

MARKEDSRAPPORT
SKAGEN



KUNSTEN
AT ANVENDE
SUND
FORNUFT

NYE MULIGHEDER I HORISONTEN

NUMMER 2 | JULI 2015 | www.skagenfondene.dk



Tænk langsigtet

"Aktiemarkedet er en mekanisme, hvor penge bliver overført fra de utålmodige til de tålmodige".

Det klassiske citat fra den anderkendte valueinvestor, Warren Buffet, står i disse år sin store prøve. Vi oplever i øjeblikket, hvordan flere investorer jagter markedstrends, og hvor værdi- og selskabsfokus er en mangelvare. Det har betydning, at vi har set kursstigninger i bl.a. Kina og USA, hvor prisfastsættelsen ikke længere kan forsvares, når man som os er en aktiv, værdibaseret forvalter.

I vores 23 års levetid er det langt fra første gang, vi har oplevet, hvordan begivenheder og markedstrends belønner de utålmodige på den korte bane. Det så vi op til Asienkrisen, dot com-krisen og senest finanskrisen. Men al erfaring viser, at det i sidste ende ikke giver et merafkast at jage de kortsigtede kursudsving som vi i øjeblikket ser det i Kina. Ligesom det heller ikke giver et merafkast at være passiv investor i en indeksfond. Her opnår du højst det samme afkast.

Vores aktiefonde har budt på mere af det samme i første del af 2015, som drev udviklingen i andet halvår 2014. Vækstmarkederne har udviklet sig svagere end de udviklede markeder i snart fem år, og dette ændrede sig ikke i første halvår. Det betyder, at værdifastsættelsen for mange selskaber i vækstmarkederne nu er særdeles attraktive sammenlignet med de udviklede markeder. Her vil en generel bedring i den globale økonomiske vækst kun forbedre udsigterne for indtjeningen i selskaber i mange af disse lande.

I de perioder, hvor det kræver ekstra tålmodighed at være langsigtet valueinvestor, er det sundt med eftertanke og selvransagelse – også her i SKAGEN. Vores nye danske investeringsdirektør, Ole Søeberg, har derfor brugt en stor del af foråret på investeringsprocesserne og allerede foretaget en række ændringer, som vil styrke vores interne processer.

Der er således meget at se frem til her ved indgangen til andet halvår. Dertil kommer en særdeles vellykket lancering af vores nye globale aktiefond, SKAGEN Focus, som du kan læse mere om i næste spalte. Tak for tillidserklæringen, og god sommer

Den største nyhed

Andet kvartal bød på en stor nyhed i SKAGEN: For første gang i tre år lancerede vi en ny global aktiefond. Det er en fond, som vi har store forventninger til. Ikke mindst fordi det er et velkommen tilbage til Filip Weintraub, der var hovedforvalter i SKAGEN Global fra 2001 til 2011. Sammen med forvalteren, Jonas Edholm, bliver det spændende at se, om han kan skabe lige så imponerende resultater som sidst, hvor han skabte et betydeligt merafkast i forhold til verdensindekset. Konceptet i fonden er lige så enkelt, som det er spændende. De to forvaltere er på jagt efter verdens 35 bedste aktier. Vi var på tur rundt i Danmark med forvalterteamet, og opbakningen fra vores danske kunder har indtil videre været imponerende. Tak for det.



– Jens Elkjær
Adm. direktør i Danmark



19

Bonheur/Ganger Rolf skal ses som en leverandør af vedvarende energi og har også har en mulighed for fremtidige forbedringer i rig-markedet.



27

Porteføljeforvalterne Filip Weintraub og Jonas Edholm står bag den netop lancerede SKAGEN Focus og debuterer i Markedsrapporten.



32

SKAGEN Credit, som investerer i globale virksomhedsobligationer, har købt obligationer i INEOS, en af verdens største petrokemiske selskaber. På billedet granulater, som produceres på fabrikken i Köln.

Fotos: Bloomberg

LEDER

Tålmodigheden bliver testet › 2
Jens Elkjær

PORTEFØLJE- FORVALTERNES BERETNING

INDLEDNING

Hvor skal pengene hen? › 6
Selskabernes pengetanke er vokset betydeligt de seneste fem år.
Men hvordan skal pengene forvaltes?

AKTIEFONDE

SKAGEN Kon-Tiki › 10
Fonden bliver på sporet

SKAGEN Global › 15
Svært for vækstmarkeder og råvarer

SKAGEN Vekst › 19
Lidt bedre

SKAGEN m² › 23
Regnfuldt kvartal

SKAGEN Focus › 27
Jagten på exceptionelle investeringer

OBLIGATIONSFONDE

Rentekommentar › 5
Hvad vil de lange renter?

SKAGEN Credit › 32
Uro skaber muligheder

SKAGEN Tellus › 34
Modvind

OM SKAGEN

Udvikling i fondene › 4

Afkast og risikomåling › 36

Halvårsregnskab › 37

SKAGEN søger efter bedste evne at sikre, at al information givet i denne rapport er korrekt, men tager forbehold for eventuelle fejl og udeladelser. Udtalelserne reflekterer porteføljeforvalternes syn på et givent tidspunkt, og dette syn kan ændres uden varsel.

Rapporten skal ikke forstås som et tilbud eller anbefaling om at købe eller salg af finansielle instrumenter. SKAGEN påtager sig intet ansvar for direkte eller indirekte tab eller udgifter, som skyldes brug eller forståelse af rapporten. SKAGEN anbefaler alle, som ønsker at investere i vores fonde, at tage kontakt til en kvalificeret rådgiver på telefon 70 10 40 01. Du kan også sende en e-mail til kundeservice@skagenfondene.dk.

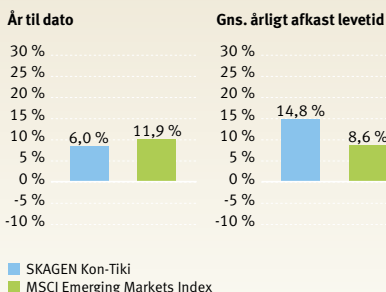
Udvikling

Tallene på denne side er henholdsvis opgjort den 30. juni 2015 og siden fondenes start. Alle afkasttal er vedrørende andelsklasse A og opgjort i DKK.

■ Aktiefond ■ Obligationsfond

SKAGEN KON-TIKI

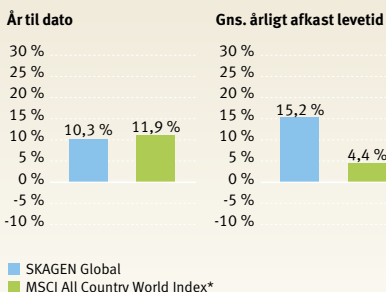
Forvalter: Kristoffer Stensrud og Knut Harald Nilsson
Start: 5. april 2002



* Før 1.1.2004 var indeks MSCI World Index (Daily Traded Net Total Return)

SKAGEN GLOBAL

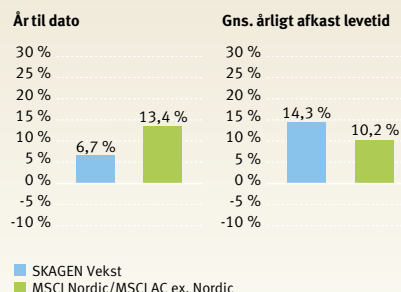
Forvalter: Knut Gezelius
Start: 7. august 1997



* Før 1.1.2010 var indeks MSCI World (NOK)

SKAGEN VEKST

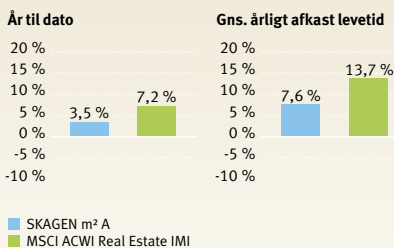
Forvalter: Ole Søbereg og Geir Tjetland
Start: 1. december 1993



* Før 1.1.2010 var indeks OSEBX. Før 1.1.2014 OSEBX / MSCI AC (50/50). Investeringsmandatet blev ændret 1.1.2014 (se mere side 23)

SKAGEN m²

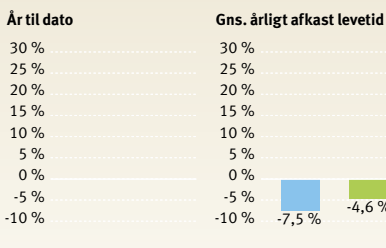
Forvalter: Michael Gobitschek og Harald Haukås
Start: 31. oktober 2012



SKAGEN m² A
MSCI ACWI Real Estate IMI

SKAGEN Focus

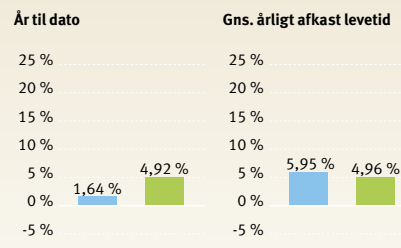
Forvalter: Filip Weintraub og Jonas Edholm
Start: 26. maj 2015



SKAGEN Focus A
MSCI World AC

SKAGEN TELLUS

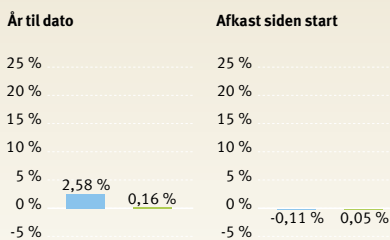
Forvalter: Torgeir Høyen
Start: 29. september 2006



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

SKAGEN CREDIT EUR

Forvalter: Ola Sjöstrand
Start: 30. maj 2014



SKAGEN Credit EUR A
3 Month EURIBOR

SKAGEN Fondene har altid anvendt udbyttejusterede sammenligningsindeks, og fondenes afkast er opgjort efter omkostninger. På side 36 finder du en udførlig oversigt over samtlige SKAGEN Fondenes nøgletal og begrebsforklaringer.

Ovenfor er vist udvalgte fonde, som SKAGEN har tilladelse til at markedsføre i Danmark. Obligationsfonden SKAGEN Avkastning, der overvejende har et norsk fokus, er ikke medtaget i denne rapport, men kan findes på hjemmesiden skagenfondene.dk. Al information om fondene i markedsrapporten er opgjort i danske kroner bortset fra værdipapirer i porteføljerne.



Foto: Bloomberg

USA. Efter ni positive kvartaler i træk faldt S&P med 0,2 procent i kvartalet. SKAGEN Global fortsætter med at være stærkt undervægtiget i amerikanske aktier.

Porteføljeforvalternes beretning

Introduktion

- › SKAGENS aktiefonde leverede 3-10 procent i afkast i første halvdel af 2015. Vores obligationsfonde leverede et gennemsnitligt afkast tæt på 3 procent.
- › Den tiårige statsobligationsrente fortsatte opad i andet kvartal fra enormt lave niveauer.
- › Fusioner og opkøb lå på et svimlende niveau i 2015 og er ved at slå det hidtidige rekordår, 2007.
- › Globale aktier er steget med 3 procent hidtil i år målt i USD. Det kinesiske aktiemarked steg markant til en samlet børsværdi på over 10 billioner USD (10.000 milliarder) trods lavere økonomisk vækst, før det faldt tilbage igen. Det amerikanske marked nåede 25 billioner USD, og den samlede globale børsværdi 73 billioner USD.



Foto: Bloomberg

Græsk tragedie. Det er tydeligt, at Grækenland ikke har set vigtigheden af, at forsigtig økonomisk forvaltning er nødvendig efter finanskrisen. På billedet: Kø uden for Bank of Greece, Athen.



Foto: Bloomberg

Volatilitet. Kinesiske lokale aktier fremstod positive i andet kvartal med en stigning på 28 procent. De luftige værdiansættelser blev revideret mod slutningen af kvartalet. På billedet: En skærm viser Hang Seng-Indekset i Hong Kong. Den 8. juli 2015 oplevede referenceindekset det kraftigste fald siden finanskrisen ramte Asien.

Hvor skal pengene hen?

Selskabernes pengetanke er vokset betydeligt de seneste fem år.
Men hvordan skal pengene forvaltes?

- Ole Søbereg, investeringsdirektør

For syv år siden ændrede finanskrisen markedets adfærd fra den ene dag til den anden. Først bristede ejendomsboblen, markedet løb tør for fusioner og opkøbsaktiviteter, og værdien af de finansielle aktiver røg direkte i bund. Selskaberne blev pludselig tvunget til at genoverveje deres fremadrettede likviditets- og kapitalstruktur. Også bankerne blev tvunget til at genopbygge deres kapitalgrundlag og egen balance. Heldigvis betød lavere globale renteniveauer, at selskaberne kunne refinansiere deres gæld på bedre vilkår, hvilket stabiliserede og endog styrkede pengestrømmene.

Den globale økonomi har siden bevæget sig op i et rimeligt, men ikke imponerende, tempo. Selskaberne bruger nu deres likvider anderledes. Nogle virksomheder og regioner, fx Grækenland, har ikke formået at tilpasse sig den nye virkelighed. Men i det store hele har klog og tilbageholdende finansiell forvaltning været dagsordenen.

Siden 2012 har vi set, at pengestrømme, som tidligere blev brugt til at ned-

bringe nettogæld eller holdt i reserve, er omdirigeret til tre hovedområder (eller en kombination af dem): udbytte og tilbagekøb af aktier, fusioner og opkøb og investering i forbedret konkurrenceevne og markedsandele.

Tager vi MSCI AC World Index som udtryk for den globale situation, har de 2.500 mest fulgte globale selskaber genereret en omsætning på 32 billioner USD hidtil i finansåret 2015. Det svarer til 40 procent af den globale BNP. Nettoresultatet var 3 billioner USD.

MSCI VERDENSINDEKS

	2009, bio. \$	2015, bio. \$
Omsætning	27	32
Nettoresultat	1,4	2,9
Udbytte	0,8	1,2
Børsværdi	32	47

Udbytte og tilbagekøb af aktier

Omfanget af overskuddet fordelt til aktionærer i form af udbytte tager 1,2 billioner USD ud af den samlede kontantbeholdning, dog bortset fra effekten af gensidig aktie-

besiddelse. Selskabers aktietilbagekøb står for yderligere 700 milliarder USD. Estimater er baseret på 2014-tallene for amerikanske selskaber (550 milliarder USD), som tilbagekøb er mest almindelig for.

Når aktierne én gang er tilbagekøbt, ville vi foretrække, at de blev annulleret, så de ikke udvander langsigtede aktionærer. Desværre vælger nogle selskaber at beholde aktierne til efterfølgende salg – eller forærer dem til medarbejdere, som så sælger dem tilbage i markedet.

Fusioner og opkøb

Selskabers likviditet kan også anvendes til at øge omsætningen, for eksempel ved at investere i nye fabrikker, modernisere anlæg eller udvikle nye produkter og tjenester. Men det tager tid, før værdien af disse investeringer realiseres. Så er det hurtigere at købe et nyt selskab, som ser ud til at levere den eftertragtede omstilling. Men alle former for fusioner og opkøb og investering bør kun foretages, hvis de skaber yderligere værdi, dvs. hvis afkastet er højere end investeringsomkostningerne

M&A

M&A

plus 'den risikofri rente' (ofte renten af statsobligationer).

Likviditeten er siden 2012 i stigende grad blevet anvendt til at finansiere fusioner og opkøb. Den tidligere rekord var i 2007, da den samlede handelsværdi nåede 4,2 billioner USD. I årets første halvdel af 2015 (til slutningen af juni) rundede handelsværdien 2,5 billioner USD. Året 2015 vil dermed formentlig tangere eller

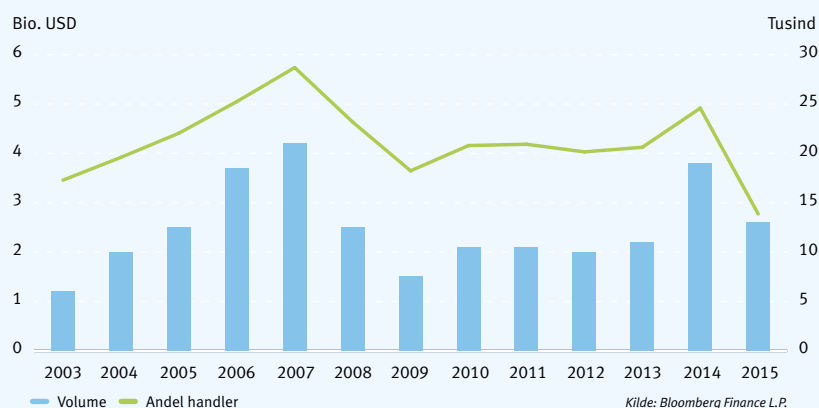
slå den tidligere rekord – det er gode nyheder for investeringsbankfolk og advokater.

Ud over buddene fra selskaber ser vi nu, at en stor population af private aktører i investeringsselskaber gør deres indtog. Det er interessant at bemærke, at bull-perioder i aktiemarkedet overvejende falder sammen med høj fusions- og opkøbsaktivitet.

Det er også værd at bemærke, at når

investeringsselskaber går ud af selskaber ved hjælp af børsnotering (også kaldet IPO eller børsintroduktion), søger de ofte tilbage i kredsløbet, ind i nye fusioner og opkøb. Resultatet er hårdere konkurrence om aktiverne, og at kurserne presses op. IPO og sekundær handelsaktivitet har de seneste 10 år beløbet sig til 0,6-0,9 billioner USD om året. Også her ser det ud til, at 2015 kan slå rekorden.

GLOBALE FUSIONS- OG OPKØBSAKTIVITETER SIDEN 2003



Investering i forretningen

Aktiekurserne er steget betydeligt de seneste år. Det er derfor blevet sværere at opkøbe i et selskab, som skaber værditilvækst. Man skulle så tro at investering i selskabet og forskning & udvikling (R&D) var den foretrukne måde at øge et selskabs værdi. Men siden finanskrisen har mange selskaber nedprioriteret denne mulighed. I begyndelsen var årsagen selskabernes behov for at styrke økonomien. Derefter blev attituden i markederne et mere og mere kortsigtet krav om resultater. Efter vores opfattelse skaber gode ledelser først og fremmest langsigtet værdi ved at



foretage de rette investeringer i organisk vækst.

Med det stigende antal IPO'er og fusioner og opkøb fornemmer vi også, at 'caveat emptor'-reglen er blevet svækket (dvs. at man danner sig et billede af den involverede risiko). Man anvender også mere aggressive taktikker – alt sammen faktorer, som historisk har ført til en stigning i den samlede risiko. En undersøgelse fra McKinsey viste, at fusioner og opkøb af selskaber bedst lykkes, når de gennemføres under svære økonomiske vilkår. Dette falder ikke overraskende ofte sammen med bear-markeder og lave kurser på aktiver. Men hvorfor får det ikke aktørerne i det store selskabsspil til at lære af forti-

dens erfaringer og træde varsomt i år som 2007 og 2015?

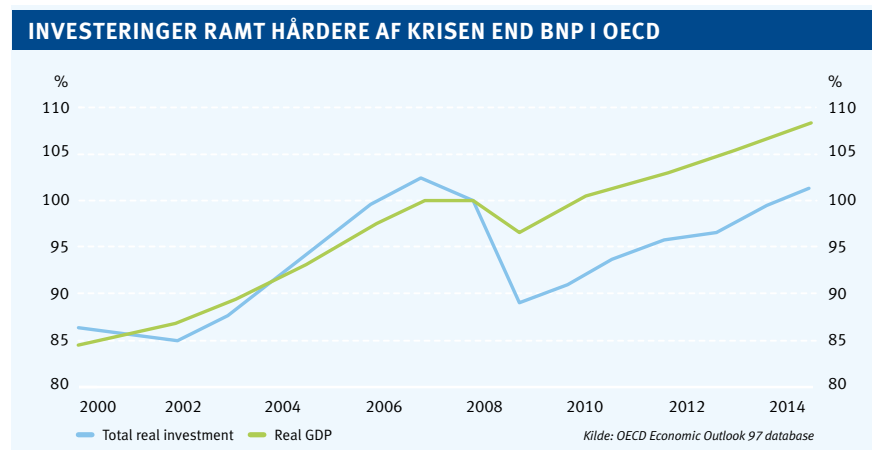
Animal spirits

Den såkaldte 'animal spirit' kan være en årsag. Menneskelig adfærd er styret af de seneste erfaringer. Mange investorer føler sig som finansingeniører efter fem-seks års bull-marked. Det samme gør børsnoterede selskaber, der har oplevet deres aktie blive mange gange mere værd.

I sådan et klima foretrækker vi at træde tilbage fra støjen og indtage et langsigtet synspunkt. Den globale vækstrate og inflationsniveauet tyder på, at renterne vil forblive relativt beskedne. Afkastet fra indlån og statsobligationer i forhold

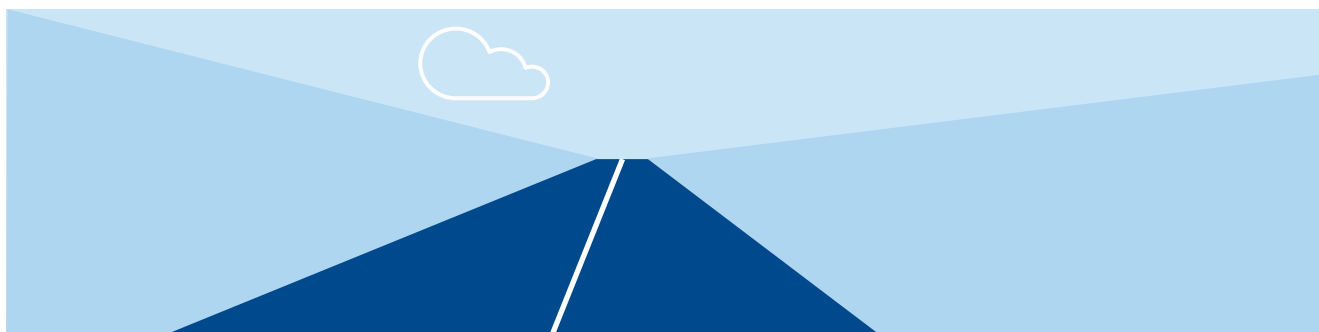
til aktier vil fortsat falde ud til aktiernes fordel. Det har ikke ændret sig de seneste fire år, men aktiernes forspring er svundet ind i takt med stigende aktiekurser.

Ikke desto mindre vil vi fortsat lede efter værdilommer i oversete virksomheder. Sådanne selskaber har det med at sidde på hænderne og lade andre om at fusionere og opkøbe til overvurderede værdifastsættelser. De har det også med at anvende sund fornuft for at finde den bedste udnyttelse af pengene. Kapitalomkostningerne vil sandsynligvis være lave en tid endnu – vi forventer derfor at se et større forbrug af R&D og infrastruktur. Dette vil endvidere give en bredere økonomisk udvikling og øge den globale vækst og ikke blot lægge sig til værdifastsættelsen af aktier. Derved bliver betingelserne for mange af vores beholdninger mere fordelagtige



SKAGENS porteføljeformere stræber altid efter at levere det størst mulige risikostjerede afkast til vores investorer. SKAGENS aktiefonde har dog haltet efter deres referenceindekser siden sommeren 2014, hvor den amerikanske dollar blev styrket væsentligt, og faldet i olieprisen tog fart. Hovedårsagen til den lavere performance skal findes i vores fondes lavere eksponering mod aktiver i amerikanske dollar og højere eksponering mod vækstmarkederne, som efterhånden er meget afhængige af råvarepriserne. Vi er naturligvis skuffede over den relative underperformance. Men for langsigtede investorer som os, er det et skråplan at jage kortsigtede udsving i de finansielle markeder.

Vi foretrækker i stedet at holde fast i vores velgennemprøvede investeringsfilosofi og sund fornuft-tilgang, som gennem tiden har skabt betydeligt afkast. Samtidig kaster vi også et kritisk blik på alt, hvad vi gør, og søger at forbedre os, hvor det er muligt. Resultatet er, at vores investeringsproces er blevet finpudset, og alle trin i processen optimeret. Vi tror, at et større fokus på proces og metode, samt erfaringer fra tidligere investeringsbeslutninger (både positive og negative) vil skabe fremragende performance i fremtiden.



PITSTOP I ANDET KVARTAL

Globale aktier udviklede sig fladt i perioden i USD, og performance er indtil nu i år på 3 procent. Vi lagde ud i 2015 med en forventning om et årligt aktieafkast på 15-20 procent, så tingene går mere eller mindre som forventet.

Tyskland skilte sig negativt ud med et fald på 9 procent målt i euro. Den styrkede valuta førte til et fald i konkurrenceevnen og en markedskorrektur efter 20 procents-rallyet i første kvartal.

Lokale kinesiske aktier skilte sig positivt ud med en fremgang på 14 procent i kvartalet. Værdifastsættelsen af mange kinesiske selskaber var overvurderet, men ser allerede ud til at falde tilbage igen.

Værdifastsættelsen af aktier i Vesten tilbyder fortsat en earnings yield på 6,0 procent, men vi har bemærket, at den tiårige obligationsrente er på vej opad. Hvis obligationer skal kunne konkurrere med aktieafkastet i rentetermer, skal den tiårige obligationsrente op omkring 3,0 procent. Niveauet er i øjeblikket 0,9 procent i Tyskland, 2,3 procent i USA og 0,4 procent i Japan.

Vækstmarkederne har 2 procentpoint højere værdifastsættelse og en earnings yield på 8,2 procent. De tilbyder derfor en ganske pæn risikopræmie mod de udviklede markeder.

✓ De lange obligationsrenter er steget 40-70 basispoint, men holder sig alligevel på niveauer, der fortsat kan understøtte den økonomiske aktivitet.

✓ Energipriserne er på vej op igen med en stigning på 15-20 procent, mens andre råvarer er faldet en smule.

✓ Den globale økonomiske vækst er på vej mod 3,5 procent, og årsagen er den samme som i første kvartal: Amerika og Asien er en smule svagere, og Europa en smule stærkere.



SKAGEN Kon-Tiki

Viser vej i nyt farvand

- › Vores kontrære satsning på upopulære Petrobras gav gevinst
- › Tre af vores største beholdninger trak performance ned
- › Vi arbejder på at forbedre vores salgsdisciplin

1 2 3 4 5 **RISIKO** 7

Fondens startdato	5. april 2002
Afkast siden start	521,04%
Forvaltningskapital	37.185 mio. DKK
Antal kendte investorer	70.785

AFKAST	KV 2 2015*	Sidste 12 md.*
SKAGEN Kon-Tiki	-5,1%	2,1%
MSCI Emerging Markets	-3,3%	16,6%

*Pr. 30. juni 2015.



PORTEFØLJEFORVALTERE

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

Skagen Rev Fyrskib, 1892. Af Carl Locher. Tilhører Skagens Museum (beskåret).



Foto: Bloomberg

Fondens nye position. Sberbank, er bedst i klassen blandt russiske banker. På billedet: En kunde venter i receptionen i Sberbank filialen i Almaty, Kasakhstan.

Fonden bliver på sporet

SKAGEN Kon-Tiki faldt 5,1 procent i andet kvartal, mens vækstmarkedsindekset (EM) faldt 3,3 procent. Fonden har indtil nu i år haft en fremgang på 6 procent, hvilket er 5,9 procent efter referenceindekset.

Tre af vores største beholdninger trak vores performance ned i andet kvartal, nemlig Great Wall Motor, Hyundai Motor og Samsung Electronics. De stod tilsammen for 21 procent af porteføljen i starten af kvartalet. På den positive side har vores kontrære satsning på den brasilianske olieigiant Petrobras givet et godt afkast. Den Hongkong-baserede formueforvalter, Value Partners, og den brasilianske kødproducent, Marfrig, har også gjort det godt.

Vi er bestemt ikke tilfredse med performance på det seneste, men mener fortsat, at vores velgennemprøvede investe-

ringsfilosofi, som bygger på Upopulære, Underanalyserede og Undervurderede aktier, vil give tilfredsstillende afkast på lang sigt. Porteføljen består af gode selskaber, som handles med en solid rabat mod markedet og mod vores vurdering af de underliggende værdier. Vi kan ikke forudsige almindelige investorers kortsigtede præferencer, men vi har tillid til, at et selskabs fundamentale værdier i det lange løb er vigtigere end flygtig popularitet.

Når det er sagt, er vi konstant på udkig efter måder at forbedre vores investeringsproces på.

NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN KON-TIKI (PR. 30.06.2015)

Selskab	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2015e	P/E 2016e	P/B seneste	Kursmål
Samsung Electronics	8,0	993.000	6,4	6,0	0,9	1.500.000
Hyundai Motor	7,7	102.000	3,6	3,9	0,4	200000
State Bank of India	4,1	262,8	11,5	8,0	1,2	450
Mahindra & Mahindra	4,1	1.282	24,1	12,8	2,9	2000
Sabancı Holding	3,8	10	9,9	8,4	1,1	14
Bharti Airtel	3,5	420	32,4	21,0	2,7	450
ABB	3,2	175,1	21,1	14,6	2,9	250
Naspers	2,7	1.895	68,1	37,9	10,0	2250
Great Wall Motor	2,6	38	11,5	7,8	3,0	60
Richter Gedeon	2,4	4.200,0	31,7	15,3	1,4	7500
SBI Holdings	1,9	1.686	8,0	13,0	1,0	3.000
Hitachi	1,9	806,8	16,1	9,5	1,3	1200
Vægtet top 12	46		8,7	7,8	1,0	57%
Vægtet top 35	75		11,6	8,4	1,1	57%
Referenceindeks			13,8	12,3	1,6	

P/E kan afvige fra andre kilder, da de er baseret på SKAGENS estimater.



FORÅRSRENGØRING

Et af forbedringsområderne er vores salgsdisciplin. Hvornår man skal sælge, er et notorisk vanskeligt spørgsmål – at holde fast i et givent kursmål skal afvejes mod faren for at komme til at sælge sine vinderaktier og beholde sine tabere. Hos SKAGEN Kon-Tiki opererer vi med tre hovedårsager til at sælge en aktie:

For det første er der investeringscases, hvor forventningerne kolliderer med virkeligheden. Erfaringen har lært os, at når vores investeringshypotese ikke holder stik, bør vi sælge aktien, uanset om den er værdifastsat lavere, end da vi købte den.

Det sydafrikanske byggefirma, Aveng, er et godt eksempel. Selv om vi indså, at vores investeringshypotese ikke fungerede, var vi alligevel for tilbageholdende med at sælge. Værdifastsættelsen var lav, og vi håbede på, at selskabets lykke ville vende. Ikke lige opskriften på en investeringssucces.

For det andet bør kapitalen omfordeles, hvis vi kan finde bedre investeringsmuligheder med større afkastpotentiale andre steder.

For det tredje – og her bliver det for alvor svært – bør vi sælge, når aktien nærmer sig vores kursmål. Det kan lyde let, men vanskelighederne melder sig, når man begynder at sælge fremragende selskaber på grund af et run-up på kursen. Indregner vi transaktionsomkostninger, er det ikke altid den rigtige løsning at sælge tæt på vores målkurs.

På den anden side er markedet til for at

tjene os, og hvis vi opdaterer vores kursmål konsistent, bør de overholdes. Sådanne udfordringer er noget af det, som gør investering til en fascinerende metier, og nok mere til kunst end til videnskab.

Sagen bliver yderligere kompliceret af, at beslutningstagning kan blive påvirket af køb og salg i fonden. Vi har især erfaret, at det er afgørende at bevare salgsdisciplinen i perioder med stor tilgang til fonden og ikke tøve, når vi skal frasælge mindre holdbare idéer.

For at sætte handling bag ordene har vi fokuseret på at skille os af med mindre beholdninger, når det alene er vores stærke overbevisning – og ikke begrænsninger for størrelse eller likviditet – som begrundes størrelsen. Vi har solgt Siem Offshore, Exxaro, Yingli og MRV ud, idet de udviklede sig uheldigt i forhold til vores investeringscase.

Stemningen var mere positiv omkring selskaberne Value Partners, Skyworth, Harbin Electric og Kiwoon. De nåede deres kursmål, hvorefter vi solgte dem fra. Vi har derved reduceret antallet af beholdninger i porteføljen fra 93 til 88 i løbet af kvartalet.

NYE BEHOLDNINGER

Vi har sagt farvel til et stort antal beholdninger i løbet af kvartalet, men er altid på udkig efter den næste store investeringsmulighed. Tre nye positioner kom ind i fonden, nemlig Sberbank, China Shopping Development og Eros International Media.

Sberbank er nummer et i klassen af russiske banker og har nydt godt af lavere inflation og en mere stabil russisk økonomi. Vi købte præferenceaktierne, da indeksfondene blev tvunget til at sælge på grund af udelukkelse fra MSCI-indekset. Præferenceaktierne blev handlet med historisk rabat i forhold til de ordinære aktier.

China Shipping Development er et Shanghai-baseret rederi, som fokuserer på tørlast og tank. Aktierne er noteret som både A- og H-aktier, hvor sidstnævnte sælges med stor rabat (P/B 0.75x vs. 1.8). Vi tror kun, at fremgang inden for tank er indregnet i den nuværende værdifastsættelse. Men det er til trods for, at der er tegn på, at tørlast er ved at have nået bunden. Flåden vil næppe vokse i år eller næste år, og de kinesiske kul- og jernmalmsreserver er rekordlave. Indtjeningen kan derfor overraske positivt. På mellemlang og lang sigt tror vi, at en reform omkring statsejede selskaber (state owned enterprise, SOE) og deraf følgende forbedret selskabsledelse vil være en afgørende drivkraft for højere afkast.

Eros International Media er en førende producent, indkøber og distributør af indisk-sprogede film. Selskabet har en stærk position i en voksende branche og et erfarent lederteam. Da vi købte Eros, blev det handlet til 14x næste års indtjening, og vi betalte derfor ikke meget for vores positive forventninger.

KURSHISTORIK SKAGEN KON-TIKI





Foto: Bloomberg

Vores kontrære satsning i brasilianske Petrobras har gjort det godt i kvartalet. På billedet: Olieplatform i Guanabara bugten i Brasilien.

DET, SOM LYKKEDES ...

Vores bedste bidragyder i kvartalet var det brasilianske olieselskab, Petrobras. Selskabet er de upopulære selskabers ukronede konge og har en lang liste af dårligdomme, såsom forhøjede omkostningsniveauer, korruptionsanklager og høje gældsgrader. Det stopper ikke der.

Alligevel kan vi finde en række positive elementer. For det første har Petrobras pådraget sig et betydeligt tab på import af petroleum, som selskabet er forpligtet til at sælge til en lavere (statsligt defineret) pris på hjemmemarkedet. Olieprisfaldet har reduceret dette tab betydeligt. For det andet er der tegn på, at man formentlig vil gøre noget ved den dårlige selskabsledelse.

Efter købet har vi set forbedrede resultater, udskiftning af nøglemedarbejdere og en ny strategiplan. Selskabet er ingen skønhedsdronning, men udviklingen i aktiekursen på det seneste viser, at blot en smule højere forventninger rækker langt, når de har ligget på nulpunktet.

Den Hongkong-baserede formueforvalter, Value Partners, var næstbedste bidragyder i kvartalet. Value Partners er et

rigtig godt selskab i en branche med betydeligt langsigtet potentiale. Vi forventer, at selskabet vil drage fordel af, at ydelser inden for formueforvaltning i stigende grad vinder frem i Kina og de omkringliggende regioner. Men værdifastsættelsen er fortsat en afgørende faktor i alle SKAGEN-investeringer – vi valgte derfor at forlade positionen til høje kurser, efter at aktien var blevet fordoblet i løbet af få uger.

... OG DET, SOM IKKE LYKKEDES

"Many shall be restored that now are fallen and many shall fall that are now in honour."

Med dette Horats-citat indledes Benjamin Grahams skelsættende værk om value-investering, Security Analysis. SKAGEN Kon-Tikis performance i andet kvartal viser, at Horats-citatet stadig gælder. Great Wall Motor og Samsung Electronics var vores to bedste bidragydere i første kvartal, hvorefter de sluttede nederst på listen i andet kvartal. Vi interesserer os kun lidt for kortsigtet performance, og så store udsving er en god påmindelse om, at aktiemarkedets kurser svinger be-

tydeligt mere end selskabernes indre værdi.

De største bekymringer vedrørende Great Wall drejer sig om holdbare marginer. Selskabet har med en overskudsgrad på 16 procent kunnet glæde sig over en betydeligt højere rentabilitet end normalt hos globale bilproducenter. Men det kinesiske bilmarked er truet af overkapacitet, og Great Wall bruger kun få midler på forskning og udvikling (R&D) og bekendtgjorde for nylig promotion-priser. Det er afgjort usikkert, om marginerne er tilstrækkelige. Samtidig er værdifastsættelsen ganske pæn, og vi har derfor reduceret vores position i Great Wall med en tredjedel til en høj kurs.

Kun få vinder med koreanske won

Vores største koreanske beholdninger, Hyundai Motor og Samsung Electronics, havde et svagt kvartal. Skuffende salgstal betød en hård start på året for Hyundai, hvilket førte til et negativt afkast på 20 procent på vores præferenceaktier hidtil i år. Den koreanske wons relative styrke har givet medvind i konkurrencen mod japanerne. Vi havde dog stadig forventet, at lanceringen af nye modeller ville have større effekt på salget i de seneste fem kvartaler.

Hyundai har med en P/E 4x og P/B 0,5x en værdifastsættelse, som er usædvanlig for globale selskaber. Spørgsmålet er, om det er blevet en værdifælde. Vi tror, at der stadig er adskillige katalysatorer i spil, såsom bedre salgsresultater fra opdaterede modeller og forbedret selskabsledelse. Vi erkender, at optimeret drift formentlig vil være den centrale drivkraft for afkastet og holder – som altid – omhyggeligt øje med selskabets performance.

SKAGEN KON-TIKI 2. KV. 2015 (MIO. NOK)

5 største positive bidragydere

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

5 største negative bidragydere

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

5 største køb

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

5 største salg

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

PÅ LANGT SIGT

Verden er ofte præget af makroøkonomiske og politiske begivenheder, og der er ingen ende på mængden af investorer, som jagter kortsigtet gevinst. Men SKAGEN Kon-Tiki tilbyder en særlig filosofi. Vi fokuserer på værdi frem for momentum, langsigtet (årelangt) frem for kortsigtet og et selskabs fundamentale forhold frem for store overskrifter i medierne. Så vores metoder er ikke altid på mode. Og netop derfor virker de. I det lange løb.

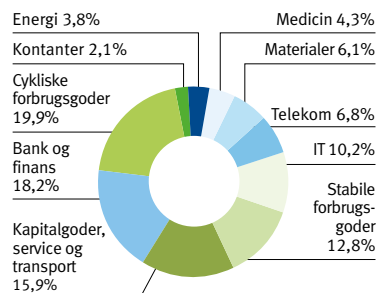
Foto: iStockphoto

VÆRDIPAPIRPORTEFØLJE SKAGEN KON-TIKI PR. 30.06.2015

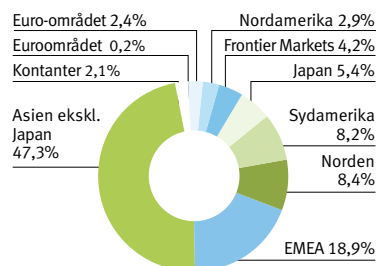
Hent hele porteføljen på
www.skagenfondene.dk/kontikiportefolje

Værdipapir	Antal	Købsværdi NOK *	Markedsværdi NOK *	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
Petroleo Brasileiro Pref ADR	9.864.888	506.969	636.444	129.476	1,46%	New York
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	224.088.000	368.096	407.054	38.958	0,93%	Hong Kong
Tullow Oil Plc	8.461.624	793.317	358.112	-435.205	0,82%	London
Rec Silicon ASA	83.201.594	133.426	140.111	6.685	0,32%	Oslo Børs
Småposter		541.097	111.577	-429.519	0,26%	
Sum Energi		2.342.905	1.653.299	-689.606	3,78%	
UPL Ltd	10.294.488	191.091	681.540	490.449	1,56%	India
Vale Sa Spons pref ADR	14.322.805	1.356.658	573.025	-783.633	1,31%	New York
Hindalco Industries Ltd	30.031.830	504.565	415.392	-89.173	0,95%	India
OCI Co Ltd	600.000	455.623	380.241	-75.382	0,87%	Seoul
LG Chem Ltd Pref	259.179	178.915	343.102	164.187	0,79%	Seoul
Asia Cement China Holdings	48.522.500	178.365	188.592	10.227	0,43%	Hong Kong
Småposter		417.257	103.173	-314.084	0,24%	
Sum Materialer		3.282.474	2.685.065	-597.409	6,14%	
ABB Ltd	8.530.512	769.826	1.416.021	646.195	3,24%	Stockholm
Hitachi Ltd	16.195.000	791.993	839.668	47.676	1,92%	Tokyo
CNH Industrial NV	9.138.348	555.673	659.313	103.640	1,51%	New York
Bidvest Group Ltd	2.800.000	326.110	556.404	230.294	1,27%	Johannesburg
Frontline 2012 Ltd	12.706.335	327.355	520.960	193.604	1,19%	Unotert
Golar LNG Ltd	1.298.301	471.325	479.278	7.954	1,10%	NASDAQ
AirAsia Bhd	108.497.800	414.918	348.392	-66.526	0,80%	Kuala Lumpur
Enka Insaat Ve Sanayi AS	23.092.016	217.528	345.821	128.293	0,79%	Istanbul
Norwegian Air Shuttle ASA	900.000	84.407	292.410	208.003	0,67%	Oslo Børs
China Shipping Development	43.210.000	251.340	257.397	6.056	0,59%	Hong Kong
AP Moeller - Maersk A/S	18.000	144.957	256.294	111.338	0,59%	København
LG Corp Pref	808.430	118.266	213.186	94.920	0,49%	Seoul
Empresas ICA S.A.B	32.729.853	448.729	200.008	-248.720	0,46%	Mexico
Golden Ocean Group Ltd	4.665.202	182.757	140.947	-41.809	0,32%	NASDAQ
Euronav SA	1.090.286	98.518	126.274	27.757	0,29%	Brussel
Golden Ocean Group Ltd	4.065.322	119.743	123.992	4.249	0,28%	Oslo Børs
Småposter		680.291	157.967	-522.324	0,36%	
Sum Kapitalgoder, service og transport		6.003.735	6.934.333	930.598	15,87%	

BRANCHEFORDELING (afrundet)



GEOGRAFISK FORDELING (afrundet)



Værdipapir	Antal	Købsværdi NOK *	Markedsværdi NOK *	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	2.384.671	402.745	1.763.124	1.360.380	4,03%	Seoul
Hyundai Motor Co Pref (1p)	2.234.715	358.958	1.605.046	1.246.088	3,67%	Seoul
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	8.005.385	186.510	1.278.594	1.092.084	2,93%	London Int
Naspers Ltd	950.050	278.067	1.166.623	888.556	2,67%	Johannesburg
Great Wall Motor Co Ltd	29.399.500	53.329	1.133.715	1.080.386	2,59%	Hong Kong
LG Electronics Inc Pref	3.050.000	823.954	492.887	-331.067	1,13%	Seoul
Mahindra & Mahindra Ltd	3.103.503	250.706	491.932	241.226	1,13%	India
DRB-Hicom Bhd	88.408.800	365.449	293.102	-72.347	0,67%	Kuala Lumpur
Apollo Tyres Ltd	13.028.865	109.290	274.183	164.893	0,63%	India
Småposter		175.311	180.403	5.092	0,41%	
Sum Cykliske forbrugsgoder		3.004.319	8.679.611	5.675.291	19,86%	
X 5 Retail Group NV GDR	4.990.306	506.266	653.726	147.461	1,50%	London Int
Cosan Ltd	13.091.033	791.870	630.347	-161.523	1,44%	New York
Yazicilar Holding AS	8.837.139	222.040	538.454	316.415	1,23%	Istanbul
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA	8.706.469	324.648	525.661	201.013	1,20%	Madrid
Familymart Co Ltd	1.407.900	389.252	509.379	120.128	1,17%	Tokyo
Marfrig Global Foods SA	33.457.200	525.979	482.868	-43.111	1,10%	Sao Paulo
Massmart Holdings Ltd	3.739.366	285.120	362.982	77.862	0,83%	Johannesburg
PZ Cussons Plc	7.625.746	127.931	342.736	214.805	0,78%	London
Kulim Malaysia BHD	50.827.600	160.451	264.952	104.501	0,61%	Kuala Lumpur
Cia Cervecerias Unidas SA ADR	1.538.270	280.090	256.822	-23.268	0,59%	New York
Cia Brasileira de Distribuicao - Pref	1.326.200	324.877	253.054	-71.823	0,58%	Sao Paulo
Casino Guichard Perrachon SA	316.924	250.764	190.151	-60.612	0,44%	Paris
Shiseido Co Ltd	951.600	102.371	169.882	67.511	0,39%	Tokyo
Podravka Prehrambena Ind DD	406.584	111.935	145.510	33.575	0,33%	Zagreb
East African Breweries Ltd	5.774.866	88.566	139.674	51.107	0,32%	Nairobi
Småposter		139.800	115.763	-24.037	0,26%	
Sum Stabile forbrugsgoder		4.631.958	5.581.961	950.003	12,77%	
Richter Gedeon Nyrt	8.936.510	970.296	1.043.540	73.243	2,39%	Budapest
China Shineway Pharmaceutical	36.934.000	280.298	434.026	153.728	0,99%	Hong Kong
Eis Eczacibasi Ilac Ve Sanayi	19.410.554	133.038	161.303	28.265	0,37%	Istanbul
Supermax Corp BHD	30.573.600	117.548	131.960	14.413	0,30%	Kuala Lumpur
Småposter		39.931	98.053	58.122	0,22%	
Sum Medicin		1.541.111	1.868.882	327.771	4,28%	
State Bank of India	55.690.910	1.265.479	1.808.728	543.248	4,14%	India
Haci Omer Sabanci Holding AS	56.050.322	1.216.783	1.662.335	445.552	3,80%	Istanbul
SBI Holdings Inc	7.759.600	603.587	840.733	237.145	1,92%	Tokyo
Moscow Exchange MICEX-RTS OAO	57.263.060	612.265	558.719	-53.545	1,28%	Moskva
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	22.815.700	565.560	522.235	-43.325	1,19%	Sao Paulo
JSE Ltd	5.864.519	226.705	484.527	257.821	1,11%	Johannesburg
Korean Reinsurance Co	4.860.366	182.225	420.958	238.734	0,96%	Seoul
Kiatnakin Bank Pcl	37.429.463	334.353	307.022	-27.331	0,70%	Bangkok
EFG-Hermes Holding SAE	17.939.257	353.507	255.717	-97.790	0,59%	Cairo
Dragon Capital - Vietnam Enterprise Investments Ltd	9.000.000	111.229	203.934	92.705	0,47%	Dublin
Ghana Commercial Bank Ltd	18.001.604	88.821	158.427	69.606	0,36%	Ghana
Raiffeisen Bank International AG	1.376.967	270.180	158.391	-111.789	0,36%	Wien
Sberbank of Russia Pref	21.400.000	151.067	145.663	-5.404	0,33%	Moskva
Nordnet AB	4.118.184	57.184	129.224	72.040	0,30%	Stockholm
Diamond Bank Plc	718.971.941	153.449	124.673	-28.775	0,29%	Lagos
Småposter		183.931	176.571	-7.359	0,40%	
Sum Bank og finans		6.376.324	7.957.856	1.581.532	18,21%	
Samsung Electronics Co Ltd Pref	310.282	766.576	2.169.557	1.402.981	4,96%	Seoul
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	382.663	376.532	1.335.256	958.724	3,06%	London Int
Tech Mahindra Ltd	8.784.608	354.450	518.818	164.368	1,19%	India
Lenovo Group Ltd	37.938.000	217.652	413.484	195.832	0,95%	Hong Kong
Sum informationsteknologi		1.715.211	4.437.115	2.721.904	10,15%	
Bharti Airtel Ltd	29.648.206	1.130.346	1.539.379	409.033	3,52%	India
Kinnevik Investment AB-B	2.717.167	481.930	677.455	195.525	1,55%	Stockholm
Indosat Tbk PT	206.683.750	557.401	486.947	-70.454	1,11%	Indonesia
Sistema Jsc	71.610.460	487.565	201.580	-285.986	0,46%	Moskva
Småposter		79.436	69.284	-10.151	0,16%	
Sum Telekommunikation		2.736.677	2.974.644	237.967	6,81%	
Sum Værdipapirportefølje*		31.634.714	42.772.766	11.138.052	97,87%	
Disponibel likviditet			932.193		2,13%	
Sum andelskapital			43.704.960		100,00%	
Basiskurs pr. 30-06-2015		719,7447 NOK				

* Tal i 1. 000 NOK.

Svært for vækstmarkeder og råvarer

SKAGEN Global

En verden af muligheder

- › Svage vækstmarkeder, modvind for råvarer og Samsung Electronics påvirkede udviklingen negativt.
- › Citigroup og AIG var blandt de bedste bidragydere.
- › Porteføljen handles med en attraktiv rabat i forhold til verdensindekset.

1	2	3	4	5	RISIKO	7
Fondens startdato		7. august 1997				
Afkast siden start		1.164,83%				
Forvaltningskapital		29.974 mio. DKK				
Antal kendte investorer		87.385				
AFKAST		KV 2 2015*	Sidste 12 md.*			
SKAGEN Global		-3,9%	10,3%			
MSCI World AC		-3,7%	24,1%			

* Pr. 30. juni 2015.



PORTEFØLJEFORVALTERE

Knut Gezelius, Søren Milo Christensen og Chris-Tommy Simonsen

Fra heden nord for Skagen, 1885. Af P.S. Krøyer.
Tilhører Skagens Museum (beskåret).

Fondens negative afkast i andet kvartal skyldes først og fremmest en svag udvikling for en række af fondens investeringer i vækstmarkederne samt modvind for råvaresegmentet. En del af aktieposterne i finanssektoren bidrog på den anden side positivt. Det lover godt for fremtiden, eftersom fonden har en relativt høj – men veldiversificeret – eksponering mod globale selskaber i bank-, forsikrings- og ejendomsbranchen.

Børsklimaet i USA var på makroniveau præget af spekulationer omkring den amerikanske centralbank, Federal Reserves, næste renteforhøjelse. Det brede børsindeks, S&P 500, har haft positivt afkast ni kvartaler i træk, men faldt med 0,2 procent i løbet af kvartalet. De svage økonomiske nøgletal i kvartalet skyldes en usædvanligt streng vinter. Ganske vist var beskæftigelsestallene fra USA mere positive, men det er fortsat usikkert, hvor stærk den økonomiske genopretning egentlig er. Vores holdning er fortsat, at værdifastsættelsen af den amerikanske børs har nået det fulde potentiale. Fonden har derfor beholdt sin tilbageholdende eksponering mod USA, som i øjeblikket lyder på 19 procent.

Efter det svimlende første kvartal på børserne fik vi røde afkasttal i andet kvartal, også for det europæiske indeks SXXP, der faldt med 4 procent. Begejstringen dalede efter en uventet rentestigning i Tyskland fra rekordlave niveauer samt fornyet uro omkring Grækenlands betalingsevne på statsgældsafdragene sidst i juni.

De bedste og de værste i kvartalet

Fondens beholdning af de amerikanske finansgiganter, Citigroup og AIG, var mellem de tre bedste bidragydere (målt i NOK) i løbet af kvartalet. Markedet er endelig ved at få øjnene op for de operationelle forbedringer, som vi længe har forudsagt. Desuden er en anden af vores kursfremmende drivkræfter, nemlig det enorme potentiale for kapitaludbytte i form af tilbagekøb og udbytter, efterhånden ved at gå op for de øvrige markedsaktører.

Samsung Electronics faldt med 10 procent og blev dermed kvartalets klart dårligste bidragyder. Det nyttede ikke, at indtjeningen fra både mobiltelefoner og semiconductors blev øget i forhold til forrige kvartal, eftersom markedets forventninger ikke havde hold i virkeligheden. På lang sigt er mulighederne efter vores opfattelse stadig gode, og i øjeblikket forekommer værdifastsættelsen særdeles attraktiv. På minussiden finder vi også Norsk Hydro, som siden toppen i vinters er faldet med cirka 30 procent på grund af et svigtende aluminiummarked. Vi tror dog i dette tilfælde, at markedet har overreageret. Desuden betyder stærke balancer, at der er spillerum for et klart højere udbytte til aktionærerne.

SKAGEN GLOBAL 2. KV. 2015 (MIO. NOK)

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



Overvægtsepidemien i USA har nu antaget bekymrende dimensioner. Det har fået regeringen til at udgive nye forbrugervejledninger, som direkte anbefaler mere protein og mindre sukker.



Den gennemsnitlige amerikaner indtager stadig 160 liter læskedrikke om året, men kyllingeforbruget per capita er faktisk steget med 10 procent de seneste tre år og vil formentlig nå 41 kilo i løbet af 2015. Det er på den baggrund muligt, at markedet også vil undervurdere det langsigtede indtjeningspotentiale. Tiden vil vise, om Tyson Foods bliver en fjer i hatten på fonden.

Fonden købte tre nye selskaber og afviklede fire eksisterende selskaber. Det betød, at aktieporteføljen sidst i kvartalet bestod af 59 selskaber. De nye selskaber er Tyson Foods, Sabanci Holding og Cheung Kong Property Holding.

Tyson Foods: fra proteiner til færdigretter

Amerikanske Tyson Foods har rødder tilbage til 1935, og børsværdien er 17 milliarder dollar. Selskabet er en af verdens største producenter af kyllinge- og oksekød. Administrerende direktør, Donnie Smith, har en lang karriere bag sig i selskabet. Under hans ledelse overtog Tyson sidste år fødevarereproducenten Hillshire Brands for otte milliarder dollar. Formålet med overtagelsen var en strategisk omlægning af Tyson Foods fra at være en cyklisk proteinproducent til en stabil fødevarereproducent, hvor færdigpakket mad udgør en større del af salget. Vores vurdering er, at færdigpakket mad vil komme til at udgøre hen ved 40 procent af indtjeningen allerede i 2017. Det er en betydelig stigning fra de 15 procent i 2014. Kødproduktion er et cyklisk marked

med relativt små margener, hvilket betyder, at rene proteinproducenter handles til en P/E på cirka 10. Færdigpakket mad har større margener og mindre volatile pengestrømme. Fødevarereproducenter, som er specialiserede i færdigpakket mad, har derfor dobbelt så høje P/E-multipler som proteinproducenter.

I takt med at Tyson Food går fra at være protein- til fødevarereproducent, tror vi, at Tyson-aktiens P/E-tal vil give anledning til højere værdifastsættelse. Markedet har indtil nu ikke indregnet en multipelektspansion. Det vil sige investorernes vilje til at betale mere for virksomhedens indtjening. Det vil være indbildsk af os at prøve at forudsige det præcise tidspunkt for en multipelektspansion – men vi anser det for meget sandsynligt, at det vil ske inden for et par år. Vi er langsigtede investorer og har derfor mulighed for at købe til en attraktiv pris og modtage udbytte, mens vi venter på en højere værdifastsættelse. Tyson Foods kan desuden formentlig få glæde af en forestående strukturel forandring af de amerikanske madvaner.

Sabanci Holding

Det tyrkiske konglomerat, Sabanci Holding, er tilbage i SKAGEN Global – vi kan godt lide det gode, gamle slogan “Køb billigt, sælg dyrt”. Trofaste læsere vil måske erindre, at SKAGEN Global afhændede Sabanci Holding i fjerde kvartal 2014. Aktiekursen er derefter faldet med 15 procent, og totalafkastet har haltet efter indekset med cirka 25 procent, primært på grund af en del markedsuro i forbindelse med det tyrkiske valg. Den faldende aktiekurs har åbnet mulighed for, at vi igen kan købe os ind i selskabet til en attraktiv værdifastsættelse.

Det familiekontrollerede konglomerat har traditionelt allokeret kapitalen effektivt. Således ligger det gennemsnitlige egenkapitalafkast på 16 procent for de underliggende aktiver (undtagen energisegmentet). Aktiverne omfatter både bank, forsikring, energi og værkstedsservice – i alt 12 børsnoterede tyrkiske selskaber. Vores kursmål indikerer et positivt potentiale på 40 procent baseret på organisk vækst i de underliggende aktiver, mulig børsintroduktion af energisegmentet og



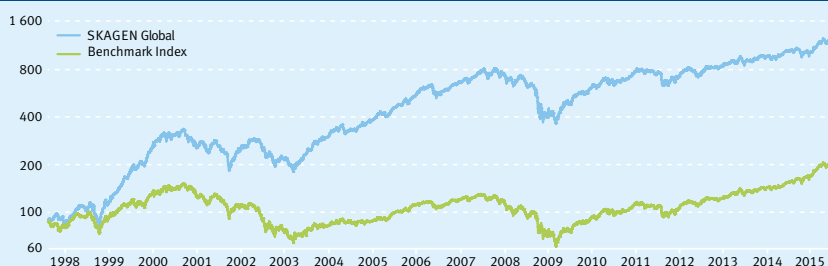
Vi øgede vores position i Google i løbet af kvartalet til ca. 2,5 procent af porteføljen. Med 60 mia. USD i kontantbeholdning og en stærk pengestrøm ser vi begrænset downside og en upside på 30 procent fra dagens niveau. På billedet: En deltager på Googles årlige udviklerkonference viser Googles nye betalingsløsning, et Android Pay-ikon.

øget udbytteuddeling i forhold til det nuværende relativt lave direkte afkast på 1,3 procent.

I løbet af kvartalet øgede vi eksponeringen mod den amerikanske søgemaskinegigant Google til cirka 2,5 procent af porteføljen. Googles aktiekurs har i absolutte tal ligget relativt stille de seneste 12 måneder. Vi tror, at markedet i Googles tilfælde er

alt for kortsigtet. Aktien er ikke i nærheden af at indregne den indtjeningsvækst, som de for tiden høje kapitalomkostninger efter vores mening vil generere fra 2017 eller 2018. Google har med en netto kassebeholdning på 60 milliarder dollar og stærkt øget frit cash-flow begrænset negativt potentiale og en fordel på mindst 30 procent fra det nuværende niveau.

KURSHISTORIK SKAGEN GLOBAL



NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN GLOBAL (PR. 30.06.2015)

Selskab	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2015e	P/E 2016e	P/B seneste	Kursmål
CitiGroup	6,5	55	10,0	9,3	0,8	75
Samsung Electronics	6,1	993.000,0	6,5	6,0	0,9	1500000
AIG	5,3	62	12,6	11,0	0,8	90
General Electric	4,9	26,6	19,7	16,7	2,5	34
Nordea	3,5	103,4	12,1	11,9	1,6	150
Roche	3,1	262,0	18,4	16,9	11,4	380
LG Corp	2,8	61.800	10,7	9,5	0,9	72.000
State Bank of India	2,6	263	9,8	8,0	1,2	400
DSM	2,5	52,0	20,1	17,4	1,5	65
Microsoft	2,5	44,2	17,2	16,0	4,0	58
Vægtet top 10	40		11,3	10,2	1,2	39%
Vægtet top 35	81		11,9	10,6	1,2	34%
Referenceindeks			16,4	14,6	2,1	

P/E kan afvige fra andre kilder, da de er baseret på SKAGENs estimater.



Ikke længere undervurderet

Ejendomsdivisionen i vores eksisterende beholdning af Cheung Kong Hutchison Holding knopskød i maj til aktionærerne under navnet Cheung Kong Property Holding. Markedets vurdering af Cheung Kong Property Holding viste sig at være høj, og efter vores mening var aktien ikke længere undervurderet til den noterede aktiekurs. Vi valgte derfor at sælge positionen.

Vi afhændede i løbet af andet kvartal beholdningerne i Technip, Talanx og Raiffeisen Bank. Det franske olieserviceselskab Technip har i efterdønningerne af olieprisfaldet overrasket markedet positivt indtil nu i år. Vi solgte vores sidste aktier, da kursen røg op med cirka 30 procent, og vi dermed nåede vores kursmål.

Det tyske forsikringsselskab Talanx har genereret et årligt afkast på 25 procent, siden SKAGEN deltog i børsintroduktionen i november 2012. Selskabets aktiekurs steg med 60 procent, og vi mener ikke længere, at selskabet er undervurderet i forhold til den nuværende strategi. Vi solgte også vores position i Raiffeisen Bank for at give plads til andre mere attraktive investeringsmuligheder i porteføljen.

Godt positioneret

Porteføljen afspejler SKAGENs valuebase-rede investeringsfilosofi og handles med en attraktiv rabat i forhold til verdensindekset. Vores 35 største beholdninger har en gennemsnitlig 2016 P/E på 10,6 mod indeksets 14,6. Rabatten er med andre ord på 27 procent. SKAGEN Global har i alt i årets første seks måneder genereret et afkast på 10,3 procent. Fonden er dermed godt positioneret til at nå målsætningen om et absolut afkast på mindst 15 procent om året.

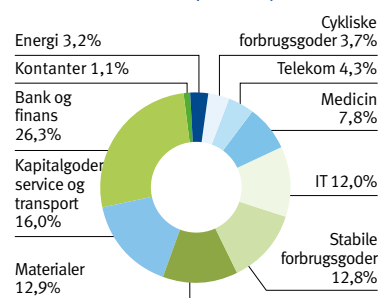
Værdipapir	Antal	Købsværdi NOK *	Markedsværdi NOK*	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
Lundin Petroleum AB	3.293.160	367.913	445.497	77.585	1,26%	Stockholm
Kazmunaigas Exploration GDR	3.529.139	415.879	274.890	-140.990	0,78%	London Int
BP Plc	4.269.875	213.135	223.364	10.229	0,63%	London
BP Plc ADR	598.207	174.952	188.193	13.241	0,53%	New York
Sum Energi		1.171.879	1.131.944	-39.935	3,21%	
Koninklijke DSM NV	1.955.246	810.782	895.526	84.744	2,54%	Amsterdam
Heidelbergcement AG	1.176.994	389.487	739.813	350.326	2,10%	Frankfurt
Norsk Hydro ASA	16.945.242	474.549	560.040	85.491	1,59%	Oslo Børs
Akzo Nobel NV	892.610	292.845	515.296	222.451	1,46%	Amsterdam
UPM-Kymmene Oyj	3.099.638	291.644	433.019	141.375	1,23%	Helsingfors
Lundin Mining Corp	12.338.063	366.915	396.892	29.978	1,13%	Toronto
OCI Co Ltd	434.153	385.027	275.138	-109.889	0,78%	Seoul
Mayr-Melnhof Karton AG	303.520	140.593	274.254	133.661	0,78%	Wien
Ternium SA ADR	1.994.417	298.074	272.565	-25.509	0,77%	New York
Lundin Mining Corp SDR	5.327.379	147.971	171.207	23.236	0,49%	Stockholm
Sum Materialer		3.597.887	4.533.750	935.863	12,87%	
General Electric Co	8.170.740	1.616.001	1.719.970	103.969	4,88%	New York
LG Corp	2.304.821	645.552	1.002.977	357.424	2,85%	Seoul
CK Hutchison Holdings Ltd	6.515.098	539.504	753.052	213.549	2,14%	Hong Kong
Koninklijke Philips NV	2.825.548	526.915	568.444	41.528	1,61%	Amsterdam
Tyco International Plc	1.751.162	198.083	531.204	333.121	1,51%	New York
Valmet Corp	3.106.627	212.961	273.629	60.668	0,78%	Helsingfors
Prosegur Cia de Seguridad Sa	6.238.240	202.461	270.082	67.621	0,77%	Madrid
Autoliv Inc	258.314	88.438	237.990	149.553	0,68%	New York
China Communications Services Corp Ltd	41.861.881	150.954	166.527	15.573	0,47%	Hong Kong
Autoliv Inc SDR	130.595	45.327	120.338	75.010	0,34%	Stockholm
Sum Kapitalgoder, service og transport		4.226.197	5.644.213	1.418.016	16,02%	
General Motors Co	3.315.380	473.410	867.059	393.650	2,46%	New York
Gap Inc/The	1.775.497	435.590	533.906	98.317	1,52%	New York
Kingfisher Plc	12.302.903	410.292	531.032	120.739	1,51%	London
Volvo AB	5.250.655	407.180	512.695	105.515	1,46%	Stockholm
Comcast Corp	1.077.693	147.207	506.456	359.249	1,44%	NASDAQ
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	670.632	257.703	495.837	238.134	1,41%	Seoul
Tata Motors Ltd-A- DVR	11.563.913	231.336	372.642	141.306	1,06%	Bombay
Toyota Industries Corp	785.972	140.281	352.552	212.271	1,00%	Tokyo
Minor items	191.412	347.489	323.684	-23.804	0,90%	
Sum Cykliske forbrugsgoder		2.850.487	4.495.864	1.645.377	12,76%	
Tyson Foods Inc	1.314.961	393.017	448.546	55.529	1,27%	New York
Carlsberg AS-B	460.833	314.302	328.892	14.590	0,93%	København
Unilever NV-Cva	911.620	191.767	300.127	108.359	0,85%	Amsterdam
Yazicilar Holding AS	3.577.860	86.656	218.002	131.346	0,62%	Istanbul
Sum Stabile forbrugsgoder		985.742	1.295.567	309.824	3,68%	
Roche Holding AG-Genusschein	495.108	597.625	1.101.354	503.728	3,13%	Zürich
Sanofi	964.732	601.027	754.694	153.667	2,14%	Paris
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	1.074.283	331.351	499.446	168.095	1,42%	NASDAQ
Varian Medical Systems Inc	613.370	313.599	406.533	92.933	1,15%	New York
Sum Medicin		1.843.603	2.762.026	918.423	7,84%	
Citigroup Inc	5.233.467	1.198.400	2.272.502	1.074.102	6,45%	New York
American International Group Inc	3.816.021	1.013.636	1.855.769	842.133	5,27%	New York
Nordea Bank AB	12.398.133	870.977	1.222.357	351.380	3,47%	Stockholm
State Bank of India	22.526.330	573.039	731.609	158.570	2,08%	India
Goldman Sachs Group Inc	439.836	391.585	724.709	333.123	2,06%	New York
NN Group NV	3.052.161	549.926	677.162	127.237	1,92%	Amsterdam
Storebrand ASA	13.625.168	468.375	440.638	-27.737	1,25%	Oslo Børs
EFG-Hermes Holding SAE	18.826.600	238.806	268.365	29.559	0,76%	Cairo
Columbia Property Trust Inc	1.297.237	254.227	251.180	-3.046	0,71%	New York
Irsa Sa ADR	1.763.696	146.619	248.250	101.630	0,70%	New York
Minor items	7.416.393	489.179	585.226	96.048	1,66%	
Sum Bank og finans		6.194.769	9.277.768	3.082.999	26,33%	
Samsung Electronics Co Ltd Pref	251.657	609.537	1.759.638	1.150.101	4,99%	Seoul
Microsoft Corp	2.505.570	437.371	870.543	433.172	2,47%	NASDAQ
Google Inc CLASS C	162.112	563.208	668.231	105.023	1,90%	NASDAQ
Lenovo Group Ltd	29.495.300	221.697	321.468	99.771	0,91%	Hong Kong
Samsung Electronics Co Ltd	35.003	316.100	312.529	-3.572	0,89%	Seoul
Google Inc CLASS A	45.315	79.242	193.197	113.955	0,55%	NASDAQ
Minor items		24.968	86.209	61.241	0,24%	
Sum informationsteknologi		2.252.123	4.211.813	1.959.690	11,95%	
China Unicom Hong Kong Ltd	39.506.972	374.491	489.118	114.627	1,39%	Hong Kong
Vimpelcom Ltd-Spon ADR	7.361.234	539.474	285.820	-253.654	0,81%	New York
First Pacific Co Ltd	42.834.923	270.660	284.286	13.626	0,81%	Hong Kong
Indosat Tbk PT	65.422.055	226.138	154.134	-72.003	0,44%	Indonesia
China Unicom Hong Kong Ltd ADR	1.144.875	105.570	141.601	36.030	0,40%	New York
Minor items		149.379	147.306	-2.073	0,41%	
Sum Telekommunikation		1.665.712	1.502.266	-163.446	4,26%	
Sum Værdiportefølje*		24.788.398	34.855.211	10.066.812	98,93%	
Disponibel likviditet			376.173		1,07%	
Sum andelskapital			35.231.383		100,00%	

Basiskurs pr. 30-06-2015

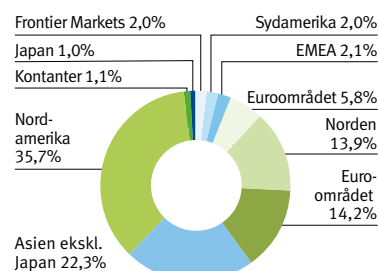
1.374,8063 NOK

* Tal i 1.000 NOK.

BRANCHEFORDELING (afrundet)



GEOGRAFISK FORDELING (afrundet)





SKAGEN Vekst

Udforsker den smalle sti til velstand

- › Bedre udvikling i USA og Japan end Europa
- › Vi koncentrerer fortsat porteføljen
- › En del investeringer nåede kursmålet og blev solgt

1 2 3 4 5 RISIKO 7

Fondens startdato	1. december 1993
Afkast siden start	1.683,13%
Forvaltningskapital	6.998 mio. DKK
Antal kendte investorer	72.165

AFKAST	KV 2 2015*	Sidste 12 md.*
SKAGEN Vekst	-2,5%	4,5%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. NORDIC	-3,9%	18,8%

* Pr. 30. juni 2015.



PORTEFØLJEFORVALTERE

Geir Tjetland, Ole Søeberg, Erik Bergöö og Alexander Stensrud*

* Junior porteføljeforvalter

Cykler i havstokken. 1894. Af Einar Hein. Tilhører Skagens Museum (beskåret).



Foto: Bloomberg

Lidt bedre

SKAGEN Vekst slog sit referenceindeks i andet kvartal.

SKAGEN Vekst faldt 2,5 procent, hvorimod referenceindekset tabte 3,9 procent. Fonden har hidtil i år haft en fremgang på 6,7 procent mod indeksets tilnærmede 13,4 procent. Vi kan konstatere, at de europæiske markeder generelt udviklede sig en del svagere i kvartalet, mens udviklingen i Japan, Hongkong og til en vis grad USA var en del bedre. Markederne i Sverige og Finland blev svækket, hvorimod Danmark og Norge udviklede sig næsten fladt.

Fonden har i løbet af kvartalet solgt Nokian Tyres, Toto, Novo Nordisk, Stolt Nielsen og Sparebanken Øst helt ud. Fælles for selskaberne er, at kursmålet er nået, og at vi ser bedre muligheder for afkast i andre selskaber i tiden frem. Vi solgte desuden japanske Toshiba helt ud, efter selskabet meldte om uregelmæssigheder i regnskaberne (mere herom senere). Vi skilte os også af med den sidste portion af Bank Norwegian i andet kvartal. Det samlede afkast endte på 7,5 gange den oprindelige investering, som blev foretaget forud for den globale finanskrisen. Set i bakspejlet begyndte vi at sælge lige tidligt nok, men vi er godt tilfredse med det samlede resultat. Vi solgte store dele af vores beholdning i Royal Unibrew – vi foretrækker Carlsberg, baseret på prisfastsættelsen af disse to danske bryggerier.

En del selskaber er nye i porteføljen. Den største investering er Credit Suisse (mere herom senere). Vi har desuden opkøbt mindre positioner i danske Solar og H. Lundbeck A/S samt i svenske Eleka. Også bulkrederiet Golden Ocean Group er nyt selskab i kraft af et spinoff fra Frontline 2012. Generelt koncentrerer vi fortsat porteføljen, og likviditeten fra salget er i stor udstrækning brugt til yderligere køb i fondens største beholdninger. De 10 og 35 største beholdninger udgør nu henholdsvis 52 procent og 91 procent af porteføljen.

SKAGEN Veksts 35 største positioner er ved udgangen af første halvår prisfastsat til 11 gange årets underliggende indtjening mod referenceindeksets 15 gange. Porteføljen er værdifastsat med betydelig rabat målt mod de bogførte værdier, også i forhold til referenceindekset. Vi burde derfor være godt positioneret videre frem i 2015, selvom geopolitiske skyer i disse dage går for solen.

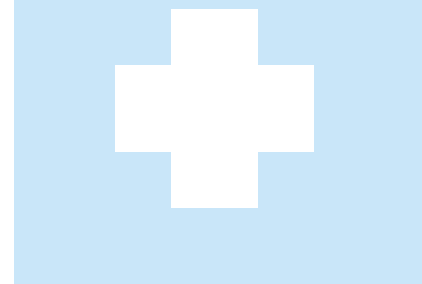


PÅ DEN ENNE SIDE ...

Bedst på trods af strejke

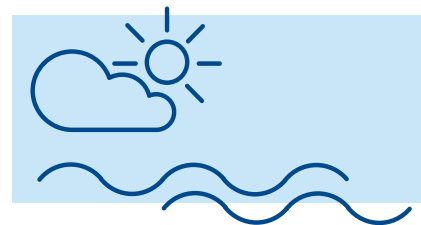
Norwegian var fondens klart bedste bidragsyder i andet kvartal. I starten af kvartalet var Norwegian præget af meget støj i forbindelse med strejken først i marts. Men selskabet beviste endnu en gang, at det formår at komme stærkt igen efter konfliktsituationer, og passagererne vendte hurtigt tilbage efter turbulensen. Vores skepsis over for selskabets langdistancesatsning er aftagende, da langdistancedelen formentlig vil blive afgørende for den fremtidige vækst. Norwegian bekendtgjorde for nylig, at man vil starte nye ruter fra tre byer på den amerikanske østkyst til de caribiske øer.

Dermed vil Norwegian have i alt 31 direkte ruter fra USA (heraf syv fra New York) og er således det største udenlandske flyselskab i New York målt i antal destinationer. Nogle politiske forhindringer bremser fortsat Norwegian, men vi er glade for selskabets operationelle ambitionsniveau og ser desuden frem til den værdiskabelse, som vil komme fra leasingselskabets aktiviteter.



Øget lønsomhed

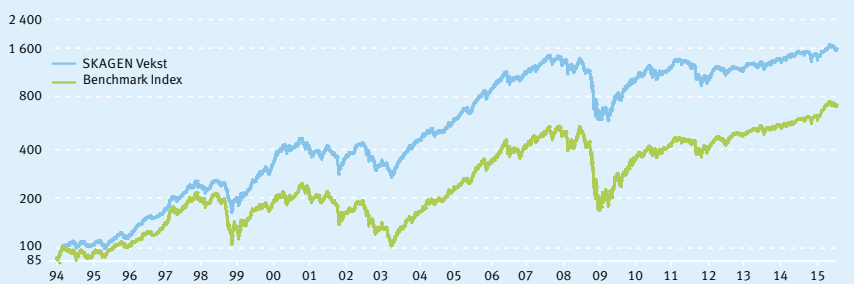
Schweiz' næststørste bank, Credit Suisse, er ny i porteføljen. Banken har i længere tid kæmpet med ringe lønsomhed og er en af de dårligste i Europa målt i cost-/income-forholdet. Banken har ansat en ny chef, Tidjane Thiam, som tiltræder i disse dage. Vi tror, at Thiam vil igangsætte en omkostningsreduktion og dermed øge bankens lønsomhed betydeligt. En sænkning af cost-/income-forholdet fra de nuværende 85 procent til et mere moderat niveau på 65 procent virker realistisk og kan derved løfte egenkapitalafkastet fra 7-8 procent til 15-20 procent. Når det sker (inden for de næste par år), bør banken blive prisfastsat til 1,5-2 gange bogførte værdier og dermed løfte aktiekursen op på CHF 45-50. Det er godt og vel en fordobling i forhold til det nuværende niveau.



Stadig fordel

Lundin Petroleum har indtil nu været en meget god investering for fonden, især taget i betragtning af det prisfald på olie, der har været i perioden, hvor vi har ejet selskabet. For nylig meddelte selskabet så, at administrerende direktør gennem mange år, Ashley Heppenstall, trækker sig tilbage. Han skal fremover sidde i selskabets bestyrelse. Den nye øverste chef bliver Alex Scheitner, som siden 1993 har været en del af Lundin-systemet. De fleste anså Scheitner som favorit til at overtage stafetten efter Heppenstall, og vi kan derfor ikke se nogen dramatik i lederskiftet, som næppe vil betyde en retningsændring. Vi har først og fremmest investeret i Lundin Petroleum på grund af andelen på over 22 procent i Johan Sverdrup-feltet. I vores estimer kalkulerer vi med en pris per 'Sverdrup-tønde' på USD 9 og mener derfor stadig, aktien har en solid fordel.

KURSHISTORIK SKAGEN VEKST



Fonden ændrede investeringsmandat den 01.01.2015. Se mere s. 36.

SKAGEN VEKST 2. KV. 2015 (MIO. NOK)

5 største positive bidragsydere

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

5 største negative bidragsydere

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

5 største køb

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

5 største salg

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

PÅ DEN ANDEN SIDE ...

Ny værdifastsættelse

Vores investering i Bonheur/Granger Rolf har været en ret trist historie de seneste par år. Vi undervurderede rigmarkedets kollaps, som påvirkede værdierne i Fred. Olsen Energy kraftigt. Fred. Olsen har i en årrække udgjort størstedelen af værdierne i BON/GRO. Rabatten på de underliggende værdier er den primære årsag til, at vi har beholdt investeringen. Men sidst i juni indløb en besked, som vil få store konsekvenser for værdifastsættelsen. TRIG (The Renewables Infrastructure Group Limited) købte 49 procent af Fred. Olsen Wind Limited (50/50 ejet af BON/GRO). TRIG går altså ind i et selskab, som har 433 MW landbaseret vindmøllekapacitet. I denne transaktion er FOWL prisfastsat til 9,3 milliarder NOK. Set fra Bonheurs synspunkt vil selskabet altså modtage 2,2 milliarder NOK i kontanter. Det svarer til over 50 kroner per aktie. Dette skal ses i forhold til den nuværende aktiekurs på et godt stykke over 60. Man får desuden betydelige værdier med i købet i form af vedvarende energi, offshore, cruise, ejendomme med videre. Vi ser her et udmærket bevis på, at aktiemarkedet ikke er effektivt. Fokus har udelukkende ligget på det rædderlige rigmarked, og alle andre værdier i selskabet er fuldstændig blevet overset. Bonheur/Granger Rolf skal nu snarere forstås som et grønt energiselskab, der desuden indeholder en option på et senere opsving i energimarkedet. Samtidig kommer aktiemarkedet til at genoverveje sin forestilling om, at Olsen-familien ikke skaber langsigtede værdier.



Foto: Bloomberg

Toshibas leder Hisao Tanaka bukker før pressekonferencen, hvor han meddelte, at selskabet har udpeget en undersøgelseskomité til at undersøge påstande om uregelmæssigheder i regnskaberne.

Fandt uregelmæssigheder

Toshiba bekendtgjorde i begyndelsen af april, at de havde opdaget uregelmæssigheder i regnskaberne knyttet til nogle af infrastrukturprojekterne tilbage i 2013. Selskabet meddelte i maj, at det ville trække årsregnskaberne for de foregående år tilbage, og at man vil tilbageholde uddelingen af udbytte på grund af de fejlagtige regnskaber fra disse projekter. En uafhængig undersøgelseskomité er blevet nedsat for at skabe fuld klarhed om de regnskabsmæssige afvigelser. Det lader desuden til, at de angår andre divisioner end infrastruktur. Samlet er aktiviteter for over 10 procent af Toshibas omsætning berørt. Vi har valgt at sælge aktien helt ud efter bekendtgørelserne og realiserede derved et negativt afkast på 16 millioner NOK. Mon ikke det vil vise sig, at der er mere end én kakerlak i køkkenet?

NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN VEKST (PR. 30.06.2015)

Selskab	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2015e	P/E 2016e	P/B seneste	Kursmål
Samsung Electronics	7,0	993 000	5,8	5,9	0,9	1 500 000
Norwegian Air Shuttle	6,2	325	10,5	8,6	5,4	340
Continental AG	6,1	213	13,7	11,9	4	275
Norsk Hydro	5,8	33	9,4	8,3	0,9	58
Citigroup	5,2	55	9,2	8,0	0,8	75
TeliaSonera AB	5,0	49	12,4	12,2	1,9	70
Danske Bank A/S	4,8	197	11,7	11,5	1,3	205
Carlsberg	4,5	608	16,0	13,5	1,8	750
ABB	4,2	174	14,4	12,4	3,1	250
Kia Motors	3,6	45 300	6,3	6,1	0,8	75 000
Vægtet top 10	52		9,7	8,9	1,39	37%
Vægtet top 35	91		10,8	9,3	1,29	47%
Referenceindeks			15,2	13,8	2,28	

P/E kan afvige fra andre kilder, da de er baseret på SKAGENS estimer.

Beskyldes for manipulation

Aktiekursen i AirAsia fik en hård medfart oven på en meget negativ analyse fra GMT. Analysen beskylder AirAsia for at sminke regnskabstallene. Baggrunden er, at selskabet har nogle store udestående fordringer på sine datterselskaber i Indonesien og Filippinerne. Ifølge analysen er AirAsias omsætningstal 'blæst op', så længe de to datterselskaber ikke er i stand til at betale deres forpligtelser (vedligeholdelse og leasing af fly). AirAsia hævder for sin del, at datterselskaberne vil være i stand til at overholde deres forpligtelser i løbet af året. Selskabet arbejder desuden på at skaffe yderligere kapital til hvert af datterselskaberne og på, at både det indonesiske og det filippinske selskab vil blive

børsnoteret i 2017. Vi kan egentlig ikke se forskel på den nuværende situation og en næsten tilsvarende ved operationens begyndelse i Thailand for en del år siden. Net gearing var på det tidspunkt over 4 mod den nuværende 2,5. AirAsia siger selv, at net gearing skal være nede på 2 ved årets udgang. Viser det sig derimod, at datterselskaberne aldrig vil blive i stand til at overholde deres forpligtelser, og at hele udeståendet derved bortfalder, vil værdierne i form af de 128 ejede fly overstige nettogælden betydeligt. Dertil kommer værdien af varemærket og de andre selskaber, som er tilknyttet AirAsia. Vi vælger at holde på vores position i selskabet og ser en solid fordel, når datterselskaberne demonstrerer deres lønsomhed.



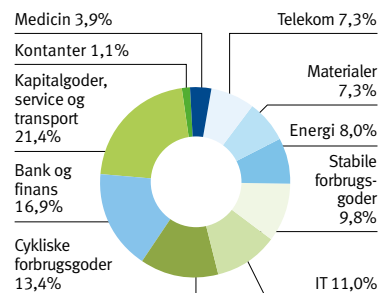
Værdipapir	Antal	Købsværdi NOK*	Markedsværdi NOK*	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
Lundin Petroleum AB	1.800.000	177.336	243.572	66.236	2,96%	Stockholm
Ganger Rolf ASA	1.213.817	124.262	78.898	-45.364	0,96%	Oslo Børs
Bonheur ASA	1.192.594	88.117	76.326	-11.791	0,93%	Oslo Børs
Solstad Offshore ASA	2.052.746	102.753	71.230	-31.523	0,87%	Oslo Børs
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	30.000.000	59.320	54.307	-5.013	0,66%	Hong Kong
Rec Silicon ASA	32.000.000	47.398	53.888	6.490	0,65%	Oslo Børs
DOF ASA	5.762.213	110.022	34.573	-75.448	0,42%	Oslo Børs
Småposter		256.220	41.807	-214.413	0,51%	
Sum Energi		965.429	654.602	-310.827	7,96%	
Norsk Hydro ASA	14.542.679	373.563	480.636	107.072	5,84%	Oslo Børs
Kemira OYJ	850.000	81.883	76.473	-5.411	0,93%	Helsinki
OCI Co Ltd	39.000	33.003	24.618	-8.384	0,30%	Seoul
Småposter		20.776	18.601	-2.175	0,23%	
Sum Materialer		509.225	600.327	91.102	7,30%	
Norwegian Air Shuttle ASA	1.561.410	124.109	507.302	383.193	6,17%	Oslo Børs
ABB Ltd	2.070.000	289.197	343.206	54.010	4,17%	Stockholm
Koninklijke Philips NV	1.379.643	279.529	277.282	-2.248	3,37%	Amsterdam
Wilh. Wilhelmsen Holding ASA	874.858	62.479	149.163	86.685	1,81%	Oslo Børs
FLSmidth & Co A/S	311.000	104.468	117.743	13.275	1,43%	København
AirAsia Bhd	27.960.000	142.496	89.467	-53.030	1,09%	Kuala Lumpur
Golar LNG Ltd	190.000	58.722	70.327	11.605	0,85%	NASDAQ
Solar AS - B Shs	104.000	40.099	44.557	4.458	0,54%	København
Frontline 2012 Ltd	1.000.000	41.502	41.000	-502	0,50%	Unotert
Danieli & Officine Meccaniche SpA	312.962	41.406	37.515	-3.891	0,46%	Italien
YIT Oyj	550.125	32.137	31.114	-1.023	0,38%	Helsingfors
Goodtech ASA	2.055.949	46.750	25.288	-21.462	0,31%	Oslo Børs
Småposter		61.826	28.590	-33.237	0,35%	
Sum Kapitalgoder, service og transport		1.324.721	1.762.554	437.833	21,42%	
Continental AG	269.250	149.278	502.657	353.379	6,11%	Frankfurt
Kia Motors Corporation	932.000	285.845	296.120	10.275	3,60%	Seoul
Volvo AB	2.590.000	219.106	253.325	34.219	3,08%	Stockholm
Nippon Seiki Co Ltd	273.000	28.148	42.617	14.470	0,52%	Tokyo
Småposter		33.138	9.057	-24.080	0,11%	
Sum Cykliske forbrugsgoder		715.513	1.103.776	388.263	13,42%	
Carlsberg AS-B	518.000	323.926	369.576	45.650	4,49%	København
Casino Guichard Perrachon SA	352.100	240.762	211.246	-29.516	2,57%	Paris
Oriflame Cosmetics AG	828.912	107.386	103.902	-3.484	1,26%	Stockholm
Sodastream International Ltd	365.000	82.946	61.472	-21.474	0,75%	NASDAQ
Yazicilar Holding AS	689.169	23.544	41.583	18.039	0,51%	Istanbul
Småposter		15.631	17.590	1.959	0,21%	
Sum Stabile forbrugsgoder		794.196	805.370	11.174	9,79%	
Roche Holding AG-Genusschein	80.198	173.752	177.914	4.162	2,16%	Zürich
Medi-Stim ASA	1.465.625	18.313	56.133	37.820	0,68%	Oslo Børs
Elekta AB - B shs	800.000	42.984	39.731	-3.253	0,48%	Stockholm
Photocure ASA	626.466	25.235	22.803	-2.432	0,28%	Oslo Børs
Småposter		22.672	20.501	-2.170	0,25%	
Sum Medicin		282.956	317.083	34.127	3,85%	
Citigroup Inc	983.800	352.249	425.054	72.805	5,17%	New York
Danske Bank A/S	1.710.000	198.532	395.756	197.224	4,81%	København
Credit Suisse Group AG	638.556	131.314	138.754	7.440	1,69%	Zürich
SBI Holdings Inc	1.139.000	96.634	123.164	26.530	1,50%	Tokyo
Tribona AB	2.851.004	94.342	103.419	9.078	1,26%	Stockholm
Sberbank of Russia Pref	9.620.000	139.234	64.980	-74.254	0,79%	Moskva
Hitecvision AS	793.668	7.193	53.176	45.982	0,65%	Unotert
Korean Reinsurance Co	600.000	20.468	51.762	31.293	0,63%	Seoul
Raiffeisen Bank International AG	305.054	68.721	35.042	-33.679	0,43%	Wien
Sum Bank og finans		1.108.688	1.391.107	282.418	16,91%	
Samsung Electronics Co Ltd Pref	82.850	494.978	577.026	82.047	7,01%	Seoul
SAP SE	497.100	212.798	274.048	61.251	3,33%	Frankfurt
PSI Group ASA	3.796.612	43.431	32.081	-11.349	0,39%	Oslo Børs
Småposter		22.682	20.099	-2.583	0,24%	
Sum informationsteknologi		773.889	903.255	129.366	10,98%	
Teliasonera AB	8.900.000	408.471	413.952	5.481	5,03%	Stockholm
Kinnevik Investment AB-B	736.009	169.794	184.164	14.370	2,24%	Stockholm
Sum Telekommunikation		578.265	598.115	19.851	7,27%	
Sum Værdiportefølje*		7.052.882	8.136.190	1.083.308	98,89%	
Disponibel likviditet			91.298		1,11%	
Sum andelskapital			8.227.489		100,00%	

Basiskurs pr. 30-06-2015

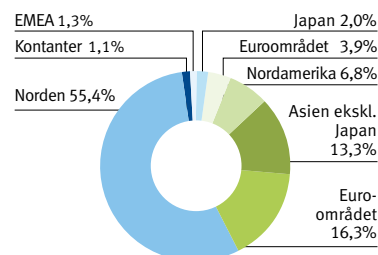
1.948,6041 NOK

* Tal i 1.000 NOK.

BRANCHEFORDELING (afrundet)



GEOGRAPHICAL DISTRIBUTION (afrundet)





SKAGEN m²

En andel i det globale ejendomsmarked

- › Markedet for ejendomsaktier var svagt, blandt andet på grund af usikkerhed omkring renteutviklingen i USA og udviklingen i Grækenland.
- › Vi har brugt faldet til at justere porteføljen. Øget fokus på at luge ud i selskaber, som ikke formår at skabe værdier på lang sigt.
- › Det er for tiden lettere at finde selskaber med lave værdifastsættelser.

1	2	3	4	RISIKO	6	7
Fondens startdato	31. oktober 2012					
Afkast siden start	21,60%					
Forvaltningskapital	984 mio. DKK					
Antal kendte investorer	8.577					
AFKAST	KV 2 2015*	Sidste 12 md.*				
SKAGEN m ²	-11,9%	16,3%				
MSCI ACWI Real Estate IMI Net total return	-9,2%	24,8%				

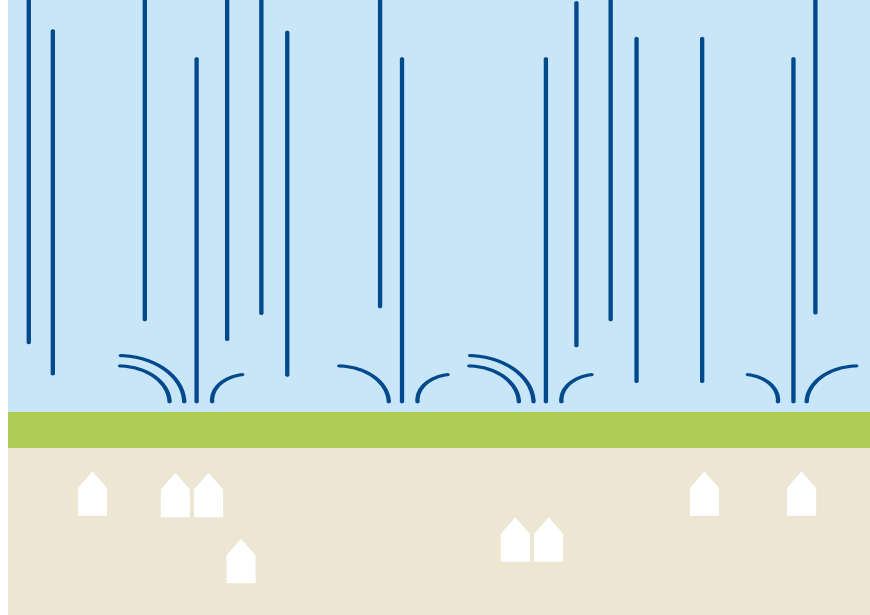
* Pr. 30. september 2015.



PORTEFØLJEFORVALTERE

Michael Gobitschek og Harald Haukås

Arkitekten Ulrik Plesners første tilbygning til Brøndums hotel, 1892. Af Johan Peter von Wildenradt. Tilhører Skagens Museum (beskåret).



Regnfuldt kvartal

Andet kvartal var svagt for SKAGEN m², og fonden havde i perioden tabt en del af stigningen fra første kvartal ved udgangen af juni.

Markedet for ejendomsaktier har af forskellige årsager været svagt, herunder usikkerhed omkring renteutviklingen i USA, igangværende forhandlinger med Grækenland og fokus på skyhøj værdifastsættelse i Kina. Dertil kommer den generelle bekymring for værdifastsættelsen af aktier i en verden, der er fuld af penge fra centralbanker – penge, som efterhånden vil forsvinde.

De forskellige faktorer blandet med et stort antal børsnoteringer, hvis mål er at realisere gevinster efter gode år, og at det generelle marked ikke er faldet siden 2012, medfører at der skabes negativt klima for ejendomsaktier.

Fordelen ved udviklingen er, at det indimellem er godt med noget regn efter en tør og solrig periode. Man får luftet ud og frisket op. Det bliver lettere for os forvaltere at finde selskaber med lave værdifastsættelser, og vi behøver ikke storme efter markedet.

Svagt USA

Et af de svageste markeder for ejendomsaktier i perioden var USA, som udviklede sig dårligere end det generelle globale ejendomsindeks. De seks største negative bidragydere i SKAGEN m² var amerikanske og vægtede mellem tre og fire procent. Deres resultater var ellers acceptable, og der var ingen selskabsspecifikke nyheder.

Amerikanske ejendomsaktier steg kraftigt i 2014 som følge af den forventede rentestigning, som faktisk blev til et rentefald. Det fortsatte indtil andet kvartal, hvor den amerikanske 10-årige rente begyndte at bevæge sig opad igen.

Renteutviklingens volatilitet har været en større udfordring end selve rentestigningen. En betydelig rentestigning i USA vil formentlig være bedre for ejendomsaktiemarkedet end fortsat usikkerhed. En forventet negativ nyhed kan ofte føre til en stigning.

Der er også sket et skift fra USA til Europa, som er bagefter med hensyn til pengepolitiske lempelser. Resultatet har været rekordlave europæiske renter, som betød ekstremt billig finansiering for vores ejendomsselskaber. British Land og Unibail udstedte konvertible obligationer med nulrente og en konverteringskurs på 30 procent over den gældende børskurs.

Den største positive bidragyder i kvartalet blev China South. Det skyldtes primært, at selskabet blev solgt ud af porteføljen, inden de kinesiske aktiers fald for alvor tog fart. De to næststørste bidragydere var de spanske selskaber Melia Hotels og Axia. Her deltog vi i en kapitaludvidelse

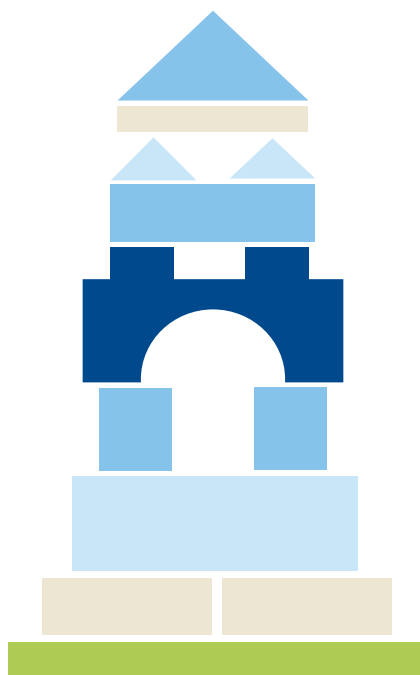


Foto: Bloomberg



Foto: Bloomberg

Ligheden mellem Olav Thon og IRSA er, at begge selskaber har store hovedaktionærer, som skaber værdi, og som har arbejdet indenfor deres speciale hele livet. Til højre Olav Thon og til venstre IRSAs hovedaktionær Eduardo Elstain.

Fokus på værdiskabelse

I ejendomsaktiemarkedet skabes værdier både gennem driften, og hvordan man opererer i kapitalmarkedet. Men kan skabe og ødelægge værdier på begge arenaer.

Fokusset på at luge selskaber væk, som ikke er i stand til at skabe langsigtede værdier, vil blive endnu stærkere i resten af 2015. Vi har benyttet faldet til at sælge ud af en del selskaber og justere porteføljen endnu mere i retning af værdiskabende selskaber.

For eksempel har vi solgt Citycon helt ud og brugt pengene på at forøge vores beholdning i Olav Thon. Begge selskaber ejer og driver indkøbscentre i Norden. Citycon var prisfastsat højere end værdien af aktiverne, hvorimod der var rabat på prisen på Olav Thon. Det lyder som et enkelt valg, men kapitalmarkedets langsigtede adfærd havde også stor betydning for vores valg.

Olav Thon har siden børsintroduktionen aldrig været ude i kapitalmarkedet og hente egenkapital. Selskabet er blevet bygget op af den løbende indtjening, og et mindre udbytte er blevet udbetalt. Denne metode har været meget lukrativ for langsigtede (og de seneste år også kortsigtede) investorer. Det modsatte er tilfældet med Citycon, som har distribueret alle pengestrømme som udbytte, og hvor vækst finansieres ved at udstede dyr egenkapital. Selskabet bliver derfor føde for mæglerne, og høje omkostninger løber på.

Uafhængig af verdensdelen

General Shopping og IRSA er to andre eksempler. For nylig solgte vi General Shopping ud og øgede derefter passivt (uden at sælge ved indløsning og kursstigning) eksponeringen mod IRSA. General Shopping optog lån i amerikanske dollar for at investere i Brasilien. Selskabet omtaler stadig sit valutatab som et "non-cash loss", hvilket betyder noget i retning af, at så længe lånet ikke er indfriet, er tabet ikke realiseret. Denne holdning er skræmmende og velkendt hos andre, som lever i en illusion, når de har store urealiserede tab. Det er svært at se, at selskabet ikke skulle blive presset op i et hjørne af sine kreditorer. Det betyder, at de må sælge ejendomme for at håndtere lånene, både renter og afdrag.

Til gengæld ejer IRSA nogle af de bedste ejendomme i Argentina og har formået at manøvrere i et land med politisk uro. Selskabet havde store investeringer på

Manhattan, men dele af dem er nu solgt for at finansiere det stærkt forgældede selskab IBD i Israel. Investeringer i Israel er forbundet med flere risici end de rent finansielle, men landet har en forholdsvis stabil økonomi. IRSAs hovedejers har gennem tiden demonstreret en imponerende evne til at finde opportunistiske og meget værdiskabende investeringer.

En lighed mellem Olav Thon og IRSA er, at begge selskaber har store majoritetsejere, som skaber værdier, og som altid har arbejdet med deres specialkompetence. Det spanske hotelselskab, Melia, er et tilsvarende selskab. Her ejer den dominerende ejer-familie 60 procent. Selskabet har kun givet investorerne et årligt afkast på 5 procent de seneste 19 år, men det er et af de få selskaber med ejendoms-eksponering i Spanien, som rent faktisk overhovedet har givet afkast.

I Hongkong solgte vi os ud af CSI Properties og købte Keck Seng. CSI blev solgt,

SKAGEN m² 2. KV. 2015 (MIO. NOK)

5 største positive bidragydere

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

5 største negative bidragydere

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

5 største køb

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

5 største salg

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



Foto: Meliá Alicante, Meliá Hotels International

efter at selskabet først tilbagekøbte egne aktier med stor rabat – hvilket medførte en stor kursstigning – for derefter at gennemføre en emission med stor rabat. Keck Seng ejer en række hoteller i blandt andet Vietnam og USA. Værdien af hvert af selskabets to hoteller i USA svarer til hele selskabets markedsværdi. Aktien handles ligesom Olav Thon ikke i store volumener, men værdiskabelsen foregår løbende og kommer aktionærerne til gode på længere sigt.

Efter den udvikling som vi har været igennem i år, har vi benyttet denne beretning til at dele nogle af vores tanker med vores kunder. De selskaber, som er beskrevet i teksten, er ment som eksempler på et stærkere fokus, der forhåbentlig vil forbedre vores resultater.

Den andenstørste bidragsyder i fonden var Spaniens Meliá Hotels. Ligesom vores to andre positioner i Olav Thon og IRSA har virksomheden én dominerende ejer.

KURSHISTORIK SKAGEN m²



NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN m² (PR. 30.06.2015)

Selskab	Postens størrelse %	Kurs	P/NAV sidste	Div. Yield 2015e	EBITDA 2015E/EV
Global Logistic Properties Ltd	4,3	2,53	102%	2,0%	5,6%
Columbia Property Trust Inc	4,1	24,61	80%	4,9%	6,0%
HCP Inc	4,0	36,63	112%	6,6%	6,3%
Olav Thon Eiendomsselskap	4,0	142,50	80%	1,2%	6,2%
Mitsui Fudosan Co Ltd	3,9	3.427,00	107%	0,8%	5,3%
General Growth Properties Inc	3,9	25,76	90%	2,6%	5,4%
Ashford Hospitality Trust	3,5	8,22	80%	5,8%	9,6%
Brandywine Realty Trust	3,4	13,39	85%	4,5%	7,6%
PS Business Parks Inc	3,3	72,35	95%	2,8%	6,0%
SL Green Realty Corp	3,2	110,15	90%	2,1%	4,6%
Vægtet top 10	38		92%	3,3%	6,2%
Vægtet top 35	85			3,4%	6,5%
Referenceindeks				3,3%	

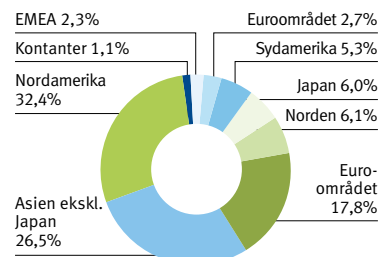
Værdipapir	Antal	Købsværdi NOK *	Markedsværdi NOK*	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
EJENDOMSSKABER INKL. REITS						
Global Logistic Properties Ltd	3.347.000	45.748	49.466	3.718	4,27%	Singapore
Columbia Property Trust Inc	245.000	43.101	47.439	4.338	4,10%	New York
HCP Inc	162.100	47.508	46.717	-791	4,03%	New York
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	324.000	40.727	46.170	5.443	3,99%	Oslo Børs
Mitsui Fudosan Co Ltd	204.000	40.500	44.927	4.427	3,88%	Tokyo
General Growth Properties Inc	220.000	37.207	44.589	7.382	3,85%	New York
Ashford Hospitality Trust	629.000	40.850	40.655	-195	3,51%	New York
Brandywine Realty Trust	375.000	38.970	39.521	551	3,41%	New York
PS Business Parks Inc	66.500	36.232	37.854	1.623	3,27%	New York
SL Green Realty Corp	43.100	32.707	37.354	4.647	3,23%	New York
Apartment Investmet & Management Co	127.000	30.637	37.101	6.463	3,20%	New York
Soho China Ltd	7.208.500	37.437	36.942	-496	3,19%	Hong Kong
CBL & Associates Properties Inc	257.000	34.796	32.454	-2.343	2,80%	New York
Deutsche Wohnen AG	171.067	23.368	31.079	7.711	2,68%	Frankfurt
British Land Co Plc	310.000	23.094	30.604	7.510	2,64%	London
Mercialys SA	148.471	20.839	26.109	5.270	2,25%	Paris
CA Immobilien Anlagen AG	188.000	24.997	25.794	797	2,23%	Wien
SM Prime Holdings Inc	7.100.000	19.620	24.740	5.120	2,14%	Filippines
Nomura Real Estate Office Fund Inc	685	22.800	24.431	1.631	2,11%	Tokyo
Shangri-La Asia Ltd	2.156.000	22.601	23.673	1.073	2,04%	Hong Kong
Melia Hotels International	220.000	18.379	23.079	4.700	1,99%	Madrid
Dic Asset AG	319.000	21.669	22.422	752	1,94%	Xetra
Phoenix Mills Ltd	478.945	16.935	22.396	5.461	1,93%	India
Emlak Konut Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	2.560.000	21.120	20.748	-373	1,79%	Istanbul
BR Properties SA	700.000	26.335	18.646	-7.689	1,61%	Sao Paulo
First Real Estate Investment Trust	2.229.406	15.326	18.102	2.776	1,56%	Singapore
Westgrund AG	442.106	14.548	17.715	3.167	1,53%	Xetra
Irsa Sa ADR	125.519	11.463	17.667	6.205	1,53%	New York
Gecina SA	16.000	14.445	15.628	1.183	1,35%	Paris
Mapletree Logistics Trust	2.345.242	15.559	15.481	-78	1,34%	Singapore
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	63.806.900	21.426	15.033	-6.393	1,30%	Indonesia
Affine SA	94.000	11.844	13.667	1.823	1,18%	Paris
Ananda Development PCL-Nvdr	15.915.800	9.760	13.629	3.869	1,18%	Bangkok
BR Malls Participacoes SA	355.700	15.938	12.996	-2.942	1,12%	Sao Paulo
Atrium Ljungberg AB	120.621	12.052	12.441	389	1,07%	Stockholm
Ascendas India Trust	2.324.000	9.588	12.150	2.562	1,05%	Singapore
Unibail-Rodamco SE	5.975	9.910	11.979	2.069	1,03%	Amsterdam
Axia Real Estate SOCIMI SA	114.000	11.105	11.919	814	1,03%	Madrid
Vista Land & Lifescapes Inc	10.686.100	10.098	11.834	1.737	1,02%	Filippinerna
Oberoi Realty Ltd	348.152	9.752	11.710	1.958	1,01%	Indien
Ashford Inc	16.800	11.732	11.650	-82	1,01%	New York
Entra ASA	149.523	10.835	10.915	80	0,94%	Oslo Børs
CapitaLand Ltd	500.000	8.515	10.223	1.708	0,88%	Singapore
Bumi Serpong Damai PT	9.186.500	8.925	9.036	111	0,78%	Indonesia
Keck Seng Investments	1.200.000	9.240	8.999	-241	0,78%	Hong Kong
Ticon Industrial Connection Pcl-Nvdr	2.701.720	11.150	8.802	-2.349	0,76%	Bangkok
Summarecon Agung Tbk PT	9.019.400	6.494	8.686	2.192	0,75%	Indonesia
Etalon Group Ltd GDR	433.718	9.416	6.313	-3.103	0,55%	London Int
Grivalia Properties Reic AE	119.790	7.813	6.280	-1.533	0,54%	Athen
Rockwell Land Corp	20.000.000	8.187	5.930	-2.257	0,51%	Filippines
Parque Arauco SA	349.321	3.977	5.249	1.272	0,45%	Santiago
Sum Ejendomsselskaber inkl. REITS		1.057.278	1.138.944	81.665	98,37%	
RENTEINSTRUMENTER						
General Shopping Finance	1.000.000	5.429	6.298	868	0,54%	Euroclear
Sum Renteinstrumenter		5.429	6.298	868	0,54%	
Sum Værdipapirportefølje*		1.062.708	1.145.241	82.533	98,91%	
Disponibel likviditet			12.670		1,09%	
Sum andelskapital			1.157.911		100,00%	

Basekursus pr. 30-06-2015

146,5403 NOK

* Tali i 1.000 NOK.

GEOGRAFISK FORDELING (afrundet)





SKAGEN Focus

På jagt efter exceptionelle investeringer

- › Den højkonsentrerede globale aktiefond, SKAGEN Focus, blev lanceret 26. maj 2015.
- › Fonden havde ved udgangen af juni 28 beholdninger.
- › En række forskellige solide selskaber er identificeret inden for et antal forskellige sektorer/geografiske områder i varierende selskabsstørrelsesklasser.

1	2	3	4	5	RISIKO	7
Fondens startdato	26. maj 2015					
Afkast siden start	-7,54%					
Forvaltningskapital	655 mio. DKK					
Antal kendte investorer	2.317					

AFKAST	KV 2 2015*	Sidste 12 md.*
SKAGEN Focus	n/a	n/a
MSCI World AC	n/a	n/a

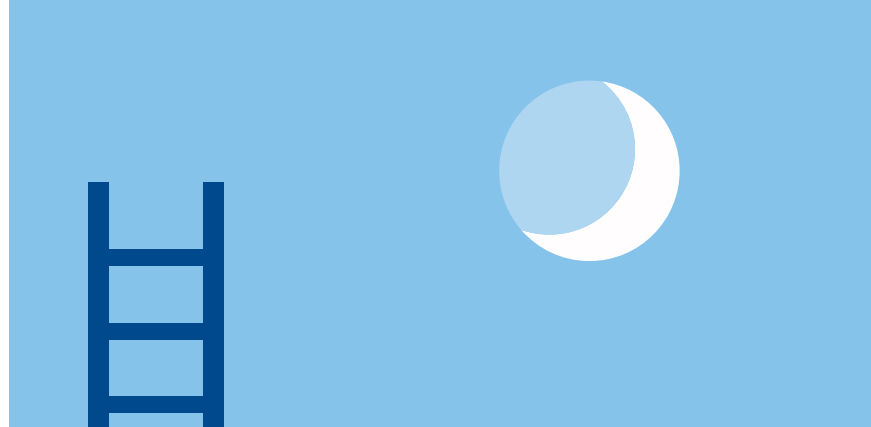
* Pr. 30. september 2015.



PORTEFØLJEFORVALTERE

Filip Weintraub og Jonas Edholm

Hunden Rap, 1899. Af P.S. Krøyer. Tilhører Skagen Museum (beskåret).



Jagten på exceptionelle investeringer

En kort introduktion er på sin plads, da dette er den første rapportering fra SKAGEN Focus. Fonden er en højkonsentreret aktiefond med et globalt mandat. Den overordnede målsætning er at udvælge nogle få investeringer med en enestående risk/reward-profil set fra det absolutte afkasts perspektiv – man vil ikke opleve os skyde kapital ind i vores 345.-bedste idé.

Vi søger muligheder, som går mod strømmen, for eksempel selskaber, som af forskellige grunde er blevet overset af deres lokale investorbase. Vi er globale generalister og derfor i stand til at analysere et selskabs forudsætninger mere objektivt. Indimellem kan en sektor være blevet upopulær, andre gange spiller geografiske forhold ind. Nogle gange, og kun nogle gange, har det aktuelle selskab kortsigtede, fundamentale problemer.

Vi mødte mange af jer, vores investorer, på vores roadshow for nylig. Nogle af de gentagne spørgsmål var: "Hvorfor er I så glade for uperfekte selskaber?" og "Hvorfor køber I ikke bare en stak selskaber i vækst, som har leveret stabile afkast de seneste fem år?" Vores svar er: Vi er ikke optaget af, om et selskab er kontroversielt, i krise eller uperfekt, men vi er optaget af den prisfastsættelse, det genererer. Vi kræver et positivt afkastpotentiale på mindst 50 procent for selskabets aktiekurs, for at vi er interesserede. Hvorfor? Vi kræver kort sagt en sikkerhedsmargen. Et fremragende selskab er ikke ensbetydende med en fremragende investering.

Vi har ansvaret for en forvaltningskapital på 665 millioner DKK, som vores kunder har betroet os pr. 30. juni. Omkring 40 procent af denne kapital stammer fra folk, som er tilknyttet SKAGEN Fondene, herunder også fondens forvaltere. Vi står derfor på lige fod med vores investorer i ægte SKAGEN-tradition.

Fonden har i øjeblikket anbragt kapital i 28 investeringer inden for et bredt spektrum af brancher og geografiske områder. Investeringerne tilbyder en kombination af unikke selskabs-specifikke faktorer, som over tid vil føre til betydelige afvigelser mod det underliggende marked, hvad angår performance og sammensætning.

Fonden havde ved udgangen af juni et afkast på -7 procent mod referenceindeksets -3,8 procent. Da fondens porteføljestruktur er meget koncentreret, må man forvente store afvigelser fra det underliggende marked. Vi ønskede alle, at resultatet havde været det modsatte, men udviklingen har alligevel været god, da vi nu har haft mulighed for at købe identificerede positioner til lavere kurser. 27 procent var ved månedens udgang investeret i små selskaber (med en markedsværdi på under 2 milliarder USD), 25 procent i mellemstore selskaber (markedsværdi på 2-10 milliarder USD) og 40 procent i store selskaber (markedsværdi på over 10 milliarder USD). Fonden havde en likviditet på 8 procent i et diversificeret udvalg af valutaer ved månedens udgang. Midlerne er stille og roligt ved at blive investeret.

Følg pengene

Fonden har en position på 7,6 procent i det USA-baserede forsikringsselskab American International Group (AIG). Selskabet er vores største position og minder os om bankrøveren W. Suttons forklaring fra



Foto: Bloomberg



Foto: Bloomberg

Historien, vi altid kigger efter: Rock bottom and upwards. Det amerikanske forsikringselskab AIG er den største position i fonden. Det er mange år, retssager og testimonials siden, at AIG var epicenteret af finanskrisen. I dag ser vi flere triggere, der viser betydelig upside i de næste to år.

1951 på, hvorfor han røvede banker: "Fordi det er der, pengene er". Forsikringssektoren må, i modsætning til mange af tidens andre sektorer, betegnes som en Upopulær sektor. Vi køber simpelthen en dollar i kontanter for 80 cent og får en respektabel virksomhed med en fornuftig indtjening i kraft af den nuværende lave rente. Eventuelle renteforhøjelser vil øge værdiskabelsen i vores selskab samt nøgletallene for værdifastsættelsen.

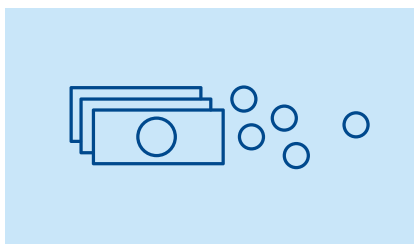
AIG er midt i en omstrukturingsfase efter den amerikanske regerings redningspakke. Salget af aktiver uden for kernevirksomheden og brugen af udskudte skatteaktiver vil frigøre betydelig kapital på mellemlang sigt, som kan bruges til at sende kapital tilbage til aktionærerne. Markedet antager tilsyneladende, at den nuværende lave rentabilitet vil vare for evigt og giver ikke meget for de kommende forbedringer. Værdifastsættelsen af aktien er lav sammenlignet med den materielle bogførte værdi, og vi kan se en betydelig upside for aktierne i løbet af de næste to år.

Et af aktiverne uden for AIGs kernevirksomhed er en betydelig andel af AerCap Holdings – verdens største flyleasingselskab med en flåde på 1.200 fly og yderligere 340 i ordre. Vi havde ved udgangen af juni en vægtning på 3,2 procent i AerCap. Vi tror, at selskabet vil generere et holdbart afkast på 11-12 procent med betydelig mulighed for stigning inden for de næste par år. Hvis det holder stik, er den nuværende værdifastsættelse en god forretning. AIG kan tænkes at reducere sin beholdning i AerCap og derved frembringe en likviditetsforøgelse omkring AerCap-aktien og kan betyde, at AerCap kan komme med i indekset. Dette er en af katalysatorerne i vores investeringscase. AIG bekendtgjorde først i juni en transaktion, som delvis vil blive erhvervet af AerCap via et tilbagekøb af aktier på 750 millioner USD (7 procent af markedsværdien). I denne transaktion øger fonden også sin beholdning af selskabet.

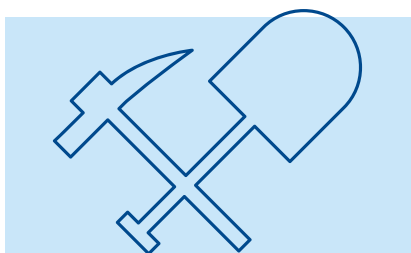
Her følger seks yderligere snapshots af nogle af fondens beholdninger.

Fonden anvender et selvudviklet system til risikohåndtering, baseret på de fundamentale risikofaktorer, der knytter sig til hver enkelt investeringscase. Der er i praksis tale om et overvågningssystem, som har til formål at fastlægge, "hvor vores investeringscases kan gå galt". Den største regnskabsbalancerisiko var ved månedens udgang *Erhvervelsesrisiko*, som belyser regnskabsbalancens generelt konservative karakter hos fondens beholdninger, idet erhvervelsesrisiko primært vedrører over-skudslividitet i balancen. Den største risiko i resultatopgørelsen

var *Priskonkurrence*, som tyder på, at fonden har en placeringsrisiko ved nogle selskaber, der bliver opfattet som råvareselskaber (for eksempel halvledere via Hynix). I Ecosystem Catalyst er den største risikofaktor selskabsledelse – en risiko som vi mener, vi får betaling for at tage. *Rentekurven* er en anden betydelig risikofaktor, som belyser følsomheden over for rentebevægelser inden for finans – som beskrevet ovenfor med AIG. Fondens har ifølge overvågningssystemet i øjeblikket en relativt lav geopolitisk risiko ved udgangen af måneden.



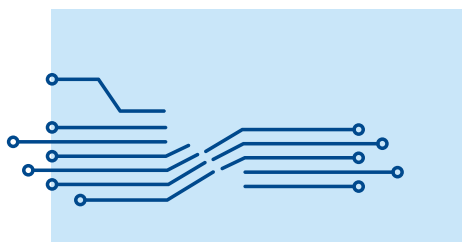
Citizen Financial er den 13.-største regionale bank i USA. Banken har i en lang periode lidt under dårlig ledelse og underinvestering fra den tidligere ejer, RBS', side. Citizens rentabilitet halter derfor betydeligt efter dens konkurrenter, mens kapitaldækningen er langt større. Den nuværende middelmådige rentabilitet har potentiale til en fordobling på mellemlang sigt. Aktien handles på lave niveauer mod den bogførte værdi og har potentiale til at generere betydeligt afkast over tid.



Australsk-baserede **South32** er et mineselskab, som er udskilt fra BHP Billiton i maj 2015. Selskabet har som selvstændig enhed et stort potentiale for omkostningsreduktion og øget effektivitet i alle led. Regnskabsbalancen er solid og kan generere et betydeligt frit cash-flow på mellemlang sigt – alligevel er selskabet et af de billigste mineselskaber i denne størrelsesklasse, formentlig fordi det er nyt for investorerne.



Jenoptik er et tysk selskab inden for optoelektronik. Jenoptik har omlagt sin strategi til at øge sin internationale tilstedeværelse og gøre sig mindre afhængig af det lavt forrentede segment inden for optiske forsvarssystemer. Selskabet har et godt afkast på sit frie cash-flow og kan på mellemlang sigt gå ind i værdiskabende overtagelser og potentielt salg af dets forsvarsdelt. Selskabet handles med betydelig rabat, som efter vores mening ikke er for højt.



SK Hynix er en koreansk-baseret halvlederproducent, som er godt positioneret til at høste frugterne af en mulig strukturel genopretning på DRAM-markedet. Markedet værdifastsætter aktierne med rabat på grund af markedets cykliske karakter og overdrevne bekymringer omkring markedets forsyningsside. Branchens konsolidering har ført til bedre investeringsdisciplin. Kapacitetsdynamikken er desuden blevet mere forudsigelig. SK Hynix handles til encifrede multipler på trods af det nuværende fremragende afkast på den investerede kapital.



China Telecom er verdens største fastnet- og bredbåndslieferandør. De igangværende 4G-investeringer vil blive lønsomme, når det kommer ud på massemarkedet. Frasalget af Tower Co vil have en positiv effekt på indtjeningen på mellemlang sigt. Aktien handles med en voldsom rabat mod andre globale teleselskaber, men trods den risiko, som er knyttet til kinesiske selskaber, er det med disse lave multipler en interessant investering.



Omega Protein er USA's største producent af Omega-3 fiskeolie og fiskemælkeprodukter. Aktien er stærkt undervurderet i betragtning af den nuværende indtjening, formentlig fordi produktvolumenens cyklicitet er blevet fejlopfattet. Bestræbelserne på at skabe vækst i levnedsmiddelvirkomheden, selskabets målsætning om at bevæge sig højere op i værdikæden gennem markedsføring af egne varemærker, og ønsket om at øge udbuddet af proteiner, kan stabilisere selskabets resultat fremover. Hvis det lykkes for selskabet at gennemføre strategien, kan aktierne handles med en 70 procents rabat sammenlignet med lignende selskaber.

Afsluttende bemærkninger

Værdifastsættelserne er høje i visse markedssegmenter, for eksempel i de såkaldte højafkast-segmenter. Alligevel er det lykkedes os at identificere situationer med attraktiv risk/reward-profil i en række sektorer, geografiske områder og selskabsstørrelser. Vi vil endnu en gang gerne understrege, at der er tale om helt aktiespecifikke situationer med et diversificeret sæt af værdidrivere, som efterhånden vil frembringe store afvigelser fra de underliggende markeder. Afslutningsvis kan det måske være en god ide at huske på Keynes' bemærkning fra 1930'erne om, hvordan man investerer langsigtet:

"For det ligger essentielt i hans (den langsigtede investors) natur, at han bliver anset for excentrisk, ukonventionel og ubesindig af den almindelige mening. Hvis han får succes, vil det blot bekræfte den almindelige opfattelse af, at han er ubesindig; og hvis det går galt for ham på kort sigt, hvilket er meget sandsynligt, vil ingen vise ham nåde." Hvorefter han fortsætter: "Verden lærer os, at det er bedre for vores omdømme at mislykkes på en konventionel måde end at få succes på en ukonventionel." Vi er helt enige i den første del af citatet, men har ingen respekt for den anden.

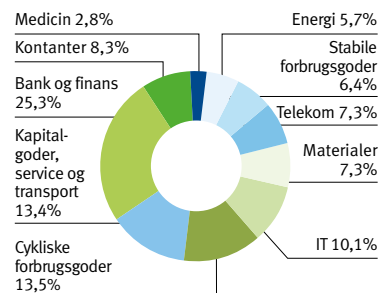
Værdipapir	Antal	Købssværdi NOK *	Markedsværdi NOK*	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
Whiting Petroleum Corp	85.000	21.857	22.491	634	2,93%	New York
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	11.650.000	24.748	21.162	-3.586	2,75%	Hong Kong
Sum Energi		46.605	43.653	-2.952	5,68%	
South32 Ltd	3.110.000	41.462	33.650	-7.812	4,38%	Sydney
Pan American Silver Corp	335.000	24.053	22.562	-1.491	2,94%	NASDAQ
Sum Materialer		65.515	56.212	-9.303	7,31%	
Jenoptik AG	337.000	33.363	32.119	-1.244	4,18%	Xetra
Komatsu Ltd	160.000	26.071	25.263	-808	3,29%	Tokyo
Rentech Inc	2.395.000	20.683	19.409	-1.274	2,53%	New York
AirAsia Bhd	5.570.100	23.182	17.886	-5.296	2,33%	Kuala Lumpur
Solazyme Inc	332.000	8.298	8.385	87	1,09%	NASDAQ
Sum Kapitalgoder, service og transport		111.597	103.062	-8.535	13,41%	
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	37.000	26.796	27.356	560	3,56%	Seoul
Fila Korea Ltd	20.000	15.153	15.632	479	2,03%	Seoul
Hyundai Motor Co GDR	10.173	4.178	3.662	-516	0,48%	London
Fourlis Holdings SA	131.533	3.366	2.812	-555	0,37%	Aten
Sum Cykliske forbrugsgoder		49.494	49.462	-32	6,43%	
Carlsberg AS-B	57.000	41.411	40.680	-731	5,29%	København
Omega Protein Corp	295.800	30.762	31.884	1.122	4,15%	New York
Stock Spirits Group Plc	977.000	22.990	23.176	186	3,02%	London
China Child Care Corp Ltd	5.405.000	8.974	7.350	-1.624	0,96%	Hong Kong
Sum Stabile forbrugsgoder		104.136	103.090	-1.046	13,41%	
Magforce AG	365.000	19.097	21.433	2.335	2,79%	Xetra
Sum Medicin		19.097	21.433	2.335	2,79%	
American International Group Inc	120.000	55.344	58.357	3.013	7,59%	New York
Citizens Financial Group Inc	183.000	38.168	39.033	865	5,08%	New York
SBI Holdings Inc	359.000	40.229	38.897	-1.332	5,06%	Tokyo
Aercap Holdings NV	68.500	25.407	24.832	-575	3,23%	New York
CIT Group Inc	64.000	22.901	23.445	544	3,05%	New York
Uniq Insurance Group AG	140.000	10.052	9.913	-139	1,29%	Wien
Sum Bank og finans		192.102	194.477	2.375	25,30%	
SK Hynix Inc	125.000	42.385	37.232	-5.153	4,84%	Seoul
Ubiquiti Networks Inc	84.000	20.109	20.884	775	2,72%	NASDAQ
Sandisk Corp	42.000	22.407	19.454	-2.953	2,53%	NASDAQ
Sum informationsteknologi		84.901	77.571	-7.330	10,09%	
China Telecom Corp Ltd	6.780.000	36.268	31.306	-4.962	4,07%	Hong Kong
Softbank Group Corp	53.000	24.635	24.553	-81	3,19%	Tokyo
Sum Telekommunikation		60.903	55.859	-5.044	7,27%	
Værdipapirportefølje*		734.349	704.817	-29.532	91,70%	
Disponibel likviditet			63.831		8,30%	
Sum andelskapital			768.648		100,00%	

Basiskurs pr. 30-06-2015

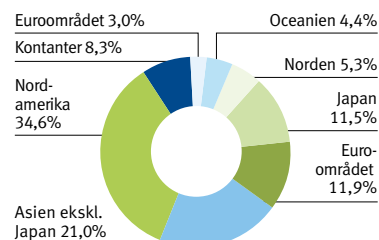
96,0048 NOK

* Tal i 1.000 NOK.

BRANCHEFORDELING (afrundet)



GEOGRAFISK FORDELING (afrundet)



Lange renter:

Vil de gå op, bevæge sig sidelæns eller falde?

Det var overraskende for os, at de lange statsrenter steg i andet kvartal. Rentestigningen var markant – de mest kreditsikre statsobligationer trak generelt de lange renter op.

Den amerikanske 10-årige rente steg fra 1,9 til 2,4 procent. Og den tyske 10-årige rente steg fra 0,2 procent til 0,8 procent. Renten i disse lande havde dermed igen nået niveauet fra oktober og november sidste år. Både i SKAGEN Tellus og SKAGEN Avkastning havde vi positioneret os således, at de lange renter ville ligge stabilt eller falde.

Hvordan ser vi så på den kommende udvikling? Vil renterne stige yderligere, nogenlunde holde det nuværende niveau eller falde igen?

I aktiv renteforvaltning forsøger man at generere merafkast over tid til investorerne ved at have en holdning til, om renterne vil stige eller falde, både generelt og i de forskellige markeder. Man danner sig et billede af, hvad der mest sandsynligt vil ske fremover. Ofte indebærer det, at ens opfattelse afviger fra den almindelige mening. Det ser ud til at være tilfældet for tiden, hvor de fleste analytikere mener, at statsrenterne vil stige yderligere. Vi tror fortsat, at de vil falde.

Renter og inflation vil aftage

Årsagen til, at vi mener, at renterne fortsat vil falde, er en kombination af vores opfattelse af vækstudsigterne og af inflationsudviklingen. Lange renter kan betragtes som sammensat af realrente og kompensation for forventet inflation. Stigning i de lange renter i andet kvartal skyldes både en stigning i realrenterne og øget forventet inflation. Det var tilfældet både i USA og Tyskland. Den 10-årige amerikanske statsrente steg med ca. 50 basispunkter, dvs. 0,5 procentpoint. Heraf stod realrenten for 30 basispunkter og højere forventet inflation for 20 basispunkter. I Tyskland var udviklingen nogenlunde den samme, men fra et lavere niveau.

Stigningen i realrenterne afspejlede formentlig bedre vækstudsigter i de avan-

cerede økonomier. Markedet så gennem fingre med første kvartals svage tal og indregnede forventninger om stigende vækst både i USA og i eurozonen. Det kan vise sig at holde stik. De løbende indikatorer har indtil nu givet indtryk af bedre vækst i de avancerede økonomier i resten af 2015 end i første kvartal. Her vil en vigtig faktor formentlig være lavere energipriser på grund af øget efterspørgsel på olie.

De øgede inflationsforventninger tror vi derimod er forbigående. Det mest sandsynlige er, at de vil blive nedjusteret. Inflationen vil aftage, hvilket efterhånden vil smitte af på den forventede inflation. Vi har nemlig den opfattelse, at en såkaldt ekspansiv pengepolitik i det lange løb vil få den modsatte virkning. Uden at gå ind i teorien henviser vi her til tidligere erfaringer. Mange års nulrentepolitik i Japan har ikke skabt en vedvarende stigning i inflationen.

Japan er i årevis blevet affejet som et særtilfælde, men de samme økonomiske mekanismer som i de andre udviklede økonomier gælder her. Og vi begynder nu at kunne se den samme udvikling i de øvrige avancerede økonomier. I eurozonen har kerneinflationen indtil nu i år haft en annualiseret vækst på 0,4 procent. Det kan skyldes, at den økonomiske vækst indtil nu har været tam, vil nogle hævde. Den opfattelse deler vi ikke. Schweiz er et andet eksempel. Her er inflationen negativ. Man kan indvende, at selv om økonomien er vokset ganske godt, er inflationen i øjeblikket påvirket af, at valutaen tog et spring sidste år. Vi er heller ikke enige i den opfattelse.

Bygger på observationer

Også andre økonomier i eurozonen har erfaringer med nulrentepolitik og giver grund til at tvivle på de typiske forklaringer på inflationsudviklingen. Tag for eksempel

udviklingen i Storbritannien og Sverige. Her er inflationen faldet, samtidig med at pengepolitikken har været særdeles "ekspansiv", og den økonomiske vækst sund.

Hvis et land stikker ud, må det være USA. Også her er inflationen ganske vist lav – indtil videre i år er kerneinflationen steget med 1,3 procent p.a. – men den har været lav et godt stykke tid uden at blive stabiliseret omkring nul. I lyset af, hvad der er sket i Japan og de andre førnævnte økonomier, tror vi kun, det er et spørgsmål om tid, før inflationen falder yderligere mod nul også i USA. Hæver Fed den ledende rente sidst på året, kan det blive en udløsende faktor.

Effekten på kort sigt af en lidt strammere pengepolitik i USA vil være lidt lavere inflation. Men hvis Fed standser stigningen af den ledende rente ved 25 basispunkter eller foretager et tilbagetog, er der igen tale om nulrentepolitik. I så fald peger både den langsigtede virkning af Feds politik siden 2009, og den kortsigtede virkning af en lidt strammere pengepolitik, i retning af lavere inflation.

Konklusionen omkring de lange nominelle renter er derfor, at vedvarende lav inflation efterhånden vil smitte af på inflationsforventningerne. Som følge heraf vil de lange renter falde, for vi tror ikke, at yderligere øget vækst skal indregnes i de lange realrenter.



– Torgeir Høien

Porteføljeformidler SKAGEN Tellus



SKAGEN Credit EUR

De bedste virksomhedsobligationer
fra den globale frugthave

- › Et godt kvartal
- › Uro i Grækenland har ledt til øgede kreditspænd i juni
- › Ingen direkte eksponering mod Grækenland

1 2 **RISIKO** 4 5 6 7

Fondens startdato	30. maj 2014
Afkast siden start	-0,12%
Forvaltningskapital	39 mio. DKK
Antal kendte investorer	30

AFKAST	KV 2 2015*	Sidste 12 md.*
SKAGEN Credit EUR A	0,83%	-0,17%
Euribor 3M	-0,13%	0,14%

*Pr. 30. juni 2015.



PORTEFØLJEFORVALTERE

Ola Sjöstrand og Tomas
Nordbø Middelthon

Æbletræer. 1907. Af Michael Ancher. Tilhører Skagens Museum (beskåret).



Foto: Bloomberg

Indisk-britiske Jaguar Land Rover, der ejes af Tata Motors er vendt tilbage til SKAGEN Credits portefølje. Virksomhedens nøgletal er væsentligt bedre end ratingen (BB-) antyder.

Uro skaber muligheder

I løbet af andet kvartal har vi fundet en del interessante selskaber at investere i, og den seneste tids markedsuro har gjort priserne endnu mere attraktive.

SKAGEN Credit kom godt fra start i andet kvartal, da kreditspændene faldt generelt, og alt var fryd og gammen. Dog blev flere af fondens investeringer påvirket af den seneste måneds stigende uro omkring Grækenland. Urolighederne påvirker først og fremmest obligationer udstedt af virksomheder i vækstmarkederne, da disse bliver mindre attraktive. Der har også været en tendens til, at jo mere risikofyldte obligationerne har været, jo mere er de faldet i værdi – helt uafhængigt af om den græske tumult virkelig har betydning for virksomheden. Fonden har ikke nogen direkte eksponering mod Grækenland og har generelt en lille andel investeret i selskaber fra eurozonens såkaldte periferi.

Schweiz-baserede INEOS er verdens største petrokemiske virksomhed med aktiviteter og salg over hele verden. Virksomheden har en stærk markedsposition med integreret produktionssystem og en veldiversificeret kundebase og er dermed ikke eksponeret mod enkelte sektorer. 60 procent af salget kommer fra Europa og 20 procent fra Nordamerika. I løbet af foråret udstedte INEOS nye obligationer og forlængede deres lån, hvilket betyder, at de ikke behøver at refinansiere deres lån på langt sigt. SKAGEN Credit er investeret i en af deres BB- ratede euroobligationer med udløb i 2023. Obligationen giver en attraktiv rente i forhold til konkurrenterne, også sammenlignet med andre europæiske selskaber med en lignende kreditvurdering.

En anden ny investering er den verdensførende kødproducent JBS, som har sine primære aktiviteter i Brasilien og USA. JBS' produkter eksporteres over hele verden, og størstedelen af indtjeningen kommer fra Nordamerika og Australien. Det, der gør JBS særligt interessant, er, at virksomhedens obligationer handles med et højere kreditspænd, fordi virksomheden er brasiliansk. Sammenlignet med for eksempel USA-baserede konkurrenter, der har tilsvarende kreditkvalitet, giver JBS-obligationer et betydeligt højere udbytte. JBS er et klart eksempel på, at hovedkontorets geografiske placering er vigtig, og at det er muligt at finde undervurderede obligationer i overensstemmelse med SKAGENS investeringsfilosofi. Den pågældende obligation har en BB- rating, er denomineret i dollars og udløber i 2020.

En af SKAGEN Credits gamle kendinge, som er kommet tilbage i porteføljen, er indisk-britiske Jaguar Land Rover. Virksomhedens finansielle nøgletal er væsentligt bedre, end dens kreditrating (BB-) angiver. Det skyldes hovedsageligt, at Jaguar Land Rover er ejet af indiske Tata Motors, som har en BB- rating. Men det gode er, at hovedparten af Tata Motors indtægter kommer fra Jaguar Land Rover. SKAGEN Credit har investeret i en USD-obligation med udløb i 2018.

SKAGEN CREDIT EUR	Number of units	EUR	%
SKAGEN Credit	312.663	4.116.954	99,16
Likviditet		35.004	0,84
Sum andelskapital		4.151.958	100,00

Valutasikringsgrad 96.21%, ejerandel af SKAGEN Credit 21,19%

SKAGEN Credit SEK/NOK/EUR/GBP a er feeder fonde eller samlingsfonde, der investerer i masterfonden, som overvåger alle investeringer. Dette er en oversigt over porteføljen til SKAGEN Credit masterfond.

SKAGEN CREDIT MASTER FUND Værdipapir	Valuta	Forfalds- dato	Pålydende	Kupon	Markeds- værdi	Andel af fonden
Talisman Energy Inc	GBP	05.12.2017	500.000	6,63	7.048.689	3,46
Gazprom OAO Via Gaz Capital SA	USD	11.04.2018	800.000	8,15	6.827.623	3,35
Noble Group Ltd	USD	29.01.2020	750.000	6,75	6.229.452	3,06
Petrobras Global Finance BV	USD	01.03.2018	700.000	5,88	5.712.105	2,80
Seadrill Ltd	USD	15.09.2017	700.000	6,13	5.001.761	2,45
Petrobras Global Finance BV	USD	20.01.2020	100.000	5,75	795.612	0,39
Sum Energi				31.615.243	15,52	
SSAB AB	EUR	10.04.2019	800.000	3,88	7.163.590	3,52
Braskem Finance Ltd	USD	15.04.2021	775.000	5,75	5.846.690	2,87
Glencore Funding LLC	USD	29.04.2019	475.000	3,13	3.779.377	1,85
Glencore Canada Financial Corp	GBP	27.05.2020	250.000	7,38	3.680.669	1,81
INEOS	EUR	01.05.2023	400.000	4,00	3.368.867	1,65
Lafarge SA	EUR	13.04.2018	200.000	6,25	1.972.461	0,97
Sum Materialer					25.811.655	12,67
Color Group AS	NOK	18.09.2019	6.000.000	6,61	6.118.220	3,00
Stena AB	EUR	01.02.2019	620.000	5,88	5.968.107	2,93
Norwegian Air Shuttle AS	NOK	03.07.2017	6.000.000	5,22	5.953.080	2,92
PostNL NV	GBP	14.08.2018	350.000	7,50	5.307.216	2,60
Heathrow Funding Ltd	GBP	10.09.2018	300.000	6,25	4.329.830	2,13
Tallink Group AS	NOK	18.10.2018	3.000.000	6,51	3.133.197	1,54
Bombardier Inc	USD	16.03.2020	300.000	7,75	2.450.359	1,20
Empresas ICA SAB de CV	USD	04.02.2021	350.000	8,90	2.408.539	1,18
Sum Kapitalgoder, service og transport					35.668.547	17,51
Fiat Finance & Trade SA	EUR	15.03.2018	500.000	6,63	4.893.484	2,40
Samvardhana Motherson Automotive systems Group BV	EUR	15.07.2021	400.000	4,13	3.591.927	1,76
Jaguar Land Rover Automotive Plc	USD	14.12.2018	400.000	4,13	3.212.488	1,58
Best Buy Co Inc	USD	15.03.2021	300.000	5,50	2.490.545	1,22
Sum Cykliske forbrugsgoder		2.831.488	5.277.296	2.445.808	13,46%	
Safeway Ltd	GBP	10.01.2017	500.000	6,00	6.701.938	3,29
Avon Products Inc	USD	01.03.2019	400.000	6,50	3.130.239	1,54
JBS Investments GmbH	USD	28.10.2020	300.000	7,75	2.591.690	1,27
Cosan Luxembourg SA	USD	14.03.2023	300.000	5,00	2.213.034	1,09
Sum Stabile forbrugsgoder					14.636.901	7,18
Roche Holding AG-Genusschein	525.108	633.837	1.172.154	538.317	2,99%	Zürich
Sanofi	992.732	618.471	791.218	172.747	2,02%	Paris
Varian Medical Systems Inc	649.382	332.011	496.411	164.399	1,27%	New York
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	853.631	188.205	434.870	246.665	1,11%	NASDAQ
Sum Medicin		1.772.525	2.894.653	1.122.127	7,38%	
Danske Bank AS	GBP	29.09.2021	500.000	5,38	6.795.472	3,34
Amlin Plc	GBP	18.12.2026	500.000	6,50	6.555.006	3,22
Bank of Baroda - London	USD	23.07.2019	750.000	4,88	6.385.259	3,13
Standard Chartered Bank	GBP	03.04.2018	350.000	7,75	5.002.681	2,46
Tyrkiye Halk Bankasi AS	USD	19.07.2017	550.000	4,88	4.533.996	2,23
Akbank TAS	USD	24.10.2017	550.000	3,88	4.401.440	2,16
Insurance Australia Group Ltd	GBP	21.12.2026	300.000	5,63	3.915.131	1,92
Diamond Bank Plc	USD	21.05.2019	400.000	8,75	3.037.646	1,49
Akbank TAS	USD	09.03.2018	300.000	6,50	2.569.976	1,26
Banco Est Rio Grande Sul	USD	02.02.2022	250.000	7,38	1.994.219	0,98
American Tower Corp	USD	15.02.2019	200.000	3,40	1.626.826	0,80
Sum Bank og finans					46.817.654	22,98
Rolta Americas LLC	USD	24.07.2019	400.000	8,88	2.765.935	1,36
Sum informationsteknologi					2.765.935	1,36
Bharti Airtel International Netherlands BV	EUR	10.12.2018	600.000	4,00	5.756.601	2,83
VimpelCom Holdings BV	USD	01.03.2022	550.000	7,50	4.338.237	2,13
VimpelCom Holdings BV	USD	01.03.2017	200.000	6,26	1.644.177	0,81
Sum Telekommunikation					11.739.015	5,76
Sum Værdipapirportefølje					197.927.331	97,15
Derivatives*						
IRS EUR 20210511	EUR	11.05.2021	600.000		7.813	-
IRS USD 20210622	USD	22.06.2021	1.000.000		7.768	0,01
IRS USD 20190820	USD	20.08.2019	2.000.000		-207.624	-0,10
IRS USD 20180620	USD	20.06.2018	3.500.000		-208.739	-0,11
IRS EUR 20180620	EUR	20.06.2018	3.000.000		-246.369	-0,12
IRS GBP 20180129	GBP	29.01.2018	1.200.000		-313.732	-0,16
Sum Derivatives					-960.884	-0,47
Likviditet					6.776.326	0,03
Sum andelskapital					203.742.773	100,00

Basiskurs pr. 30-06-2015

9,9923 EUR



SKAGEN Tellus

Åbner døren til globale renter

- › Rentestigninger i kvartalet førte til lavere obligationskurser
- › Fonden var ikke positioneret optimalt for rentestigningen
- › Vi har solgt obligationerne i Eurozonens periferi

1	2	3	RISIKO	5	6	7
Fondens startdato		29. september 2006				
Afkast siden start		65,81%				
Forvaltningskapital		1.138 mio. DKK				
Antal kendte investorer		2.894				
AFKAST		KV 2 2015*		Sidste 12 md.*		
SKAGEN Tellus		-8,19%		7,10%		
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged		-5,35%		13,50%		

* Pr. 30. juni 2015.



PORTEFØLJEFORVALTERE

Torgeir Høien og Jane Tvedt

Interiør. Brøndums anneks. Ca. 1920. Af Anna Ancher. Billedet tilhører Skagens Museum (beskåret).

Modvind

SKAGEN Tellus havde et dårligt andet kvartal. Fonden var ikke godt positioneret i forhold til den rentestigning, som vi fik i kvartalet. Det medførte både et absolut og relativt tab i forhold til fondens referenceindeks.

Renterne udvikler sig modsat af obligationskurserne. Når renten stiger, falder kursen – og vice versa. Denne effekt er mere udpræget jo længere tid, der er, til obligationen forfalder. Ved indgangen til andet kvartal havde obligationerne i porteføljen en lang varighed. Da renterne steg, betød det lavere obligationskurser. Det betød også, at værdien på hver andel blev lavere. Om det globaliserede obligationsmarked siger man, at "alle skibe stiger ved højvande". Når renten på de mest kreditsikre statsobligationer, som tyske og amerikanske, stiger, så stiger det generelle renteniveau. Det var det, vi oplevede i andet kvartal.

SKAGEN Tellus havde og har ikke tyske obligationer i porteføljen. Men vi har investeret i en tiårig amerikansk statsobligation, og den tiårige amerikanske rente er steget fra 1,93 % ved indgangen til andet kvartal til 2,39 % ved udgangen af kvartalet. Rentestigningen betød et urealiseret tab for SKAGEN Tellus. Vi tror på, at renterne igen skal ned og har derfor ikke solgt vores amerikanske obligation. Vi fik også tab på fondens investeringer i obligationer med lang varighed udstedt af andre lande end de amerikanske myndigheder. Vi har beholdt vores positioner udenfor Eurozonen. Læs mere om, hvordan vi vurderer udsigterne for de lange renter i rentekommentaren.

De lange renter på obligationer udstedt af eurozonens såkaldte periferilande steg ekstra meget. SKAGEN Tellus har investeringer i Portugal, Italien, Spanien og Slovenien. Rentestigningerne skyldes både den generelle rentestigning og den vedvarende uro omkring situationen i Grækenland. Vi forventede, at uroen i Grækenland ville smitte af på de øvrige lande i eurozonen i en mindre grad. Det viste sig ikke at være tilfældet.

I de sidste uger af kvartalet valgte vi at sælge ud af obligationer udstedt i eurozonens periferi. Det skyldes uklarhederne i Grækenland og udfaldet af folkeafstemningen, som vi ikke kendte på det tidspunkt. Når der igen er klarhed over udviklingen, er vi klar til at investere der igen. Vi vil ikke gamble på, hvad den græske regering måtte mene fra dag til dag.

Værdipapir	Forfalds- dato	Kupon	Nominelt ***	Kostpris ***	Markeds- kurs	Vedhen- renten- rente***	Markeds- værdi ***	Markeds- værdi inkl. genin- vestering rente***	Urealiseret gevinst/ tab ***	Andel af fonden
GOVERNMENT BONDS										
Brazilian Government	10.01.2028	10,25	20.400	58.683	267,13	2.500	54.494	56.994	-4.190	4,25 %
Chilean Government	05.08.2020	5,50	4.410.000	54.659	1,31	1.199	57.635	58.834	2.976	4,39 %
Colombian Government	14.04.2021	7,75	13.400.000	48.232	0,33	664	44.788	45.451	-3.444	3,39 %
Croatia Government International Bond	30.05.2022	3,87	8.300	74.798	878,74	239	72.936	73.175	-1.862	5,46 %
European Bank Recon & Dev	19.03.2018	5,75	800.000	103.386	12,09	1.594	96.714	98.308	-6.672	7,33 %
French Government	25.05.2020	0,00	15.000	129.408	863,17	0	129.476	129.476	68	9,66 %
German Government	11.10.2019	0,25	7.000	61.789	887,38	125	62.117	62.242	328	4,64 %
Lithuanian Government	01.02.2022	6,62	5.500	42.570	934,68	1.182	51.407	52.589	8.837	3,92 %
Mexican Government	20.11.2036	10,00	60.000	38.345	68,73	83	41.240	41.324	2.895	3,08 %
Netherlands Government	15.01.2020	0,25	13.600	119.697	881,07	0	119.825	119.825	129	8,94 %
New Zealand Government	17.04.2023	5,50	8.000	54.358	612,57	485	49.006	49.491	-5.352	3,69 %
Peruvian Government	12.08.2037	6,90	18.000	41.063	238,34	1.168	42.902	44.070	1.839	3,29 %
Turkish Government	08.03.2023	7,10	26.250	71.311	260,14	1.542	68.286	69.829	-3.025	5,21 %
US Government	31.08.2016	0,50	20.800	137.570	784,74	277	163.226	163.503	25.656	12,20 %
US Government	30.06.2017	0,62	8.000	63.152	783,48	0	62.679	62.679	-473	4,68 %
US Government	15.02.2025	2,00	20.900	170.152	760,98	1.222	159.046	160.267	-11.106	11,95 %
US Government	01.06.2015	0,25	21.800	140.994	809,31	147	176.431	176.577	35.437	12,20 %
US Government	31.08.2016	0,50	22.650	146.169	810,04	81	183.474	183.555	37.306	12,68 %
Sum Værdipapirportefølje				1.269.173		12.282	1.288.058	1.288.058	6.603	96,08 %
Disponibel likviditet				49.051		3.371	52.636	52.636	215	3,92 %
TOTAL				1.318.224		15.653	1.340.694	1.340.694	6.817	100,00 %
Effektiv underliggende afkast		3,12 %								
Effektiv afkast til kunder*		2,32 %								
Rentefølsomhed**		4,84								

* Effektiv underliggende afkast justeret for forvaltningshonorar.

** Rentefølsomhed er et forenklet udtryk for hvor meget kursen på rentepapiret vil ændre sig, hvis renten ændrer sig 1 procentpoint.

*** Tal i 1.000 NOK

Effektiv rente er det gennemsnitlige årlige afkast på en obligation ind til den forfalder, givet at der ikke sker eventuel førtidsindfrielse. Begrebet er baseret på en række teoretiske forudsætninger, herunder geninvestering af kuponbetalinger til samme rente.

Værdipapirer er vurderet til markedskurser pr. 30.06.2015

Hvor der ikke eksisterer "market-maker" kurser, er obligationer og eventuelle certifikater prisfastsat mod den gældende rentekurve på tidspunktet for opgørelsen

Andelskurs pr. 30.06.2015 128,7959 NOK

SKAGENs porteføljeforvaltere



Erik
Bergöö

Beate
Bredeesen

Søren Milo
Christensen



Jonas
Edholm

Cathrine
Gether

Elisabeth
Gausel



Knut Gezelius

Michael
Gobitschek

Harald Haukås



Torgeir Høyen

Hilde Jenssen

Erik Landgraff



Knut Harald
Nilsson

Tomas N.
Middelthun

Ola Sjöstrand



Chris-Tommy
Simonsen

Alexander
Stensrud
(junior forvalter)

Kristoffer
Stensrud



Ole Sæberg

Geir Tjetland

Jane Tvedt



Filip
Weintraub

SKAGENs målsætning er at give kunderne bedst muligt afkast for den risiko, de tager. For at opnå dette anvender vi en aktiv og værdibaseret investeringsfilosofi med brede mandater – en filosofi, som bygger på sund fornuft.

En af porteføljeforvalternes opgaver er at balancere risikoen i finansmarkedene for vores investorer. Som investor bør du være interesseret i at opnå det bedst mulige afkast for den risiko, du vælger ud fra investeringens egenskaber. To fonde med sammenlignelige afkast kan have vidt forskellige risikoprofiler.

Det særlige ved SKAGENs filosofi er, at vi investerer i selskaber, som er Undervurderede, Underanalyserede og Upopulære, men som har potentiale til at stige i værdi – selskaber, hvor vi har identificeret mulige hændelser, der kan synliggøre skjulte værdier og dermed skabe merafkast til vores investorer.

Værdibaseret forvaltning. – Værdifastsættelsen af selskabers aktier sker gennem egne analyser og en forståelse af, hvordan værdier skabes og varetages. Vi kan bedst lide forretningsmodeller, som genererer gode pengestrømme, og mener, at upopulære og under- eller fejlanalyserede selskaber ofte er attraktive.

Aktiv forvaltning. – Betyder, at porteføljeforvalterne investerer i selskaber ud fra disses egne meritter – ikke fordi et selskab for eksempel er repræsenteret i et indeks. Vi tilstræber med sund fornuft og langsigtet tænkning at undgå den bobledannelse, som sker, når populære aktier og brancher får for høj pris i forhold til selskabets værdi og indtjening.

Brede mandater. – SKAGENs speciale er globale investeringer. Det er mere interessant, hvor et selskab har sine aktiviteter, end hvor det er børsnoteret. Ved frit at kunne investere i brancher og lande over hele verden, er porteføljeforvalterne i stand til at reducere risikoen mere, end hvis investeringerne var begrænset til et bestemt land eller en specifik branche.

Tidshorisont. – SKAGEN tilstræber tålmodighed i sine investeringer, således at filosofien får tid til at give resultater. Vores fonde har gennemsnitligt holdt på sine selskabsinvesteringer i 3-5 år. Selskabernes resultater skabes over tid, og det samme gælder derfor fondenes afkast.

Etik. – Et centralt element i vores analyser er etik. På sigt betaler det sig ikke at investere i selskaber, som er uetiske, forbyder sig mod miljøregler, anvender børnearbejde eller begår andre lovovertrædelser. SKAGEN vurderer ligeledes politiske risici og andre risici nøje.

Undgår aktiebobler. – I modsætning til mange andre forvaltere, som investerer i selskaber, fordi de indgår i sammensætningen af et aktieindeks, køber vi kun selskaber, vi vurderer attraktivt prisfastsat uafhængigt af indekset. Dermed undgår vi at blive ledt i indeksfristelsen – som til tider fører til, at populære brancher og aktier får en alt for høj pris i forhold til, hvad de kan forsvare med hensyn til værdier og indtjening. Bobler opstår, og de brister før eller siden. Når de brister, opstår der for os som aktive forvaltere et godt klima til at finde Undervurderede, Upopulære og Underanalyserede selskaber. Over tid er det altid selskabernes værdier og værdiskabelse, som ligger til grund for prisfastsættelsen i aktiemarkederne. Investeringsfilosofien med vores fokus på værdier har – kombineret med sund fornuft, hårdt arbejde og veludviklet intuition – historisk givet godt afkast. Grundprincippet at investere i Undervurderede, Underanalyserede og Upopulære aktier gælder alle fondene, og filosofien har været uændret siden begyndelsen.

Afkast- og risikomåling

Afkast*

Pr. 30.06.2015	NAV Seneste år	NAV Seneste 2 år	NAV Seneste 5 år	NAV Seneste 7 år	NAV Seneste 10 år	NAV Levetid
SKAGEN Vekst A	4,5%	11,8%	7,5%	3,3%	7,5%	14,3%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	18,8%	18,8%	14,4%	6,0%	9,3%	10,2%
SKAGEN Global A	10,3%	13,5%	11,9%	8,2%	9,6%	15,2%
MSCI World AC	24,1%	20,2%	14,2%	10,0%	6,8%	4,4%
SKAGEN Kon-Tiki A	2,1%	8,7%	5,7%	6,8%	11,3%	14,8%
MSCI Emerging Markets	16,6%	12,7%	5,7%	6,0%	9,0%	8,6%
SKAGEN m2 A	16,3%	7,9%				7,6%
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	24,8%	14,9%				13,7%
SKAGEN Focus A						-7,5%
MSCI World AC						-4,6%
SKAGEN Avkastning	-2,2%	-1,7%	1,9%	2,9%	2,7%	5,2%
Statsobligasjonsind. 3.00	-1,2%	-2,1%	1,1%	3,2%	2,6%	5,2%
SKAGEN Tellus A	7,1%	5,2%		4,4%	7,4%	5,9%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR		3,5%	7,3%	2,8%	6,9%	5,0%
SKAGEN Credit EUR A	-0,2%					-0,1%
3 Month EURIBOR	0,1%					0,0%

Risiko og præstationsmåling

Pr. 30.06.2015	SKAGEN Vekst	SKAGEN Global	SKAGEN Kon-Tiki	SKAGEN Tellus
RISIKO- OG PRÆSTATIONSMAÅL SENESTE 5 ÅR				
Standard afvigelse, fond	13,5%	11,7%	13,8%	6,5%
Standard afvigelse, reference indeks	12,5%	9,4%	13,5%	8,3%
Sharpe-ratio, fond	0,51	0,93	0,38	0,61
Sharpe-ratio, reference indeks	1,05	1,39	0,39	0,30
Relativ volatilitet / Tracking error	5,8%	4,8%	4,8%	5,6%
IR	-1,07	-0,43	-0,01	0,27
korrelation	0,90	0,92	0,94	0,74
alfa	-5,88%	-4,12%	0,17%	2,70%
beta	0,97	1,15	0,96	0,58
R2	81,18%	84,40%	87,91%	53,48%

VALUE AT RISK 5 ÅR

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

GEVINST- OG TABSANALYSE SENESTE 5 ÅR

Relativ gevinst	91,65%	104,08%	98,90%	92,67%
Relativ tab	131,00%	127,49%	99,50%	75,40%
Relativ gevinst/tab-ratio	0,70	0,82	0,99	1,23
Positive indeksafvigelser	5,43%	5,81%	6,48%	8,21%
Negative indeksafvigelser	11,62%	7,87%	6,65%	6,77%
Indeks afvigelse-ratio	23%	31%	60%	89%
Antal positive afvigelser	31,86%	42,47%	49,37%	54,79%
Antal positive afvigelser, opgang	31,69%	49,28%	38,16%	28,18%
Antal positive afvigelser, nedgang	32,26%	30,58%	59,99%	82,21%
Konsistens	38,33%	43,33%	48,33%	56,67%
Konsistens, opgang	33,33%	46,34%	36,36%	36,67%
Konsistens, nedgang	47,62%	36,84%	62,96%	76,67%

*Alle afkasttal over 12 måneder er annualiseret.

Benchmarkindeks for SKAGEN Global var indtil 2010 MSCI World Index (Daily Traded Net Total Return). Siden da har det været MSCI All Country Index (Daily Traded Net Total Return).

Benchmarkindeks for SKAGEN Kon-Tiki var MSCI World Index (Daily Traded Net Total Return) indtil 2004. Siden da MSCI Emerging Markets Index (Daily Traded Net Total Return). Afkastdata for benchmarket til SKAGEN Kon-Tiki er derfor en kombination af disse to indeks.

Benchmarkindeks for SKAGEN Vekst var indtil 2014 et vægtet gennemsnit af MSCI All Country Index (Daily Traded Net Total Return og Oslo Børs Benchmark Index (OSEBX)). Før 2010 var Oslo Børs Benchmark Index (OSEBX). Fondens investeringsmandat er ændret med virkning pr. 01.01.2014 fra, at fonden investerer mindst 50 % af sine midler i Norge til, at fonden investerer mindst 50 % af sine midler i Norden.

Benchmark for SKAGEN Tellus var indtil 2012 Barclays Capital Global Treasury Index 3-5 years.

SKAGEN Veksts investeringsmandat er ændret med virkning pr. 01.01.2014 fra, at fonden investerer mindst 50 % af sine midler i Norge til, at fonden investerer mindst 50 % af sine midler i Norden. Dette betyder, at afkast før ændringen blev opnået under andre forudsætninger end i dag.

BEGREBSFORKLARING

Standardafvigelse er et mål for variationen i det årlige afkast. Der er en 65 procents tilnærmelse sandsynlighed for, at det årlige afkast ligger i området plus/minus en standardafvigelse. Sandsynligheden for, at afkastet afviger med over to standardafvigelser fra forventet afkast er cirka fem procent. En høj standardafvigelse kan betyde høj risiko.

Relativ gevinst og relativt tab er mål for evnen til at opnå et merafkast i henholdsvis opgangs- og nedgangsperioder. Et relativt tab på 80 procent vil sige, at fonden i en tabsperiode i markedet har opnået et tab, som svarer til, at fonden havde investeret blot 80 procent af sine midler i indekset og 20 procent i risikofri rente (ST1X). Relativt tab på mindre end 100 procent vil sige, at fonden taber mindre end det nedadgående marked. Relativ gevinst vil sige, at fonden tjener mere end det opadgående marked. Hvis man sammenligner med en fonds standardafvigelse, kan disse mål give indikationer af, hvorfor standardafvigelsen er højere eller lavere end indekset.

Relativ volatilitet (tracking error) er standardafvigelsen fra det årlige merafkast i forhold til indekset i den pågældende periode. Relativ volatilitet måler forvalterens evne til at frembringe et jævnt merafkast i forhold til referenceindekset, men bruges ofte som et mål for et fonds uafhængighed af indekset.

Positiv og negativ indeksafvigelse udtrykker den positive eller negative indeksafvigelse pr. år i den pågældende periode. Hvis de positive afvigelser er større end de negative, har fonden opnået højere afkast end indekset.

Sharpe ratio er et indirekte mål for sandsynligheden for, at fonden vil give højere afkast end risikofri rente. Jo højere score, jo større er denne sandsynlighed. Jo større sandsynlighed, des sikrere er muligheden for at opnå merafkast ved at være på aktiemarkedet. Størrelsen kan derfor bruges som et absolut mål for risikojusteret afkast.

Information ratio er et indirekte mål for sandsynligheden for, at fonden vil give højere afkast end referenceindekset. Jo højere score, des højere er sandsynligheden for at opnå merafkast. Information ratio bruges som mål for et risikojusteret merafkast, hvor risiko fortolkes som faren for et ujævnt merafkast. Information ratio måler dermed forvalterens evne til jævnt merafkast.

Relativ gevinst/relativt tab-ratio udtrykker forholdet mellem relativ gevinst og relativt tab. Er ratioen over 1, vil det sige, at fonden bliver bedre betalt for den risiko, den løber, sammenlignet med referenceindekset. Målet er stærkt korrelerende med Sharpe-indekset ved rangering af fonde, der investerer i samme marked, men udtrykker derudover om det risikojusterede afkast er bedre end markedets risikojusterede afkast. Målet kan derfor bruges til at sammenligne fonde i forskellige markeder. Sharpe-indekset kan kun bruges til at sammenligne fonde, der investerer i samme marked.

Indeksafvigelses-ratio udtrykker forholdet mellem positive og negative indeksafvigelser. Dette er et mål for evnen til at skabe merafkast ved at være en aktiv og ikke en passiv forvalter. Jo højere tal, des bedre betaling pr. negativ indeksafvigelse. Indeksafvigelses-ratio fortolker risikoen som faren for negativ indeksafvigelse i modsætning til information ratio, der tolker risikoen som ujævnt merafkast (og ikke nødvendigvis negativt merafkast).

REGNSKAB PR. 30.06.2015

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

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

* Beregnet variabelt forvaltningshonorar per 30.06.15: I henhold til vedtektene skal endelig avregning skje per 31.12.2015 basert på verdiutvikling resten av året. I Global C og Global D foretas imidlertid avregningen på kvartalsvis basis. I SKAGEN Vekst belastes variabelt forvaltningshonorar kun dersom andelsverdien 31.12. er høyere enn andelsverdien ved forrige belastning/avregning (høyvannsmærke).

REGNSKAB PR. 30.06.2015

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

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

* Beregnet variabelt forvaltningshonorar per 30.06.15: I henhold til vedtektene skal endelig avregning skje per 31.12.2015 basert på verdiutvikling resten av året. I Global C og Global D foretas imidlertid avregningen på kvartalsvis basis. I SKAGEN Vekst belastes variabelt forvaltningshonorar kun dersom andelsverdien 31.12. er høyere enn andelsverdien ved forrige belastning/avregning (høyvannmerke).

** Angitt i hele tusen svenske kroner

*** Angitt i tusen euro

REGNSKAB PR. 30.06.2015

¹⁾ Hvorav fordeling på de respektive andelsklasser	Klasse	SKAGEN Vekst 1. halvår 2015	SKAGEN Global 1. halvår 2015	SKAGEN Kon-Tiki 1. halvår 2015	SKAGEN m² 1. halvår 2015	SKAGEN Tellus 1. halvår 2015	SKAGEN Credit EUR*** 1. halvår 2015
Forvaltningshonorar fast	A	40 494	178 314	303 051	9 541	4 502	12,89
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	A	1 513	-	-196 243	-4 449	-	-
Sum forvaltningshonorar	A	42 007	178 314	106 809	5 092	4 502	12,89
Forvaltningshonorar fast	B	41	8 431	48 725	10	141	1,69
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	B	4	-	-41 698	-5	-	-
Sum forvaltningshonorar	B	45	8 431	7 027	4	141	1,69
Forvaltningshonorar fast	C	1 221	661	6 592	5	314	-
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	C	-	-	-4 150	-3	-	-
Sum forvaltningshonorar	C	1 221	661	2 442	3	314	-
Forvaltningshonorar fast	D	-	3	16 197	-	-	-
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	D	-	-	-11 050	-	-	-
Sum forvaltningshonorar	D	-	3	5 147	-	-	-
Forvaltningshonorar fast	E	-	-	60 075	-	-	-
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	E	-	-	-24 622	-	-	-
Sum forvaltningshonorar	E	-	-	35 453	-	-	-
Sum fast og beregnet variabelt forvaltningshonorar	Alle	43 273	187 408	156 878	5 099	4 957	14,57

¹⁾ Hvorav fordeling på de respektive andelsklasser	Klasse	SKAGEN Vekst 30.06.2015	SKAGEN Global 30.06.2015	SKAGEN Kon-Tiki 30.06.2015	SKAGEN m² 30.06.2015	SKAGEN Tellus 30.06.2015	SKAGEN Credit EUR*** 30.06.2015
Forvaltningshonorar fast	A	410 584	2 427 192	3 812 270	800 517	776 056	3 916,75
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	A	-3 887 255	-1 746 015	-4 271 439	211 444	105 830	-17,88
Sum forvaltningshonorar	A	-3 476 671	681 177	-459 169	1 011 960	881 886	3 898,87
Forvaltningshonorar fast	B	582	162 780	682 366	1 063	60 022	1 245,40
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	B	9 519	1 628 014	3 253 708	173	17 666	7,73
Sum forvaltningshonorar	B	10 101	1 790 794	3 936 073	1 237	77 688	1 253,13
Forvaltningshonorar fast	C	20 870	16 525	109 505	684	201 693	-
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	C	365 506	192 995	645 925	316	63 412	-
Sum forvaltningshonorar	C	386 376	209 519	755 431	1 000	265 105	-
Forvaltningshonorar fast	D	-	79	246 190	-	-	-
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	D	-	921	1 398 131	-	-	-
Sum forvaltningshonorar	D	-	1 000	1 644 320	-	-	-
Forvaltningshonorar fast	E	-	-	1 306 234	-	-	-
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	E	-	-	7 775 260	-	-	-
Sum forvaltningshonorar	E	-	-	9 081 494	-	-	-
Sum fast og beregnet variabelt forvaltningshonorar	Alle	-3 080 194	2 682 490	14 958 149	1 014 197	1 224 679	5 152,00

¹⁾ Hvorav fordeling på de respektive andelsklasser	Klasse	SKAGEN Vekst 30.06.2015	SKAGEN Global 30.06.2015	SKAGEN Kon-Tiki 30.06.2015	SKAGEN m² 30.06.2015	SKAGEN Balanse 60/40 30.06.2015	SKAGEN Tellus 30.06.2015	SKAGEN Avkastning 30.06.2015
Antall utstedte andeler	A	4 105 839	24 271 917	38 122 695	8 005 166	2 953 070	7 760 559	13 235 767
Basiskurs per andel 30.06.2015 i kr****	A	1 903,7022	1 350,9664	709,0170	144,0833	134,2268	128,7959	142,7358
Antall utstedte andeler	B	5 822	1 627 801	6 823 656	10 634	-	600 224	-
Basiskurs per andel 30.06.2015 i kr****	B	1 907,0721	1 350,3793	712,3182	144,1104	-	131,0777	-
Antall utstedte andeler	C	208 705	165 245	1 095 055	6 837	-	2 016 927	-
Basiskurs per andel 30.06.2015 i kr	C	1 905,9232	1 354,3851	709,8862	144,1984	-	129,0531	-
Antall utstedte andeler	D	-	787	2 461 896	-	-	-	-
Basiskurs per andel 30.06.2015 i kr	D	-	1 355,0459	710,1284	-	-	-	-
Antall utstedte andeler	E	-	-	13 062 337	-	-	-	-
Basiskurs per andel 30.06.2015 i kr	E	-	-	709,6699	-	-	-	-

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

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

* Beregnet variabelt forvaltningshonorar per 30.06.15: I henhold til vedtektene skal endelig avregning skje per 31.12.2015 basert på verdiutvikling resten av året. I Global C og Global D foretas imidlertid avregningen på kvartalsvis basis. I SKAGEN Vekst belastas variabelt forvaltningshonorar kun dersom andelsverdien 31.12. er høyere enn andelsverdien ved forrige belastning/avregning (høyvannsmerke).

** Angitt i hele tusen svenske kroner

*** Angitt i tusen euro

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

Returadresse:
SKAGEN Fondene,
Kongens Nytorv 8, 4. sal,
1050 København K



De ansatte på kontoret
i København

SKAGEN Fondene er en ledende nordisk investeringsforening. Forvaltningsselskabet bag fondene blev grundlagt i 1993 i Stavanger, Norge. SKAGEN Fondene åbnede kontor i Danmark i december 2006.

SKAGEN i Danmark

Kundeservice er åben mandag til fredag klokken 9-17.

Kongens Nytorv 8, 4. sal
1050 København K
Telefon 70 10 40 01
kundeservice@skagenfondene.dk
CVR-nummer 29 93 48 51
www.skagenfondene.dk

Hovedkontor

SKAGEN AS
Postboks 160, N-4001 Stavanger, Norge
Skagen 3, Torgterrassen
Telefon + 47 04001
Organisationsnummer: 867 462732
www.skagenfondene.no

Redaktion:

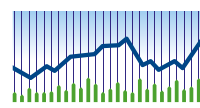
Vevika Søberg (redaktør), Parisa K. Lemaire, Anna S. Marcus, Ole-Christian Tronstad, Trygve Meyer, Michael Metzler.

Oplag: 1.500
Design: Werdsemd
Grafer: Create Great
Dansk sprogforvaltning: Adverbium,
Grafisk produktion, tryk og udsendelse:
Rosendahls A/S

Forside: *Kunstnere på Skagen Sønderstrand*, 1882. Af P.S. Krøyer.
Tilhører Skagens museum (beskåret).

 /company/skagenfondene
 /skagenfondenedk
 /skagentvdanmark

 Hjemmemarked
 Internationalt marked
 Markedsføringstilladelse



SKAGEN
fondene