troen på at selskapet skal kunne tjene 50 kroner per aksje to-tre år frem i tid.

Verdens nest største selger av klær, Hennes & Mauritz, ble også en negativ bidragsyter i fondet – med en nedgang på snau ti prosent. Selskapet har i en årrekke hatt negativ utvikling i bruttomarginen. Dette mener vi er i ferd med å stabiliseres, etter en forbedring de siste to kvartaler. Store varelagre, og dertil mye varer som må selges til rabatterte priser, er en bekymring, men vi tror selskapet er i ferd med å snu denne trenden og vil fortsette å vokse 10-15 prosent årlig med god lønnsomhet.



Foto: Bloomberg

Farmasiselskapet Teva ble tatt inn igjen i porteføljen i løpet av første kvartal. Vi mener at selskapet kan skape betydelige inntekter de neste årene og redusere gjelden.

Nye selskaper og poster vi har økt

Vi investerte i Fredriksens nye riggsatsing, Northern Drilling. Dette ut fra en tro på at stålprisene skal stige i tiden framover, med kjøp av nybygget West Mira, samt opsjon til å kjøpe et annet nybygg – Bollsta. Som vi har sett mange ganger tidligere i Fredriksen-selskaper, kan dette være starten på et nytt eventyr, og vi ser ikke bort fra at selskapet vil benytte dagens lave stålverdier til flere kjøp.

I tillegg har vi investert i et annet riggselskap, BORR Drilling. Dette selskapet har tatt neste steg ved å kjøpe hele jack-

up-flåten fra Transocean, og har med disse femten riggene allerede blitt en betydelig operasjonell aktør.

Farmasiselskapet Teva ble tatt inn igjen i porteføljen i løpet av første kvartal. Selskapet er nesten halvert i verdi siden starten av 2016, da investorer er frustrert over selskapets drift og ikke minst gjeldsøkning etter oppkjøp. Vi anser at Teva vil kunne generere fem milliarder dollar i kontantstrøm de neste årene, og dermed kunne redusere gjeldsbyrden med fire milliarder dollar pr år. Den største risikoen er knyttet til salg av multipel sklerose-produktet

Copaxone, og hvorvidt salget av dette produktet reduseres raskere enn hva vi tror.

Den japanske heisprodusenten Fujitec ble også kjøpt inn i løpet av kvartalet. Selskapet har i overkant av to prosent global markedsandel, men har først og fremst sin utbredelse i Asia. Vår investering i Fujitec skyldes først og fremst lav prising, sterk balanse, og ikke minst at selskapet prises til en brøkdel av sammenlignbare selskaper, som Kone og Schindler.

I løpet av kvartalet økte vi også posisjonene i Kia Motors og Gazprom.



Selskaper vi har solgt ut, og poster vi har redusert

Den kinesiske polysilikonprodusenten GCL-Poly Energy ble solgt helt ut av porteføljen. Den pågående handelskrigen mellom Kina og USA har kun skapt tapere, og selv om GCL-Poly Energy var best posisjonert til å utnytte det gunstige prisklimaet i Kina, materialiserte ikke dette seg i synlig inntjening. Dette var aldri noen stor posisjon i fondet, men nådde heller ikke tilfredsstillende avkastning.

Det norske selskapet Medistim ble også

solgt helt ut av porteføljen. Medistim har vært en solid bidragsyter i fondet, noe en firedobling siden sent 2012 vitner om. Selskapet er veldrevet og har gode produkter, men kursmålet vårt ble nådd, og pengene reinvestert i Novo Nordisk.

Det tyske selskapet SAP har lenge vært en stor posisjon i SKAGEN Vekst. Kursmålet vårt kom svært nært i løpet av vinteren, og vi har mer enn halvert posisjonen. I tillegg har vi redusert beholdningene i Volvo, ABB og Danske Bank av samme årsak.

Nå, ved inngangen til en lysere og varmere tid, prises SKAGEN Vekst-porteføljen til 1,3 ganger bokførte verdier og 13,6 ganger selskapenes inntjening, begge tall vesentlig lavere enn det generelle markedet. Som nevnt i forrige rapport, så vi gjennom fjoråret en tiltagende interesse for verdiaksjer på bekostning av tilvekstaksjer og såkalt stabile inntjeningsaksjer. Denne tendensen har delvis fortsatt inn i dette året, og kan forventes å fortsette – da særlig om forventninger til økte renter styrkes.

Verdipapir	Sektor	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Fordeling	Børs
Continental AG	Consumer Discretionary	252 000	139 867	475 003	335 136	6,02 %	Frankfurt
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Information Technology	35 000	209 126	431 576	222 450	5,47 %	Seoul
Carlsberg AS-B	Consumer Staples	505 000	325 613	400 399	74 786	5,07 %	Copenhagen
Norwegian Air Shuttle ASA	Industrials	1 500 000	253 455	354 750	101 295	4,50 %	Oslo
Citigroup Inc	Financials	650 000	232 211	336 793	104 581	4,27 %	New York
Kinnevik AB-B	Telecommunication Services	1 425 000	296 078	328 079	32 001	4,16 %	Stockholm
Hennes & Mauritz AB	Consumer Discretionary	1 250 000	324 719	274 680	-50 039	3,48 %	Stockholm
Ericsson LM-B SHS	Information Technology	4 700 000	358 266	269 730	-88 537	3,42 %	Stockholm
Novo Nordisk A/S-B	Health Care	900 000	270 863	267 427	-3 436	3,39 %	Copenhagen
Roche Holding AG-Genusschein	Health Care	106 000	229 901	233 313	3 412	2,96 %	Zürich
Norsk Hydro ASA	Materials	4 564 560	117 370	227 589	110 219	2,88 %	Oslo
Telia Co AB	Telecommunication Services	5 880 000	270 096	212 709	-57 387	2,70 %	Stockholm
Bonheur ASA	Energy	2 777 795	242 405	204 862	-37 543	2,60 %	Oslo
Golden Ocean Group Ltd	Industrials	3 080 000	92 828	200 970	108 142	2,55 %	Oslo
eBay Inc	Information Technology	690 000	137 899	200 889	62 990	2,55 %	NASDAQ
Volvo AB	Consumer Discretionary	1 500 000	126 899	189 919	63 019	2,41 %	Stockholm
Kia Motors Corporation	Consumer Discretionary	650 000	191 411	185 250	-6 161	2,35 %	Seoul
SAP SE	Information Technology	200 000	92 453	168 390	75 937	2,13 %	Frankfurt
Gazprom Oao ADR	Energy	4 100 000	168 035	157 513	-10 521	2,00 %	London
SKF AB - B Shares	Industrials	908 000	140 010	154 887	14 877	1,96 %	Stockholm
ABB Ltd	Industrials	750 000	98 982	150 665	51 683	1,91 %	Stockholm
Kemira OYJ	Materials	1 350 000	130 354	142 327	11 974	1,80 %	Helsingfors
SBI Holdings Inc	Financials	1 139 000	96 714	136 232	39 518	1,73 %	Tokyo
Swatch Group AG	Consumer Discretionary	44 000	115 141	135 253	20 112	1,71 %	Zürich
Philips Lighting NV	Industrials	550 000	108 892	134 634	25 742	1,71 %	Amsterdam
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	Health Care	420 000	118 796	116 506	-2 290	1,48 %	NASDAQ
Wilh. Wilhelmsen Holding ASA	Industrials	512 647	36 664	116 371	79 707	1,47 %	Oslo
Cal-Maine Foods Inc	Consumer Staples	363 497	144 702	115 566	-29 137	1,46 %	New York
Shire Plc-ADR	Health Care	75 000	116 398	113 009	-3 388	1,43 %	NASDAQ
Sberbank of Russia Pref	Financials	6 000 000	86 944	110 148	23 203	1,40 %	Moscow
Borr Drilling Ltd	Energy	3 000 000	89 139	104 250	15 111	1,32 %	Unlisted
Danske Bank A/S	Financials	350 000	50 984	102 876	51 891	1,30 %	Copenhagen
Catena AB	Real Estate	746 924	66 865	94 498	27 633	1,20 %	Stockholm
Koninklijke Philips NV	Industrials	325 000	66 191	89 555	23 364	1,14 %	Amsterdam
Northern Drilling Ltd	Energy	1 440 000	61 591	87 840	26 249	1,11 %	Unlisted
Golar LNG Ltd	Industrials	360 000	91 128	85 310	-5 817	1,08 %	NASDAQ
Sodastream International Ltd	Consumer Staples	202 946	45 516	83 412	37 896	1,06 %	NASDAQ
Danieli & Officine Meccaniche SpA	Industrials	527 390	67 936	74 587	6 652	0,95 %	Italia
Lundin Petroleum AB	Energy	421 000	41 505	73 353	31 849	0,93 %	Stockholm
H Lundbeck A/S	Health Care	180 000	34 483	72 070	37 587	0,91 %	Copenhagen
Fujitec Co Ltd	Industrials	750 000	72 494	70 631	-1 863	0,90 %	Tokyo
Credit Suisse Group AG	Financials	500 000	99 213	63 919	-35 295	0,81 %	Zürich
CF Industries Holdings Inc	Materials	210 000	43 701	52 888	9 187	0,67 %	New York
HitecVision AS	Financials	792 668	7 191	46 926	39 735	0,59 %	Unlisted
Strongpoint ASA	Information Technology	2 500 623	28 613	39 010	10 397	0,49 %	Oslo
Yazicilar Holding AS	Consumer Staples	654 669	22 383	31 554	9 171	0,40 %	Istanbul
Solstad Offshore ASA	Energy	2 417 853	105 713	28 410	-77 303	0,36 %	Oslo
Rec Silicon ASA	Energy	21 000 000	31 267	21 630	-9 637	0,27 %	Oslo
Goodtech ASA	Industrials	1 950 949	44 407	13 637	-30 770	0,17 %	Oslo
I.M. Skaugen SE	Industrials	1 500 000	18 232	10 650	-7 582	0,13 %	Oslo
PhotoCure ASA	Health Care	266 582	10 754	9 304	-1 450	0,12 %	Oslo
TTS Group ASA	Industrials	2 411 069	24 080	8 849	-15 232	0,11 %	Oslob
Sum verdipapirportefølje*			6 396 478	7 810 596	1 414 118	98,99 %	
Disponibel likviditet				79 680		1,01 %	
Sum andelskapital				7 890 276		100,00 %	

* Alle tall i 1 000 NOK.

NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE I SKAGEN VEKST (PER 31.03.2017)

Selskap	Postens størrelse	Kurs	P/E 2016	P/E 2017E	P/E 2018E	P/BV siste	Kursmål
Continental AG	6,0%	206	14,9	12,9	11,7	3,1	265
Samsung Electronics	5,5%	1 603 000	11,1	9,4	8,9	1,3	1 680 000
Carlsberg AS-B	5,1%	644	20,3	17,6	16,8	1,9	847
Norwegian Air Shuttle	4,5%	237	8,2	6,8	5,3	2,1	500
Citigroup Inc	4,3%	60	11,4	10,1	8,8	0,8	75
Kinnevik AB-B	4,2%	239	59,8*	39,8	37,3	0,9	295
Hennes & Mauritz AB	3,5%	229	20,3	15,3	13,5	6,2	400
Ericsson LM-B SHS	3,4%	60	103,1	25	15,2	1,4	75
Novo Nordisk	3,4%	240	15,9	14,9	13,5	13,3	325
Roche Holding	3,0%	256	17,1	16	14,2	10,4	350
Topp 10 vektet gjennomsnitt	42,7%		13,2	11,2	9,8	1,3	44%
Topp 35 vektet gjennomsnitt	89,0%		13,8	11,5	9,6	1,3	38%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic			16,6	14,9	13,5	2,2	

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

* Justert for utbytte

SKAGEN Global

En verden av muligheter

- › Dyriske drivkrefter råder på aksjemarkedet, men det er viktig å beholde perspektivet.
- › Vår high conviction-beholdning, Unilever, var den største bidragsyteren til absoluttavkastning.
- › Forsyningstjenester er upopulære, men vi gikk mot trenden med kjøp av spanske Red Electrica.

1	2	3	4	RISIKO	6	7
Fondets startdato	7. august 1997					
Avkastning siden oppstart	1447,1 %					
Gjennomsnittlig årlig avkastning siden start	15,0 %					
Forvaltningskapital	28 279 mill NOK					
Antall andelseiere	86 692					
AVKASTNING	1.KV. 17*	12 M*				
SKAGEN Global	6,8 %	15,3 %				
MSCI ACWI	6,8 %	19,4 %				

* Per 31. mars 2017



PORTEFØLJEFORVALTERE

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

Fra heden nord for Skagen, 1885 (Utsnitt). Av P.s. Krøyer, en av Skagenmalerne. Bildet tilhører Skagens Kunstmuseer.

Beholde perspektivet

SKAGEN Global hadde en avkastning på 6,8 prosent i kvartalet, i tråd med fondets referanseindeks. De tre største bidragsyterne til absoluttavkastning var Unilever, G4S og Samsung Electronics.

Det republikanske partiet i USA er nå i den sjeldne situasjonen at de har kontrollen over både Det hvite hus, representantenes hus og senatet på samme tid. Men vil dette virkelig være fasiten for ny global vekst og en ny gullalder for aksjemarkedet?

Mange markedsekspertene spår at tingene vil være annerledes denne gangen, med president Trump i førersetet. Med sin ambisiøse agenda om nedregulering, lavere skatt og oppfordring til hjemføring av store utenlandske kontantsaldoer, har president Trump angivelig sluppet løs "dyriske drivkrefter" i aksjemarkedet.

SKAGEN GLOBAL 1. KVARTAL 2017 (% AV FORVALTNINGSKAPITALEN)

De 5 største positive bidragsytere		5 største kjøp	
Unilever CVA	0,90%	Red Electrica	0,98%
G4S	0,80%	Hyundai Motor	0,90%
Samsung Electronics	0,77%	Golar LNG	0,44%
Roche Holding	0,62%	Novo Nordisk	0,09%
Akzo Nobel	0,45%	Dollar General	0,09%
De 5 største negative bidragsytere		5 største salg	
Teva Pharmaceutical Industries	-0,33%	Samsung Electronics	-1,37%
General Electric	-0,22%	Unilever CVA	-1,21%
AIG	-0,22%	G4S	-1,06%
Autoliv	-0,20%	AIG	-0,87%
NN Group	-0,14%	Comcast	-0,67%

KURSHISTORIKK SKAGEN GLOBAL



* Før 1.1.2010 var indeks MSCI World (NOK)



Mot strømmen

Vi i SKAGEN godtar ikke det som oppfattes som etablerte sannheter uten videre. Selv om vi ikke er politiske analytikere – og er klar over at det å forutsi Trump-administrasjonens innvirkning på det globale aksjemarkedet ligger utenfor våre evner – mener vi at det er grunn til å være avventende. Du husker kanskje at markedet hadde liknende frodige forventninger til George W. Bush-administrasjonen tidlig i 2001, da republikanerne i hovedsak også hadde kontroll over kongressen. I stedet opplevde vi i løpet av de neste åtte årene at dotcom-boblen sprakk, det ble avdekket selskapskandaler i Enron og WorldCom, som ironisk nok førte til mye strengere regelverk for forretningsvirksomhet, og til slutt den altødeleggende finanskrisen. I de påfølgende åtte årene, under en Obama-administrasjon der demokratene satt med mer av makten, så vi derimot et livlig aksjemarked, selv om mange eksperter hadde spådd at det motsatte ville skje under den formodentlig mindre markedsvennlige politiske ledelsen i Washington.

Denne historiske oppsummeringen er ikke ment som en politisk erklæring, vi ønsker bare å illustrere farene ved top-down-prognoser og viktigheten av å beholde perspektivet. Bare så det er klart: Vår ledestjerne fortsetter å være SKAGENs utprøvde investeringsfilosofi og bottom-up-aksjeplukking.

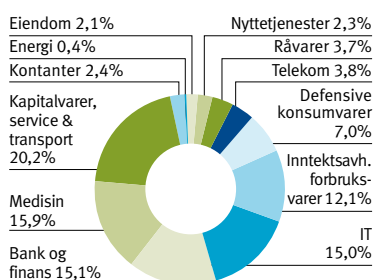
Tre nye posisjoner

Fondet gikk inn i tre nye selskap dette kvartalet. Først kom den koreanske bilprodusenten Hyundai Motor tilbake til porteføljen, etter et 18 måneders fravær. Den store kontantmengden i balanseregnskapet innebærer at bilproduksjonen er implisitt verdsatt til bare 1x P/E. I tillegg er de koreanske konglomeratene (chaebolene) under økende politisk press for å implementere tiltak for å bli mer aksjonærvennlige. Det er umulig å forutsi nøyaktig når endringer vil gi seg utslag i aksjekursen, men som langsiktige investorer med en tidshorisont på 3 til 5 år kan vi dra nytte av den attraktive verdsettelsen som dette resulterer i.

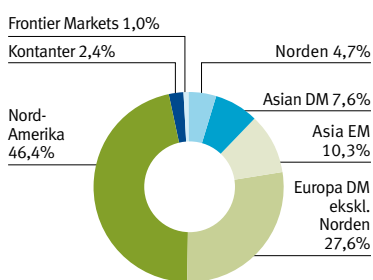
Videre investerte vi også i Red Electrica, et mellomstort spansk strømselskap. For tiden er sektoren alt annet enn populær, men vi gikk mot strømmen og kjøpte aksjer i selskapet, som har god inntjenings- og utbyttesynlighet og som er blitt hardt straffet i refleksjonshandelen i den senere tid.

Vi startet også en liten posisjon i Golar LNG, en global leverandør av transporttjenester for flytende naturgass (LNG), som bør dra fordel av at det startes opp flere eksportfasiliteter og bruk av en flytende LNG-terminal.

BRANSJEFORDELING SKAGEN GLOBAL



GEOGRAFISK FORDELING SKAGEN GLOBAL



NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE I SKAGEN GLOBAL (PER 31.03.2017)

Selskap	Postens størrelse, %	Kurs	P/E 2016E	P/E 2017E	P/BV siste	Kursmål
CK Hutchison Holdings	5,0	95,6	11,2	10,4	0,9	140
Roche	4,8	255,8	17,6	16,5	9,1	360
Unilever	4,8	46,6	24,7	22,6	8,1	52
Citigroup	4,6	59,8	12,7	11,5	0,8	70
Aig	4,4	62,4	15,9	12,8	0,8	90
General Electric	4,3	29,8	20,0	18,3	3,4	36
Microsoft	4,2	65,9	23,6	22,3	7,4	68
3M	4,0	191,3	23,4	22,2	11,1	230
Merck	3,9	63,5	16,8	16,7	4,4	76
Samsung Electronics	3,9	1 603 000	10,0	6,9	1,2	1 700 000
Topp 10 vektet gjennomsnitt	43,9		16,0	14,0	1,8	24%
Topp 35 vektet gjennomsnitt	90		15,6	14,5	1,7	29%
MSCI AC World			21,0	16,6	2,2	

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

Alle foto: Bloomberg



High conviction-selskap leverer

Det nederlandsk-britiske transnasjonale konsumvareselskapet Unilever har lenge vært en high conviction-positjon i SKAGEN Global på bakgrunn av den attraktive risk-reward-profilen for langsiktige investorer. Selskapet var fondets største beholdning (5,1 prosent vekt) midt i februar da den amerikanske næringsmiddelkjempen Kraft Heinz, støttet av den legendariske verdiinvestoren Warren Buffett, kom med et oppkjøpsforslag verdt 143 milliarder amerikanske dollar til Unilever. Styret i Unilever avviste dette tilbudet, som lå 18 prosent over sist omsatte aksjekurs. Det er verdt å merke seg at dette bare var et innledende bud for å få Unilever til forhandlingsbordet, og selskapets reelle underliggende verdi er åpenbart vesentlig høyere. Uansett er det gledelig å se at erfarne og vel ansatte globale investorer og ledende bransjeeksperter begynner å anerkjenne Unilever som et betydelig undervurdert selskap. Dette forblir et av fondets tre største beholdninger.

Overgår forventninger

Det koreanske teknologikonglomeratet Samsung Electronics fortsatte å overgå forventningene, og prisen på preferanseaksjene økte med 12 prosent i lokal valuta i løpet av kvartalet. I den senere tid har den politiske uroen, med pågrepelse av Samsung-konsernets visestyrer Jay Y. Lee og den avsatte sørkoreanske presidenten Park Geun Hye, fått store oppslag i internasjonale medier. Med tanke på fondets eksponering mot Korea mener vi det er viktig å holde et øre til bakken og stole på våre egne analyser. To av SKAGEN Globals porteføljeforvaltere besøkte derfor Korea ved forskjellige anledninger i februar og mars, for å få en bedre forståelse av det politiske landskapet, møte eksisterende porteføljeselskaper og se etter nye ideer. Vi ser fremdeles verdi i Samsung Electronics, men har nedskalert størrelsen da risk-reward-profilen er litt mindre overbevisende etter at prisen på preferanseaksjer omtrent doblet seg i løpet av 18 måneder.

Sterkt comeback

Etter et urolig 2016 med Brexit og (ubegrunnede) bekymringer har det globale sikkerhetsselskapet G4S gjort et sterkt comeback i 2017, med en økning i aksjeprisen på nesten 30 prosent i lokal valuta. Markedsbekymringer angående kutt i utbytte og en potensiell egenkapitalutstedelse ga seg, etter at G4S publiserte en solid årsrapport for 2016 som viser fremdrift i snuoperasjonen og lavere lånefinansiering. Vi har redusert beholdningen noe etter at aksjeprisen gikk fra et bunnivå på GBP 1,64 i juni 2016 til GBP 3,04 ved utgangen av mars 2017.



Fortsatt motgang

Blant de negative bidragsyterne finner vi det Israel-baserte farmasøytiske selskapet Teva, som opplevde fortsatt motgang i første kvartal. Det tapte enda en patentsak om sitt flaggskipprodukt, multippl sklerose-legemiddelet Copaxone. Den administrerende direktøren gikk av, og pristrykket fra amerikanske generiske legemidler forble sterkt. Etter en 11 prosent nedgang i lokal valuta omsettes aksjen nå på den amerikanske børsen for 6,7x 2018 P/E, 9,4x 2018 EV/EBITDA og 4,4 prosent utbytteavkastning. Det vil bli frigitt verdier hvis Teva kan avlaste netto gjeldsbyrden på 35 millioner dollar i det anstrengte balanseregnskapet.

Den amerikanske industrikjempen General Electric var også en sinke. Et utfordrende miljø i olje- og gassegmentet, kombinert med et tregt globalt makromiljø og middelmådig utførelse, la en demper på stemningen. Avslutningsvis rapporterte det amerikanske forsikringskonglomeratet AIG om enda en stor økning i sine reserver, og direktøren gikk av. Aksjen har gjort det bedre enn indeksen siden vi gikk inn i 2012, men har mistet litt futt i senere tid.



Tidløse prinsipper

9. mars markerte åtteårsdagen for bunnen av finanskrisen i den globale aksjemarkedet. Det er verdt å merke seg at MSCI AC World-indeksen har vist et resultat på ca. 290 prosent mellom 6. mars 2009 og 31. mars 2017. Vi anser markedstiming for å være nytteløst, men når vi ser på markedet i lys av våre verdiprinsipper, finnes det tegn på at mange aksjer har blitt budt opp til høye nivåer i denne flerårige oppgangen. Derfor vil SKAGEN Global fortsette å forvalte sine aktiva på en ansvarlig måte. Det betyr at vi vil stole på grunnleggende bottom-up-analyser for å finne feilprisede aksjer som tilbyr attraktiv verdi. Vi vil søke globalt for å finne de beste investeringsmulighetene. Vi vil gå mot strømmen hvis og når den rette muligheten oppstår. Og vi vil, som alltid, bruke våre tidløse prinsipper for verdiinvestering og sunn fornuft når vi setter sammen en fleksibel portefølje av ca. 40 undervurderte aksjer for langsiktige investorer.

Verdipapir	Sektor	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Fordeling	Børs
CK Hutchison Holdings Ltd	Industrials	13 387 098	1 212 599	1 416 746	204 147	5,01 %	Hong Kong
Roche Holding AG-Genussschein	Health Care	622 358	928 017	1 369 851	441 834	4,84 %	Zürich
Unilever NV-Cva	Consumer Staples	3 185 074	1 080 633	1 354 881	274 248	4,79 %	Amsterdam
Citigroup Inc	Financials	2 508 828	660 670	1 299 931	639 261	4,59 %	New York
American International Group Inc	Financials	2 333 001	760 663	1 251 459	490 796	4,42 %	New York
General Electric Co	Industrials	4 727 440	965 663	1 217 224	251 561	4,30 %	New York
Microsoft Corp	Information Technology	2 111 570	505 990	1 192 683	686 693	4,22 %	NASDAQ
3M Co	Industrials	679 340	972 796	1 121 927	149 131	3,96 %	New York
Merck & Co Inc	Health Care	2 047 710	944 925	1 115 764	170 839	3,94 %	New York
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Information Technology	88 705	215 467	1 093 800	878 333	3,87 %	Seoul
NN Group NV	Financials	2 890 306	622 564	808 778	186 214	2,86 %	Amsterdam
Medtronic Plc	Health Care	1 161 946	772 649	806 868	34 219	2,85 %	New York
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	Health Care	2 899 630	1 098 551	804 342	-294 209	2,84 %	NASDAQ
China Mobile Ltd	Telecommunication Services	8 487 990	818 019	799 147	-18 872	2,82 %	Hong Kong
Cap Gemini SA	Information Technology	1 001 919	681 658	795 722	114 063	2,81 %	Paris
G4S Plc	Industrials	20 928 729	599 886	686 098	86 212	2,42 %	London
Comcast Corp	Consumer Discretionary	2 117 719	473 707	682 750	209 043	2,41 %	NASDAQ
Alphabet Inc Class C	Information Technology	91 681	464 231	653 623	189 393	2,31 %	NASDAQ
Dollar General Corp	Consumer Discretionary	1 049 615	639 294	636 267	-3 027	2,25 %	New York
Carlsberg AS-B	Consumer Staples	787 337	544 224	624 256	80 032	2,21 %	København
Akzo Nobel NV	Materials	731 098	368 040	520 075	152 036	1,84 %	Amsterdam
Kingfisher Plc	Consumer Discretionary	10 814 178	411 612	379 931	-31 681	1,34 %	London
Cms Energy Corp	Utilities	983 635	346 014	378 061	32 046	1,34 %	New York
Skechers USA Inc	Consumer Discretionary	1 530 387	345 754	361 082	15 328	1,28 %	New York
Toyota Industries Corp	Consumer Discretionary	835 228	246 395	355 953	109 559	1,26 %	Tokyo
Ageas	Financials	1 030 112	388 500	345 815	-42 685	1,22 %	Brussel
Hiscox Ltd	Financials	2 874 906	320 338	338 733	18 396	1,20 %	London
ServiceMaster Global Holdings Inc	Consumer Discretionary	931 876	283 988	332 647	48 658	1,18 %	New York
Mayr-Melnhof Karton AG	Materials	329 433	169 928	324 472	154 544	1,15 %	Wien
Koninklijke Philips NV	Industrials	1 142 686	269 957	314 872	44 914	1,11 %	Amsterdam
Novo Nordisk A/S-B	Health Care	1 049 207	311 768	311 762	-5	1,10 %	København
Columbia Property Trust Inc	Real Estate	1 567 080	282 397	298 931	16 534	1,06 %	New York
Baidu Inc ADR	Information Technology	197 310	287 810	291 274	3 464	1,03 %	NASDAQ
Irsa Sa ADR	Real Estate	1 351 774	112 599	290 579	177 980	1,03 %	New York
Red Eléctrica Corp SA	Utilities	1 716 955	278 202	283 821	5 619	1,00 %	Madrid
Autoliv Inc SDR	Industrials	309 857	241 984	272 625	30 640	0,96 %	Stockholm
China Mobile Ltd ADR	Telecommunication Services	565 492	276 596	267 770	-8 826	0,95 %	New York
Autoliv Inc	Industrials	300 042	235 790	264 027	28 237	0,93 %	New York
Sony Corp Sponsored ADR	Consumer Discretionary	779 981	183 736	225 611	41 875	0,80 %	New York
Lenovo Group Ltd	Information Technology	38 184 506	279 827	216 424	-63 403	0,76 %	Hong Kong
Koninklijke DSM NV	Materials	361 187	174 608	210 165	35 557	0,74 %	Amsterdam
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	Consumer Discretionary	250 025	174 291	199 058	24 767	0,70 %	Seoul
State Bank Of India GDR	Financials	496 529	91 101	190 628	99 527	0,67 %	London
Amerco	Industrials	50 675	144 763	165 576	20 813	0,59 %	NASDAQ
Sony Corp	Consumer Discretionary	537 856	121 690	156 102	34 413	0,55 %	Tokyo
Johnson Controls International Plc	Industrials	371 651	43 156	134 600	91 444	0,48 %	New York
Golar LNG Ltd	Industrials	563 264	124 677	133 479	8 801	0,47 %	NASDAQ
Lundin Petroleum AB	Energy	624 366	69 694	108 787	39 093	0,38 %	Stockholm
Hyundai Motor Co Pref (1p)	Consumer Discretionary	116 692	79 844	89 135	9 290	0,32 %	Seoul
Sanofi	Health Care	103 489	68 799	80 005	11 206	0,28 %	Paris
State Bank of India	Financials	1 261 856	32 513	49 108	16 595	0,17 %	National India
Sum Verdipapirportefølje*			6 396 478	7 810 596	1 414 118	98,99 %	
Disponibel likviditet				79 680		1,01 %	
Sum andelskapital				7 890 276		100,00 %	

* Alle tall i 1 000 NOK.



SKAGEN Kon-Tiki

Viser vei i nytt farvann

- › Fondet nådde rekordhøy kurs og ligger 3 prosentpoeng foran indeksen de siste tolv månedene
- › Porteføljen har blitt konsentrert ytterligere, og er nå nede i 56 posisjoner
- › Samsung var den beste bidragsyteren i kvartalet, med bunnsolide resultater

	1	2	3	4	RISIKO	6	7
Fondets startdato	5. april 2002						
Avkastning siden oppstart	724,0 %						
Gjennomsnittlig årlig avkastning siden start	15,1 %						
Forvaltningskapital	32 973 mill NOK						
Antall andelseiere	66 808						
AVKASTNING	1. KV. 17*						12 M*
SKAGEN Kon-Tiki	13,0 %						24,7 %
MSCI Emerging Markets	11,4 %						21,8 %

* Per 31. mars 2017



PORTEFØLJEFORVALTERE

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

* Sluttet 1. april 2017.

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



Tålmodighet varer lengst

Vi har lenge ment at utsiktene for vekstmarkedene ser lysere ut, spesielt i forhold til utviklede markeder, og dette kom til syne også dette kvartalet. Vi fortsatte også å se tegn til at verdi-aksjer endelig er på vei tilbake.

Vekstmarkedene (EM) gikk opp 11,4 prosent i kvartalet mot 6,8 prosent for utviklede markeder (DM). Samtidig var SKAGEN Kon-Tiki opp med sterke 13 prosent, og avsluttet kvartalet med rekordhøy kurs. Fondet ligger 3 prosentpoeng foran indeksen de siste tolv månedene.

Beste kvartal på 5 år

I samme kvartal som Trump truet med å avslutte handelsavtaler, Sør-Korea stilte presidenten for riksrett, Sør-Afrika sparket finansministeren og Storbritannia begynte forberedelsene for å forlate EU, registrerte vekstmarkedsaksjer sitt beste kvartal på 5 år.

Etter som trusselen fra den amerikanske sentralbanken om en mer aggressiv innstrammingsyklus avtok i kvartalet, fikk aktiva pålydende i andre valutaer enn dollar, og med høyere avkastningspotensial et løft. Tegn til forbedret økonomisk vekst har hjulpet til å gjenreise stemningen blant investorer i vekstmarkedssegmentet i løpet av de siste tolv månedene.

Porteføljekonsentrasjon

Vi fortsatte å konsentrere porteføljen gjennom dette kvartalet. Vi er nå nede i 56 posisjoner, fra rundt 70 ved starten av 2016. Vi solgte oss ut av posisjonene i Cosco Shipping, Euronav og Frontline, med bakgrunn i de vanskelige utsiktene for tilbud/etterspørsel for tankskip. Vi solgte også vår posisjon i den svensk-sveitsiske industribedriften ABB, etter en fin reise. Til slutt byttet vi ut vår beholdning i den thailandske banken Kiatnakin med en ny posisjon i Bangkok Bank.

Bangkok Bank er den mest sykliske banken i Thailand, med nesten tre fjerdedeler av sine samlede utlån eksponert mot kredittmarkedet. Banken har vært nedgradert på grunn av lav kredittvekst og redusert utlåns kvalitet i de senere kvartalene. Thailand er på vei inn i en ny investeringssyklus, noe som bør være en viktig pådriver for å gjenoppfriske etterspørselen etter lån i bedriftsmarkedet, spesielt nå når vi ser tegn til at store investeringer i infrastruktur går gjennom. Thailand er i endring, og reformene som iverksettes i forkant av det kommende valget, forventes å være fordelaktige for selskapet.

KURSHISTORIKK SKAGEN KON-TIKI



* Før 1.1.2004 var indeks MSCI World (NOK)

VINNERNE

Bunnsolide resultater

Samsung Electronics var nok en gang den sterkeste bidragsyteren for SKAGEN Kon-Tiki i kvartalet. I det samme kvartalet da visestyreleder Jay Y. Lee ble arrestert, kunngjorde Samsung et bunnsolid resultat for 2016, samt optimistiske fremtidsutsikter. Verdens største produsent av minnebrikker forventer at balansen mellom tilbud og etterspørsel etter DRAM vil forbli sunn i 2017, noe som førte til nok en positiv revisjonstrend blant investorer og analytikere. Samsung kunngjorde også et tilbakekjøp som overgikk våre forventninger. I skrivende stund har Samsung presentert en imponerende oppdatering av flaggskipet Galaxy S8, noe som bør hjelpe til med å reparere merkevarens omdømme etter fjorårets fadese.

Nytt liv

Etter en flat aksjekursutvikling i de siste to årene, våknet Hyundai Motor endelig tilbake til liv dette kvartalet. Når det gjelder aksjepotensial, tror vi at Hyundai kan tenne på alle sylindere i 2017: Vi forventer en oppgang i vekstmarkedsetterspørselen, der Hyundai er overrepresentert på grunn av sterk posisjon i markeder som Russland, Brasil og Midtøsten. Dette, kombinert med nye produkter og en økt SUV-andel, bør bidra til økte marginer. Vi ser også tegn til at høyere utbytte og tilbakekjøp kan forekomme i nær framtid, noe som bør være positivt for aksjekursen. Stadig høyere krav til transparent selskapsledelse i løpet av de siste årene kan bety at man nå vil ta steg for å bryte opp de sirkulære eierskapene i sørkoreanske konglomerater. Dette bør også gi mulighet for ny aksjeverdsettelse.

Potensiell privatisering

Vår brasilianske bank, Banrisul, gikk opp imponerende 44 prosent i kvartalet, etter spekulasjoner om at Rio Grande do Sul kanskje må selge sin 57 prosent eierandel på grunn av varige økonomiske utfordringer. Vi solgte oss litt ned på bakgrunn av denne styrken, men selv etter denne oppgangen er selskapet priset til rundt 1x P/B. I henhold til statlig lovgivning må en potensiell privatisering av Banrisul godkjennes av et flertall av befolkningen gjennom en statlig folkeavstemning. Det er vanskelig å vurdere om dette kommer til å skje, og vi inkluderer det derfor ikke i vår beregning av kursmål.

Sterkt comeback

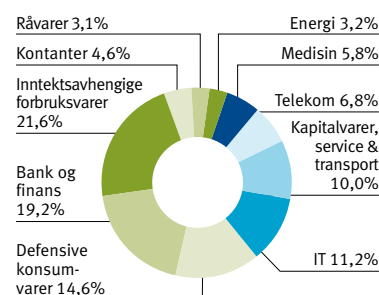
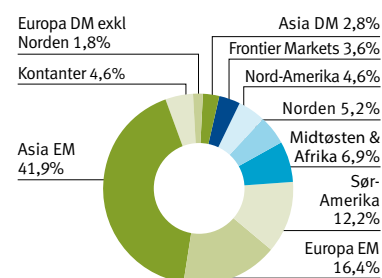
Naspers, vårt globalt diversifiserte medieselskap notert på den i Sør-Afrika, kom sterkt tilbake i dette kvartalet, etter triste resultater i fjerde kvartal. Aksjekursen har bare fulgt kursutviklingen til selskapets 34 prosent eierandel i kinesiske Tencent, noe som gjør at rabatten ikke har blitt mindre til tross for fremskrittene i resten av porteføljen. Verdien av Naspers eierandel i børsnoterte Tencent overstiger selskapets egen markedsverdi, så vi får i hovedsak gjenværende aktiva «gratis». Med tanke på at de opererer i mer enn 130 land, har en lønnsom medievirksomhet over hele Afrika og har lovende posisjoner i land med rask utvikling, er denne verdsettelsen for lav. Mange av selskapene deres er nå i ferd med å bli mer lønnsomme.

Vi mener at markedet ikke priser dette inn på grunn av forskjellige tidshorisonter. De fleste investorer er mer kortsiktig orientert enn oss, men vi har mulighet til å vente på at attraktivt prisede selskaper skal ompriseres over tid. Siden vår første investering i Naspers i 2010 har vi mangedoblet investeringen vår. Vi mener likevel at det langsiktige potensialet fremdeles er like stort som da vi først investerte, gitt selskapets interessante portefølje.

NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE I SKAGEN KON-TIKI (PER 31.03.2017)

Selskap	Postens størrelse, %	Kurs	P/E 2016E	P/E 2017E	P/BV siste	Kursmål
Hyundai Motor	7,4	99 300	4,7	4,0	0,4	170 000
Samsung Electronics	6,7	1 603 000	10,0	6,4	1,2	1 900 000
Naspers	4,9	172	38,3	26,5	6,7	223
Sabancı Holding	4,1	10	7,7	6,3	0,9	14
Mahindra & Mahindra	3,9	1 287	17,2	13,5	2,7	2 000
Richter Gedeon	3,8	6 621	20,1	18,1	1,8	7 500
X5 Retail Group	3,7	1 889	20,3	14,5	4,0	2 187
Cosan Ltd.	3,5	26,5	16,6	7,6	1,1	31
State Bank of India	3,4	293	19,6	13,3	1,0	350
SBI Holdings	2,8	1 552	9,7	10,3	0,8	2 500
Banrisul	2,7	14,8	9,2	7,4	0,9	18
Kinnevik	2,5	239	-19,1	39,9	0,9	312
Topp 12 vektet gjennomsnitt	49,3		11,3	8,3	1,0	
Topp 35 vektet gjennomsnitt	84,2		14,9	9,9	1,1	
Vekstmarkedsindeksen			14,5	11,9	1,5	

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

BRANSJEFORDELING**GEOGRAFISK FORDELING**

TAPERNE

Norwegian Air (NAS), den tredje største lavkosttransportøren i Europa, var en av de negative bidragsyterne dette kvartalet. Det langsiktige investeringscaset er fortsatt intakt. NAS' langdistanseruter skiller dem fra andre lavkosttransportører, og de er i ferd med å etablere en svært sterk strategisk posisjonering. Billige billettpriser kombinert med kostnadsdisiplin er en vinneroppskrift, men resultatene i fjerde kvartal gjorde det klart at vi alle var litt for optimistiske på kostnadsutviklingsiden.

Marfrig, verdens tredje største oksekjøttprodusent, gjorde det godt i fjerde kvartal 2016, men har de siste månedene gått ned på grunn av skuffende resultater, i tillegg til undersøkelsene rundt den brasilianske kjøttskandalen. Undersøkelsene har bakgrunn i at ledere i brasilianske kjøttproduksjonsselskaper betalte bestikkløser til landbruksinspektører for å kunne selge produkter som ikke oppfylte regulatoriske krav. Marfrig var et indirekte offer for dette (til tross for at selskapet ikke hadde gjort noe galt), og ble også berørt av at viktige markeder stoppet kjøttimporten fra Brasil.

Hendelsene i den senere tid forårsaket forstyrrelser i bransjen mot slutten av perioden, men vi forventer at de gunstige underliggende trendene i sektoren vil fortsette på middels til lang sikt. Restriksjo-

nene er i ferd med å bli fjernet, bransjedynamikken beveger seg i riktig retning og makroutsiktene i Brasil ser positive ut. Dette bør hjelpe aksjekursen å ta seg opp igjen.

JSE, Sør-Afrikas eneste lisensierte fullserviceverdiipapirbørs, er en markeds plass for kjøpere og selgere i finansmarkedene. Andre halvdel av 2016 ble tøffere enn forventet med fallende inntekter og økte kostnader. Vi solgte nesten én tredjedel av posisjonen før den siste tids korrigerings. Kortsiktig avkastningspress ser ut til å være mer enn priset inn nå, da den omsettes til 13x P/E for inneværende år sammenlignet over 20x for sektoren. Vi forventer at ledelsen vil iverksette tiltak for å kutte kostnader, mens bedre inntektsbase i andre halvår bør hjelpe selskapet å oppnå vekst igjen.

Tullow Oil overrasket oss mot slutten av kvartalet, med lansering av en stor rettet emisjon som forårsaket svekket aksjekurs. Vi så dette som en mulighet til å øke vår eierandel til rabatterert pris i et oljeselskap av svært høy kvalitet. Den rettede emisjonen vil hjelpe Tullow til å fokusere på vekst igjen etter en lang periode med kostnadskutt og reduserte investeringer. De vil nå ha økt fleksibilitet til å realisere utviklings- og utforskningsmuligheter.



Kortere ventetid

Vi føler oss privilegerte som har langsiktige investorer som forstår vår investeringsfilosofi. Det gir oss mot til å fortsette med vår verdiorienterte kontrære filosofi. Vi har den senere tid blitt belønnet for vårt aktive fokus på selskapsplukking i vekstmarkeder etter år med dårlige resultater sammenliknet med utviklede markeder. Vi kan også være ved begynnelsen av en forhåpentligvis langvarig trend der verdiinvestering er i favør igjen. Eller som Morgan Stanley nylig sa i en rapport: «Verdiinvesteringer krever tålmodighet, men vi har håp om at ventetiden nå vil være kortere.»

SKAGEN KON-TIKI 1. KVARTAL 2017 (% AV FORVALTNINGSKAPITALEN)

De 5 største positive bidragsytere

Samsung Electronics	1,35%
Banrisul	1,21%
Hyundai Motor	0,79%
Naspers	0,77%
State Bank of India	0,65%

De 5 største negative bidragsytere

Tullow Oil	-0,23%
JSE	-0,19%
Norwegian Air Shuttle	-0,11%
Marfrig Global Foods	-0,07%
China Shineway Pharmaceutical	-0,04%

5 største kjøp

Golar LNG	0,87%
Borr Drilling Ltd	0,78%
Bangkok Bank	0,60%
East African Breweries	0,37%

5 største salg

ABB	-2,52%
Samsung Electronics	-1,55%
Kiatnakin Bank	-1,35%
Richter Gedeon	-1,08%
Mahindra & Mahindra	-0,83%

Verdipapir	Sektor	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Fordeling	Børs
Naspers Ltd	Consumer Discretionary	1 074 593	463 367	1 602 912	1 139 545	4,86 %	Johannesburg
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Information Technology	120 000	575 992	1 479 691	903 699	4,49 %	Seoul
Haci Omer Sabanci Holding AS	Financials	56 848 322	1 240 691	1 341 807	101 116	4,07 %	Istanbul
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	Consumer Discretionary	1 670 000	282 809	1 329 576	1 046 767	4,03 %	Seoul
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	Consumer Discretionary	7 387 691	172 364	1 267 278	1 094 914	3,84 %	London
Richter Gedeon Nyrt	Health Care	6 314 857	687 624	1 247 296	559 672	3,78 %	Budapest
X5 Retail Group NV GDR	Consumer Staples	4 201 932	426 632	1 217 585	790 953	3,69 %	London
Cosan Ltd	Consumer Staples	15 720 419	879 161	1 148 956	269 795	3,48 %	New York
State Bank of India	Financials	28 375 000	646 809	1 104 273	457 464	3,35 %	India
Hyundai Motor Co Pref (1p)	Consumer Discretionary	1 427 750	229 942	1 090 580	860 638	3,31 %	Seoul
SBI Holdings Inc	Financials	7 759 600	603 768	928 098	324 330	2,81 %	Tokyo
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	Financials	22 401 200	524 421	899 186	374 764	2,73 %	Sao Paulo
Kinnevik AB-B	Telecommunication Services	3 582 146	609 581	824 719	215 139	2,50 %	Stockholm
Great Wall Motor Co Ltd	Consumer Discretionary	79 522 500	83 910	779 078	695 168	2,36 %	Hong Kong
Cia Brasileira de Distribuicao - Pref	Consumer Staples	4 600 000	706 310	761 548	55 238	2,31 %	Sao Paulo
Golar LNG Ltd	Industrials	3 200 000	881 645	758 315	-123 331	2,30 %	NASDAQ
CNH Industrial NV	Industrials	9 138 348	555 765	754 326	198 561	2,29 %	New York
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	Information Technology	119 489	117 733	737 688	619 955	2,24 %	London
Samsung SDI Co Ltd	Information Technology	670 000	480 383	711 230	230 848	2,16 %	Seoul
LG Electronics Inc Pref	Consumer Discretionary	3 050 000	826 565	680 384	-146 181	2,06 %	Seoul
Tech Mahindra Ltd	Information Technology	8 784 608	354 670	535 005	180 335	1,62 %	India
Yazicilar Holding AS	Consumer Staples	10 837 139	313 127	522 327	209 201	1,58 %	Istanbul
Indosat Tbk PT	Telecommunication Services	113 720 150	306 782	514 243	207 461	1,56 %	Indonesien
Bharti Airtel Ltd	Telecommunication Services	10 697 281	409 175	496 688	87 514	1,51 %	India
Borr Drilling Ltd	Energy	14 250 000	343 203	495 188	151 984	1,50 %	Unlisted
Cia Cervecierias Unidas SA ADR	Consumer Staples	2 193 449	387 122	476 976	89 855	1,45 %	New York
Rumo Logistica Operadora	Industrials	20 375 300	245 910	472 250	226 339	1,43 %	Sao Paulo
Korean Reinsurance Co	Financials	4 860 366	182 711	433 694	250 982	1,31 %	Seoul
Sistema PJSC FC	Telecommunication Services	115 287 412	606 630	395 404	-211 225	1,20 %	Moskva
LG Chem Ltd Pref	Materials	259 179	179 108	379 797	200 689	1,15 %	Seoul
UPL Ltd	Materials	3 695 650	76 531	356 325	279 794	1,08 %	India
Enka Insaat Ve Sanayi AS	Industrials	24 246 616	218 014	349 675	131 661	1,06 %	Istanbul
China Shineway Pharmaceutical	Health Care	36 934 000	280 824	347 530	66 707	1,05 %	Hong Kong
Bollere SA	Industrials	10 155 415	277 287	337 333	60 046	1,02 %	Paris
Apollo Tyres Ltd	Consumer Discretionary	11 855 954	99 793	328 201	228 408	0,99 %	India
Vietnam Enterprise Investments Ltd	Financials	9 000 000	257 177	318 705	61 527	0,97 %	Dublin
JSE Ltd	Financials	3 514 971	136 477	291 874	155 396	0,88 %	Johannesburg
Tullow Oil Plc	Energy	11 039 526	845 842	274 597	-571 245	0,83 %	London
Aberdeen Asset Management Plc	Financials	9 475 609	293 750	269 759	-23 990	0,82 %	London
East African Breweries Ltd	Consumer Staples	13 772 849	237 291	262 522	25 231	0,80 %	Nairobi
OCI Co Ltd	Materials	396 454	301 427	258 305	-43 122	0,78 %	Seoul
Marrfrig Global Foods SA	Consumer Staples	16 221 400	255 501	256 225	723	0,78 %	Sao Paulo
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	Energy	224 088 000	369 048	255 507	-113 541	0,77 %	Hong Kong
Lenovo Group Ltd	Information Technology	43 490 000	280 193	246 494	-33 699	0,75 %	Hong Kong
LG Corp Pref	Industrials	808 430	118 669	245 638	126 969	0,74 %	Seoul
Eis Eczacibasi Ilac ve Sinai	Health Care	24 263 192	133 394	211 323	77 929	0,64 %	Istanbul
Golden Ocean Group Ltd	Industrials	3 195 653	83 929	208 516	124 587	0,63 %	Oslo
Bangkok Bank PCL-Foreign Reg	Financials	4 407 600	183 217	205 363	22 147	0,62 %	Bangkok
Ghana Commercial Bank Ltd	Financials	18 001 604	90 783	186 285	95 502	0,56 %	Ghana
Massmart Holdings Ltd	Consumer Staples	1 932 340	147 925	170 071	22 146	0,52 %	Johannesburg
Norwegian Air Shuttle ASA	Industrials	700 000	65 751	165 550	99 799	0,50 %	Oslo
EFG-Hermes Holding SAE	Financials	12 778 665	220 549	157 772	-62 777	0,48 %	Cairo
VinaCapital Vietnam Opportunity Fund Ltd	Financials	4 392 100	92 364	132 202	39 838	0,40 %	London
Eczacibasi Yatirim Holding	Health Care	5 044 098	40 038	116 676	76 638	0,35 %	Istanbul
Norfinance AS	Financials	619 203	61 920	62 911	991	0,19 %	Unlisted
Mahindra & Mahindra Ltd	Consumer Discretionary	165 122	13 384	28 186	14 801	0,09 %	India
Deep Sea Supply Plc	Energy	17 250 931	171 047	21 391	-149 656	0,06 %	Oslo
Asia Cement China Holdings	Materials	7 630 500	28 132	19 428	-8 704	0,06 %	Hong Kong
Diamond Bank Plc	Financials	718 971 941	154 156	13 249	-140 907	0,04 %	Lagos
Hyundai Motor Co GDR	Consumer Discretionary	33 510	10 090	12 433	2 343	0,04 %	London
EFG-Hermes Holding GDR	Financials	232 480	8 193	5 547	-2 646	0,02 %	London
Bollere SA	Industrials	24 818	682	802	120	0,00 %	Paris
Sum Verdipapirportefølje*			19 877 288	31 502 492	11 625 204	95,50 %	
Disponibel likviditet				1 483 290		4,50 %	
Sum andelskapital				32 985 782		100,00 %	

* Alle tall i 1 000 NOK.



SKAGEN m²

En andel i det globale eiendomsmarkedet

- › Vekstmarkedene ga medvind i kvartalet
- › Porteføljen domineres av selskaper med vekstpotensial og stabil kontantstrøm
- › Selskapene rustet for renteøkning

1 2 3 4 RISIKO 6 7

Fondets startdato	31. oktober 2012
Avkastning siden oppstart	67,7 %
Gjennomsnittlig årlig avkastning siden start	12,4 %
Forvaltningskapital	938 mill NOK
Antall andelseiere	7 847

AVKASTNING	1.KV. 17*	12 M*
SKAGEN m ²	3,5 %	13,1 %
MSCI ACWI Real Estate IMI	4,0 %	8,0 %

* Per 31. mars 2017



PORTEFØLJEFORVALTERE

Michael Gobitschek og Harald Haukås*

* Sluttet 1. april 2017.

Arkitekten Ulrik Plesners første tilbygning til Brøndums hotel. 1892. Utsnitt. Av Johan Peter von Wildenradt, en av Skagenmalerne. Bildet tilhører Skagens Kunstmuseer.



Vekstmarkedene løftet porteføljen

Siden årsskiftet har spørsmålene rundt Trump, politiske valg og sentralbankenes handlinger skapt usikkerhet også i eiendomsmarkedene. I tillegg har børsene vært i en oppadgående trend i mer enn åtte år.

Siden årsskiftet har spørsmålene rundt Trump, politiske valg og sentralbankenes handlinger skapt usikkerhet, også i eiendomsmarkedene. Legg til innsikten om at børsen har vært i en oppadgående trend i mer enn åtte år. Heldigvis er det alltid selskapenes evne til å skape verdier for aksjonærene som er viktig over tid. Generelt er tilstanden blant eiendomsselskapene svært god. Leieinntektene fortsetter å øke, og gjeldssiden er betydelig sunnere og mer diversifisert enn på lenge. Mange selskapsledelser har lært leksen fra forrige krise, og gjort seg umake med å gjøre balansen mer motstandsdyktig.

Mer enn bare rentenivået

Etter at de lange rentene begynte å stige i midten av fjoråret, begynte investorer å selge eiendomsaksjer. Forholdet er naturligvis mer nyansert enn som så. Over tid spiller andre faktorer inn i et eiendomsselskaps verdiskaping. Økt rente indikerer som regel en god økonomi, som skaper etterspørsel og økte husleier. Så lenge inntjeningen er god og vokser, kompenserer dette for eventuelle verditap drevet av høyere avkastningskrav. Porteføljen er fortsatt dominert av selskaper som har vekstpotensial, for eksempel gjennom renovering eller innslag av nybygging, men alltid med en stor andel aktiva som genererer kontantstrøm. Eiendom er en realverdi som er motstandsdyktig, og uansett høy eller lav inflasjon opprettholdes verdien. Dersom renteoppgangen skyldes inflasjon er den allmenne uroen ganske uberettiget, siden denne kan tas ut i høyere leie til leietakeren. Om realrenten øker er det verre – men ingenting tyder på det nå, snarere tvert i mot.



Selskaper med vekstpotensial

Eiendomsmarkedet ble påvirket mer enn mange andre sektorer av spekulasjoner om hvor makroøkonomi og renter er på vei. Særlig når det har vært veksteufori rundt eventuelle inflasjonsdrevne amerikanske reformer. Dette har bidratt til at mange eiendomsaksjer globalt verdsettes på mer attraktive nivåer enn under nedgangen i høst. I mange tilfeller handles selskapene med et påslag på nåværende års substansverdi, ofte med en sterk kontantstrøm og balansert gjeld. Implisitt betyr dette at markedet tror verdien på aktivaene vil synke. SKAGEN m2 er av den oppfatningen at verdien i mange tilfeller vil stige på grunn av høye og etterspørselsdrevne utleienivåer, billigere finansiering og sannsynlig ytterligere press på avkastningskravet som har en etterslepene tidsfaktor. I enkelte tilfeller handles selskapene med premie på substans, som kan være motivert så lenge verdien av substansen vokser raskere enn avkastningskravet.

Medvind fra vekstmarkedene

Kvartalets beste bidragsyter er et av verdens største logistikselskap, Singapore-noterte Global Logistic Properties (GLP). Selskapet har annonsert en strategisk gjennomgang, og har åpnet opp for flere budgivere. GLP, som har vært kraftig undervurdert, handles nå opp til nivåer rundt bokført verdi. Tross dette fins det ytterligere skjulte verdier i selskapet, blant annet gjennom deres landbank og pågående prosjektering. I neste kvartal vet vi trolig mer om utfallet.

En av fjorårets beste aksjer, argentinske IRSA, fortsatte å levere. Selskapet fortsetter i riktig retning både finansielt og operasjonelt. Samtidig er det godt håp om en bedre økonomisk utvikling i Argentina. I perioden våknet også den Hong Kong-noterte hotellkjeden Shangri-La. Sammen med bedre driftsresultater var en av årsakene til oppgangen en forventning om at det kinesiske hotellmarkedet vil snu.

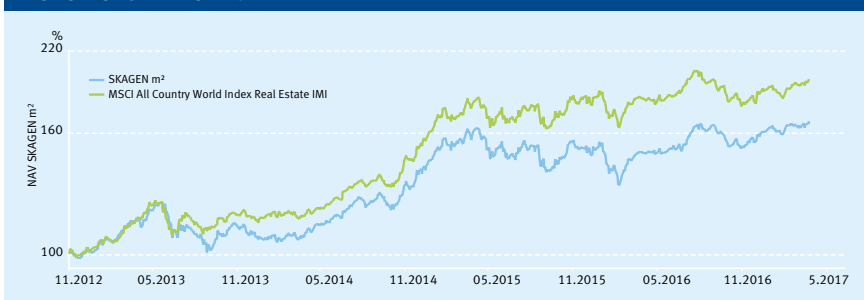
Vi solgte oss ut av den franske kjøpesenteraktøren Mercialis, som har vært en god bidragsyter i porteføljen. Nå ser vi usikkerhet rundt selskapets fortsatte vekst i kontantstrømmen. Vi la samtidig til en annen aktør innen kommersielle eiendommer, finske Sponda. Vi kjøpte selskapet på svært gode nivåer – langt under substansverdi. Sponda er i ferd med å rotere porteføljen, og skal først og fremst fokusere på god kvalitet i sentrale deler av Helsingfors.

NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE I SKAGEN m² (PER 31.03.2017)

Selskap	Postens størrelse	Kurs	P/NAV siste	Dividend Yield 2017E	EBITDA 2017E/EV
Olav Thon	5,3%	161	75%	1,4%	6,6%
SL Green	5,5%	105,6	75%	3,0%	5,4%
D Carnegie	5,5%	103	88%	0,0%	4,1%
Catena	5,5%	131,5	91%	4,2%	5,9%
Deutsche Wohnen	5,0%	30,8	104%	2,7%	3,5%
Inmobiliaria Colonial	5,2%	6,9	81%	3,2%	3,4%
Global Logistic Properties	4,2%	2,8	93%	2,5%	3,7%
Mitsui Fudosan	4,5%	2 374	61%	1,4%	6,7%
Irsa	4,3%	25	63%	0,6%	7,8%
GGP	3,9%	23,2	72%	4,0%	6,0%
Topp 10 vektet gjennomsnitt	49,0%		80%	2,3%	5,3%
Topp 35 vektet gjennomsnitt	95,1%			3,2%	5,8%
Eiendomsmarkedsindeksen				3,5%	

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

KURSHISTORIKK SKAGEN m²





Dårligst i år

Den dårligste aksjen så langt i år er den amerikanske kjøpesenterkjeden CBL Properties. Selskapet ble rammet av den dårlige stemningen som oppstod da flere detaljhandelsaktører som JC Penny, Sears og Macys annonserte at de skulle stenge de fleste varehusene sine. Dette skapte uro hos investorene som begynte å selge kjøpesentre i frykt for at disse etter hvert ville få problemer med lønnsomheten som følge av flere tomme lokaler.

Det var også negativt at det amerikanske hotellselskapet Ashford Hospitality Trust annonserte at de hadde kjøpt kanadiske Felcor med 25 prosents påslag. Kjøpet finansieres av en stor mengde nyemiterte aksjer, med en uproporsjonal spredning som konsekvens. Dette kom helt uventet på markedet, som håpet at selskapets kontantposisjon skulle deles ut. Det er i skrivende stund fortsatt usikkert om handelen går gjennom, siden den ikke støttes av Felcore.

På grunn av dårlig selskapsstyring solgte vi oss kraftig ned i Ashford Prime i løpet av kvartalet, og helt ut av Ashford Inc – som er relaterte selskaper.

Potensial i Mellom- og Øst-Europa

Et av våre mest spennende nye selskaper er østerrikske Immofinanz. De driver med kommersielle eiendommer først og fremst i Østerrike, Tyskland og det tidligere Øst-Europa. Selskapet handles til en solid rabatt på grunn av sin historie med dårlige resultater, nedskrivninger, gjeld og dårlig selskapsstyring. Mange av problemene stammer fra et kjøpesenter i Moskva som nå er til salgs. Immofinanz eier 26 prosent i et annet av porteføljeselskapene våre, CA Immo, som de har til hensikt å slå seg sammen med. Vilåret er at de selger det russiske kjøpesenteret. Markedet er helt fokusert på, og dypt skeptisk til, når dette skal skje, og til hvilken pris. Et annet alternativ er å dele ut disse aktivaene til aksjonærene, selv om det er mindre attraktivt. Uansett har den nye selskapsledelsen startet et restruktureringsprogram som har til hensikt å skape bedre lønnsomhet. Utleiegraden øker, kreditter blir finansiert, selskapet kjøper tilbake egne aksjer og har en kvalitativ prosjektering i Tyskland som vil skape kontantstrøm om noen år. Alle tiltak skal rendyrke og øke kontantstrømmen markant.

Dersom sammenslåingen med CA Immo går igjennom, blir det en av Europas største selskaper innen kommersielle eiendommer med stor eksponering mot et Øst-Europa i sterk vekst. Selskapene er en god match, siden de driver innen samme geografiske områder og segmenter. Dessuten har en av verdens største hedgefond meldt sin interesse, og det pleier å være interessant.



Foto: Bloomberg

SKAGEN m2 kjøpte seg inn i det finske eiendomsselskapet Sponda i løpet av kvartalet. Selskapet fokuserer først og fremst på eiendommer av god kvalitet i sentrale deler av Helsinki.

Tror på verdiskapende aksjer

For 2017 tror vi fortsatt at selskaper med innebygde vekstkomponenter vil være de mest fremgangsrrike, det vil si selskapsledelser som arbeider aktivt med eiendelene. Først og fremst via investeringer som kan øke leieinntektene, gjerne i markeder med lavere tilbud enn etterspørsel. Vi ser fortsatt en trend med billigere finansiering, men faktum er at selskapene generelt er godt rustet for en renteøkning. I løpet av året ser vi også flere selskapstransaksjoner, blant annet drevet av den store forskjellen i verdsettelse mellom direkte- og aksjemarkedet. Dette har vi allerede sett bevis på i porteføljen, og vi tror at tempoet kommer til å øke.

Denne analysen ligger til grunn for hvordan porteføljen er strukturert, noe vi fikk betalt for i 2016. Strategien føles fortsatt svært rasjonell.

Å investere i eiendom handler om å diversifisere, både i porteføljen og gjennom ulike eiendomssegmenter, geografi, leie- og lånenivåer. Enda viktigere er diversifiseringen mellom ulike aktivaklasser, som aksjer og renter over tid. Å investere i eiendom på børsen er ikke en sprint, det er et ultramarathon – og vi har bare så vidt begynt å springe.

Verdipapir	Sektor	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Fordeling	Børs
SL Green Realty Corp	Real Estate Companies incl. REITs	56 562	44 638	51 363	6 725	5,47 %	New York
Catena AB	Real Estate Companies incl. REITs	405 761	47 769	51 335	3 566	5,47 %	Stockholm
D Carnegie & Co AB	Real Estate Companies incl. REITs	516 251	38 680	51 159	12 478	5,45 %	Stockholm
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	Real Estate Companies incl. REITs	310 000	41 401	49 910	8 509	5,32 %	Oslo
Inmobiliaria Colonial SA	Real Estate Companies incl. REITs	766 374	43 793	48 696	4 904	5,19 %	Madrid
Deutsche Wohnen AG	Real Estate Companies incl. REITs	170 000	40 139	48 124	7 985	5,13 %	Frankfurt
Mitsui Fudosan Co Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	233 000	47 403	42 628	-4 774	4,54 %	Tokyo
Global Logistic Properties Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	2 312 700	31 930	39 570	7 641	4,22 %	Singapore
Irsa Sa ADR	Real Estate Companies incl. REITs	178 171	20 304	38 300	17 996	4,08 %	New York
GGP Inc	Real Estate Companies incl. REITs	185 000	40 268	36 889	-3 380	3,93 %	New York
CA Immobilien Anlagen AG	Real Estate Companies incl. REITs	151 662	23 013	28 330	5 316	3,02 %	Vienna
Columbia Property Trust Inc	Real Estate Companies incl. REITs	147 000	24 949	28 041	3 092	2,99 %	New York
Dic Asset AG	Real Estate Companies incl. REITs	300 000	20 376	25 619	5 244	2,73 %	Xetra
Shangri-La Asia Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	1 900 000	20 104	23 809	3 705	2,54 %	Hong Kong
PS Business Parks Inc	Real Estate Companies incl. REITs	24 000	15 274	23 546	8 272	2,51 %	New York
Immofinanz AG	Real Estate Companies incl. REITs	1 413 752	22 581	23 214	633	2,47 %	Vienna
Sponda OYJ	Real Estate Companies incl. REITs	627 211	22 745	22 441	-304	2,39 %	Helsingfors
British Land Co Plc	Real Estate Companies incl. REITs	325 000	21 199	21 187	-12	2,26 %	London
Ashford Hospitality Trust	Real Estate Companies incl. REITs	375 000	23 319	20 511	-2 808	2,19 %	New York
Melia Hotels International	Real Estate Companies incl. REITs	172 000	15 200	20 329	5 129	2,17 %	Madrid
SM Prime Holdings Inc	Real Estate Companies incl. REITs	3 811 800	11 039	18 479	7 439	1,97 %	Philippines
Axiare Patrimonio SOCIMI SA	Real Estate Companies incl. REITs	144 000	15 313	18 382	3 069	1,96 %	Madrid
Phoenix Mills Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	355 160	13 637	17 828	4 191	1,90 %	India
Big Yellow Group Plc	Real Estate Companies incl. REITs	223 000	19 503	17 457	-2 046	1,86 %	London
Atrium Ljungberg AB	Real Estate Companies incl. REITs	131 044	13 414	17 197	3 783	1,83 %	Stockholm
Beni Stabili SpA	Real Estate Companies incl. REITs	3 032 917	13 674	16 364	2 690	1,74 %	Milano
CapitaLand Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	700 000	12 588	15 639	3 051	1,67 %	Singapore
Grivalia Properties Reic AE	Real Estate Companies incl. REITs	171 510	11 560	12 916	1 355	1,38 %	Athens
Ascendas India Trust	Real Estate Companies incl. REITs	1 780 200	7 454	12 326	4 872	1,31 %	Singapore
Soho China Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	2 568 500	13 794	11 828	-1 966	1,26 %	Hong Kong
Keck Seng Investments	Real Estate Companies incl. REITs	1 550 000	11 743	10 913	-830	1,16 %	Hong Kong
Obero Realty Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	214 090	6 591	10 463	3 872	1,11 %	India
First Real Estate Investment Trust	Real Estate Companies incl. REITs	938 405	7 127	7 566	439	0,81 %	Singapore
BUWOG AG	Real Estate Companies incl. REITs	18 000	3 460	3 863	403	0,41 %	Vienna
Ashford Hospitality Prime Inc	Real Estate Companies incl. REITs	40 718	4 429	3 679	-749	0,39 %	New York
Entra ASA	Real Estate Companies incl. REITs	24 462	2 048	2 293	245	0,24 %	Oslo
Sum verdipapirportefølje*			772 457	892 196	119 739	95,06 %	
Disponibel likviditet				46 367		4,94 %	
Sum andelskapital				938 563		100,00 %	

* Alle tall i 1 000 NOK.

SKAGEN m² 1. KVARTAL 2017 (% AV FORVALTNINGSKAPITALEN)
De 5 største positive bidragsytere

Global Logistic Properties	1,27%
IRSA	1,21%
Shangri-La Asia	0,69%
CA Immobilien Anlagen	0,39%
CapitaLand	0,33%

De 5 største negative bidragsytere

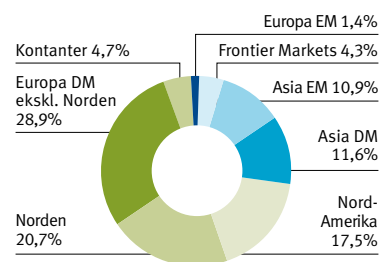
CBL & Associates Properties	-0,77%
Ashford Hospitality Trust	-0,41%
Mercialys	-0,38%
Mitsui Fudosan Co	-0,38%
Ashford Hospitality Prime	-0,32%

5 største kjøp

Sponda	2,37%
Immofinanz	2,35%
General Growth Properties	1,82%
CA Immobilien Anlagen	0,60%
BUWOG	0,36%

5 største salg

Mercialys	-3,52%
CBL & Associates Properties	-3,21%
Global Logistic Properties	-1,70%
Nomura Real Estate Master Fund	-1,31%
Ashford Hospitality Prime	-1,25%

GEOGRAFISK FORDELING




SKAGEN Focus

Jakter på eksepsjonelle investeringer

- › Vi investerte i det sørafrikanske gullgruveselskapet Gold Fields
- › Beste bidragsyter i kvartalet var den koreanske billigkjeden E-mart
- › Vi holder fast ved vår disiplinerte investeringsprosess med fokus på størrelse og kursmål

1 2 3 4 RISIKO 6 7

Fondets startdato	26. mai 2015	
Avkastning siden oppstart	12,8 %	
Gjennomsnittlig årlig avkastning siden start	6,7 %	
Forvaltningskapital	2 158 mill NOK	
Antall andelseiere	5 491	
AVKASTNING	1. KV. 17*	12 M*
SKAGEN Focus	4,7 %	26,2 %
MSCI ACWI	6,8 %	19,4 %

* Per 31. mars 2017



PORTEFØLJEFORVALTERE

Filip Weintraub, Jonas Edholm og David Harris*

* Junior porteføljeforvalter

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



Aksjemarkedene trosser en mur av bekymring

Med sentralbankenes direkte retorikk som bakteppe og en betydelig grad av usikkerhet i markedene, leverte SKAGEN Focus solid absolutt avkastning på 4,7 prosent i første kvartal.

Inflasjonens tilbakekomst, etter å ha vært erklært mer eller mindre død, var et stort tema i starten av året. Dette har blitt fulgt opp med stadig mer direkte retorikk fra verdens sentralbanker. Den amerikanske sentralbanken Fed gjennomførte en høyst forventet renteøkning på 25 basispunkter i første kvartal. Utover i kvartalet dalte interessen for inflasjonen gradvis, og mange markedsdeltakere mente at en ny politisk kurs, særlig fra president Trump, ville ta lenger tid enn ventet å få implementert, hvis det i det hele tatt ble noe av.

På tross av dette forserte de globale aksjemarkedene en mur av bekymring som hadde rot i en rekke usikkerhetsmomenter. Disse består blant annet av proteksjonistiske tiltak, som innføringen av en grenseskatt i USA, samt generelt økende renter, særlig i USA.

Vi var vitne til en oppblomstring i mange industrielle metaller i 2016, men disse markedssegmentene har siden falmet – eller i beste fall stagnert. Energisektoren klarte seg dårlig da oljeprisen falt markant, som følge av at økningen i tilbudet fra USA oversteg produksjonskuttet fra Opec-landene. Dette var årsaken til at vårt eneste oljeselskap, Whiting Petroleum, leverte dårligere resultater. Den andre eksponeringen mot energisektoren, det USA-baserte raffineriet Tesoro, burde logisk sett nyte godt av lavere oljepris, men aksjen levde ikke opp til forventningene våre i denne sammenhengen.

En gylden mulighet

Etter at vi de siste årene har redusert posisjonene i First Quantum, South 32 og Pan America Silver ble eksponeringen mot metall- og gruvesegmentet betydelig redusert. Men vi har nå vendt blikket mot dette segmentet igjen, og har investert i det sørafrikanske gullgruveselskapet Gold Fields. Selskapet er et av de største utvinningsselskapene for gull i verden, med en produksjonskapasitet på 2,2 millioner unser (62,3 tonn) og reserver på mer enn 50 millioner unser. Gold Fields har hovedkontor i Sør-Afrika men størstedelen av ressursene ligger i Australia, Sør-Amerika og Vest-Afrika. Selskapet er medeier i verdens potensielt største gullreserve i Sør-Afrika via South Deep. Den nåværende verdsettelsen avspeiler en negativ verdi for South Deep, til tross for at de fleste ressursrelaterte investeringene er gjort, og produksjonen har nådd et potensielt vendepunkt. Gold Fields utgjør i øyeblikket 2,5 prosent av porteføljen.



Rotasjon i finans – viva Italia!

Noen av våre mangeårige kunder husker kanskje at Unicredit kjøpte vår gamle venn Bank Austria for nesten ti år siden, til en betydelig overkurs. Vi kan nå kjøpe posisjonen tilbake til en ekstremt lav kurs. Med på kjøpet får vi også italiensk bank. Det italienske bankmarkedet har vært plaget av misligholdte lån, de fleste fra før 2007. En restruktureringsbølge har nå rammet det italienske bankmarkedet, med blant annet fusjoner blant småbanker, konkurser og rekapitalisering av de større bankene. Det italienske bankmarkedet har vært fragmentert, men vår vurdering er at det nå er i ferd med å endre seg til det bedre. Markedet blir mer konsentrert, og de aktørene som er igjen er mer lønnsomme.

Unicredit er den nest største banken i Italia etter Intesa, og banken har også betydelig aktivitet i Sentral- og Øst-Europa, samt Tyrkia. Selskapet har nylig vært gjennom en rekapitalisering som innbragte 13 milliarder euro. I den forbindelse gjorde vi en investering i Unicredit, som solgte noen av sine ikke-kjerneaktiviteter for 7 milliarder euro for å styrke kapitalgrunnlaget. Ifølge selskapets strategiske plan skal kostnadene reduseres markant, og 25 prosent av selskapets datterselskaper skal legges ned. Hvis strategien utføres riktig, kan Unicredit på denne måten bli en av de mest effektive bankene i Europa. Unicredit utgjør nå 2,7 prosent av porteføljen.

SKAGEN FOCUS 1. KVARTAL 2017 (% AV FORVALTNINGSKAPITALEN)

De 5 største positive bidragsytere		5 største kjøp	
E-MART	0,84%	Hyundai Motor	3,83%
Samsung SDI	0,66%	UniCredit	3,23%
Jenoptik	0,60%	Gold Fields Ltd	2,96%
Adient	0,57%	Tesoro	1,88%
Philips Lighting	0,52%	Carlsberg	1,54%
De 5 største negative bidragsytere		5 største salg	
Aryzta	-0,90%	Ence Energia y Celulosa	-2,96%
Whiting Petroleum	-0,78%	Jenoptik	-2,67%
Teva Pharmaceutical Industries	-0,42%	Adient	-1,21%
AIIG	-0,30%	SK Hynix	-0,46%
Tesoro	-0,27%	FFP	-0,06%

Restrukturering av koreansk butikkjede

Den største bidragsyteren i kvartalet var den koreanske billigkjeden E-mart, et selskap som primært har butikker i kjøpesentre. Selskapet har kjempet med en metning i kjernevirksomheten sin, samt økende konkurranse fra nye nettaktører. Selskapets aksjer steg da flere tegn på forbedringer i driften ble synlige. Selskapets datterselskaper, inkludert døgnkiosksegmentet og aktiviteten i Kina, la frem regnskapstall som var bedre enn forrige år. Disse selskaperne trekker seg gradvis ut av ulønnsomme aktiviteter. Investorene undervurderer muligens fortsatt den positive innvirkningen fra E-mart mall (netthandel-aktivitetene) og Traders-konseptet på mellomlang sikt. Aksjen utgjør fortsatt 4,5 prosent av porteføljen og vi kan fortsatt se et solid positivt potensial i forhold til kursmålet vårt.

NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE I SKAGEN FOCUS (PER 31.03.2017)

Selskap	Postens størrelse	Kurs	P/E 2016E	P/E 2017E	P/BV siste	Kursmål
American International Group Inc	7,1%	62,4	12,8	10,5	0,8	90
Telecom Italia Spa	4,5%	0,8	12,0	11,2	0,8	1,2
E-MART Inc	4,5%	205 500	13,9	12,3	0,7	270 000
Tesoro Corp	4,3%	81,1	14,4	11,7	1,7	120
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	3,8%	32,1	6,6	6,7	1,2	90
Philips Lighting NV	3,7%	26,8	11,3	10,7	1,5	30
SBI Holdings Inc	3,7%	1 552	13,9	14,0	0,8	3 000
Taiheiyu Cement Corp	3,7%	372	8,7	11,6	1,3	495
Jbs SA	3,6%	10,2	6,9	5,9	1,2	22
Softbank Group Corp	3,6%	7 862	9,2	12,2	2,8	9 600
Topp 10 vektet gjennomsnitt	42,3%		17,8	12,5	1,1	
Aksjer (35 posisjoner)	95,2 %					
Kontanter	4,8 %					
Total portefølje	100,0%					

P/E kan avvike fra andre kilder når de er basert på SKAGENs estimer. * JBS er største aksjonær i Pilgrim's Pride, som utgjør 1,0 prosent av fondet. Disse to posisjonene bør sees på som én, med en total vekt på 4,6 prosent.



Tysk industriselskap med fokus på laserteknologi når kursmål

Vi solgte oss ut av det tyske industriselskapet Jenoptik. Aksjene er steget med over 40 prosent i 2017 alene, og aksjen handles til en kurs som er mer en dobbelt så høy som den vi kjøpte den til for 18 måneder siden.

Vi solgte vår posisjon i Ence – en spansk celluloseprodusent – i kjølvannet av en særdeles solid kursøkning etter at vi investerte i selskapet for seks måneder siden. Dette understreker vår disiplinerte investeringsprosess hva angår posisjonsstørrelse og kursmål.

Vi opplevde turbulens i det sveitsiske bakeriselskapet Aryzta som leverte nok en skuffende inntjeningsprognose. I kjølvannet av denne utviklingen ble ledelsen omsider sparket og den nyvalgte styreformannen McGann ser ut til å ha et fast grep om selskapet og prosessen med å ansette en ny ledelse. Aryzta har nå en klar målsetting om å redusere gjelden med 1 milliard Euro frem mot 2019 og muligens selge den kontroversielle Picard-posisjonen.

Vi investerte på nytt i den koreanske bilprodusenten Hyundai Motors, via preferanseaksjer som handles med en betydelig rabatt i forhold til de også svært attraktivt prisede alminnelige aksjene. Etter vår vurdering er selskapet på vei ut av en større omstrukturingsprosess og kan muligens tiltrekke aktivistaksjonærer på mellomlang sikt.

Mot slutten av kvartalet besto SKAGEN Focus-porteføljen av 35 aksjer, hvor 11 prosent er small-cap posisjoner og 45 prosent er mid-cap posisjoner. Felles for samtlige er at de er betydelig undervurderte med selskapsspesifikt potensial til kursstigning innen to til tre år.

Vi takker andelseierne for deres støtte og tillit!



Foto: Bloomberg

Samsung SDI

Selskapet ble grunnlagt i 1970 som Samsung-NEC, og selskapet kjøpte Cheil Industries i 2014. Selskapet har atskillige forretningsområder innen små batterier så vel som elektroverktøy, støvsugere, elsykler og hybridbiler. Batterier til elbiler utgjør om lag 9 prosent av salget og inkluderer prismatiske og sylindriske lithiumbatterier til bruk i elektriske- og hybridbiler.



Foto: Bloomberg

FFP

FFP er et investeringsselskap med en diversifisert portefølje av aktiva, hvor de fleste er børsnoterte. Selskapet kontrolleres av Peugeot-familien (80 prosent) og den største eiendelen er en posisjon i Peugeot. Selskapet har gradvis diversifisert sine aktiviteter bort fra sin posisjon i Peugeot og har nå en større eksponering mot andre områder, som helse og industri. 90 prosent av porteføljen er børsnoterte aksjer, og aksjen handles til en markant rabatt i forhold til den indre verdien.



Foto: Adien

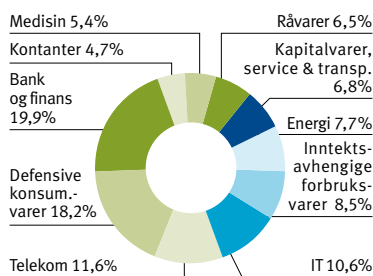
Adient

Adient er ledende på det globale markedet for seter og interiørkomponenter til personbiler, nyttekjøretøy og godsvogner. Selskapet ble solgt fra amerikanske Johnson Control i oktober 2016. Selskapet eier en rekke kinesiske joint ventures som ikke er konsolidert i selskapet regnskap, men som leverer et betydelig utbytte. Ledelsesteamet som nylig ble rekruttert fra konkurrenten Visteon, har tidligere gjennomført en kapitalisering av aktivaene i et selskap med en lignende struktur.

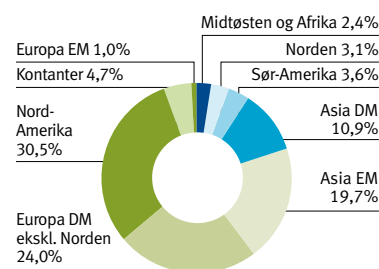
Verdipapir		Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Fordeling	Børs
American International Group Inc	Financials	283 812	141 390	152 241	10 851	7,06 %	New York
E-MART Inc	Consumer Staples	60 800	78 474	96 111	17 637	4,45 %	Seoul
Tesoro Corp	Energy	133 500	92 831	92 681	-150	4,30 %	New York
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	Health Care	295 000	107 435	81 831	-25 603	3,79 %	NASDAQ
Philips Lighting NV	Industrials	325 361	64 205	79 645	15 439	3,69 %	Amsterdam
SBI Holdings Inc	Financials	663 000	70 676	79 299	8 623	3,68 %	Tokyo
Taiheiy Cement Corp	Materials	2 760 000	70 281	79 125	8 844	3,67 %	Tokyo
Jbs SA	Consumer Staples	2 775 000	68 763	78 025	9 262	3,62 %	Sao Paulo
Softbank Group Corp	Telecommunication Services	126 300	60 935	76 524	15 590	3,55 %	Tokyo
China Telecom Corp Ltd	Telecommunication Services	18 014 000	81 749	75 578	-6 171	3,50 %	Hong Kong
Schaeffler AG	Industrials	448 033	56 998	67 767	10 769	3,14 %	Frankfurt
Carlsberg AS-B	Consumer Staples	84 600	61 827	67 077	5 250	3,11 %	København
Telecom Italia Spa	Telecommunication Services	8 650 000	58 054	66 966	8 912	3,10 %	Brsaltaliana
Fila Korea Ltd	Consumer Discretionary	120 600	72 644	65 031	-7 612	3,01 %	Seoul
Alphabet Inc Class C	Information Technology	9 000	57 054	64 164	7 110	2,97 %	NASDAQ
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	Consumer Discretionary	80 000	65 022	63 692	-1 330	2,95 %	Seoul
CIT Group Inc	Financials	168 000	58 251	62 144	3 893	2,88 %	New York
Infineon Technologies AG	Information Technology	335 000	39 310	58 961	19 652	2,73 %	Frankfurt
UniCredit SpA	Financials	437 000	54 801	57 791	2 990	2,68 %	Brsaltaliana
Synchrony Financial	Financials	189 572	52 302	55 674	3 372	2,58 %	New York
Whiting Petroleum Corp	Energy	675 000	56 226	53 222	-3 004	2,47 %	New York
Gold Fields Ltd	Materials	1 750 000	50 130	52 832	2 702	2,45 %	Johannesburg
SK Hynix Inc	Information Technology	120 000	27 227	46 615	19 389	2,16 %	Seoul
Samsung SDI Co Ltd	Information Technology	43 000	32 070	45 646	13 576	2,12 %	Seoul
Stock Spirits Group Plc	Consumer Staples	2 175 375	44 872	43 361	-1 511	2,01 %	London
Aryzta AG	Consumer Staples	145 707	47 796	40 133	-7 664	1,86 %	Zürich
Magforce AG	Health Care	672 154	32 822	35 185	2 363	1,63 %	Xetra
Adient Plc	Consumer Discretionary	55 555	27 670	34 288	6 619	1,59 %	New York
Omega Protein Corp	Consumer Staples	185 491	29 841	31 460	1 619	1,46 %	New York
Telecom Italia Rsp	Telecommunication Services	4 850 000	26 964	30 443	3 479	1,41 %	Brsaltaliana
Pilgrim's Pride Corp	Consumer Staples	115 000	21 760	22 080	321	1,02 %	New York
FFP	Financials	26 704	17 449	21 878	4 429	1,01 %	Paris
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	Energy	18 500 000	34 072	21 094	-12 978	0,98 %	Hong Kong
Fourlis Holdings SA	Consumer Discretionary	500 373	13 677	20 541	6 864	0,95 %	Athen
Massimo Zanetti Beverage Group SpA	Consumer Staples	213 933	16 138	15 187	-951	0,70 %	Brsaltaliana
Samsung SDI Co Ltd Pref	Information Technology	23 330	10 600	10 732	132	0,50 %	Seoul
TerraVia Holdings Inc	Materials	1 436 525	30 157	9 212	-20 945	0,43 %	NASDAQ
Sum verdipapirportefølje*			1 932 469	2 054 236	121 767	95,21 %	
Disponibel likviditet				103 372		4,79 %	
Sum andelskapital				2 157 608		100,00 %	

* Alle tall i 1 000 NOK.

BRANSJEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



KURSHISTORIKK SKAGEN FOCUS



Trump mot trenden

Markedene har gått overraskende bra etter valget av Donald Trump. Men kan det vare? Løfter om skatteutt, økte offentlige investeringer og dereguleringer overskygget proteksjonistisk retorikk og har dratt opp de økonomiske forventningene i USA – så langt.

Aksjemarkedet fikk et lite trøkk på tampen av første kvartal, da planene om helsereform ikke ble gjennomført. Troen på at Trump kan levere en næringsvennlig finanspolitikk er dempet. Kanskje også dereguleringene uteblir. Men et mer grunnleggende problem er at økonomien er inne i en periode med lav økonomisk trendvekst. Den svake trenden startet i 2005, dvs. før finanskrisen og 2008-2009 resesjonen. Og det er vanskelig å se at Trump kan gjøre noe med denne trenden.

Lav trendvekst forklarer hvorfor gjenopphevingen etter resesjonen har vært så svak. Om USA raskt hadde krabbet ut av resesjonen og fortsatt på trendveksten fra tiåret før 2005, ville BNP nå vært 18 prosent høyere enn det er. At veksten har vært laber, også etter at ledigheten falt under 5 prosent, skyldes at de faktorene som driver trendveksten har dabbet av. BNP har vokst 2,1 prosent per år siden resesjonen bunnet ut i 2009. Gitt at mye av dette var innhenting etter en resesjon, som barberte BNP med 4 prosent, er det grunn til å tro at trendveksten nå er lavere enn 2 prosent, kanskje kun 1,5 prosent. Man må tilbake til 70-tallet for å finne svakere trendvekst.

Hvorfor svakere trendvekst?

I 2005 fikk økonomiens evne til å effektivisere seg en knekk. I tiåret før 2005 vokste effektiviteten – økonomiens evne til å produsere varer og tjenester for en gitt mengde kapital og arbeidskraft – i gjennomsnitt 1,7 prosent per år. Fra 2005 har vekstraten vært 0,4 prosent per år. Det er uklart hva som forårsaket det negative skiftet. Det skjedde i flere andre avanserte økonomier – også i Norge. Er det et måleproblem? Forskning tyder ikke på at det har blitt mer vrient nå enn tidligere å måle effektivitet.

Lav effektivitetsvekst slår direkte ut i svak vekst i arbeidskraftens produktivitet, noe som betyr at økt sysselsetting har begrenset effekt på BNP.

En annen årsak til lavere trendvekst er lavere yrkesdeltakelse, noe som begynte allerede rundt tusenårsskiftet. Yrkesdeltakelsen – dem i arbeid eller på jakt etter en jobb – utgjorde 67,5 prosent av den amerikanske befolkningen i 2000. Siden det, og spesielt etter 2005, har deltakelsen falt, og den utgjør nå 63 prosent av befolkningen. Om den fremdeles hadde vært 67,5 prosent, ville 11 millioner flere vært på i arbeidsmarkedet. Selv med svak vekst i produktiviteten, hadde det gitt et markant løft i BNP.

At yrkesdeltakelsen ikke har økt etter resesjonen indikerer at hovedforklaringen er demografisk. USAs befolkning eldes. Den andelen av befolkningen som har høyest yrkesfrekvens, de fra 25 til 64 år, vokser nå 0,8 prosent per år – halvparten av vekstraten de tre siste tiårene før 2005. Det forventes at den kommer til å falle ytterligere de nærmeste årene. Når ledigheten har falt til 4,7 prosent, betyr det at BNP heretter ikke vil dras merkbart opp av økt sysselsetting.

Investeringene falt, som naturlig er, i 2008-2009 resesjonen. Investeringene har tatt seg opp igjen, men i et lavere tempo enn hva som har vært typisk etter en resesjon. Årsaken er svak effektivitetsvekst og lavere yrkesdeltakelsen. Når økonomien produserer mindre ekstra varer og tjenester ved å bruke mer kapital, dempes investeringene. Og når færre står klar til å gå inn i arbeidsmarkedet, reduseres også behovet for kapital.

Hvis ikke USA åpner dørene for innvandrere på vidt gap, er det lite man kan gjøre med demografien. Desto viktigere blir det

å prøve å få opp igjen effektivitetsveksten. Men det er lettere sagt enn gjort. Hva kan Trump og Kongressen gjøre for å snu trenden? Kanskje svak effektivitetsvekst har lite med politikk å gjøre. Det kan være at økonomien strever med å adoptere ny teknologi, og over tid nøster dette opp selv – som på 90-tallet.

Ekspansiv finanspolitikk – økte offentlige investeringer og skatteutt – kan ha en positiv effekt på BNP, men det er lite som tilsier at det drar opp trendveksten. Dereguleringer som et forenklet skattesystem kan påvirke trendveksten positivt, men det må kraftig kost til for at det skal slå ut i vedvarende økt effektivitetsvekst. Proteksjonisme vil definitivt svekke effektivitetsveksten – høyere tariff er sand i det økonomiske maskineriet. Det er liten grunn til tro at politikk vil snu trendveksten i BNP. Det er høyst usikkert hva Kongressen ender opp med å vedta, og effekten av potensielt positive politiske vedtak er uklart.

Men det betyr selvsagt ikke at ikke trendveksten i BNP kan snu. I 1987 sa nobelprisvinner Robert Solow, han som først nøstet opp årsakene til økonomisk trendvekst, at IT-revolusjonen var å se overalt unntatt i økonomisk statistikk. Rett etterpå fikk effektivitetsveksten seg et løft. Trump sliter med trenden, men den er ikke skrevet i stein.



– Torgeir Høien
Porteføljeforvalter



Trump-euforien på retrett

SKAGEN Tellus hadde en avkastning på 1,8 prosent i første kvartal, mens referanseindeksen var opp 1,4 prosent. Tilsvarende tall i euro var 0,7 og 0,3 prosent.

SKAGEN Tellus

Døråpner til globale renter

- › Mexico største bidragsyter til fondet
- › SKAGEN Tellus avviker vesentlig fra indeks på flere parametere
- › Høy rentedurasjon i land med høy rente eller stort potensial for rentefall

1 2 3 RISIKO 5 6 7

Fondets startdato 29. september 2006

Avkastning siden oppstart 91,16 %

Gjennomsnittlig avkastning per år 6,36 %

Forvaltningskapital 973 mill NOK

Antall andelseiere 2 527

AVKASTNING 1.KV. 17* 12 M*

SKAGEN Tellus 1,81 % 3,21 %

JP Morgan GBI Broad Index Unhedged 1,42 % 0,00 %

* Per 31. mars 2017



PORTEFØLJEFORVALTERE

Jane Tvedt og Torgeir Høyen

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

Kvartalet var preget av en gryende mistro til at Trump vil klare å gjennomføre valgløftene om handelsbarrierer. Dette har vært positivt for renter og valutaer i framvoksende økonomier. Spesielt har det vært positivt for Mexico og den meksikanske pesoen. Tiltak fra den meksikanske sentralbanken for å motvirke svekelsen, samt mindre tro på at Trump vil kunne gjennomføre sin proteksjonistiske politikk, har gitt en styrking av den meksikanske pesoen på åtte prosent mot euro i løpet av kvartalet. Mexico er dermed den største bidragsyteren i fondet i denne perioden. Peru er en annen latinamerikansk investering som har bidratt sterkt til avkastningen.

SKAGEN Tellus er et ekte aktivt forvaltet fond. Vi avviker fra indeksen både når det gjelder størrelsen på rentefølsomhet, hvor vi tar renterisiko og hvilke valuta vi har investert i. Indeksen har både høy renterisiko og valutaeksponering mot USA, Japan og de store landene i Europa. SKAGEN Tellus avviker betydelig fra dette.

Vi har fortsatt med å holde en relativt lav rentefølsomhet i første kvartal. Vi tror at de lange rentene i de store landene som USA,

Tyskland og Japan har nådd bunnen, og at risikoen for økte renter er høy. Veksten er sterkere, og deflasjonsfaren over. Den amerikanske sentralbanken er i gang med å stramme til pengepolitikken, og vi tror den europeiske sentralbanken er nestemann ut. Det vil gi økte renter. Rentefølsomheten til fondet per utgangen av mars var 3,1 år, mens den var 7,6 år for indeksen.

SKAGEN Tellus har høy rentedurasjon i land der renten enten er høy, eller har utsikter til å falle framover. Latin-Amerika peker seg ut i så henseende, her er det fortsatt mange land med attraktive renter. Våre investeringer i Peru, Chile og Den dominikanske republikk er alle motivert ut i fra en attraktiv rente. Både Peru og Chile har bunnsolide statsfinanser og nesten ingen statsgjeld – her får en høye renter uten høy risiko. Den dominikanske republikk har en sterk veksthistorie, og gir en rente på over ti prosent.

Vi har valgt å ha lav rentedurasjon i de landene hvor vi tror rentene kan komme til å øke, samtidig som vi tror at valutaen vil styrke seg. Eksempler på slike land er Mexico, Storbritannia, Norge, Canada og USA.

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong, prosent	Pålydende, NOK ***	Kostpris, NOK ***	Markedskurs, NOK	Påløpt rente, NOK	Markedsverdi, NOK ***	Markedsverdi inkl. påløpt rente, NOK***	Urealisert gevinst/tap, NOK **	Andel av fondet
STATSOBLIGASJONER										
Canadian Government	01.03.2018	1,25	8 000	49 891	649,04	53	51 923	51 976	2 032	5,34 %
Chilean Government	05.08.2020	5,50	4 410 000	54 659	1,37	488	60 287	60 775	5 628	6,25 %
Dominican Republic	10.05.2024	11,50	150 000	28 449	19,38	1 228	29 075	30 303	626	3,12 %
Croatia Government Int Bond	30.05.2022	3,87	8 300	74 798	1 000,14	2 467	83 012	85 479	8 214	8,79 %
Portugese Government	15.10.2025	2,87	7 000	66 651	883,89	845	61 872	62 718	-4 779	6,45 %
Slovenia Government	30.03.2026	5,12	3 500	41 766	1 248,85	5	43 710	43 714	1 943	4,50 %
Spanish Government	30.04.2025	1,60	6 000	55 241	940,97	809	56 458	57 267	1 217	5,89 %
UK Government	25.08.2017	8,75	4 500	49 256	1 109,16	396	49 912	50 308	656	5,17 %
UK Government	07.09.2017	1,00	5 000	54 636	1 076,21	35	53 810	53 845	-826	5,54 %
European Bank Recon & Dev	19.03.2018	5,75	200 000	25 846	13,27	50	26 535	26 585	688	2,73 %
Mexican Government	15.06.2017	5,00	120 000	50 145	45,61	808	54 736	55 544	4 591	5,71 %
Norwegian Government	19.05.2017	4,25	95 000	99 059	100,46	3 495	95 441	98 937	-3 618	10,17 %
New Zealand Government	17.04.2023	5,50	8 000	54 358	690,50	1 212	55 240	56 452	882	5,81 %
Peruvian Government	12.08.2037	6,90	20 000	48 107	280,60	473	56 119	56 593	8 012	5,82 %
US Government	30.06.2017	0,62	7 800	64 786	858,84	104	66 989	67 093	2 204	6,90 %
US Government	30.09.2017	0,62	10 000	85 135	857,92	0	85 792	85 792	657	8,82 %
Sum Verdipapirportefølje				902 785		12 470	930 911	943 381	28 126	97,01 %
Disponibel likviditet				28 850			29 059	29 059	208	2,99 %
TOTAL				931 635		12 470	959 970	972 440	28 334	100,00 %

Nøkkeltall portefølje

Effektiv rente 3,42% Rentefølsomhet* 3,10

* Effektiv rente justert mot forvaltningshonorar.

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

*** Alle tall i 1 000 NOK.

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

Verdipapir er vurdert til markedskurs 31.03.2017.

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



SKAGEN Credit

Plukker de beste eplene fra den globale frukthage

- › God avkastning fra minsket kredittpåslag og løpende kupongrente
- › Viktigere enn noen gang å plukke riktige obligasjoner
- › Rustet for dårligere tider

1	2	RISIKO	4	5	6	7
Fondets startdato	30. mai 2014					
Avkastning siden oppstart	4,92 %					
Gjennomsnittlig årlig avkastning siden start	1,71 %					
Forvaltningskapital	178 mill NOK					
Antall andelseiere	632					

AVKASTNING	1. KV. 17*	12 M*
SKAGEN Credit NOK	1,06 %	7,61 %
Statsobligasjonsindeks 1.0	0,24 %	0,43 %

* Per 31. mars 2017



PORTEFØLJEFORVALTER

Ola Sjöstrand

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

God avkastning tross lavere risikonivå

Det ble et bra første kvartal. Kredittpåslaget minsket på de fleste investeringene i fondet og førte til at fondets verdi steg.

Denne minskningen i kombinasjon med den løpende kupongrenten fra obligasjonene gjorde at avkastningen ble bra. SKAGEN Credit ga en avkastning på 1,06 prosent til tross for at risikonivået i fondet har gått en del ned. Gjennomsnittsratingen på investeringene har det siste året økt fra BB+ til dagens BBB. Dessuten er også investeringenes gjennomsnittlige løpetid redusert fra 2,7 til 2,4 år. Nå er det kanskje noen som lurer på hvorfor fondet har redusert risikoen nå som alt ser så bra ut og det emitteres selskapsobligasjoner som aldri før? Selskaper og andre som utsteder obligasjoner har vært svært aktive i første kvartal. Nivåene, det vil si hvilken rente de må betale på sine obligasjoner, har ikke vært så lave på lenge. Det er altså ikke så rart at alle som kan, og har det minste lille behov for billig finansiering, utnytter dagens nivåer. Mer underlig er det at det fins investorer som er interessert i å kjøpe så mye.

Jakten på avkastning

En forklaring på den store kjøpsinteressen er at renter generelt er lave og at mange er villige til å ta mer risiko for i det hele tatt å få en rente. Når de sikreste obligasjonene, som for eksempel tyske korte statsobligasjoner, gir negativ rente så velger mange å øke risikoen og i stedet kjøpe de nest sikreste obligasjonene. Når tilstrekkelig mange vil kjøpe også disse så presses prisen ned til også disse handles til negativ rente. Dette forplanter seg videre nedover i kredittskalaen og er altså med og presser påslaget på alle typer obligasjoner. Renten, eller mer korrekt kredittpåslaget på selskapenes obligasjoner, er altså presset ned på grunn av at investorer leter etter avkastning og ikke fordi kredittkvaliteten blir bedre.

Obligasjonsplukking

Disse lave nivåene presser altså lånekostnaden ned for «alle» selskaper, og det gjøres liten forskjell på selskapenes finansielle situasjon eller fremtidsutsikter. Det er dermed viktigere enn på lenge å selektivt velge ut obligasjoner hvor risikoen står i forhold til avkastningen. Når det ser som best ut er det oftest også størst nedside og å ukritisk investere i «selskapsobligasjoner» er kanskje ikke å anbefale. En indeks skiller sjelden på bra og dårlige selskaper og i obligasjonsindeksen settes vekten ofte ut fra hvor mye obligasjoner de har utestående. Jo mer de låner desto større vekt får de i indeksen.

Konsentrert kompott

De rundt 40 investeringene i SKAGEN Credit er valgt fra alle selskapsobligasjoner i verden. De har ofte en spesiell hendelse/trigger som vil øke verdien, eller så gir de ganske enkelt høyere avkastning enn tilsvarende obligasjoner av en eller annen grunn. Poenget er at hver obligasjon er nøye utvalgt og analysert før vi investerer. Selvsagt kan analysen være feil og investeringen gå dårlig, men gjennom å kun velge de obligasjonene med merverdi er fondet rustet til å både kunne stå imot dårligere tider samtidig som det skal gi en avkastning som står i rimelig forhold til risikoen.

SKAGEN CREDIT NOK							
Verdipapir	Valuta	Forfallsdato	Pålydende	Kupong	Markedsverdi, NOK	Andel av fondet (%)	
SKAGEN Credit	NOK		1 649		176 902	99,41	
Likviditet					1 054	0,59	
Sum andelskapital					177 957	100,00	
Valutasikringsgrad	96,91 %						
Eierandel av SKAGEN Credit	51,47 %						
SKAGEN CREDIT MASTER FUND							
Verdipapir	Valuta	Forfallsdato	Pålydende	Kupong	Markedsverdi, NOK	Andel av fondet (%)	
Gazprom OAO	USD	11.04.2018	700	8,15	6 612	1,92	
Petrobras Global Finance BV	USD	01.03.2018	600	5,88	5 336	1,55	
Petrobras Global Finance BV	USD	20.01.2020	300	5,75	2 743	0,80	
Seadrill Ltd	USD	15.09.2017	300	6,13	1 039	0,30	
Sum Energi					15 730	4,57	
Glencore Canada Financial Corp	GBP	27.05.2020	900	7,38	11 893	3,45	
Glencore Funding LLC	USD	30.05.2023	800	4,13	7 121	2,07	
Sum Råvarer					19 014	5,52	
DSV A/S	DKK	18.03.2022	8 000	1,60	10 268	2,98	
Schaeffler Finance BV	USD	15.05.2023	1 100	4,75	9 801	2,85	
Tallink Group AS	NOK	18.10.2018	6 000	6,09	6 336	1,84	
Heathrow Funding Ltd	GBP	20.03.2020	500	6,00	6 104	1,77	
Heathrow Funding Ltd	GBP	10.09.2018	500	6,25	5 945	1,73	
Color Group AS	NOK	18.09.2019	5 000	6,19	5 259	1,53	
Bombardier Inc	USD	16.03.2020	400	7,75	3 698	1,07	
Bombardier Inc	USD	14.10.2022	200	6,00	1 753	0,51	
Sum Kapitalvarer, service og transport					49 164	14,28	
Jaguar Land Rover Automotive Plc	GBP	01.03.2023	800	3,88	8 936	2,60	
Best Buy Co Inc	USD	15.03.2021	900	5,50	8 380	2,43	
Fiat Finance & Trade SA	EUR	15.03.2018	600	6,63	5 846	1,70	
Samvardhana Motherson Automotive	EUR	15.07.2021	600	4,13	5 700	1,66	
Jacob Holm & Sonner Holding AS	EUR	31.03.2022	500	3,42	4 632	1,35	
Fiat Chrysler Finance Europe	EUR	22.03.2021	400	4,75	4 064	1,18	
Samvardhana Motherson Automotive	USD	16.12.2021	400	4,88	3 603	1,05	
Volvo Car AB	SEK	07.03.2022	3 000	1,86	2 966	0,86	
Sum Inntektsavhengige konsumvarer					44 126	12,81	
Cosan	USD	14.03.2023	1 200	5,00	10 359	3,01	
JBS Investments GmbH	USD	28.10.2020	900	7,75	8 388	2,44	
Lennar Corp	USD	17.06.2019	500	4,50	4 489	1,30	
Sum Defensive konsumvarer					23 236	6,75	
Sparebank 1 Telemark	NOK	15.06.2017	15 000	1,55	15 080	4,38	
Länsförsäkringar Bank AB	SEK	27.04.2026	9 000	1,77	9 027	2,62	
Danske Bank AS	GBP	29.09.2021	700	5,38	8 151	2,37	
Sparebank 1 Nord-Norge	NOK	26.05.2017	7 000	1,40	7 013	2,04	
Bank of Baroda	USD	23.07.2019	750	4,88	6 818	1,98	
Türkiye Halk Bankasi AS	USD	13.07.2021	800	5,00	6 684	1,94	
Standard Chartered PLC	EUR	23.11.2022	500	3,63	5 078	1,47	
Standard Chartered Bank	GBP	03.04.2018	200	7,75	2 453	0,71	
Sum Bank og finans					60 303	17,51	
Rolta Americas LLC	USD	24.07.2019	400	-	757	0,22	
Sum Informasjonsteknikk					757	0,22	
Bharti Airtel International	USD	20.05.2024	700	5,35	6 503	1,89	
VimpelCom Holdings BV	USD	01.03.2022	650	7,50	6 370	1,85	
Bharti Airtel International	EUR	20.05.2021	400	3,38	4 098	1,19	
Frontier Communications Corp	USD	15.09.2022	300	10,50	2 621	0,76	
Total Telekom					19 593	5,69	
BKK AS	NOK	22.05.2020	16 000	1,70	16 092	4,67	
EDP Finance BV	USD	01.10.2019	1 600	4,90	14 792	4,30	
Agder Energi AS	NOK	04.04.2018	10 000	2,16	10 062	2,92	
EDP Finance BV	USD	14.01.2021	200	5,25	1 857	0,54	
Sum Nyttetjenester					42 804	12,43	
Entra ASA	NOK	10.04.2017	10 000	2,37	10 055	2,92	
SAGAX AB	EUR	09.09.2020	300	3,50	2 856	0,83	
American Tower Corp	USD	15.02.2019	300	3,40	2 647	0,77	
SAGAX AB	EUR	15.06.2021	100	4,50	982	0,29	
Sum Eiendom					16 539	4,80	
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE					291 201	86,97	
IRS EUR 20180620	EUR	20.06.2018	3 000		-377	-0,11	
IRS EUR 20210511	EUR	11.05.2021	600		-152	-0,04	
IRS GBP 20180129	GBP	29.01.2018	1 200		-172	-0,05	
IRS GBP 20230523	GBP	23.05.2023	400		-89	-0,03	
IRS USD 20180620	USD	20.06.2018	3 500		-121	-0,04	
IRS USD 20190820	USD	20.08.2019	2 000		-36	-0,01	
IRS USD 20210622	USD	22.06.2021	1 000		-29	-0,01	
IRS USD 20220927	USD	27.09.2022	1 500		540	0,16	
IRS USD 20230905	USD	05.09.2023	1 000		425	0,12	
Sum Derivater					-11	-	
Likviditet					53 086	15,42	
Sum andelskapital					344 340	100,00	



Hellas satte kursen

SKAGEN Avkastning hadde en god start på året, med en avkastning på 0,7 prosent i første kvartal. Indeksen var opp 0,6 prosent.

SKAGEN Avkastning

Aktiv renteforvaltning

1 RISIKO 3 4 5 6 7

Fondets startdato	16. september 1994
Avkastning siden oppstart	215,86 %
Forvaltningskapital	1 456 mill NOK
Gjennomsnittlig årlig avkastning siden start	5,24 %
Antall andelseiere	10 934

AVKASTNING	1. KV. 17*	12 M*
SKAGEN Avkastning	0,69 %	2,52 %
ST4X	0,63 %	0,06 %

* Per 31. mars 2017



PORTEFØLJEFORVALTERE

Jane Tvedt og Torgeir Høien

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

Både den norske og den internasjonale delen av porteføljen bidro til god avkastning. Den norske delen utgjorde omkring 85 prosent, mens den internasjonale var på ca 15 prosent i kvartalet. Den forholdsvis lave andelen utenlandske papirer skyldes at de internasjonale rentene er svært lave, og at det er færre gode investeringsmuligheter med attraktiv rente eller potensial for rentefall. I mange tilfeller kaster det mer av seg å investere i norske bankpapirer.

Et kraftig fall i kredittpåslaget bidro til avkastning utover den effektive renten på de norske bankpapirene. Kredittpåslaget falt med omkring 17 basispunkter for bankpapir med treårs løpetid. Kredittpåslaget for treårsårlån for de store bankene langs kysten er nå 50 punkter.

Hellas preget utviklingen i kvartalet. Forhandlingene om betingelsene for utbetaling av den siste delen av redningspakken har vært krevende. I januar publiserte IMF en rapport som konkluderte med at den greske gjelden vil vokse kraftig, og at statsfinansene ikke er bærekraftige. Rapporten, samt vanskeligheter i forhandlingene, ga økt usikkerhet og dro opp rentene. I februar og mars har forhandlingene hatt en positiv utvikling, og rentene har falt tilbake igjen. Hellas er den av våre investeringer som svinger mest, men også hvor potensialet for rentefall er veldig stort dersom partene kommer til enighet. Vi mener det er for mye som står på spill, både for Hellas og kreditorene, for at partene ikke skal komme til enighet. Hellas ønsker ikke at usikkerhet skal ødelegge en gryende bedring av økonomien, samtidig som det er et stort flertall blant befolkningen om å forbli medlem av euroområdet. Gitt Brexit og viktige valg i Europa, er det svært lite trolig at EU ønsker en ny runde med usikkerhet som følge av økt sjanse for Grexit.

Europeisk økonomi har startet året sterkt. Det er positivt for våre investeringer i perifere euroland som er avhengig av handel med andre land i Europa. Kroatia var vår beste investering i 2016, og fortsetter den positive utviklingen også i 2017. Portugal hadde en svak start på året, men sterkere nøkkeltall og lavere underskudd på budsjettet ga fallende renter mot slutten av kvartalet. Spania var den eneste av våre utenlandske investeringer som utviklet seg negativt i kvartalet.

Vi valgte å redusere eksponeringen mot perifere land i Europa, og reduserte investeringene i Portugal, Spania og Hellas mot slutten av kvartalet. Den solide utviklingen i europeisk økonomi gjør at risikoen for en renteoppgang i Europa er større. Nedsiden er stor den dagen ECB kommuniserer at pengepolitikken skal strammes til, eller at markedet starter å prise inn en renteoppgang.

Vi har investert 2,4 prosent av fondet i Den dominikanske republikk. Det er en obligasjon i amerikanske dollar som gir en rente på 5,2 prosent. Landet har opplevd en positiv utvikling den siste tiden, og vi tror dette vil fortsette – blant annet drevet av økt turisme. Vi tror dette vil lede til fall i kredittpremien framover.

Verdipapir	Forfalls- dato	Kupong- prosent	Nominelt, NOK ***	Kostnads- pris, NOK ***	Markeds- kurs NOK	Påløpt rente, NOK	Markeds- NOK ***	Markeds- verdi inkl Påløpt rente, NOK ***	Urealisert gevinst/ tap, NOK ***	Andeler av fondet
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE										
Finans										
Aurskog Sparebank	03.09.2018	2,02	48 000	48 620	100,83	75	48 399	48 474	-221	3,33 %
BN Bank ASA	12.08.2019	1,59	20 000	19 600	100,08	41	20 016	20 056	416	1,38 %
BN Bank ASA	22.05.2018	1,97	25 000	24 972	100,67	51	25 166	25 217	194	1,73 %
Brage Finans AS	18.12.2017	1,67	25 000	24 954	100,17	13	25 044	25 056	90	1,72 %
Eiendoms kreditt AS	04.12.2017	1,65	20 000	20 080	100,18	23	20 037	20 060	-43	1,38 %
Fana Sparebank Boligkreditt	19.06.2019	1,41	15 000	15 030	100,36	6	15 054	15 061	25	1,03 %
Jæren Sparebank	08.05.2018	1,99	10 000	10 169	100,69	28	10 069	10 097	-100	0,69 %
Jæren Sparebank	30.10.2018	2,25	20 000	20 058	101,19	75	20 238	20 313	180	1,40 %
Kredittforeningen for Sparebanker	10.02.2020	1,71	50 000	50 153	100,31	116	50 153	50 270	1	3,45 %
Kredittforeningen for Sparebanker	12.02.2019	1,81	30 000	30 293	100,60	69	30 180	30 249	-113	2,08 %
Kredittforeningen for Sparebanker	27.02.2018	1,96	30 000	30 363	100,53	52	30 158	30 210	-205	2,07 %
Lillestrøm Sparebank	05.04.2019	2,28	17 000	17 181	101,22	92	17 208	17 299	27	1,19 %
Sparebanken Møre	16.03.2020	1,43	30 000	30 018	100,00	18	29 999	30 017	-19	2,06 %
OBOS-banken AS	08.01.2018	1,50	20 000	20 007	100,04	68	20 009	20 076	1	1,38 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	28.03.2019	1,51	10 000	9 997	100,06	1	10 006	10 007	9	0,69 %
Oftoten Sparebank	18.06.2018	1,74	10 000	10 014	100,41	5	10 041	10 046	27	0,69 %
Sparebanken Øst	09.09.2019	1,77	25 000	25 000	100,77	27	25 194	25 221	194	1,73 %
Sandnes Sparebank	06.11.2018	1,90	55 000	55 891	100,72	154	55 393	55 547	-498	3,82 %
Sandnes Sparebank	14.01.2020	1,68	20 000	19 921	99,97	69	19 993	20 062	72	1,38 %
Santander Consumer Bank AS	08.08.2019	1,70	18 000	17 997	100,26	43	18 047	18 091	50	1,24 %
Santander Consumer Bank AS	14.03.2019	2,33	22 000	22 320	101,70	24	22 374	22 398	54	1,54 %
Santander Consumer Bank AS	17.01.2020	1,84	27 000	27 000	100,26	101	27 069	27 170	69	1,87 %
Sparebank 1 Søre Sunnmøre	20.02.2019	1,67	13 000	13 007	100,28	24	13 037	13 060	29	0,90 %
SpareBank 1 BV	24.04.2018	1,39	40 000	39 464	100,08	102	40 033	40 135	569	2,76 %
Selbu Sparebank	03.12.2018	2,10	10 000	10 068	100,92	16	10 092	10 108	23	0,69 %
Skandiabanken ASA	17.01.2020	1,67	30 000	30 049	100,22	102	30 067	30 169	19	2,07 %
Sparebank 1 SMN	26.11.2018	1,90	37 000	36 714	100,80	62	37 296	37 358	582	2,57 %
Sparebank 1 SMN	13.01.2020	1,65	20 000	20 006	100,20	71	20 040	20 110	34	1,38 %
Sparebanken Sør	20.02.2019	1,46	70 000	70 006	100,09	111	70 061	70 171	54	4,82 %
Sparebanken Sør	29.10.2018	1,88	20 000	19 871	100,76	63	20 151	20 214	280	1,39 %
Sparebanken Hedmark	04.12.2018	1,66	20 000	19 968	100,45	23	20 090	20 113	122	1,38 %
Sparebanken Hedmark	30.10.2019	1,59	35 000	34 741	100,16	93	35 058	35 150	317	2,41 %
Sparebank 1 Telemark	08.05.2018	1,88	25 000	25 400	100,66	67	25 164	25 231	-236	1,73 %
Sparebank 1 Telemark	12.09.2018	1,82	27 000	27 398	100,76	25	27 205	27 229	-194	1,87 %
Sparebank 1 Telemark	28.01.2019	1,75	10 000	10 045	100,57	29	10 057	10 087	13	0,69 %
Sparebank 1 SR-Bank	13.12.2018	1,76	40 000	39 804	100,73	35	40 290	40 326	486	2,77 %
Storebrand ASA	24.05.2017	3,46	10 000	10 066	100,29	34	10 029	10 062	-37	0,69 %
Sparebanken Vest	25.03.2019	1,54	20 000	20 080	100,34	3	20 067	20 070	-13	1,38 %
Totens Sparebank	27.09.2018	1,89	20 000	20 328	100,73	4	20 147	20 151	-181	1,38 %
Verd Boligkreditt AS	24.06.2019	1,64	12 000	12 070	100,66	4	12 080	12 083	10	0,83 %
STATSOBLIGASJONER										
Industri										
Croatia Government International Bond	11.03.2025	3,00	6 000	54 974	936,18	91	56 171	56 261	1 197	3,86 %
Hellenic Republic Government	24.02.2031	3,00	3 000	18 547	651,38	79	19 542	19 621	995	1,35 %
Hellenic Republic Government	24.02.2032	3,00	3 000	16 691	639,23	79	19 177	19 256	2 486	1,32 %
Portugese Government	15.10.2025	2,87	4 000	37 777	884,36	483	35 374	35 858	-2 402	2,46 %
Spanish Government	30.04.2025	1,60	5 400	49 178	941,50	728	50 841	51 569	1 663	3,54 %
Dominican Republic	27.01.2025	5,50	4 000	34 640	880,25	336	35 210	35 546	570	2,44 %
Sum Verdipapirportefølje			1 220 529			3 815	1 227 124	1 230 939	6 595	84,55 %
Disponibel likviditet				228 024		2	225 009	225 011	-3 015	15,45 %
TOTAL			1 448 553			3 817	1 452 133	1 455 950	3 580	100,00 %
Nøkkel tall portefølje										
Effektiv rente		2,00 %		Effektiv avkastning til kunder*		1,50 %		Rentefølsomhet**		1,24

* Effektiv rente justert for forvaltningshonorar.

** Rentefølsomhet er et forenklet uttrykk for hvor mye kursen på rentepapiret vil endre seg dersom renten endrer seg 1 prosentpoeng.

Effektiv rente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på et rentepapir fram til det forfaller

Verdipapirer er vurdert til markedskurser 30.12.2017

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

Andelskurs per 31.03.2017

137,8766



En bra start

Starten på 2017 har vært bra for SKAGEN Høyrente.

SKAGEN Høyrente

Sammen for bedre renter

RISIKO 2 3 4 5 6 7

Fondets startdato 18. september 1998

Avkastning siden oppstart 106,03 %

Gjennomsnittlig årlig avkastning siden start 4,00 %

Forvaltningskapital 2 570 mill NOK

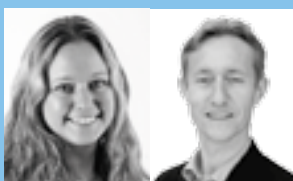
Antall andelseiere 6087

AVKASTNING 1. KV. 17* 12 M*

SKAGEN Høyrente 0,54 % 1,90 %

Statssertifikatindeks 0.50 0,18 % 0,51 %

* Per 30. desember, 2016.



PORTEFØLJEFORVALTERE

Elisabeth Gausel og Ola Sjöstrand

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

SKAGEN Balanse 60/40



PORTEFØLJEFORVALTER

Beate Bredesen

Hittil i år har fondet hatt en avkastning på 0,54 prosent, som annualisert tilsvarer en årlig avkastning på 2,2 prosent. Indeksens avkastning i samme periode har vært 0,18 prosent mens 3 måneders NIBOR i gjennomsnitt har ligget på 1,02 prosent.

Kreditspredene i det norske penge-markedet har hatt en nedgang siden starten av året. Dette fører i første omgang til en økt verdi på investeringene i fondet og har bidratt til den gode avkastningen. Men man får ingenting gratis, og ulempen med reduserte kredittspreader er at det fører til en nedgang i den effektive renten og dermed lavere forventet avkastning fremover. Den effektive renten er nå 1,36 prosent, ned fra 1,65 prosent ved starten av året.

I SKAGEN Høyrente har vi den fordel at investeringene kan spres mellom både bank, industri- og kraftpapirer. Det at vi kan være eksponert mot flere ulike sektorer gjør porteføljen mer diversifisert, og det reduserer den totale risikoen i fondet. Ved utgangen av kvartalet var fordelingen 56 prosent bankobligasjoner, 18 prosent bankinnskudd, 14 prosent kraft og 12 prosent industriobligasjoner.

Vi gjør egne grundige analyser av alle investeringene våre. Dette betyr at en viktig del av forvaltningen er å lese rapporter fra selskapene som vi låner ut penger til, og følge med på nyheter og informasjon som kommer fra dem. Tidligere ble det publisert skyggeratinger av utstederne i det norske pengemarkedet. Disse ratingene ble laget av meglerhusene. Skyggeratingene ble fjernet

i fjor høst etter pålegg fra ESMA (finansiell regulatorisk institusjon innenfor EU) siden de mente det kun er godkjente ratingbyrå som kan gi offisielle ratinger. Nå ser det ut til at en løsning er på gang med egne ratingbyrå som vil dekke det nordiske markedet, men for oss har ikke dette vært noen viktig faktor i forvaltningen. Vi stoler mest på våre egne vurderinger av hvilke selskaper vi vil investere i. En offisiell rating hjelper oss kun til å ha et objektivt mål som viser at vi holder oss innenfor mandatet om å kun investere i selskaper som er «investment grade».

Analysene våre blir vurdert opp mot prisingen i markedet og det er viktig for oss å finne papirer som vi mener er riktig priset i forhold til den risikovurderingen som er gjort. Vurderingen av risiko går både på kredittverdigheten til selve selskapet og sannsynligheten for at vi får pengene tilbake ved forfall av obligasjonen. I tillegg er likviditeten til obligasjonene i annenhåndsmarkedet en viktig faktor. Likviditet i denne sammenheng betyr hvor lett det er å få omsatt papiret i annenhåndsmarkedet. Likviditeten i fondet totalt sett er viktig for oss, slik at det aldri skal være tvil om at kundene kan få pengene sine ut på dagen.

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markeds-kurs	Pålept rente	Markeds-verdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Prosent fordeling
AKSJEFOND							
SKAGEN Global	70 954	89 953	1 547		109 775	19 823	30,68 %
SKAGEN Kon-Tiki	66 058	44 990	824		54 433	9 443	15,21 %
SKAGEN Vekst	24 104	43 700	2 231		53 774	10 074	15,03 %
Sum aksjefond		178 642			217 982	39 340	60,92 %
RENTFOND							
SKAGEN Høyrente Institusjon	519 968	51 840	100	135	52 038	198	14,54 %
SKAGEN Høyrente	511 970	51 590	101	149	51 843	253	14,49 %
SKAGEN Avkastning	251 989	35 021	138	83	34 743	-278	9,71 %
Sum rentefond		138 451		367	138 624	173	38,74 %
Sum verdipapirportefølje		317 093		367	356 606	39 513	99,66 %
Disponibel likviditet					1 229		0,34 %
Sum andelskapital					357 835		100,00 %
Basiskurs per 31.03.2017			148,6732				

Verdipapir	Forfalls- dato	Kupong	Pålydende ***	Kostpris **	Markeds- kurs	Påløpt rente	Markeds- verdi ***	Markeds- gjennskl. påløpt rente ***	Urealisert gevinst/ tap ***	Andel av fondet
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE										
Finans										
BN Bank ASA	22.05.2018	1,97	40 000	39 914	100,67	81	40 266	40 347	353	1,57 %
BN Bank ASA	24.01.2019	1,87	80 000	80 386	100,63	274	80 508	80 782	122	3,14 %
Bank 1 Oslo Akershus AS	05.03.2018	2,13	60 000	60 252	100,79	89	60 473	60 561	221	2,36 %
Eiendoms kreditt AS	18.01.2019	2,46	26 000	26 382	101,50	128	26 390	26 518	8	1,03 %
Helgeland Sparebank	16.08.2018	1,92	55 000	55 699	100,80	126	55 439	55 565	-260	2,16 %
Kredittforeningen for Sparebanker	12.02.2019	1,81	33 000	32 883	100,60	76	33 197	33 274	314	1,29 %
Kredittforeningen for Sparebanker	18.01.2018	2,49	10 000	10 122	100,87	50	10 087	10 137	-35	0,39 %
Kredittforeningen for Sparebanker	27.02.2018	1,96	63 000	63 458	100,53	110	63 331	63 441	-127	2,47 %
Kredittforeningen for Sparebanker	29.09.2017	1,53	30 000	29 949	100,03	-4	30 009	30 005	60	1,17 %
Kredittforeningen for Sparebanker	29.10.2018	2,05	12 000	12 016	100,87	41	12 105	12 146	89	0,47 %
OBOS-banken AS	08.01.2018	1,50	15 000	15 001	100,04	51	15 006	15 057	5	0,59 %
OBOS-banken AS	25.08.2017	1,41	11 000	10 913	100,04	14	11 005	11 019	92	0,43 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	18.01.2018	2,14	78 000	79 378	100,59	334	78 457	78 791	-920	3,07 %
Sparebanken Øst	10.01.2019	1,90	40 000	40 107	100,71	169	40 284	40 453	177	1,57 %
Sandnes Sparebank	06.11.2018	1,90	79 000	78 402	100,72	221	79 565	79 786	1 163	3,10 %
Sandnes Sparebank	14.01.2020	1,68	80 000	79 680	99,97	276	79 972	80 249	293	3,12 %
Sandnes Sparebank	19.03.2018	2,67	60 000	61 323	101,24	316	60 744	61 060	-579	2,38 %
Santander Consumer Bank AS	19.02.2018	1,79	25 000	25 030	100,37	48	25 094	25 142	64	0,98 %
SpareBank 1 BV	24.04.2018	1,39	85 000	84 882	100,08	217	85 071	85 287	189	3,32 %
SpareBank 1 BV	13.03.2019	1,68	45 000	45 189	100,61	38	45 275	45 313	86	1,76 %
Skandiabanken ASA	17.01.2020	1,67	100 000	100 103	100,22	339	100 225	100 564	122	3,91 %
Skandiabanken ASA	29.10.2018	1,55	20 000	20 015	100,23	52	20 047	20 098	32	0,78 %
Sparebank 1 SMN	13.01.2020	1,65	20 000	20 000	100,20	71	20 040	20 110	40	0,78 %
Sparebanken Sør	05.03.2018	1,95	30 000	30 379	100,62	41	30 186	30 226	-193	1,18 %
Sparebanken Sør	20.02.2019	1,46	25 000	24 991	100,09	40	25 022	25 061	31	0,98 %
Sparebanken Sør	29.10.2018	1,88	28 000	28 198	100,76	88	28 212	28 300	14	1,10 %
Sparebanken Hedmark	04.12.2018	1,66	20 000	20 080	100,45	23	20 090	20 113	10	0,78 %
Sparebanken Hedmark	20.02.2018	2,72	28 000	28 452	101,30	83	28 363	28 446	-89	1,11 %
Sparebank 1 Nord-Norge	21.08.2019	1,47	30 000	29 977	100,01	47	30 004	30 050	27	1,17 %
Sparebank 1 Nordvest	20.03.2018	1,92	30 000	30 225	100,61	18	30 182	30 200	-43	1,18 %
Sparebank 1 Nordvest	25.01.2019	2,22	20 000	20 164	101,29	80	20 258	20 338	94	0,79 %
Sparebank 1 Telemark	12.09.2018	1,82	25 000	25 108	100,76	23	25 189	25 212	81	0,98 %
Sparebank 1 Telemark	28.01.2019	1,75	46 000	46 161	100,57	134	46 264	46 398	103	1,81 %
Sparebank 1 SR-Bank	13.12.2018	1,76	60 000	60 340	100,73	53	60 436	60 488	95	2,35 %
Sparebanken Vest	30.06.2017	1,25	40 000	39 738	100,03	1	40 011	40 013	273	1,56 %
Industri										
Entra ASA	08.08.2019	1,61	35 000	35 060	100,18	57	35 063	35 120	3	1,37 %
Entra ASA	20.09.2018	2,19	69 000	69 814	101,21	46	69 835	69 882	21	2,72 %
Entra ASA	10.04.2017	2,37	46 000	46 258	100,03	242	46 016	46 258	-242	1,80 %
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	18.10.2019	1,79	73 000	73 038	100,37	261	73 268	73 529	230	2,86 %
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	31.10.2018	2,25	28 000	28 300	101,18	103	28 330	28 433	29	1,11 %
Steen & Strøm AS	21.02.2019	2,23	42 000	42 507	101,27	99	42 533	42 632	26	1,66 %
Kraft										
Agder Energi AS	29.05.2017	1,45	45 000	44 956	100,04	56	45 019	45 075	63	1,75 %
Agder Energi AS	04.04.2018	2,16	75 000	75 300	100,66	-18	75 497	75 479	197	2,94 %
BKK AS	22.05.2018	1,57	110 000	110 131	100,22	177	110 246	110 424	115	4,30 %
BKK AS	22.08.2017	2,30	125 000	127 010	100,41	295	125 507	125 803	-1 503	4,89 %
Sum Verdipapirportefølje				2 107 268		5 064	2 108 119	2 113 183	851	82,22 %
Disponibel likviditet				456 865		3	456 865	456 868		17,78 %
TOTAL				2 564 134		5 067	2 564 985	2 570 052	851	100,00 %

Nøkkeltall portefølje

Effektiv rente*	1,61 %
Effektiv avkastning til kunder*	1,36 %
Rentefølsomhet**	0,09

* Effektiv rente justert for forvaltningshonorar.

** Rentefølsomhet er et forenklet uttrykk for hvor mye kursen på rentepapiret vil endre seg dersom renten endrer seg 1 prosentpoeng.

*** Tall i 1000 NOK.

Effektiv rente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på et rentepapir fram til det forfaller.

Verdipapirer er vurdert til markedskurs per 31.03.2017.

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

Andelskurs per 31.03.2017 101,2618



Ingen rente- overraskelser i sikte

Avkastning i SKAGEN Høyrente Institusjon hittil i år har vært 0,39 prosent sammenlignet med indeksens avkastning på 0,15 prosent i samme periode.

Det er lite som tilsier at vi kan forvente noen økning i styringsrenten til Norges Bank med det første. På deres siste rentemøte i midten av mars ble styringsrenten holdt uendret. Samtidig justerte de ned rentebanen frem i tid, noe som ikke var helt forventet av markedet. Bakgrunnen for denne nedjusteringen var hovedsakelig lavere inflasjon og lønnsvekst enn det Norges Bank hadde sett for seg. Sentralbanken signaliserer nå at de ikke vil begynne å øke styringsrenta før i slutten av 2019.

De norske pengemarkedsrentene har hatt en nedgang hittil i år. 3 måneders NIBOR har gått ned fra 1,16 prosent ved starten av året til 0,97 prosent ved utgangen av mars. Vi har en veldig lav rentedurasjon i SKAGEN

Høyrente Institusjon, så en endring i rentenivået har liten betydning for verdien av eksisterende investeringer i fondet. Rentefølsomheten er 0,08, noe som betyr at i løpet av en liten måneds tid har alle investeringene i fondet enten fått justert sin rente eller kommet til forfall.

En nedgang i pengemarkedsrentene har derimot en betydning for den effektive renten i fondet. Denne har gått ned fra 1,46 prosent ved starten av året til 1,21 prosent nå ved utgangen av første kvartal. Siden 3 måneders NIBOR er den viktigste referansen for alle investeringene i fondet, er det lite vi kan gjøre med at en nedgang her har påvirket forventet avkastning fremover.

SKAGEN Høyrente Institusjon

Sammen for bedre renter

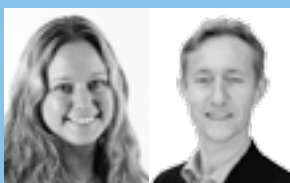
RISIKO 2 3 4 5 6 7

Fondets startdato	14. mars 2003
Avkastning siden oppstart	52,8 %
Gjennomsnittlig avkastning pr år	3,1 %
Forvaltningskapital	771 mill NOK
Antall andelseiere	44

AVKASTNING 1. KV. 17* 12 M*

SKAGEN Høyrente Institusjon	0,39 %	1,45 %
Statsobligasjonsind. 0.25	0,15 %	0,52 %

* Per 31. mars 2017



PORTEFØLJEFORVALTERE

Elisabeth Gausel og Ola Sjöstrand

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

Verdipapir	Forfalls- dato	Kupong	Pålydende ***	Kestpris ***	Markeds- kurs	Pålept rente	Markeds- verdi ***	Markeds- verdi inkl. pålept ***	Urealisert gevinst/ tap ***	Andel av fondet
------------	-------------------	--------	------------------	-----------------	------------------	-----------------	-----------------------	---------------------------------------	-----------------------------------	--------------------

RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE

Finans										
BN Bank ASA	14.11.2017	2,46	10 000	10 287	100,73	31	10 073	10 104	-214	1,31 %
BN Bank ASA	18.07.2017	1,48	10 000	9 981	100,05	30	10 005	10 034	24	1,30 %
Bank 1 Oslo Akershus AS	05.03.2018	2,13	20 000	20 178	100,79	30	20 158	20 187	-20	2,62 %
Eiendomskreditt AS	26.06.2017	1,56	18 000	18 019	100,07	3	18 013	18 016	-5	2,34 %
Helgeland Sparebank	17.01.2018	2,14	10 000	10 191	100,64	43	10 064	10 108	-127	1,31 %
Kredittforeningen for Sparebanker	18.04.2017	1,60	5 000	5 004	100,02	16	5 001	5 017	-2	0,65 %
OBOS-banken AS	13.03.2019	1,45	20 000	19 941	99,95	15	19 991	20 005	49	2,60 %
OBOS-banken AS	25.08.2017	1,41	9 000	8 991	100,04	11	9 004	9 015	13	1,17 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	18.01.2018	2,14	13 000	13 095	100,59	56	13 076	13 132	-19	1,70 %
Sparebanken Øst	03.07.2017	1,55	14 000	14 023	100,05	-2	14 008	14 006	-16	1,82 %
Sparebanken Øst	16.01.2018	2,11	11 000	11 034	100,63	48	11 069	11 117	35	1,44 %
Sandnes Sparebank	19.03.2018	2,67	20 000	20 262	101,24	105	20 248	20 353	-14	2,64 %
Santander Consumer Bank AS	14.03.2019	2,33	5 000	5 073	101,70	6	5 085	5 090	12	0,66 %
Santander Consumer Bank AS	19.02.2018	1,79	15 000	15 059	100,37	29	15 056	15 085	-2	1,96 %
SpareBank 1 BV	04.12.2017	1,37	25 000	24 998	100,08	24	25 019	25 043	22	3,25 %
Skandiabanken ASA	26.05.2017	1,44	25 000	25 033	100,05	32	25 013	25 045	-19	3,25 %
Sparebank 1 SMN	26.11.2018	1,90	13 000	13 021	100,80	22	13 104	13 126	83	1,70 %
Sparebank 1 SMN	13.01.2020	1,65	20 000	20 000	100,20	71	20 040	20 110	40	2,61 %
Sparebank 1 SMN	18.06.2018	1,28	5 000	4 976	100,04	2	5 002	5 004	26	0,65 %
Sparebanken Sogn og Fjordane	06.06.2017	1,70	25 000	25 084	100,11	30	25 027	25 057	-56	3,25 %
Sparebanken Sør	30.11.2017	2,27	15 000	15 135	100,67	29	15 101	15 130	-34	1,96 %
Sparebanken Hedmark	20.02.2018	2,72	20 000	20 287	101,30	59	20 259	20 318	-28	2,64 %
Sparebanken Møre	02.03.2018	1,36	15 000	15 014	100,06	16	15 009	15 025	-5	1,95 %
Sparebanken Møre	09.10.2018	2,19	5 000	5 020	101,11	25	5 055	5 080	36	0,66 %
Sparebank 1 Nord-Norge	15.01.2018	2,15	25 000	25 150	100,66	110	25 164	25 275	14	3,28 %
Sparebank 1 Nordvest	08.11.2018	1,62	5 000	4 972	100,27	11	5 013	5 025	41	0,65 %
Sparebank 1 Nordvest	20.03.2018	1,92	10 000	10 075	100,61	6	10 061	10 067	-14	1,31 %
Sparebank 1 Nordvest	30.05.2017	1,47	16 000	15 952	100,05	20	16 008	16 028	56	2,08 %

RENTEPAPIRER MED FAST RENTE

Finans										
Sparebank 1 Telemark	15.06.2017	1,55	20 000	20 000	100,08	90	20 017	20 107	17	2,61 %
Sum Verdipapirportefølje				425 852		967	425 742	426 709	-110	55,36 %
Disponibel likviditet				344 065		56	344 065	344 121		44,64 %
TOTAL				769 917		1 023	769 807	770 830	-110	100,00 %

Nøkkeltall portefølje

Effektiv rente*	1,36 %
Effektiv avkastning til kunder	1,21 %
Rentefølsomhet**	0,08

* Effektiv rente justert for forvaltningshonorar.

** Rentefølsomhet er et forenklet uttrykk for hvor mye kursen på rentepapiret vil endre seg dersom renten endrer seg 1 prosentpoeng. Effektiv rente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på et rentepapir fram til det forfaller. Verdipapirer er vurdert til markedskursen 31.03.2017. Obligasjoner og sertifikater der det ikke eksisterer "market-maker"-kursen, prisen til enhver tid mot gjeldende yield-kurve.

*** Tall i 1000 NOK

Andelskurs per 31.03.2017

100,0809

Avkastning, risikomål og risikojustert avkastning

Avkastning*

Per 31.03.2017	YTD 2017	Siste 12 måneder	Siste 2 år	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 7 år	Siste 10 år	Siden start
SKAGEN Vekst 1	7,4%	18,5%	7,5%	9,8%	11,5%	7,3%	4,6%	14,2%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	6,6%	14,0%	6,1%	15,3%	15,5%	12,5%	6,7%	10,4%
SKAGEN Global 2	6,8%	15,3%	5,7%	12,7%	13,5%	11,2%	7,4%	15,0%
MSCI World AC	6,8%	19,4%	8,1%	18,5%	17,7%	13,7%	7,3%	5,3%
SKAGEN Kon-Tiki 2	13,0%	24,7%	5,8%	10,8%	9,2%	7,3%	8,3%	15,1%
MSCI Emerging Markets	11,4%	21,8%	4,9%	14,2%	9,5%	7,2%	6,3%	9,4%
SKAGEN m2 A	3,5%	13,1%	2,0%	15,6%				12,4%
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	4,0%	8,0%	4,5%	19,2%				16,7%
SKAGEN Focus A	4,7%	26,2%						6,7%
MSCI World AC	6,8%	19,4%						9,7%
SKAGEN Balanse 60/40	5,2%	11,4%	4,5%	7,7%	8,1%			8,1%
SKAGEN Balanse 60/40 kombinert indeks	4,8%	11,0%	4,3%	10,2%	9,3%			9,4%
SKAGEN Avkastning	0,7%	2,5%	1,4%	2,5%	3,5%	3,5%	3,3%	5,2%
Statsobligasjonsind. 3.00	0,6%	0,1%	1,3%	2,3%	2,1%	2,8%	3,8%	5,1%
SKAGEN Tellus 4	1,8%	3,2%	0,5%	8,8%	8,9%	7,0%	6,5%	6,4%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR	1,4%	0,0%	4,1%	12,0%	8,0%	6,6%	6,6%	5,9%
SKAGEN Credit NOK	1,1%	7,6%	2,5%					1,7%
Statsobligasjonsindeks 1.0	0,2%	0,4%	0,7%					1,1%
SKAGEN Høyrente	0,5%	1,9%	1,6%	1,8%	2,2%	2,5%	3,2%	4,0%
Statsobligasjonsind. 0.50	0,2%	0,5%	0,7%	0,9%	1,2%	1,5%	2,4%	3,5%
SKAGEN Høyrente Institusjon	0,4%	1,4%	1,5%	1,7%	2,1%	2,4%	3,2%	3,1%
Statsobligasjonsind. 0.25	0,2%	0,5%	0,7%	0,8%	1,1%	1,5%	2,2%	2,4%

Risikomål

Per 31.03.2017	SKAGEN VEKST A	SKAGEN GLOBAL A	SKAGEN KON-TIKI A	SKAGEN Avkastning	SKAGEN Tellus A	SKAGEN Høyrente	SKAGEN m2 A	SKAGEN Focus
TRADISJONELLE RISIKO- OG PRESTASJONSMÅL SISTE 5 ÅR								
Standardavvik, fond	11,0 %	11,7 %	12,7 %	1,3 %	7,4 %	0,3 %		
Standardavvik, referanseindeks	10,2 %	10,0 %	11,6 %	1,6 %	9,5 %	0,2 %		
Relativ volatilitet	5,9 %	4,9 %	4,9 %	1,9 %	5,3 %	0,3 %		
Beta	0,92	1,07	1,01	0,10	0,64	0,37		
Aktiv andel	88 %	92 %	91 %				95 %	98 %

Risikojustert avkastning

Per 31.03.2017	SKAGEN VEKST A	SKAGEN GLOBAL A	SKAGEN KON-TIKI A	SKAGEN Avkastning	SKAGEN Tellus A	SKAGEN Høyrente	
TRADISJONELLE RISIKO- OG PRESTASJONSMÅL SISTE 5 ÅR							
Alfa		-2,3 %	-4,7 %	-0,3 %	3,2 %	3,5 %	1,7 %
Sharpe-brøken, fond		0,89	0,98	0,61	1,79	1,00	3,51
Sharpe-brøken, referanseindeks		1,31	1,52	0,68	0,62	0,69	0,45
Information Ratio Arithmetic		-0,60	-0,74	-0,04	0,69	0,15	3,08

* Alle avkastningstall utover 12 måneder er annualisert

¹⁾ SKAGEN Veksts investeringsmandat ble med virkning fra 1.1.2014 endret fra at fondet investerte minst 50 % av sine midler i Norge til at fondet investerer minst 50 % av sine midler i Norden. Dette betyr at avkastning før endringen ble oppnådd under andre forutsetninger enn i dag. Fondets referanseindeks før 1.1.2014 var en likt sammensatt referanseindeks av Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX) og MSCI All Country World. Referanseindeks før 1.1.2010 var Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX)

²⁾ Før 1.1.2010 var indeks MSCI World (NOK)

³⁾ Referanseindeksen for SKAGEN Kon-Tiki var verdensindeksen fram til 31.12.2003 og vekstmarkedsindeksen etter denne dato.

Avkastningstallene for referanseindeksen er derfor en kombinasjon av disse indeksene. For fullstendig oversikt over våre fond se www.skagenfondene.no

⁴⁾ Før 01.01.2013 var indeks Barclays Capital Global Treasury Index 3-5 years

ORDFORKLARING

Alle beregninger av mål er basert på månedlige observasjoner.

Standardavviket er et mål på variasjonen den årlige avkastningen har hatt. Tilnærmet har 2/3 av årlig avkastning vært i området pluss minus ett standardavvik. Sannsynligheten for at avkastningen avviker mer enn to standardavvik fra forventet avkastning er cirka fem prosent. Et høyt standardavvik kan antyde høy risiko også fremover.

Relativ volatilitet er standardavviket til den årlige meravkastningen i forhold til indeks i den aktuelle perioden. Relativ volatilitet måler forvalters evne til å skape jevn meravkastning i forhold til referanseindeksen, men brukes ofte som et mål på et fonds uavhengighet av indeksen.

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

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

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

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

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

Returadresse:
Skagen AS
Postboks 160
4001 Stavanger

B ØKONOMI
ÉCONOMIQUE



NORGE P.P. PORTO BETALT



Hovedkontor
i Stavanger



SKAGEN AS ble opprettet i Stavanger i 1993, og er en av landets ledende fondsforvaltere.

Hovedkontor:

SKAGEN AS

Postboks 160, 4001 Stavanger

Skagen 3, Torgterrassen

Telefon: 04001

Telefaks: 51 86 37 00

Organisasjonsnummer: 867 462 732

kundeservice@skagenfondene.no

www.skagenfondene.no

Kontakt Kundeservice:

Du kan chatte, sende e-post eller ringe oss på telefon 04001 mellom klokken 9.00 og 17.00 mandag til fredag.

Eller stikk innom et av våre kontorer.

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

Redaksjon:

Ole-Christian Tronstad, redaktør

Trygve Meyer

Parisa Kate Lemaire

Anna S Marcus

Vevika Søberg

Opplag: 4000

Design: Werksemd og

Kaland Marketing

Forsidefoto: Anna Ancher, Høstarbejdere, 1905. Maleriet er manipulert og tilhører Skagens Kunstmuseer.

- Hjemmemarked
- Internasjonalt marked
- Markedsføringstillatelse



SKAGEN
Fondene