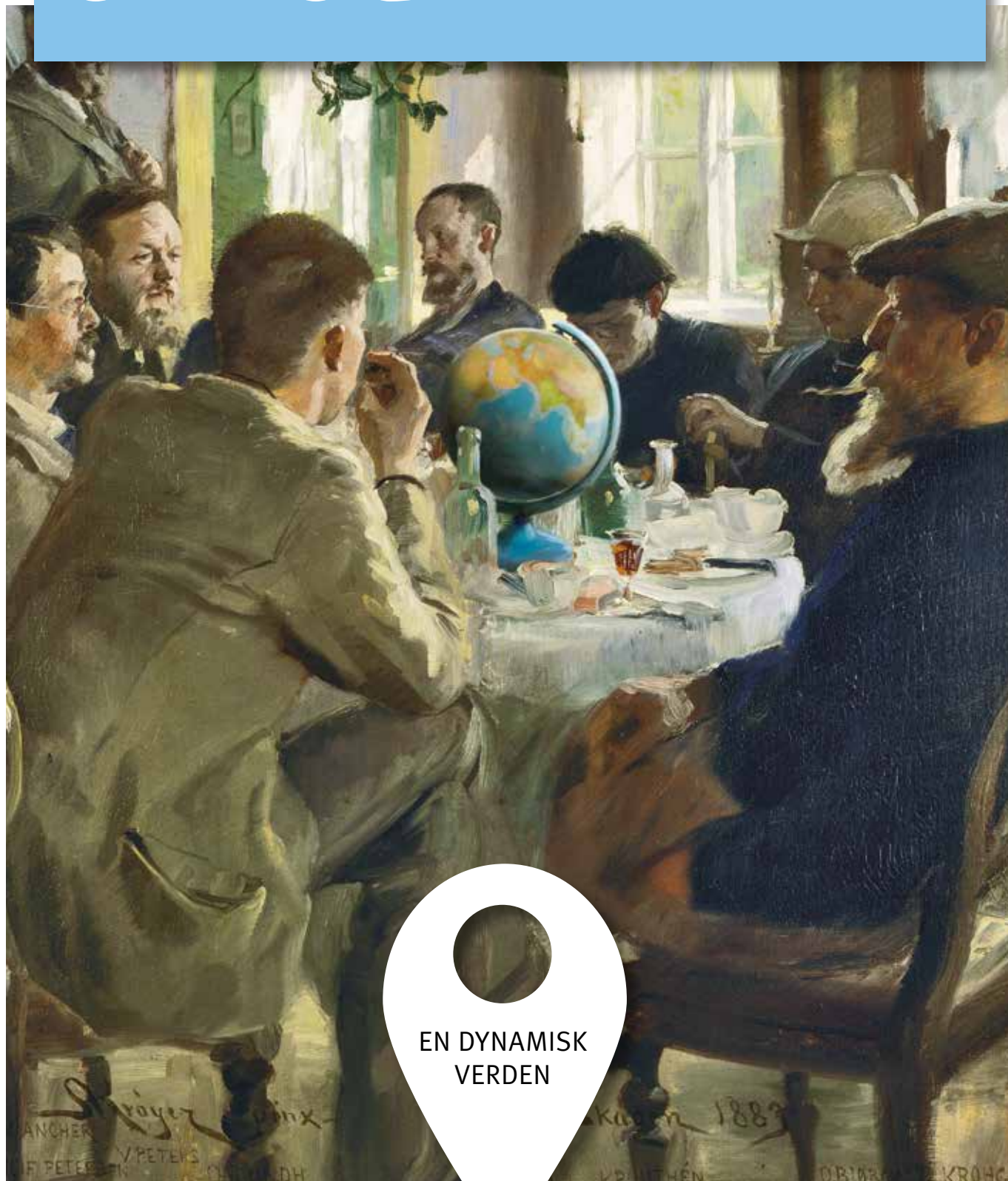


MARKEDSRAPPORT
SKAGEN



EN DYNAMISK
VERDEN

HOLDER ET ØJE PÅ VÆRDISKABELSEN

NUMMER 3 | OKTOBER 2015 | www.skagenfondene.dk



Fremtiden på plads

Tredje kvartal blev begivenhedsrigt på flere niveauer for SKAGEN Fondene. På de finansielle markeder skabte det kinesiske aktiemarked, en sort mandag og skandalen i Volkswagen store overskrifter. Kvartalets omvæltninger gav dog også gode opkøbsmuligheder og gav grund til fornyet optimisme for valueinvestorer som os. Der var også optimisme at spore internt i SKAGEN Fondene. I august måned kunne vi endelig løfte sløret for den nye ejerskabsmodel, der både sikrer kontinuitet og peger frem i tiden.

Kristoffer Stensrud viderefører sit ejerskab direkte i SKAGEN og fortsætter som ledende porteføljeforvalter i SKAGEN Kon-Tiki, mens Tor Dagfinn Veen og Åge Westbø fremover vil forvalte deres ejerskab gennem et nyt selskab. Selskabet er døbt Nansen Capital Partners. Her vil de fortsat udvikle SKAGEN i en positiv retning samt investere i andre succesfulde, uafhængige kapitalforvaltere i Norden. Den nye ejerskabsmodel betyder, at vi fortsat har optimale muligheder for at være langsigtede investorer. En afgørende forudsætning for at skabe gode resultater over tid. Nyheden om ejerskabsmodellen er modtaget positivt både eksternt og internt i SKAGEN.

Positivt er til gengæld ikke et ord, der kan bruges, når de finansielle markeder i tredje kvartal skal beskrives. Særligt august vil formentlig gå over i historien som en af de mest turbulente måneder, der kulminerede den 24. august med den såkaldte sorte mandag. Markederne har været faldende siden april måned, hvilket også har ramt vores fonde. Alligevel gav slutningen

af tredje kvartal fornyet troværdighed til forudsigelserne om, at vi står over for et skifte, hvor valueaktierne igen kommer ind i varmen, ligesom der er tegn på, at de nye markeder kan genvinde terræn.

Hvis vi kigger på den kortere bane, har en stor del af vores aktiefonde udviklet sig noget bedre end sine referenceindeks siden juni måned. Billeddet blev forstærket her i september, hvor både SKAGEN Kon-Tiki, SKAGEN Vekst og SKAGEN Focus hentede godt ind relativt. Om vi står på tærsklen til nye vinde på markederne, hvor de dyre(re) vækstaktier bliver mindre populære, og vores værdibaserede aktier genvinder terræn, er stadig for tidligt at sige. Indiskutabelt er det, at de såkaldte vækstaktier med de tunge amerikanske selskaber i spidsen har været mest populære i en rekordlang årrække. Det har medvirket til, at der er opbygget store rabatter i vores valueorienterede porteføljer, hvilket giver anledning til optimisme.

Vi forsøger at udnytte, at verden bliver stadig mere global, uden nogle naturlige skillelinjer mellem vækstmarkederne og de udviklede markeder. Selskaberne, vi investerer i, har hele verden som sit markedsområde. Og netop det bliver nøglen fremover. I et klima, hvor råvare- og energipriserne falder, bliver nogle lande vindere og andre tabere. Men vigtigst er det, at vi tror på, at inden for hver sektor bliver nogle få selskaber de store vindere. Disse prøver vi at finde uden at betale så meget, at det sker på bekostning af afkastet.

Til januar afholdes SKAGEN Fondenes Nytårskonference, hvor gæstetalerne bl.a. er:

Ian Bremmer – Forfatter, klummeskribent og redaktør på amerikanske TIME. Bremmer er også kendt for at have bragt viden om politisk risiko ind på finansielle markeder.

Dr. Pippa Malmgren tidligere rådgiver i Det Hvide Hus omkring de finansielle markeder. Derudover har hun tidligere haft en række chefstillinger på Wall Street. Nu er hun forfatter, hi-tech entrepreneur og bliver ofte brugt som ekspert på BBC og CNBC.

David Rosenberg er cheføkonom hos Gluskin Sheff i Canada. Han har tidligere været cheføkonom hos Merrill Lynch i 7 år, hvor han blev ranket som en af de bedste analytikere.

Du kan læse mere om Nytårskonferencen på www.skagenfondene.dk og vores sociale medier, når vi kommer tættere på konferencen.



– Jens Elkjær
Adm. direktør i Danmark



Makrokommentar: Hvor bekymret bør vi være for væksten i Kina? På billedet: En mand står foran en elektronisk tavle i Shanghai den 18. september. En uge der sluttede med en stejl nedgang i kurserne.



Boost i elektricitet. LG Chem er med sit Yeosu Industrial Complex sammen med Samsung SDI begge selskaber i SKAGEN Kon-Tiki's portefølje, som sandsynligvis vil drage fordel af "Dielsel-gate" med øget salg af elbiler.



Boost i elektricitet II. SKAGEN Focus købte aktier i den tyske producent af halvledere, Infineon. Et selskab, der sandsynligvis også vil få fordel af springet fra forbrændingsmotorer til f.eks. hybrid.

Foto: Bloomberg

LEDER

Fremtiden på plads

Jens Elkjær

> 2

PORTEFØLJE-FORVALTERNES BERETNING

INDLEDNING

Følger med tiden

En dynamisk verden

> 6

AKTIEFONDE

SKAGEN Kon-Tiki

Vækst i vækstmarkederne?

> 10

SKAGEN Global

Fokus på nye selskaber

> 14

SKAGEN Vekst

Lidt bedre

> 18

SKAGEN m²

Kinasyndromet

> 22

SKAGEN Focus

Bygger på svage markeder

> 26

OBLIGATIONSFONDE

Makrokommentar

Kina angår os alle

> 30

SKAGEN Tellus

Frygtet græsk mislighold

> 31

SKAGEN Credit

Stor turbulens

> 33

OM SKAGEN

Udviklingen

> 4

Afkast og risikomåling

> 35

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 sælge 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 eller sende en e-mail til kundeservice@skagenfondene.dk.

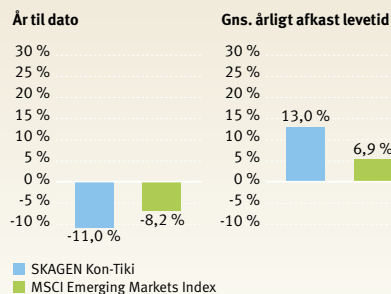
Udvikling

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

■ Aktiefond ■ Obligationsfond

SKAGEN KON-TIKI

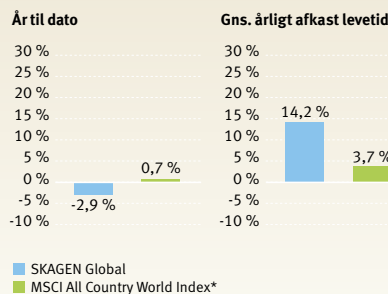
Forvalter: Kristoffer Stensrud og Knut Harald Nilsson
Start: 5. april 2002



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

SKAGEN GLOBAL

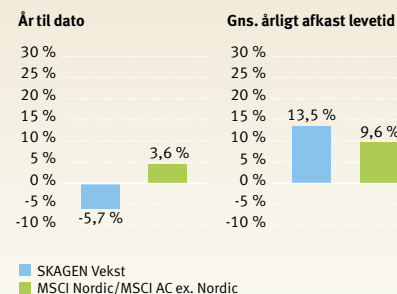
Forvalter: Knut Gezelius
Start: 7. august 1997



* Før 1.1.2010 var indeks MSCI World (NOK)

SKAGEN VEKST

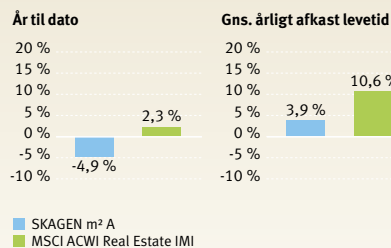
Forvalter: Ole Sæberg og Geir Tjetland
Start: 1. december 1993



* 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 35)

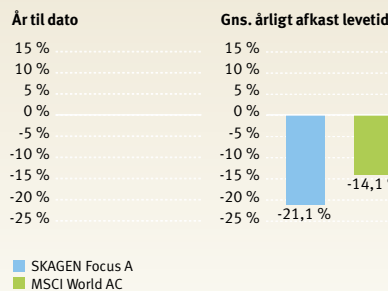
SKAGEN m²

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



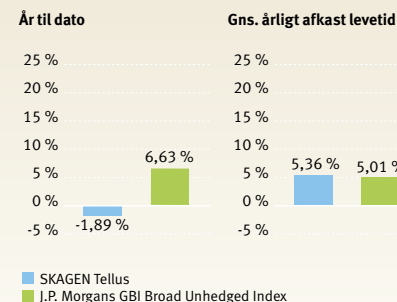
SKAGEN Focus

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



SKAGEN TELLUS

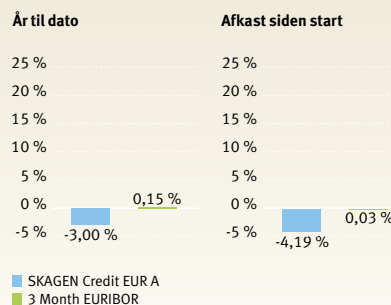
Forvalter: Torgeir Høyen
Start: 29. september 2006



* 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 Fondene har altid anvendt udbyttejusterede sammenligningsindeks, og fondenes afkast er opgjort efter omkostninger. På side 35 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

Solen stiger over en gruppe motionister i West Kowloon distriktet i Hongkong. Det største kvartalsvise selloff siden 2011 har slettet værdier for 1,6 billioner USD i den tidligere britiske koloni efter aftagende kinesisk vækst og udsigten til højere renter i USA skræmte investorerne.



Foto: Bloomberg

I SKAGEN har vi høstet fordelene af at flere virksomheder har transformeret sig til regionale eller globale ledere. Et sådant selskab er Norwegian. På billedet bruger en passager en af Norwegians elektroniske indcheckningsmaskiner i Gatwick lufthavn.

Porteføljeforvalternes beretning

Introduktion

- › SKAGENS aktiefonde leverede et afkast på mellem minus 16 procent og minus 8 procent i kvartalet. De udviklede markeder faldt med 9,1 procent, mens vækstmarkederne faldt med 17,9 procent. Udviklingen skyldtes lavere energi- og råvarepriser, som udmøntede sig i faldende valuta- og aktiekurser, især i vækstmarkederne.
- › Tredje kvartal efterlader os med to vigtige omdrejningspunkter: 1) Irans atomaftale med en række verdensmagter igangsatte et 35 procents fald i oliepriserne, og 2) stigende bekymring vedrørende Kinas økonomi; Den økonomiske udvikling i Kina er træg, og de kinesiske aktiekurser er faldet markant oven på den spekulative opsving fra sommeren 2014.
- › Trods markedsuro mener vi, at lavere energipriser og fortsat lave renter vil stimulere den økonomiske aktivitet i de fleste regioner.
- › I det store hele forventer vi, at volatiliteten i finansmarkedet siden august 2015 vil fortsætte i løbet af efteråret. Den svage udvikling bør udnyttes til at finde gode investeringer, idet en global økonomisk vækst på 3,0-3,6 procent virker realistisk for 2016 og derfor udgør et stabilt fundament for et fornuftigt afkast næste år.

Følger med tiden

Vores aktiefonde investerer i selskaber. Det er derfor afgørende, at selskabernes ledelsesteams ligger fuldstændig på linje med vores målsætninger og fokus på værdiskabelse. Det samme gælder langt hen ad vejen for vores obligationsfonde.

– Ole Søbereg, investeringsdirektør

Andre faktorer

Siden starten i 1993 har SKAGEN været eksponent for meget gode investeringsafkast opnået gennem god aktieudvælgelse og ved at anvende den value-baserede investeringsfilosofi. Fondene har en høj aktiv andel – det vil sige, at vores porteføljebeholdninger adskiller sig betydeligt fra referenceindeksets sammensætning.

Vi er dog ikke tilfredse med den seneste performance. Hovedårsagen til underperformancen har været en lav eksponering mod vækstselskaber, hvis aktiekurser er drevet opad af ekstremt gunstige pengepolitiske vilkår. Et selskab med en indtjeningsvækst på 5-10 procent vil i et nulrentemiljø handles til 25-30x indtjeningen alene i kraft af den matematiske sammenhæng. Value-investering indebærer, at vi ikke går efter denne form for investering. SKAGEN har desuden en betydelig eksponering mod vækstmarkederne, hvor økonomien vokser hurtigere, og selskaber er lavere værdifastsat. Men

det er også i vækstmarkederne, at vi har oplevet et mangeårigt bearbejdet. Især den kinesiske vækst har givet anledning til bekymring, mens Brasilien og Rusland oplever økonomisk recession.

Hvad skal der til, for at udviklingen vender? Hvis den globale vækst accelererer fra de nuværende 3 procent til 4 procent, vil det udløse øget appetit hos investorerne for mange af selskaberne i vores fonde. Højere vækst vil formentlig også tvinge centralbankerne til at hæve renten. Dette vil på den anden side gøre meget dyre vækstselskaber mindre attraktive.

SKAGEN stræber imidlertid efter at generere godt, vedvarende afkast ved hjælp af selvstændig tænkning og ved at identificere gode virksomheder. Vi køber selskaber, hvor kursen er ude af trit med det underliggende potentiale, og anvender sund fornuft omkring timingen og størrelsen af beholdningerne.

Siden jeg tiltrådte som investeringsdirektør i starten af 2015, har jeg sammen

med vores porteføljevalterteam arbejdet på at finjustere alle vores analyse-, inspirations- og beslutningsprocesser. Investeringer i vores aktiefonde skal leve op til vores målsætning om et positivt potentiale på 50 procent over en 2-3 årig periode og en negativ risikomargin på 20 procent. Vi foretager vores investeringer ud fra en solid analytisk bedømmelse af de forretningsmæssige drivkræfter og underliggende risici – af økonomisk, politisk og ledelsesmæssig art.

En af de seneste års vigtigste erfaringer er, at mindre beholdninger, som burde være solgt, har trukket performancen ned. Vi lægger nu endnu større vægt på at sikre, at der bliver set med nye øjne på investeringer, som ikke leverer tilfredsstillende. Hvis 50/20-målsætningen efter fornyet overvejelse er urealistisk, sælger vi aktien.

Mange variable elementer indgår i vores investeringsarbejde. En række af dem er beskrevet nedenfor.



En dynamisk verden

Et godt selskab fungerer ud fra et meget enkelt grundprincip. Skab vedvarende vækst i virksomheden, og generér et afkast på den investerede kapital, som er højere end kapitalomkostningerne. Selskaber, som følger dette enkle princip, vil klare sig godt over tid.

Selskabs-kviksand

En kreativ forretningsmand kan få øje på

muligheder i næsten alle virksomheder. Inden for luftfart har etablerede nationale flyselskaber for eksempel tabt markedsandele til nytænkende omkostningsfokuserede flyselskaber som Ryan Air og Norwegian Air Shuttle, hvoraf sidstnævnte er en langsigtet investering i SKAGEN. Begge selskaber har skabt sig en niche i branchen og sidder nu på en stor markedsandel. De nationale flyselskabers ledelser kunne have modvirket dette – simpelthen

ved at købe en lavpris tur/returbillet, selv opleve servicen og lade sig inspirere til at foretage de samme justeringer i deres eget selskab. Så hvorfor skete det ikke?

Kviksand i selskaberne er generelt årsagen til denne form for manglende handling. Kviksandsfænomenet skal forstås som, at en langsommelig, traditionsbunden selskabskultur har domineret i lange perioder. For ikke at blive trukket ned i selskabskvikandet bør enhver organi-



sation stille spørgsmålet: Hvad er vores kerneforretning? Hvorfor gør vi det, vi gør? Hvor er vi på vej hen? Kan vi gøre tingene mere effektivt? Og kan vi skabe større værdi til vores aktionærer ved at allokere vores ressourcer bedre?

I SKAGEN har vi høstet fordelene fra adskillige selskaber, der har transformeret sig til regionale eller endog globale markedsledere inden for deres forretningsområde. To sådanne selskaber i vores porteføljer er Samsung Electronics, inden for halvledere og smartphones, og Norwegian Air Shuttle, som i 2015 vil fragte flere passagerer end SAS.

Hvordan finder vi store værdiskabere i aktiefondene?

Det dynamiske globale aktiemarked

Der findes rundt regnet 5.000 større børsnoterede selskaber på verdensplan ifølge Bloomberg World Indeks. De 100 største målt på markedsværdi udgør 29 procent af totalen og tjente de seneste 12 måneder lige under 1.000 milliarder USD efter skat, eller 29 procent af det samlede beløb. Så er der 4.900 selskaber tilbage til 71 procent af den øvrige indtjeningspulje. Adskillige af

disse vil om fem eller ti år befinde sig i top 100. Samsung ligger i øjeblikket nummer 46 på listen, og Norwegian Air Shuttle er end ikke at finde inden for de 5000 største selskaber – endnu.

Vi er erfaringsmæssigt ganske sikre på, at ingen af selskaberne i top-100 frivilligt opgiver deres placering. Det må altså ske gennem markedsdynamikken – i form af bedre og mere effektive måder at gøre den samme ting, nye teknologier, nye forbrugerpræferencer, produkter og serviceydelser eller ændringer i eksterne vilkår, som rammer virksomhederne.

Et fast blik på kernemarkedet

Gode selskaber med fokus på deres kernekompetencer er efter vores opfattelse gode investeringer – især når vi kan købe os ind i dem i en periode, hvor de er fejlprikket.

Dynamikken i selskabernes bevægelse op og ned på vinderlisten har de seneste par år været påvirket af, at indtjeningen bevæger sig fra kapitalintensive til kreativt-intensive brancher såsom brands, software, medicinal, media og informationsteknologi. Ser vi på afkast i aktiemarkedet siden 1900, har de bedste brancher været

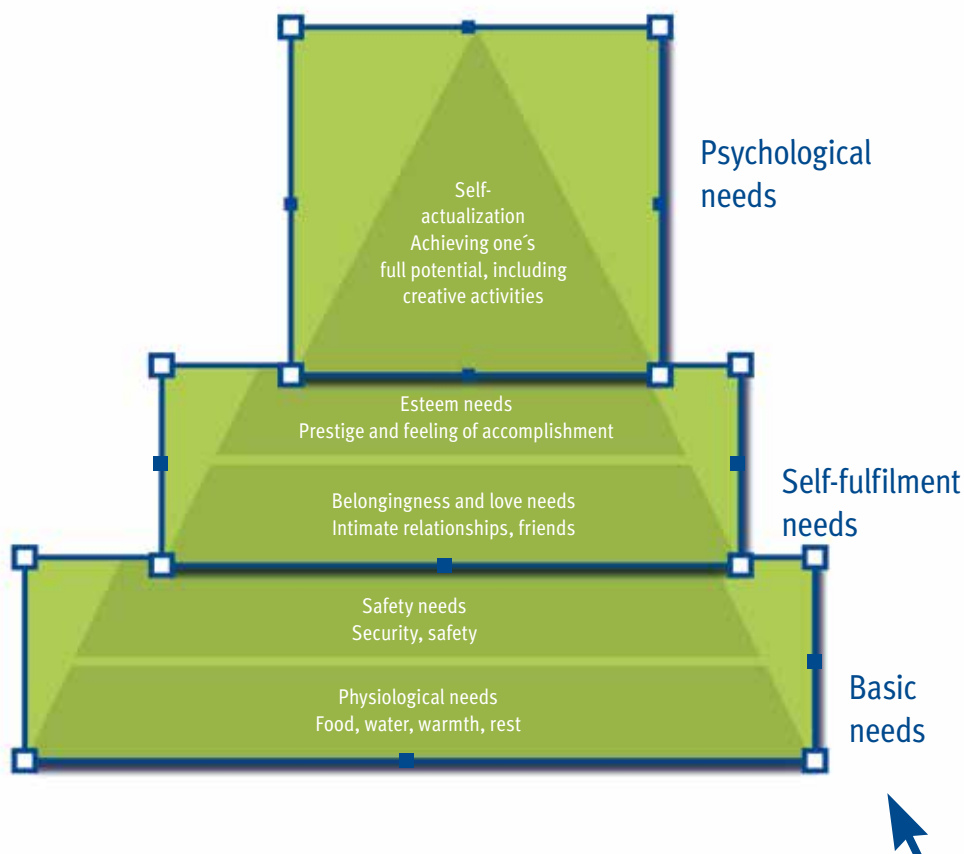
alkohol og tobak, mens skibsbyggere og skibsredere ligger nederst på listen. Det er derfor ikke et fuldstændig nyt fænomen, at kapitalintensive og cykliske brancher sakker bagud efter mindre kapitalintensive og stabile brancher.

Man bør dog ikke helt afskrive kapitalintensive brancher, eftersom de kan være kreative på deres egen måde. En måde er at konsolidere og sikre optimal udnyttelse af den allerede omfattende infrastruktur for at skabe tilstrækkelig indtjeningsvækst og højere kapitalafkast. Dette er et aktivt område, og adskillige sådanne transaktioner har fundet sted de seneste par år.

En anden dynamisk faktor, som understøtter fremtidens markedsledende selskaber, er at have en stærk hjembase. Enten i form af et stort, homogent hjemmemarked såsom USA, eller ved at indtage en smal niche med globalt fokus. Medicinal-selskaberne Roche og Novo Nordisk er gode eksempler herpå.

Ledelse og økonomisk dynamik

SKAGEN indtog i 2002 den kontrære, men faste overbevisning om, at Kina ville blive



en vigtig global økonomisk magtfaktor. Kinas betydelige indvirkning på de globale energi- og råstofmarkeder er nu velkendt.

Andre regioner har oplevet effekten af Kina, og trods al mediestøj omkring et dysfunktionelt EU sker der nu bevægelser i EU, der (hvis de besluttet og implementeres) kan gøre området til en stærk dynamisk region. Reformprogrammer til arbejdsmarked, pensioner og velfærd såvel som regulering af kapitalmarked og infrastruktur sigter på at sætte skub i EU's produktivitet og markedsdynamik. EU har næsten vænnet sig til en BNP, der bevæger sig i sneglefart, men en genoplivning af produktiviteten kan imidlertid sætte gang i den økonomiske vækst mange år frem.

Indien, Brasilien, Japan og andre store økonomiske regioner har reformprogrammer i støbeskeen, om end timingen og den endelige udformning stadig er ret usikker. Tingene er ikke desto mindre i bevægelse og vil formentlig ikke blive rullet tilbage.

De økonomiske udsving vil selvfølgelig præge stemningen i de finansielle markeder, men vi holder øjnene på vejen konstant, hvilket har skabt godt afkast på vores investeringer over tid.

Befolkning og global produktionsdynamik

Vi kan konstatere to vigtige tendenser i den grænseløse verden – begge affødt af større

velstand og demografiske forandringer.

Baby-boom-generationen i de udviklede markeder er begyndt at forlade arbejdsmarkedet, og befolkningstilvæksten er ved at svinde ind til nær ved 0 procent. Denne gruppe er velstående og behøver i mange tilfælde kun at vedligeholde fysiske ejendele. Immaterielle ting som underholdning, mad, drikke, helbred, wellness og rejser efterspørges på bekostning af mere materielle ejendele. Man kan sige, at de basale behov i Maslows behovspyramide er dækket.

Vækstmarkederne er upopulære hos investorerne, men ikke desto mindre huser de 6 milliarder forbrugere på det globale marked. Hver dag bliver den gennemsnitlige person i denne gruppe mere velhavende og har råd til at dække de basale behov.

Den højere velstand i vækstmarkederne skyldes blandt andet, at selskaber i de udviklede markeder flytter deres produktion til regioner med lave omkostninger. Produktionen har siden 1980'erne bevæget sig fra USA til Mexico, videre til Kina og er nu på vej til Vietnam. Dynamikken inden for vækstmarkederne har også skabt øget velstand, som på den anden side skaber efterspørgsel på mere materielle ejendele som biler, tv'er, køleskabe osv.

Befolkningsdynamikken åbner derfor to (hvis ikke flere) veje forude; i vækstmar-

kederne er der er god efterspørgselsvækst på materielle aktiver, mens den flader ud i de udviklede økonomier. Her er den immaterielle efterspørgsel til gengæld højere.

Dynamiske SKAGEN

SKAGEN overvåger og analyserer de mangfoldige globale kræfter, som påvirker regioner, sektorer, selskaber og ikke mindst finansielle markeder. Vi anvender vores observationer i forbindelse med præference for value-investering, aktiv selskabsudvælgelse, historisk mønstergenkendelse, kontrære og realistiske langsigtede holdninger og en god portion sund fornuft. Det har vi gjort i 23 år, og det vil vi fortsætte med i en dynamisk verden.

Vi fokuserer på at generere et afkast, som er betydeligt højere end vores kapitalomkostninger, på samme måde som vi forventer det af ledelsesteamet i de virksomheder, vi investerer i. Vi er dynamiske i vores tilgang, og inden for rammerne af vores investeringsfilosofi udnytter vi de dynamiske kræfter, vi kan se i verden omkring os. Det åbner igen og igen dørene ud til nye og spændende investeringslandskaber.



Foto: Bloomberg

Vi kender endnu ikke den fulde effekt af faldet i olieprisen. Hvis historien gentager sig, så kan det tage op til fem kvartaler før forbrugerne kan mærke effekten. På billedet: Motorcyklister venter i kø på en tankstation.

PITSTOP I TREDJE KVARTAL

I begyndelsen af 2015 kunne vi se et potentiale på 8-14 procent for aktier drevet af god global vækst, ingen nævneværdig inflation og masser af likviditet. Den globale økonomiske vækst forventedes at vokse med 3,5 procent, drevet af en vækst på 7 procent i Kina, 3 procent i USA og 1 procent i Europa/Japan.



Ni måneder senere er aktier steget markant for derefter at falde igen, og mange regioner er i lokal valuta gået i rødt.



Globale aktier faldt i løbet af tredje kvartal 2015 med 10 procent, drevet af et fald på knap 18 procent i vækstmarkederne. Efter 9 måneder er den globale væksttakt aftaget til 3,0 procent, idet mange vækstøkonomier inklusive Kina har fået en hård medfart. Brasilien, Nigeria og Rusland har lidt bemærkelsesværdigt under de lavere råvarepriser – en vigtig faktor i udsvingene i disse økonomier.



Lavere råvare- og energipriser vil have positiv effekt på privatforbruget på grund af de lavere benzinpriser. Da oliepriserne dykkede 60 procent i 1986, gik der 5 kvartaler, før forbrugerne begyndte at mærke virkningen. Så hvis historien gentager sig, vil der komme fart i tingene omkring juletid 2015.



Selskabernes regnskaber indtil nu i 2015 har fået sell-side analytikere til at sænke den forventede vækst i de udviklede markeder fra 11 procent til 8 procent i 2015. En vækst på 10-11 procent forventes i 2016-17, baseret på en indtjeningsvækst på 5 procent.



Billedet af aktier i de udviklede markeder er blandet, med en stigning på 1 procent i Japan, 5 procent i Europa og et fald på 6 procent i USA (alle i lokal valuta). Europa steg 20 procent i første kvartal, men er stilnet af på grund af øgede risikofaktorer som Grækenland og Kina samt råvarepriser. Vækstmarkederne er en anden og knap så optimistisk historie. Indtjeningen i 2015 er blevet nedjusteret med 15 procent, men 1 procents vækst er stadig ventet, og vækstmarkedsaktier er faldet med 30 procent i USD. Brasilien, Tyrkiet og Indonesien er påvirket af dels valuta, dels et faldende aktiemarked.



De udviklede markeder er i øjeblikket værdifastsat til 16x indtjeningen for 2015, og vækstmarkederne til omkring 12x indtjeningen for 2015.



SKAGEN Kon-Tiki

Viser vej i nyt farvand

- › Vækstmarkedsaktier oplevede det værste afkast siden tredje kvartal 2008
- › Lav eksponering mod Kina var gunstig for vores relative afkast, men dette blev delvis opvejet af vores brasilianske selskabers svage performance
- › Selv i lande med recession findes der stadig gode investeringsmuligheder

1	2	3	4	5	RISIKO	7
---	---	---	---	---	--------	---

Fondens startdato	5. april 2002
Afkast siden start	421,52%
Forvaltningskapital	29.557 mio. DKK
Antal kendte investorer	69.633

AFKAST	KV 3 2015*	Sidste 12 md.*
SKAGEN Kon-Tiki	-16,0 %	-11,9 %
MSCI Emerging Markets	-17,9 %	-8,4 %

* Pr. 30. september 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).



Vækst i vækstmarkederne?

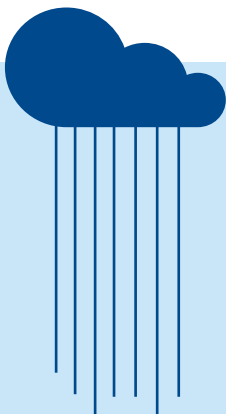
Stramninger fra Fed eller ej; valuta-blodbad i vækstmarkederne; brasiliansk recession og nedgradering af kreditværdighed; kinesisk kollaps og devaluering af renminbien. Sådan har overskrifterne for vækstmarkederne lydt i tredje kvartal. Outflowet fra vækstmarkeds-aktiefondene fortsatte og satte ny rekord for året, mens vækstmarkedsaktier leverede det værste afkast siden tredje kvartal 2008.

Vi deltog for nylig i en investorkonference i Asien. Fremmødet var massivt, og alle forsøgte at danne sig overblikket over den kinesiske økonomi. Lad os slå fast, at Kina ikke er ved at kollapse. Men det er klart, at væksten decelererer, og at væksten i anlægsaktiverne falder. Eksport som drivkraft i væksten er bremset op på grund af svag efterspørgsel i de udviklede lande og en mindre konkurrencedygtig omkostningsposition grundet stigende lønninger og en stærk kinesisk valuta. Devalueringen for nylig trækker dog den anden vej.

Nogle vækstmarkedsøkonomier kæmper en hård kamp, men det er farligt at generalisere. Vækstmarkederne spænder over en række lande med forskellige cyklusser og forskellig økonomisk udvikling. Aktieindekser viser kun en sum af de underliggende selskaber. Selv i lande i recession findes ofte gode investeringsmuligheder, idet stærke selskabers aktiekurser uretfærdigt kan blive ramt af, hvordan landet opfattes.

Der var dog nogle lyspunkter i vækstmarkedsøkonomierne. Den indiske centralbank sænkede renten med 50 basispoint i slutningen af september til 6,75 procent. Det var den fjerde rentesænkning siden slutningen af 2014. Siden er inflationen faldet fra 10 procent til 3,7 procent. Rentesænkningen kan på kort sigt skabe modvind for vores investering i State Bank of India på grund af misforholdet mellem aktiver og passiver, men lavere rente er positivt for kvaliteten af aktiverne såvel som udlånsvæksten.

Tyrkiet er også kommet rimeligt igen efter den politiske og geopolitiske uro. Samtidig har den kurdiske guerillabevægelse, PKK, givet udtryk for, at den er klar til en 'demokratisk løsning'. Vores vigtigste beholdning i Tyrkiet, Sabanci Holding, forhøjede for nylig sit forventede estimat af de industrielle indtjeningsudsigter og bekræftede dermed vores investerings-tese.



ET VANSKELIGT KVARTAL

SKAGEN Kon-Tiki faldt 16 procent i tredje kvartal, hvilket var en tand bedre end MSCI EM-indeksets fald på 17,9 procent. Til sammenligning faldt aktier globalt med 10 procent. Det dårligste marked var Brasilien med et fald på 34 procent (valuta bidrog med 18 procent heraf) fulgt af kinesiske A-aktier (ikke i EM-indekset), som faldt 30 procent på trods af myndighedernes mislykkede forsøg på gribe ind i markedet, og Hongkong-noterede kinesiske H-aktier, som faldt 28 procent.

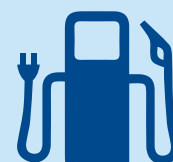
Lav eksponering mod Kina var gunstig for vores relative afkast, men blev delvis modregnet af vores brasilianske selska-

bers svage performance med Petrobras og Cosan Ltd. som de største negative bidragydere. Vores allokering i Tyrkiet gav også modvind, først og fremmest på grund af et svagt marked, men også en svag valuta.

Hyundai Motor var et lyspunkt i perioden, hvor aktien steg 9 procent inklusive foreløbigt udbytte. Richter Gedeon satte også skub i afkastet efter den længe ventede godkendelse af Vraylar-medicinen til behandling af bipolar lidelse og skizofreni i USA. Endelig blev Frontlines udskilning af aktierne i Golden Ocean, for at skabe et rent tank-selskab, godt modtaget af markedet, hvilket førte til en kursstigning i aktien på 29 procent.



Foto: Blomberg



STIGNING FOR EL

Vi sluttede kvartalet af med Volkswagens "Diesel-gate". Effekten på vores bilproducenter er uvis, men de har alle, undtagen SUV-producenten Mahindra, en relativt lav eksponering mod dieselmotorer og kan derfor drage fordel af situationen. To af vores koreanske litiumbatteri leverandører, LG Chem og Samsung SDI, kan også drage fordel. Øget fokus på klimavenlig lovgivning kan potentielt i løbet af få år mangedoble el- og hybrid-køretøjernes andel af det globale bilsalg, som var 3 procent sidste år. For at illustrere elasticiteten ligger el- og hybrid-andelen af bilsalget på 29 procent i Norge mod 3 procent på verdensplan.

Samsung SDI har poster i andre Samsung-selskaber, som er næsten lige så meget værd, som andre investorer er villige til at betale for SDI. Det vil sige, at man får en markedsleder inden for små og store litium-batterier, energilagrings-teknologi, elektroniske materialer og en temmelig stabil kemisk plast-virksomhed næsten gratis. Den store bilbatterivirksomhed er i øjeblikket tabsgivende, mens man udvider kapaciteten. Oven på Dieselgate kan vejen til øget indtjening dog være blevet kortere.

Vi har øget positionen i Cosan Ltd., som handles til en 30 procents rabat mod NAV. Deres hovedaktiv Cosan SA handles til en 50 procents rabat mod den reelle værdi – vi kan godt lide rabatter på rabatter.

KURSHISTORIK SKAGEN KON-TIKI



NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN KON-TIKI (PR. 30.09.2015)

Selskab	Postens størrelse i %	Kurs	P/E 2014	P/E 2015E	P/B seneste	Kursmål
Hyundai Motor	8,7%	110.500	4,3	4,3	0,5	200.000
Samsung Electronics	8,4%	917.000	5,6	5,6	0,8	1.500.000
Mahindra & Mahindra	4,9%	1.264	16,9	13,3	2,9	2.000
State Bank of India	4,6%	237	7,2	6,8	1,1	450
Sabancı Holding	3,8%	9	7,4	6,1	0,9	14
Bharti Airtel	3,4%	338	16,9	11,3	2,1	450
Richter Gedeon	3,2%	4.440	16,1	14,8	1,4	7.500
ABB	2,9%	148	14,8	12,4	2,7	250
Naspers	2,7%	1.726	34,5	23,0	9,0	2.500
Great Wall Motor	2,0%	9	6,8	6,8	1,8	13
SBI Holdings	2,0%	1.341	10,3	9,6	0,7	3.000
X5 Retail Group	2,0%	17	13,4	11,6	3,1	30
Vægtet top 12	48%		7,7	7,2	1,0	68%
Vægtet top 35	77%		8,3	7,7	1,0	66%
Referenceindeks			11,4	10,5	1,5	

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

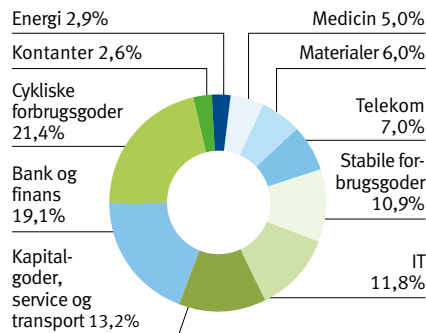
KØB OG SALG

Vi reducerede positionen i dagligvarekæden Casino og anvendte en del af provenuet til at øge vores position i det brasilianske noterede datterselskab, Cia Brasileira de Distribuicao. CBD er førende på det fragmenterede brasilianske dagligvaremarked. Vi forventer en øget koncentration af kæden ligesom alle andre steder i verden, og den nuværende svage økonomi kan stimulere denne proces. Aktien frasælges på dramatisk vis af det generelle marked og er nu værdiansat til 3x cashflow mod 10x for sektoren i vækstmarkederne og 8x for dagligvarekæder i den udviklede verden. Derudover forventes der stordriftsfordele via ændringer i gruppestrukturen på 80 basispoint på marginen mod forventet 7% i år.

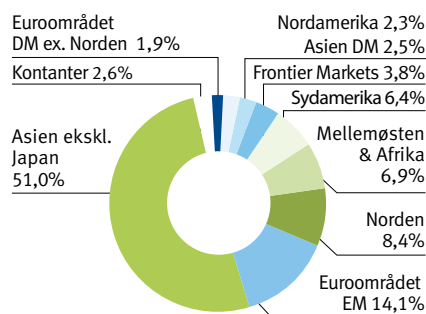
Vi solgte Empresas ICA fra, da de fundamentale vilkår i byggebranchen er blevet forringet, og høj gæld bekymrer

os. Ledelsen tager kun små skridt for at imødegå problemerne. Vi har også solgt japanske Familymart, fra, da værdiansættelsen overgik vores kursmål. Beholdningen i Hitachi blev reduceret betydeligt. Opbremsningen i Kina og potentielle tab i Mellemøsten har givet ændrede udsigter. Vi nåede også vores kursmål og solgte derfor vores position i kosmetikleverandøren Shiseido med et godt afkast. Vi reducerede også positionen i ABB for at trimme porteføljens cykliske eksponering. Lavpris-flyselskabet AirAsia blev også solgt. Selskabet står over for udfordringer omkring rekapisering af de indonesiske og filippinske datterselskaber, der skylder AirAsia betydelig forfalden leasing gæld. Den sidste beholdning i A.P. Møller-Maersk blev solgt med et særdeles godt afkast, siden vi gik ind i investeringen i slutningen af 2011.

BRANCHEFORDELING (afrundet)



GEOGRAFISK FORDELING (afrundet)



“IKKE VÆRRE END FORVENTET”

Rapporteringsæsonen for slut juli er nu forbi. For vores porteføjlbeholdninger som helhed kan den beskrives som ”ikke værre end forventet”. Vores to største beholdninger, Hyundai Motor og Samsung Electronics, led under den svagere efterspørgsel i vækstmarkederne og negativ valutaeffekt fra svage vækstmarkedsvalutaer. Værdifastsættelsen af begge selskaber er dog fortsat særdeles overbevisende. Hyundai har desuden forbedret selskabsledelsen gennem udbyttepolitik, og vi forventer, at Samsung snart følger trop. Likviditeten er nu accelereret til 62 billioner won (52 milliarder USD). Det svarer til 35 procent af markedsværdien og 45 procent på vores præferenceaktier. Presset fra aktionærerne øges og får yderligere næring fra de seneste ’overskridelser’ i gruppens omstrukturering.

UPOPULARITET SKABER MULIGHEDER

En række vækstmarkedsvalutaer ramte historiske eller all-time lavpunkter i løbet af kvartalet. Selskaber med betydelig gæld i USD, og ikke tilsvarende cashflow i USD, vil stå over for udfordringer. Men for selskaber, som også har stort cashflow i USD, kan det være en fordel. Et eksempel er den brasilianske fødevareproducent Marfrig og jernmalmproducenten Vale. Vi arbejder på at finde andre gode muligheder, som er overset grundet noteringssted.

Vækstmarkedsaktier, -gæld og -valuta er blevet meget upopulære efter to år, hvor afkastet har haltet voldsomt efter tilsvarende i de udviklede markeder. Dette kan meget vel fortsætte i nogen tid, men man må huske på, hvor upopulære indiske aktier var i efteråret 2013. Indien blev efterfølgende et af de bedste aktiemarkeder i 2014. Upopularitet skaber helt klart muligheder.

NØGLETAL

Antallet af selskaber i fonden er nu 82 mod 95 i begyndelsen af året. Kon-Tiki er en indeks-agnostisk fond med en høj grad af overbevisning om det enkelte selskab. Vores aktive andel (den del af porteføljen, som ikke repeteres i referenceindekset) er på 96 procent, og de 35 største beholdninger udgør i øjeblikket 77 procent af porteføljen – en stigning fra 73 procent siden slutningen af 2014.

Vores portefølje er fortsat værdifastsat med en betydelig rabat mod vækstmarkedsaktier generelt, idet vi fortsat fokuserer på den absolutte værdi. Porteføljens P/E for dette år er 8,3x eller en 25 procents rabat mod referenceindeksets 11,2x. Målt på P/BV er vores portefølje værdifastsat til 1x mod referenceindeksets 1,4x.

SKAGEN KON-TIKI 3. KV. 2015 (MIO. NOK)

5 største positive bidragydere

Hyundai Motor Co GDR	341
Richter Gedeon Nyrt	164
Frontline 2012 Ltd	152
Tech Mahindra Ltd	125
X 5 Retail Group NV GDR	87

5 største negative bidragydere

Petroleo Brasileiro Pref ADP	-347
Cosan Ltd	-338
Great Wall Motor Co Ltd	-300
Haci Omer Sabanci Holding AS	-265
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	-236

5 største køb

Samsung SDI Co Ltd	269
China Shipping Development	210
Cosan Ltd	114
Lenovo Group Ltd	91
Eros International Media Ltd	78

5 største salg

Familymart Co Ltd	-561
Hitachi Ltd	-528
Hyundai Motor Co GDR	-412
AP Moeller - Maersk A/S	-260
Shiseido Co Ltd	-227

Værdipapir	Sektor	Antal	Købsværdi NOK *	Markedsværdi NOK *	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Information Technology	290 000	716 468	1 913 685	1 197 218	5,08%	Seoul
State Bank of India	Financials	55 690 910	1 265 479	1 717 460	451 981	4,56%	National India
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	Consumer Discretionary	2 080 032	351 294	1 706 389	1 355 095	4,53%	Seoul
Hyundai Motor Co Pref (1p)	Consumer Discretionary	1 948 800	313 032	1 549 647	1 236 615	4,11%	Seoul
Haci Omer Sabanci Holding AS	Financials	56 848 322	1 238 642	1 419 648	181 006	3,77%	Istanbul
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	Consumer Discretionary	8 005 385	186 510	1 318 293	1 131 783	3,50%	London International
Bharti Airtel Ltd	Telecommunication Services	29 483 133	1 124 053	1 295 319	171 267	3,44%	National India
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	Information Technology	382 663	376 532	1 250 511	873 979	3,32%	London International
Richter Gedeon Nyrt	Health Care	8 936 510	970 296	1 207 524	237 228	3,20%	Budapest
ABB Ltd	Industrials	7 200 000	639 262	1 084 860	445 597	2,88%	Stockholm
Naspers Ltd	Consumer Discretionary	950 050	278 067	1 012 491	734 424	2,69%	Johannesburg
Great Wall Motor Co Ltd	Consumer Discretionary	79 522 500	48 083	749 533	701 449	1,99%	Hong Kong
SBI Holdings Inc	Financials	7 759 600	603 587	741 161	137 574	1,97%	Tokyo
X 5 Retail Group NV GDR	Consumer Staples	4 990 306	506 266	740 882	234 616	1,97%	London International
Frontline 2012 Ltd	Industrials	12 818 835	332 484	678 116	345 633	1,80%	Unotert
Kinnevik Investment AB-B	Telecommunication Services	2 717 167	481 930	660 248	178 318	1,75%	Stockholm
Tech Mahindra Ltd	Information Technology	8 784 608	354 450	636 692	282 242	1,69%	National India
Moscow Exchange MICEX-RTS OAO	Financials	57 263 060	612 265	598 886	-13 379	1,59%	Moscow
UPL Ltd	Materials	9 971 688	185 099	594 289	409 190	1,58%	National India
Bidvest Group Ltd	Industrials	2 800 000	326 110	565 232	239 123	1,50%	Johannesburg
Mahindra & Mahindra Ltd	Consumer Discretionary	3 103 503	250 706	510 047	259 341	1,35%	National India
CNH Industrial NV	Industrials	9 138 348	555 673	506 040	-49 633	1,34%	New York
LG Electronics Inc Pref	Consumer Discretionary	3 050 000	823 954	500 424	-323 531	1,33%	Seoul
Korean Reinsurance Co	Financials	4 860 366	182 225	498 410	316 186	1,32%	Seoul
Vale Sa Spons pref ADR	Materials	16 436 506	1 427 914	469 815	-958 099	1,25%	New York
JSE Ltd	Financials	5 753 823	222 426	456 242	233 816	1,21%	Johannesburg
Indosat Tbk PT	Telecommunication Services	206 683 750	557 401	451 862	-105 538	1,20%	Indonesia
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA	Consumer Staples	8 706 469	310 738	448 748	138 010	1,19%	Madrid
Marfrig Global Foods SA	Consumer Staples	28 398 300	446 448	428 028	-18 420	1,14%	Sao Paulo
Cosan Ltd	Consumer Staples	16 220 419	906 323	406 894	-499 428	1,08%	New York
China Shipping Development	Industrials	83 220 000	460 891	405 084	-55 806	1,07%	Hong Kong
Yazicilar Holding AS	Consumer Staples	8 837 139	222 040	403 057	181 017	1,07%	Istanbul
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	Energy	224 088 000	368 096	367 648	-449	0,98%	Hong Kong
China Shineway Pharmaceutical	Health Care	36 934 000	280 298	364 386	84 088	0,97%	Hong Kong
OCI Co Ltd	Materials	600 000	455 623	355 780	-99 843	0,94%	Seoul
LG Chem Ltd Pref	Materials	259 179	178 915	354 370	175 455	0,94%	Seoul
Lenovo Group Ltd	Information Technology	47 836 000	308 854	343 950	35 096	0,91%	Hong Kong
Petroleo Brasileiro Pref ADR	Energy	11 064 888	559 365	341 765	-217 600	0,91%	New York
Enka Insaat Ve Sanayi AS	Industrials	23 092 016	217 528	325 066	107 538	0,86%	Istanbul
Golar LNG Ltd	Industrials	1 298 301	471 325	314 716	-156 608	0,84%	NASDAQ
Samsung SDI Co Ltd	Information Technology	400 000	269 341	312 315	42 974	0,83%	Seoul
Apollo Tyres Ltd	Consumer Discretionary	13 028 865	109 290	304 886	195 597	0,81%	National India
Cia Cervecerias Unidas SA ADR	Consumer Staples	1 538 270	280 090	288 623	8 532	0,77%	New York
Kulim Malaysia BHD	Consumer Staples	47 804 500	150 908	283 311	132 403	0,75%	Kuala Lumpur
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	Financials	23 177 100	570 222	281 255	-288 967	0,75%	Sao Paulo
Hindalco Industries Ltd	Materials	30 031 830	504 565	276 500	-228 065	0,73%	National India
Kiatnakin Bank Pcl	Financials	37 429 463	334 353	270 014	-64 339	0,72%	Bangkok
Norwegian Air Shuttle ASA	Industrials	800 000	75 029	266 400	191 371	0,71%	Oslo Børs
Massmart Holdings Ltd	Consumer Staples	3 739 366	285 120	249 488	-35 632	0,66%	Johannesburg
DRB-Hicom Bhd	Consumer Discretionary	88 408 800	365 449	228 477	-136 972	0,61%	Kuala Lumpur
Sistema Jsfc	Telecommunication Services	95 885 212	552 356	227 238	-325 118	0,60%	Moscow
LG Corp Pref	Industrials	808 430	118 266	224 851	106 585	0,60%	Seoul
PZ Cussons Plc	Consumer Staples	5 916 764	99 261	221 592	122 332	0,59%	London
Podravka Prehrambena Ind DD	Consumer Staples	517 852	153 340	210 158	56 818	0,56%	Zagreb
Dragon Capital - Vietnam Enterprise Investments Ltd	Financials	9 000 000	111 229	208 874	97 645	0,55%	Dublin
Tullow Oil Plc	Energy	9 241 978	817 339	201 997	-615 342	0,54%	London
Cia Brasileira de Distribuicao - Pref	Consumer Staples	1 806 200	375 065	192 308	-182 757	0,51%	Sao Paulo
Hitachi Ltd	Industrials	4 316 000	211 068	184 726	-26 342	0,49%	Tokyo
EFG-Hermes Holding SAE	Financials	20 558 388	353 506	178 990	-174 517	0,47%	Cairo
Eros International Media Ltd	Consumer Discretionary	2 613 608	159 400	178 299	18 898	0,47%	National India
Sberbank of Russia Pref	Financials	21 400 000	151 067	161 106	10 039	0,43%	Moscow
Golden Ocean Group Ltd	Industrials	7 102 037	233 379	151 984	-81 396	0,40%	Oslo Børs
Ghana Commercial Bank Ltd	Financials	18 001 604	88 821	151 476	62 655	0,40%	Ghana
Rec Silicon ASA	Energy	93 675 416	149 265	139 764	-9 501	0,37%	Oslo Børs
Eis Eczacibasi Ilac Ve Sanayi	Health Care	19 410 554	133 038	134 981	1 943	0,36%	Istanbul
East African Breweries Ltd	Consumer Staples	5 774 866	88 566	131 151	42 584	0,35%	Nairobi
Nordnet AB	Financials	4 118 184	57 184	128 958	71 774	0,34%	Stockholm
Euronav SA	Industrials	1 090 286	98 518	128 349	29 831	0,34%	Brussel
Pivovarna Lasko	Consumer Staples	507 181	139 800	118 639	-21 161	0,31%	Ljubljana
Asia Cement China Holdings	Materials	48 522 500	178 365	114 336	-64 029	0,30%	Hong Kong
Raiffeisen Bank International AG	Financials	976 944	191 690	109 149	-82 541	0,29%	Wien
Supermax Corp BHD	Health Care	27 075 300	104 098	106 798	2 701	0,28%	Kuala Lumpur
Diamond Bank Plc	Financials	718 971 941	153 449	104 869	-48 580	0,28%	Lagos
Minor items			1 924 019	575 508	-1 348 512	1,52%	
Sum Værdiportefølje*			29 703 107	36 740 568	7 037 460	97,49%	
Disponibel likviditet				944 333		2,51%	
Sum andelskapital				37 684 900		100,00%	

* Tal i 1.000 NOK.

SKAGEN Global

En verden af muligheder

- › Google leverede varen
- › Valutakurser, råvarer og hukommelseskort trak ned
- › Seks nye selskaber
- › Barren for at forblive i porteføljen er hævet

1	2	3	4	5	RISIKO	7
Fondens startdato		7. august 1997				
Afkast siden start		1154,25%				
Forvaltningskapital		25.425 mio. DKK				
Antal kendte investorer		87.617				
AFKAST		KV 3 2015*	Sidste 12 md.*			
SKAGEN Global		-12,0 %	-4,1 %			
MSCI World AC		-10,0 %	5,4 %			

* Pr. 30. september 2015.



PORTEFØLJEFORVALTERE

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

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

Fokus på nye selskaber

Udviklingen i valutakurser og råvarer samt de store udsving i det kinesiske aktiemarked, prægede SKAGEN Globals udvikling i årets tredje kvartal. Processen med at forbedre porteføljen gennem introduktion af nye idéer samt yderligere koncentration i antal beholdninger fortsatte. Noget vi synes lykkedes godt i dette kvartal.

IT-GIGANT SLÅR ALLE FORVENTNINGER

Som beskrevet i den seneste markedsrapport øgede vi vores Google-position betydeligt i andet kvartal. Det skulle vise sig at give afkast langt hurtigere, end vi havde håbet på. Selskabet leverede et fantastisk regnskab, der fremviste accelererende vækst i omsætningen kombineret med såvel højere indtjeningsmarginer som lavere investeringer. Dette blev senere i kvartalet fulgt op med annonceringen af en ny selskabsstruktur, som vil give investorerne bedre økonomisk indsigt i Googles underliggende forretningsområder – noget, der har afholdt mange fra at investere i aktien.

VALUTAKURSER, RÅVARER OG HUKOMMELSESKORT TRAK NED

Mens kvartalets vindere generelt skal findes blandt selskaber med selskabsspecifikke positive nyheder, var svage valutakurser i emerging markets samt faldende råvarepriser forklaringen på mange af kvartalets tabere. Lundin Mining og Lundin Petroleum blev således trukket ned af henholdsvis svage kobber- og oliepriser. En af kvartalets største negative bidragsydere blev imidlertid det koreanske teknologiselskab, Samsung Electronics. Faldende priser på hukommelseskort drevet af svag efterspørgsel var hovedårsagen til faldet i aktiekursen. Det bliver afgørende, hvordan aktørerne, i den nu stærkt konsoliderede branche, reagerer på faldende priser. Indtil videre har såvel udtalelser som handlinger understøttet vores tese om en langt mere rationel konkurrencesituation. Dette er præcis, hvad der vil føre til et højere afkast på den investerede kapital over tid med tilsvarende højere værdiansættelse for alle selskaber i industrien.

SKAGEN GLOBAL 3. KV. 2015 (MIO. NOK)

5 største positive bidragsydere		5 største køb	
Google Inc	232	Merck & Co Inc	978
NN Group NV	85	G4S Plc	707
Microsoft Corp	73	Carlsberg AS-B	269
Tyson Foods Inc	53	Lundin Mining Corp	248
OCI Co Ltd	53	Barclays PLC	217
5 største negative bidragsydere		5 største salg	
Lundin Mining Corp	-161	Hyundai Motor Co Pref	-612
Samsung Electronics Co Ltd	-154	LG Corp	-545
Koninklijke DSM NV	-111	Storebrand ASA	-487
Lenovo Group Ltd	-106	Varian Medical Systems Inc	-433
Gap Inc/The	-101	OCI Co Ltd	-345



Foto: Bloomberg



Foto: Bloomberg

SUPERMARKED MED ØGET PROFITABILITET

SKAGENs historiske afkast er i høj grad baseret på at fokusere analysekræfterne på de lommer af aktiemarkedet, der pt. er upopulære. Selskaberne i Storbritanniens dagligvarehandel passer særdeles godt på denne beskrivelse. De har igennem en længere årrække været plaget af skuffende resultater. Netop investorernes fokus på den nuværende svære situation, har muliggjort købet af WM Morrison på meget attraktive niveauer. Selskabet har de nøgleingredienser, som har indgået i mange

af vores andre succesfulde investeringer med omstrukturering som fokus. 1) De nuværende indtjeningsmarginer er historisk lave. 2) Der er ny kompetent ledelse med en solid plan for at ændre dette. 3) Såfremt omstruktureringen tager længere tid end forventet, er risikoen for permanente tab reduceret gennem selskabets solide finansielle position.

BANKER MED FOKUS PÅ OMKOSTNINGER OG KONTANTSTRØMME

SKAGEN Global investerede i de to internationale banker, Barclays og Credit Suisse, i august måned. Vi ser store muligheder for omkostningsreduktioner i begge selskaber. Tilsvarende forventer vi en mere disciplineret intern allokering af kapital, der vil forbedre indtjeningen yderligere. Selskaberne følger således opskriften, der har generet solide afkast for SKAGEN Globals investeringer i tilsvarende finansielle institutioner som Citigroup, AIG og Nordea gennem de seneste år. Vores stærke tro på, at disse ændringer vil blive gennemført succesfuldt netop nu, er positive ændringer i den øverste ledelse. Således overtog John McFarlane posten som bestyrelsesformand for Barclays i juli. McFarlane har en bred og succesfuld historie med restruktureringer af komplekse finansielle institutioner, senest fra forsikringsselskabet Aviva. På næsten samme tid satte Tidjane Thiam sig i stolen som direktør for Credit Suisse efter en årrække med imponerende resultater som øverste chef i det globale forsikringsselskab Prudential.

STABILT STIGENDE KONTANTSTRØM TIL EN GOD PRIS

En af SKAGENs tre U'er er underanalyseret/misforstået. Et forhold, der i den grad gør sig gældende for vores seneste investering i sikkerhedsselskabet G4S. Efter en række kommercielle fadæser er markedet mildest talt skeptisk over for selskabet. Dette til trods for en ny ledelse, der synes at være på rette spor i vejen frem mod indtjeningsmarginer på niveau med andre aktører i branchen. Derudover er der en generel bekymring for, at højere anvendelse af teknologi vil have en negativ indvirkning på industriens profitabilitet. Vi kunne ikke være mere uenige, da teknologi vil skabe langt større mulighed for differentiering. Det vil ligeledes give store aktører som G4S de stordriftsfordele, man savner i den nuværende arbejdsintensive

sikkerhedsbranche. Vi køber således et stabilt voksende selskab til en betydelig rabat i forhold til aktier med tilsvarende karakteristika i mere populære industrier.

Et andet stabilt voksende selskab, som fandt vejen gennem nåleøjet det seneste kvartal, er verdens syvende største medicinalvirksomhed, Merck. Manglen på nye storsælgende, såkaldte "blockbuster"-lægemidler har holdt aktien på sidelinjen, mens tilsvarende aktier er steget kraftigt. Dette har ført til en situation, hvor markedet tilskriver minimal værdi til selskabets betydelige pipeline af potentielt nye lægemidler. Kombineret med en bred portefølje af nuværende produkter med lav risiko for patentudløb, finder vi forholdet mellem risiko og afkast så attraktivt, at Merck sluttede kvartalet blandt fondens ti største positioner.

KINESISK URO SKABTE MULIGHEDER

Panikken på det kinesiske aktiemarked blev yderligere forværret af de mange suspenderede aktier, som skabte et yderligere salgspres på de resterende papirer. Især på de store og likvide af slagsen. Denne likviditetspanik gav os således muligheden for at købe China Mobile til en attraktiv pris – et selskab med stabil og forudsigelig indtjening med en netto kassebeholdning på 73 milliarder USD. Som det var tilfældet med Google, blev vi belønnet for vores langsigtede tankegang hurtigere end forventet. Så mens vi som altid var villige til at vente, returnerede aktien allerede hen over sommeren til en fair værdiansættelse, hvorfor vi solgte igen. Markedets kortsigtede reaktioner er præcis, hvad der giver langsigtede investorer mulighed for at skabe et godt afkast over tid. Efter vores smag måtte panikken i Kina således gerne have været et par dage mere, så vi kunne have købt endnu flere aktier til en langsigtet attraktiv pris.



Foto: Bloomberg

BARREN ER HÆVET MED ET KURSPOTENTIALE PÅ 50 PROCENT

For at finansiere købet af vores nye selskaber, blev der i årets tredje kvartal sagt farvel til hele otte aktier. Ud over den førnævnte China Mobile, forlod Hyundai Motor, Storebrand, Varian Medical Systems, OCI, Valmet, China Communications Services samt Prosegur således porteføljen. Mange af disse positioner blev hverken solgt, fordi de havde nået vores kursmål, eller fordi nye fakta havde gjort os mere negative til aktierne. De havde blot ikke et lige så attraktivt forhold mellem risiko og afkast, sammenlignet med kvartalets nyttilkomne selskaber.

Vores vigtigste opgave er en kontinuerlig forbedring af forholdet mellem risiko og afkast på den samlede portefølje af aktier. De seneste 12 måneder har forvalterteamet i SKAGEN Global accelereret denne proces gennem et øget flow af nye ideer, kombineret med en halvering af antallet af positioner i fonden. At grænsen for at komme ind såvel som at forblive i porteføljen er hævet, ser vi som et klart tegn på, at denne strategi har båret frugt. Sammenholdt med en lav vurdering samt et gennemsnitlig kurspotentiale i de 35 største poster på næsten 50 procent, ser vi gode muligheder for at levere et stærkt afkast de kommende år.

KURSHISTORIK SKAGEN GLOBAL

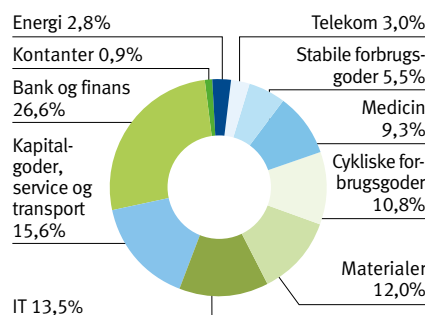


NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN GLOBAL (PR. 30.09.2015)

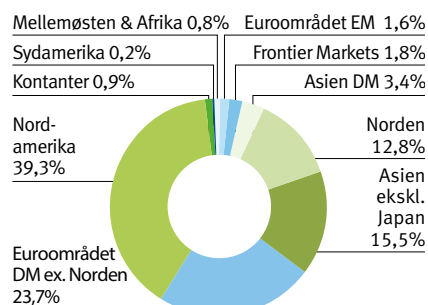
Selskab	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2015e	P/E 2016e	P/B seneste	Kursmål
Samsung Electronics	6,4	917 000	6,5	6,3	0,8	1 500 000
CitiGroup	6,3	50	8,9	8,4	0,7	75
AlG	5,7	57	11,4	10,4	0,7	90
General Electric	5,4	25	19,4	16,4	2,3	34
Nordea	3,6	93	10,5	10,6	1,3	150
Roche	3,4	257	18,3	16,7	12,8	380
Google	3,1	608	21,1	18,0	3,7	715
Microsoft	2,9	44	16,4	14,4	4,4	58
State Bank of India	2,8	237	8,9	7,5	1,1	400
Merck	2,7	49	14,1	13,0	3,0	76
Vægtet top 10	42,2		11,1	10,2	1,2	50%
Vægtet top 35	84,9		12,1	10,8	1,2	48%
Referenceindeks			15,2	13,8	1,9	

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

BRANCHEFDELING (afrundet)



GEOGRAFISK FORDELING (afrundet)



Værdipapir	Sektor	Antal	Købsværdi NOK *	Markedsværdi NOK *	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
Citigroup Inc	Financials	4 789 467	1 126 266	2 026 329	900 062	6,25%	New York
American International Group Inc	Financials	3 816 021	1 013 636	1 840 286	826 650	5,67%	New York
General Electric Co	Industrials	8 170 740	1 616 001	1 742 208	126 207	5,37%	New York
Nordea Bank AB	Financials	12 398 133	870 977	1 171 652	300 675	3,61%	Stockholm
Roche Holding AG-Genusschein	Health Care	495 108	597 625	1 107 881	510 255	3,42%	Zürich
Google Inc CLASS C	Information Technology	195 042	731 709	1 009 049	277 340	3,11%	NASDAQ
Samsung Electronics Co Ltd	Information Technology	122 990	1 049 950	1 003 659	-46 291	3,09%	Seoul
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Information Technology	149 771	362 759	988 326	625 567	3,05%	Seoul
Microsoft Corp	Information Technology	2 505 570	437 371	937 665	500 294	2,89%	NASDAQ
Merck & Co Inc	Health Care	2 076 010	978 105	871 322	-106 783	2,69%	New York
CK Hutchison Holdings Ltd	Industrials	7 265 098	583 858	801 560	217 702	2,47%	Hong Kong
State Bank of India	Financials	23 546 330	604 795	726 149	121 354	2,24%	National India
Koninklijke DSM NV	Materials	1 823 624	757 573	717 009	-40 563	2,21%	Amsterdam
Tyson Foods Inc	Consumer Staples	1 936 161	601 833	709 458	107 624	2,19%	New York
Heidelbergcement AG	Materials	1 176 994	389 487	688 412	298 926	2,12%	Frankfurt
NN Group NV	Financials	2 785 956	503 701	678 331	174 630	2,09%	Amsterdam
Kingfisher Plc	Consumer Discretionary	14 242 783	495 820	657 897	162 077	2,03%	London
Goldman Sachs Group Inc	Financials	439 836	391 585	654 913	263 328	2,02%	New York
G4S Plc	Industrials	21 902 833	706 652	651 204	-55 448	2,01%	London
Sanofi	Health Care	759 182	472 970	616 495	143 525	1,90%	Paris
Koninklijke Philips NV	Industrials	2 825 548	526 915	566 026	39 111	1,74%	Amsterdam
Carlsberg AS-B	Consumer Staples	850 127	582 856	555 941	-26 916	1,71%	København
General Motors Co	Consumer Discretionary	2 095 380	299 204	532 963	233 760	1,64%	New York
Comcast Corp	Consumer Discretionary	1 077 693	147 207	521 835	374 628	1,61%	NASDAQ
Tyco International Plc	Industrials	1 751 162	198 083	502 040	303 956	1,55%	New York
Akzo Nobel NV	Materials	892 610	292 845	491 838	198 993	1,52%	Amsterdam
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	Health Care	1 001 182	352 050	469 582	117 531	1,45%	NASDAQ
Lundin Mining Corp	Materials	18 678 909	533 670	452 335	-81 335	1,39%	Toronto
LG Corp	Industrials	987 960	276 716	432 972	156 256	1,33%	Seoul
Volvo AB	Consumer Discretionary	5 250 655	407 180	428 135	20 955	1,32%	Stockholm
China Unicom Hong Kong Ltd	Telecommunication Services	38 908 972	368 823	420 287	51 464	1,30%	Hong Kong
Lundin Petroleum AB	Energy	3 690 855	410 288	403 768	-6 519	1,24%	Stockholm
Norsk Hydro ASA	Materials	14 009 407	392 331	397 307	4 975	1,22%	Oslo Børs
UPM-Kymmene Oyj	Materials	3 099 638	291 644	394 388	102 744	1,22%	Helsinki
Lenovo Group Ltd	Information Technology	50 448 700	375 303	362 735	-12 568	1,12%	Hong Kong
Unilever NV-Cva	Consumer Staples	1 005 476	248 596	344 187	95 591	1,06%	Amsterdam
Tata Motors Ltd-A- DVR	Consumer Discretionary	11 563 913	231 336	325 493	94 157	1,00%	Bombay
Toyota Industries Corp	Consumer Discretionary	785 972	140 281	316 861	176 580	0,98%	Tokyo
Mayr-Melnhof Karton AG	Materials	317 983	153 946	309 118	155 172	0,95%	Wien
Columbia Property Trust Inc	Financials	1 561 194	301 916	307 443	5 528	0,95%	New York
Autoliv Inc	Industrials	258 314	88 438	238 048	149 610	0,73%	New York
Haci Omer Sabanci Holding AS	Financials	8 556 393	234 593	213 675	-20 918	0,66%	Istanbul
Irsa Sa ADR	Financials	1 754 657	145 868	209 840	63 972	0,65%	New York
Ternium SA ADR	Materials	1 994 417	298 074	203 798	-94 276	0,63%	New York
Lundin Mining Corp SDR	Materials	8 335 629	229 020	202 888	-26 133	0,63%	Stockholm
Barclays PLC	Financials	6 163 000	216 857	194 295	-22 562	0,60%	London
EFG-Hermes Holding SAE	Financials	21 575 283	238 806	187 843	-50 963	0,58%	Cairo
State Bank Of India GDR	Financials	593 476	108 798	184 069	75 270	0,57%	National India
BP Plc	Energy	4 269 875	213 135	183 644	-29 490	0,57%	London
Kazmunaigas Exploration GDR	Energy	3 430 139	404 213	175 604	-228 609	0,54%	London International
Credit Suisse Group AG	Financials	853 650	199 489	174 410	-25 079	0,54%	Zürich
WM Morrison Supermarkets PLC	Consumer Discretionary	7 855 832	169 580	167 644	-1 936	0,52%	London
Yazicilar Holding AS	Consumer Staples	3 573 660	86 554	162 992	76 438	0,50%	Istanbul
BP Plc ADR	Energy	598 207	174 952	154 809	-20 143	0,48%	New York
Gap Inc/The	Consumer Discretionary	612 617	150 296	147 169	-3 126	0,45%	New York
Indosat Tbk PT	Telecommunication Services	65 422 055	226 138	143 029	-83 109	0,44%	Indonesia
Vimpelcom Ltd-Spon ADR	Telecommunication Services	3 937 330	286 510	141 939	-144 571	0,44%	New York
Global Mediamco Tbk PT	Consumer Discretionary	253 572 823	230 547	138 963	-91 584	0,43%	Jakarta
China Unicom Hong Kong Ltd ADR	Telecommunication Services	1 144 875	105 570	124 940	19 369	0,39%	New York
Autoliv Inc SDR	Industrials	130 595	45 327	120 229	74 901	0,37%	Stockholm
First Pacific Co Ltd	Telecommunication Services	15 609 363	98 631	81 297	-17 334	0,25%	Hong Kong
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	Information Technology	24 706	24 968	80 737	55 769	0,25%	London International
Global Telecom Holding	Telecommunication Services	31 689 474	83 027	64 837	-18 190	0,20%	Cairo
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	Financials	4 170 834	97 989	50 613	-47 376	0,16%	Sao Paulo
Sum Værdiportefølje*			24 981 244	31 882 369	6 901 126	98,28%	
Disponibel likviditet				557 323		1,72%	
Sum andelskapital				32 439 692		100,00%	

* Tal i 1.000 NOK.



SKAGEN Vekst

Udforsker den smalle sti til velstand

- › Svag udvikling i flere af vores mindre porteføljeselskaber trak fonden ned
- › Svenske SKF og brasilianske Localiza er blandt de nye selskaber i fonden
- › Porteføljen handles med rabat, hvilket bør føre til merafkast på længere sigt

1	2	3	4	5	RISIKO	7
Fondens startdato		1. december 1993				
Afkast siden start		1475,37%				
Forvaltningskapital		5.982 mio. DKK				
Antal kendte investorer		71.521				
AFKAST		KV 3	Sidste			
		2015*	12 md.*			
SKAGEN Vekst		-11,7 %	-8,5 %			
MSCI Nordic/MSCI AC ex. NORDIC		-8,6 %	5,1 %			

* Pr. 30. september 2015.



PORTEFØLJEFORVALTERE

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

* Junior porteføljeforvalter

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

Svagt kvartal

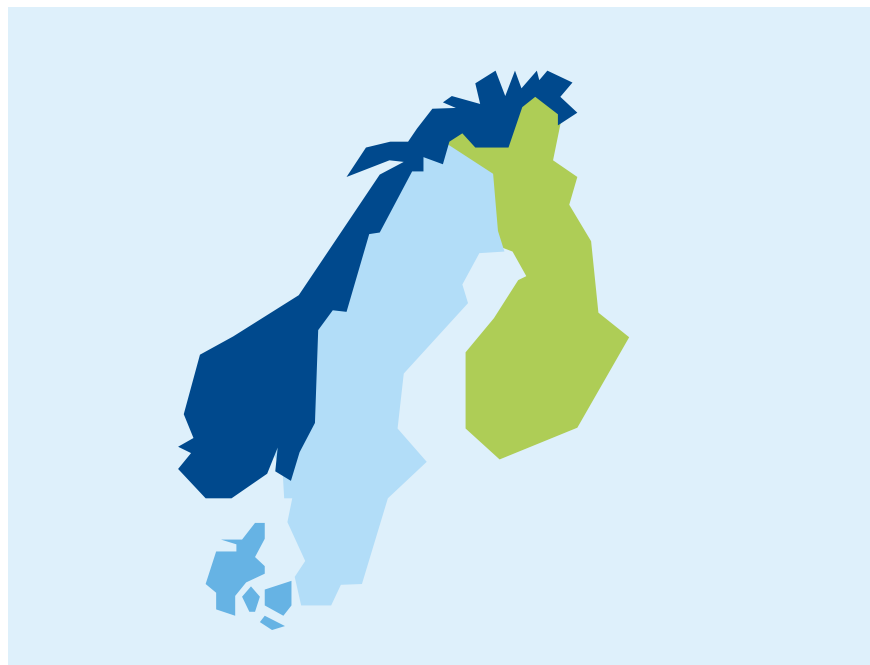
Kvartalet var præget af turbulente markeder og store udsving for både aktier og valuta. Fonden halede dog en del ind på referenceindekset i september efter en svag start på kvartalet.

SKAGEN Vekst havde et svagt kvartal. Vores ti største beholdninger havde et vægtet afkast, som var bedre end porteføljen som helhed, men noget dårligere end referenceindekset. Norwegian, Danske Bank og SAP var positive bidragydere, hvorimod Norsk Hydro, Carlsberg og ABB præsterede svagt i kvartalet.

Mindre beholdninger havde negativ indvirkning

Fondens udvikling kan i høj grad tilskrives den svage udvikling i en række aktier, som ikke indgår i top 10. Volvo, dagligvarekæden Casino, olieselskabet Lundin Petroleum, det internetbaserede finanskonglomerat SBI Holdings og FLSmidt, som opererer inden for cement- og mineservice, er blandt disse. Vi har set indgående på disse selskaber i løbet af kvartalet, hvilket har ført til en mindre forøgelse af Volvo, reduktion af FLS og uændrede beholdninger af de øvrige poster.

Vi øgede også vores nuværende positioner i Bonheur og Carlsberg i løbet af kvartalet. Den svenske industrivirksomhed SKF og den brasilianske biludlejer Localiza er nye beholdninger i porteføljen. Norwegian har haft en god udvikling, så vi reducerede beholdningen uden at sælge den ud.



MERE NORDEN

Fondens nordiske andel udgjorde cirka 55 procent ved udgangen af kvartalet, hvilket er en del højere end de 50 procent for fondens referenceindeks. Dette er et bevidst valg, idet en del nordiske virksomheder som Volvo og Carlsberg er blevet attraktivt værdifastsat i løbet af tredje kvartal.

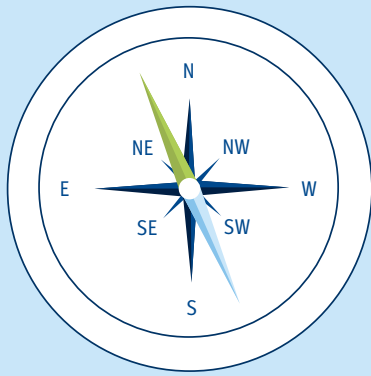


Foto: SKF

FASTHOLDER RETNINGEN

Det referenceindeks, som SKAGEN Vekst sammenligner sig med, indeholder nogle af verdens bedste selskaber med gode vækstprofiler, god selskabsledelse og god historik. En del af disse ligger uden for vores valuebaserede investeringstilgang, da de er højt værdifastsat. Dette vil blive en udfordring for os. Vi har siden 2012 løbende finjusteret og skærpet porteføljens fokus og fastholdt en klar målsætning om et positivt potentiale på 50 procent på 2-3 år og en negativ risiko på 20 procent. Vi er dog ikke herre over de ydre omstændigheder, som indvirker på appetitten på højt værdiansatte aktier. Det præger også resultatet for kvartalet, hvor renterne viste sig historisk lave. Se i øvrigt yderligere redegørelse i SKAGENs investeringsdirektør Ole Søbergs introduktion på side 5.

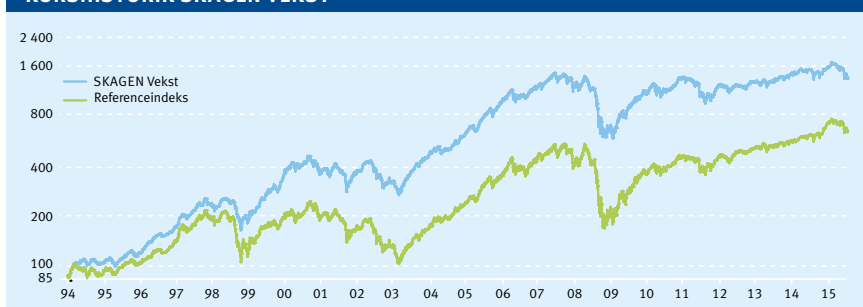
Vi er ganske vist utilfredse med fondens udvikling, men bestræber os fortsat på at finde undervurderede selskaber. Det afspejles i, at porteføljen handles med rabat mod referenceindekset, hvilket bør føre til merafkast på længere sigt.

Det reflekteres også i SKAGEN Veksts portefølje. De 35 største beholdninger – som svarer til 89 procent af porteføljen – havde ved udgangen af kvartalet en implicit vægtet P/E på 11x 2015. Referenceindeksets tilsvarende P/E er 15x, hvilket understreger vores fokus på værdi. Ser vi på væksten i indtjening pr. aktie, står vores største 35 positioner til at vokse med 15 procent om året.

Indeksets tilsvarende tal er 10 procent. SKAGEN Vekst er med andre ord betydeligt lavere prisfastsat end referenceindekset i 2015, og porteføljen forventes at få højere indtjeningsvækst end indekset. Dette bør på længere sigt føre til betydeligt merafkast.

Vi vil også fremover forfølge vores målsætning om godt absolut afkast og foretage vores investeringsbeslutninger uafhængigt af referenceindekset. Vores valuebaserede investeringsfilosofi ligger fast – den har historisk givet det bedste afkast over tid.

KURSHISTORIK SKAGEN VEKST



Fonden ændrede investeringsmandat den 01.01.2015. Se mere s. 35.

SKAGEN VEKST 3. KV. 2015 (MIO. NOK)

5 største positive bidragydere

Kia Motors Corporation	52
Danske Bank A/S	44
Norwegian Air Shuttle ASA	29
H Lundbeck A/S	18
Medi-Stim ASA	13

5 største negative bidragydere

Norsk Hydro ASA	-68
Casino Guichard Perrachon SA	-52
Lundin Petroleum AB	-47
Volvo AB	-42
Samsung Electronics Co Ltd Pref	-32

5 største køb

SKF AB - B Shares	101
Credit Suisse Group AG	66
Carlsberg AS-B	46
SAP SE	36
Localiza Rent a Car SA	23

5 største salg

Norwegian Air Shuttle ASA	-204
Kia Motors Corporation	-124
Danske Bank A/S	-66
Korean Reinsurance Co	-59
Samsung Electronics Co Ltd Pref	-50

SKF

SKF fandt vej til porteføljen, efter at aktien var blevet presset ned på en attraktiv pris. Selskabet er bedst kendt for sin position som verdensledende kuglelejeproducent. Men SKF har reelt udvidet sine kundetilbud markant og tilbyder nu komplette helheds-løsninger, som er svære for konkurrenterne at kopiere. Selskabet er selvfølgelig konjunkturafhængigt, men kan formentlig præstere en indtjening på mindst 20 SEK pr. aktie om 2-3 år, hvilket implicit svarer til et P/E-tal på 7-8x til den nuværende kurs.



Foto: Carlsberg

Carlsberg

Det danske bryggeri Carlsbergs rapportering for andet kvartal rummede en smule af det rationaliseringsprogram, som er nødvendigt, for at selskabet i fremtiden kan få lukket efterslæbet i lønsomhed i forhold til sine konkurrenter. På længere sigt forventer vi løbende forbedringer, og kombineret med stærke varemærker er aktiens positive potentiale derfor betydeligt. Vi udnyttede den svage udvikling efter kvartalsrapporten til at supplere vores eksisterende beholdning yderligere.



Foto: Bloomberg

Danieli

Vi besøgte Danielis fabrik i Italien, mødte selskabets ledelse og forøgede derefter vores beholdning. Selskabet er en ledende leverandør af udstyr til stålfabrikker. Branchen er cyklisk og befinder sig i øjeblikket i en nedgangsfase. Danieli har dog fordel af, at eksisterende stålværker opgraderes for at minimere miljøpåvirkningen og bliver mere effektive. Balancen er samtidig meget stærk, med en netto kontantbeholdning, der svarer til 80 procent af markedsværdien, og investeringen har kun begrænset negativ risiko i en cyklisk branche.



Foto: Bloomberg

ABB

I løbet af kvartalet kom det frem, at aktivistfonden Cevian Capital kontrollerer over fem procent af ABB. Det har øget spekulationerne om selskabets fremtidige struktur. SKAGEN Veksts investering i ABB lægger snarere interne effektiviseringer i selskabet til grund, end at det skal splittes i flere dele. Vi kan dog konstatere, at selskabets komplicerede struktur gør det svært for udenforstående investorer at forstå de underliggende værdier. For eksempel overskygger bekymringen over lave oliepriser ABB's førende position inden for robotteknik.



Foto: Bloomberg

Kemira

Vores investering i det globale kemikalieselskab Kemira udviklede sig tilfredsstillende, og selskabet har allerede nu fået udbytte af sin satsning på stimulation af modne olieletter. Vi foretog omfattende undersøgelser af dette potentiale, inden vi investerede i Kemira, og kom frem til, at ikke ret meget blev reflekteret i aktiekursen. Aktien giver indtil videre et fint direkte udbytte på 5 procent, hvilket begrænser den negative risiko.

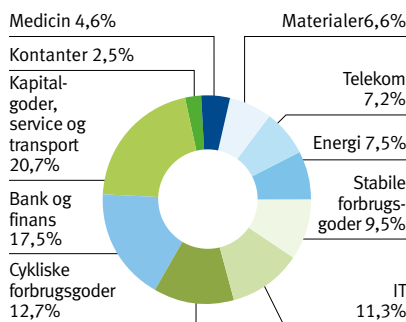


Foto: Danske Bank

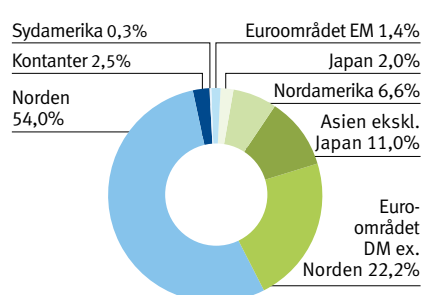
Danske Bank

Danske Bank rapporterede stærke tal, som bekræftede, at banken er kommet igen siden finanskrisen i 2008. Aktien har været en vellykket investering for SKAGEN Vekst, og vi beregner det positive potentiale til cirka 20 procent fra de nuværende niveauer. Baseret herpå har vi reduceret vores beholdning en del, men positionen er fortsat vores sjette største.

BRANCHEFORDELING (afrundet)



GEOGRAFISK FORDELING (afrundet)



NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN VEKST (PR. 30.09.2015)

Selskab	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2015e	P/E 2016e	P/B seneste	Kursmål
Samsung Electronics	6,5	917 000	6,4	5,9	0,7	1 500 000
Continental AG	6,3	190	12,5	10,4	3,2	298
Citigroup	5,4	50	8,3	6,8	0,7	77
Norsk Hydro	5,4	28	11,3	9,5	0,8	45
Carlsberg	5,0	513	14,7	11,7	1,5	822
Danske Bank A/S	4,9	202	10,9	11,4	1,3	255
TeliaSonera AB	4,8	45	11,3	11,3	1,8	60
Norwegian Air Shuttle	4,4	333	14,5	8,8	4,9	500
ABB	4,1	148	13,4	9,8	2,7	250
SAP	4,1	58	18,1	15,5	3,6	91
Vægtet top 10	51		11,6	9,8	1,4	51%
Vægtet top 35	89		10,7	9,2	1,1	64%
Referenceindeks			15,3	14,0	2,0	

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

Værdipapir	Sektor	Antal	Købsværdi NOK *	Markedsværdi NOK *	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Information Technology	75 000	448 079	495 125	47 046	6,48%	Seoul
Continental AG	Consumer Discretionary	265 595	147 251	483 475	336 223	6,33%	Frankfurt
Citigroup Inc	Financials	983 800	352 249	416 058	63 809	5,44%	New York
Norsk Hydro ASA	Materials	14 542 679	373 563	412 430	38 867	5,40%	Oslo Børs
Carlsberg AS-B	Consumer Staples	590 000	369 513	384 867	15 354	5,04%	København
Danske Bank A/S	Financials	1 448 125	168 128	373 784	205 655	4,89%	København
TeliaSonera AB	Telecommunication Services	8 100 000	371 755	369 785	-1 969	4,84%	Stockholm
Norwegian Air Shuttle ASA	Industrials	1 000 000	79 485	333 000	253 515	4,36%	Oslo Børs
ABB Ltd	Industrials	2 070 000	286 184	312 902	26 718	4,09%	Stockholm
SAP SE	Information Technology	565 000	249 203	312 615	63 412	4,09%	Frankfurt
Koninklijke Philips NV	Industrials	1 429 643	290 366	286 685	-3 681	3,75%	Amsterdam
Kia Motors Corporation	Consumer Discretionary	582 000	178 500	224 580	46 081	2,94%	Seoul
Volvo AB	Consumer Discretionary	2 690 000	227 300	219 548	-7 752	2,87%	Stockholm
Lundin Petroleum AB	Energy	1 800 000	177 336	196 123	18 787	2,57%	Stockholm
Credit Suisse Group AG	Financials	925 000	197 336	189 449	-7 888	2,48%	Zürich
Roche Holding AG-Genusschein	Health Care	81 129	175 789	182 343	6 554	2,39%	Zürich
Kinnevik Investment AB-B	Telecommunication Services	736 009	169 794	178 457	8 663	2,33%	Stockholm
Casino Guichard Perrachon SA	Consumer Staples	352 100	240 762	159 489	-81 273	2,09%	Paris
Tribona AB	Financials	2 851 004	94 342	109 620	15 278	1,43%	Stockholm
SBI Holdings Inc	Financials	1 139 000	96 634	108 574	11 939	1,42%	Tokyo
Wilh. Wilhelmsen Holding ASA	Industrials	744 081	53 139	107 520	54 381	1,41%	Oslo Børs
Oriflame Cosmetics AG	Consumer Staples	1 000 000	128 352	104 392	-23 960	1,37%	Stockholm
SKF AB - B Shares	Industrials	627 383	101 469	98 018	-3 451	1,28%	Stockholm
Bonheur ASA	Energy	1 492 594	107 317	94 780	-12 537	1,24%	Oslo Børs
Kemira OYJ	Materials	850 000	81 883	83 624	1 741	1,09%	Helsinki
Sberbank of Russia Pref	Financials	9 620 000	139 234	72 268	-66 966	0,95%	Moscow
Ganger Rolf ASA	Energy	1 213 817	124 262	71 008	-53 254	0,93%	Oslo Børs
AirAsia Bhd	Industrials	27 960 000	142 496	69 509	-72 987	0,91%	Kuala Lumpur
Danieli & Officine Meccaniche SpA	Industrials	497 407	64 441	64 394	-47	0,84%	Brsaltaliana
Medi-Stim ASA	Health Care	1 265 625	15 814	60 750	44 936	0,79%	Oslo Børs
Solar AS - B Shs	Industrials	104 000	40 099	54 485	14 387	0,71%	København
Frontline 2012 Ltd	Industrials	1 000 000	41 502	52 900	11 398	0,69%	Unotert
Rec Silicon ASA	Energy	35 182 178	52 331	52 492	161	0,69%	Oslo Børs
Hitecvision AS	Financials	793 668	7 193	52 382	45 189	0,69%	Unotert
Solstad Offshore ASA	Energy	2 052 746	102 753	51 729	-51 024	0,68%	Oslo Børs
H Lundbeck A/S	Health Care	220 000	41 215	50 264	9 049	0,66%	København
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	Energy	30 000 000	59 320	49 197	-10 123	0,64%	Hong Kong
FLSmidth & Co A/S	Industrials	164 906	55 394	46 821	-8 572	0,61%	København
Golar LNG Ltd	Industrials	190 000	58 722	46 754	-11 968	0,61%	NASDAQ
Nippon Seiki Co Ltd	Consumer Discretionary	273 000	28 148	44 905	16 758	0,59%	Tokyo
Sodastream International Ltd	Consumer Staples	365 000	82 946	42 760	-40 186	0,56%	NASDAQ
DOF ASA	Energy	5 762 213	110 022	36 878	-73 144	0,48%	Oslo Børs
Strongpoint ASA	Information Technology	3 796 612	43 431	34 929	-8 502	0,46%	Oslo Børs
Elekta AB - B shs	Health Care	600 000	32 238	34 057	1 819	0,45%	Stockholm
Yazicilar Holding AS	Consumer Staples	689 169	23 544	31 440	7 895	0,41%	Istanbul
YIT Oyj	Industrials	568 875	33 128	26 248	-6 880	0,34%	Helsinki
Goodtech ASA	Industrials	2 055 949	46 750	24 055	-22 696	0,31%	Oslo Børs
Localiza Rent a Car SA	Industrials	450 000	23 150	23 490	340	0,31%	Sao Paulo
Photocure ASA	Health Care	626 466	25 235	22 929	-2 306	0,30%	Oslo Børs
Bang & Olufsen A/S	Information Technology	300 000	22 682	17 480	-5 202	0,23%	København
Raiffeisen Bank International AG	Financials	154 039	34 701	17 108	-17 594	0,22%	Wien
TTS Group ASA	Industrials	3 055 946	30 512	13 996	-16 515	0,18%	Oslo Børs
Golden Ocean Group Ltd	Industrials	640 000	18 825	13 696	-5 129	0,18%	Oslo Børs
Nordic Mining ASA	Materials	18 416 432	20 776	11 418	-9 358	0,15%	Oslo Axess
Eidesvik Offshore ASA	Energy	784 588	29 160	10 200	-18 961	0,13%	Oslo Børs
Fjord Line AS	Consumer Discretionary	3 622 985	33 138	8 333	-24 805	0,11%	Unotert
Sevan Drilling ASA	Energy	662 609	83 460	5 281	-78 179	0,07%	Oslo Børs
I.M. Skaugen SE	Industrials	1 728 652	21 005	3 475	-17 531	0,05%	Oslo Børs
Electromagnetic Geoservices AS	Energy	5 029 207	68 319	3 118	-65 201	0,04%	Oslo Børs
Golden Ocean Group Ltd	Industrials	100 000	3 132	2 142	-990	0,03%	NASDAQ
Genomar AS	Consumer Staples	483 807	11 591	5	-11 586	0,00%	Unotert
Sum Værdiportefølje*			6 936 401	7 460 137	523 736	97,60%	
Disponibel likviditet				183 213		2,40%	
Sum andelskapital				7 643 350		100,00%	

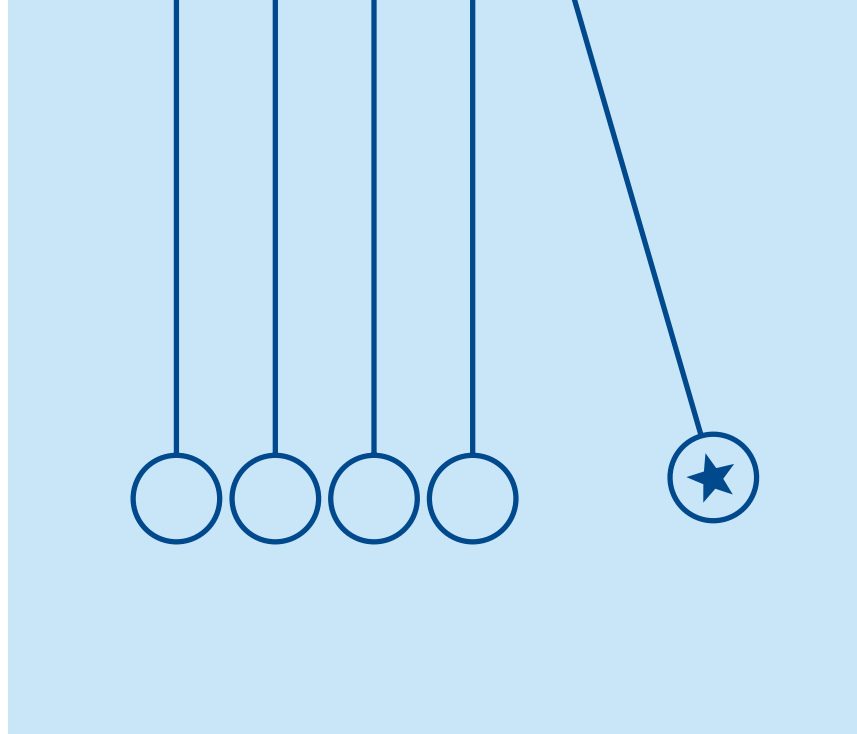
* Tal i 1.000 NOK.



SKAGEN m²

En andel i det globale ejendomsmarked

- › Store børsfald i Kina ramte hårdt
- › En strammere pengepolitik fremover vil være gunstig for vores selskaber på sigt
- › Efter faldet er porteføljen endnu mere attraktivt værdifastsat



Kinasyndromet

Usikkerheden omkring den økonomiske udvikling i Kina ramte fonden hårdt i løbet af kvartalet. Uroen bredte sig til mange andre markeder, især til vækstmarkederne. Faldet påvirkede både aktiekurser og valutaer og fik dermed en dobbelt negativ effekt. SKAGEN m² investeringer i Kina er udelukkende i Hongkong-noterede selskaber. Vi har nemlig reduceret vores eksponering betydeligt fra starten af året. Tilbage er nu selskaber med direkte og indirekte eksponering i landet – efter vores opfattelse har de betydeligt langsigtet potentiale i forhold til den nuværende værdifastsættelse. Usikkerheden omkring den amerikanske renteutvikling fortsatte og bidrog til yderligere volatilitet i aktie- og rentemarkederne.

1	2	3	4	RISIKO	6	7
Fondens startdato	31. oktober 2012					
Afkast siden start	11,79%					
Forvaltningskapital	816 mio. DKK					
Antal kendte investorer	8.412					

AFKAST	KV 3 2015*	Sidste 12 md.*
SKAGEN m ²	-8,1 %	2,6 %
MSCI ACWI Real Estate IMI Net total return	-4,6 %	13,4 %

* 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).

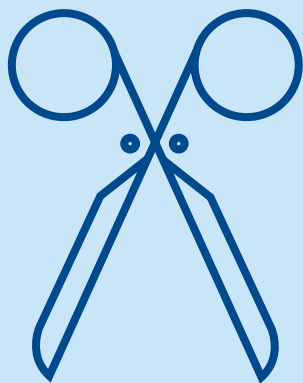
EFTERSPØRGSLEN PÅ EJENDOMME

En del af verdens centralbanker fastholder deres aggressive forsøg på inflationsfremmede pengepolitik, blandt andet for at nedbringe statsgælden. Dette skaber efterspørgsel på ejendomme i de såkaldt sikre havne, for eksempel London og New York. Effekten bliver i nogle tilfælde, at aktiverne stiger i pris på en i længden uholdbar måde. Centralbankerne vil formentlig acceptere denne konsekvens, for eksempel i Japan. Øget geopolitisk spænding og fald i råvarepriserne skruer op for volatiliteten og forstærker kapitalflugten. Den er også drivkraft for priserne i mange byer, som udenlandske ejendomsinvestorer anser for trygge.

HØJERE RENTER I SIGTE

Modpolen er den sandsynligvis nært forestående renteforhøjelse i USA (den første siden 2006). Den vil formentlig dæmpe stemningen noget, især på markeder, som er koblet op på den amerikanske dollar. Men også outflowet af kapital, først og fremmest fra vækstmarkederne, vil spille ind. En strammere pengepolitik vil faktisk være sund og et tegn på en velfungerende økonomisk udvikling – og på sigt gunstig for ejendomsselskaberne på grund af stigende efterspørgsel, belægningsgrad, husleje- og dermed øget pengestrøm.

Mange selskaber har allerede formået at refinansiere deres gæld på meget lave niveauer, hvilket er positivt. En afbalance-ret udvikling af ejendomsværdier er naturligvis bedre, end at der opstår bobler. En del lande, som for eksempel Indien, er dog fortsat i rentesænkingsmodus.



ENDNU MERE KONCENTRERET PORTEFØLJE

Vi fortsatte med at konsolidere porteføljen og fokusere på selskaber, der skaber værdi. Vi solgte British Land pga. en alt for løbsk prisfastsættelse. Singapore-baserede Mapletree Logistic Trust blev solgt for at nedbringe eksponeringen mod Singapore og Kina. Samtidig fokuserer vi yderligere på konkurrenten, Global Logistic Properties, som er billigere, større og mere diversificeret. Vi solgte også Ticon Industrial Trust, både for at reducere eksponeringen mod Thailand og pga. selskabets manglende evne til at skabe værdi til aktionærerne.

Ingen nye selskaber kom ind med undtagelse af Ashford Hospitality Prime,

som vi erhvervede efter en knopskydning fra Ashford Hospitality Trust. Den tyske lejelejlighedsaktør, Adler Real Estate, modtog vi delvis som betaling for opkøbet af vores beholdning af Westgrund. Vi øgede positionen i Mitsui Fudosan, som nyder godt af det blomstrende ejendomsmarked i bl.a. Tokyo. Deres finanser er stabile, og forretningsmodellen er diversificeret og skruet rigtigt sammen til at drage fordel af den positive markedsstemning. Det stærke udlejningsmarked begynder ejere af kommercielle ejendomme. Efterspørgslen på selskabets nyopførte lejligheder er stigende. Mitsui udnytter de pressede yields, når de sælger deres nyopførte kommercielle ejendomme.



Foto: Jerry Yin / SOHO China

Ejendomsudvikleren **SOHO China** har lanceret et kontorfælles, hvor nystartede online virksomheder kan leje kontorplads i de største byer. Det nye projekt hedder SOHO 3Q og tilbyder korttidsleje fra et par dage op til tre måneder. Dette er en del af SOHO China strategi om at udvide virksomheden fra online til offline.

EKSPONERINGEN MOD KINA VEJEDE TUNGT

Taberen i kvartalet finder vi lidt overraskende i Kina: SOHO China, som ejer kontorejendomme i Beijing og Shanghai. Selskabets værdifastsættelse faldt for nylig efter meddelelsen om ændret udbyttepolitik, samt en noget langsommere udlejningstakt på nyopførte kontorer end forventet. Men selskabet arbejder aktivt med de ledige kvadratmeter og et nyt coworking-koncept, hvor man kan leje sig ind kortvarigt uden lange kontrakter og få alle nødvendige faciliteter med.

Næstværste selskab i kvartalet har også sin hovedvirksomhed i Kina: Hotelselskabet Shangri-La har, ud over den almindelige børsuro sit hyr med belægningsallene. Global Logistic Properties havde endnu et besværligt kvartal med nedjusterede væksttal for udviklingsvirksomheden i Kina, men også på grund af den almindelige uro omkring væksten i Kina. I Singapore, hvor selskabet er noteret, har valutaen desuden længe været for nedadgående. Det var positivt, at Global Logistic Properties erhvervede endnu en logistikportefølje i USA, og derved bliver den største logistikoperatør i USA. Basen vil nu blive yderligere diversificeret i forhold til de nuværende markeder i Kina, Japan og Brasilien. Også et program for tilbagekøb af aktier er blevet indledt.

TYSKE BOLIGER I TOP

Vinderen i kvartalet blev den tyske lejelejlighedsoperatør, Deutsche Wohnen. Tyske lejligheder er, trods nogle gode år, fortsat interessante, blandt andet fordi vurderingen bliver ved at ligge langt under prisen for nyopførelse. Private byggeselskaber har svært ved at få tilstrækkeligt afkast på nybyggeri, hvilket i mange byer fører til underudbud. Også migration til storbyerne og mange flere mindre husholdninger er drivkraft for efterspørgslen. Tyskland har Europas næstlaveste andel af boligejere, hvilket langt hen ad vejen skyldes en modvilje mod at gældsætte sig.

At kun tre procent af alle lejelejligheder i dag ejes af børsnoterede selskaber, giver plads til vækst. Udlejningsmarkedet i Tyskland er stærkt gennemreguleret, og i nogle byer, hvor stigningen er foregået for hurtigt, er der indført lejeloft. Dette påvirker huslejestigningerne – der er dog mange undtagelser, som selskaberne kan udnytte, da efterspørgslen stadig er meget stor.

Deutsche Wohnen har planer om at slå sig sammen med LEG Immobilien. Bliver fusionen en realitet, fødes en gigant med cirka 250.000 lejligheder, først og fremmest i Berlin og Nordrhein-Westfalen, til en værdi på omkring 17 milliarder euro. Sammenlægningen forventes at tilføre pengestrømmen med både store operationelle og finansielle synergier.

Det amerikanske ejendomsmarked, især den skattebegunstigede REIT-sektor, som i årets første halvdel har været svag, kom rimelig godt igen i tredje kvartal. PS Business Park og HCP gav gode bidrag til fonden i kvartalet, støttet af en stærk dollar.



Foto: Hudson Yardsw

Mitsui på Manhattan, Hudson Yards 55. Kontorejendomme, stor blok på New Jersey-siden. Mitsui diversificerer og har nu ejendomme i både i London og på Manhattan.

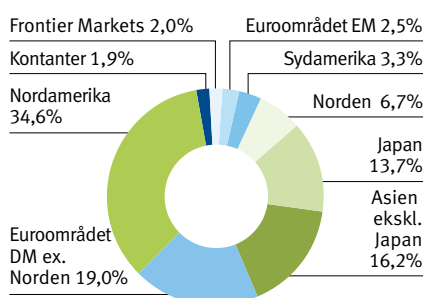
TILBAGEKØB AF AKTIER SKABER VÆRDI

De fleste af vores ejendomsselskaber har indført tilbagekøbsprogrammer på aktier. Transaktioner i direkte ejede ejendomme, især i New York, London og Tokyo, er ofte forbundet med en højere pris og præmie, end hvis investering blev foretaget via et børsnoteret ejendomsselskab.

Værdiskabelsen sker, når ejendomsselskabernes sælgere ejendommene ud af porteføljen til en høj pris og præmie, og samtidig anvender provenuet til køb af egne aktier, hvis dette handles med rabat. Teoretisk set vil derså opstå en balance, da udbuddet på markedet stiger, og priserne stabiliseres eller synker. Samtidig stiger aktiekurserne, efter at selskabet har tilbagekøbt aktier, og nøgletallene er blevet bedre.

Ejendomsmarkedet er cyklisk – problemet er bare at lokalisere, hvor i cyklussen man befinder sig i det pågældende land og segment. Porteføljen er efter faldet i kvartalet værdifastsat endnu mere attraktivt samtidig med, at vurderingen af de underliggende fysiske ejendomme i mange tilfælde er fortsat opad. Pengestrømmene er overvejende forbedret, i høj grad på grund af lavere finansieringsomkostninger og yderligere positivt via stigende leje. Vi kan derfor alt i alt se et godt potentiale for verdens ejendomsmarkeder i tiden frem.

GEOGRAFISK FORDELING (afrundet)



SKAGEN m² 3. KV. 2015 (MIO. NOK)

5 største positive bidragydere		5 største køb	
Deutsche Wohnen AG	8	ADLER Real Estate AG	9
PS Business Parks Inc	6	Irsa Sa ADR	6
HCP Inc	6	Global Logistic Properties Ltd	5
General Growth Properties Inc	4	Mitsui Fudosan Co Ltd	5
CA Immobilien Anlagen AG	3	Mercialys SA	5
5 største negative bidragydere		5 største salg	
Soho China Ltd	-13	British Land Co Plc	-34
Shangri-La Asia Ltd	-8	Mapletree Logistics Trust	-16
Global Logistic Properties Ltd	-8	Affine SA	-14
Ashford Hospitality Trust	-5	PS Business Parks Inc	-12
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	-5	Westgrund AG	-10

KURSHISTORIK SKAGEN m²



NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN m² (PR. 30.09.2015)

Selskab	Postens størrelse %	Kurs	P/NAV sidste	Div. Yield 2015e	EBITDA 2015e/EV
Mitsui Fudosan	5,0	3.263,00	102%	0,9%	5,6%
Columbia Property Trust	4,8	23,08	75%	5,2%	6,2%
HCP	4,7	37,49	115%	6,2%	6,3%
Global Logistic Properties	4,4	2,04	83%	2,7%	4,8%
Olav Thon Eiendomsselskap	4,3	137,50	75%	1,3%	7,0%
SL Green Realty	3,8	108,88	95%	2,2%	4,8%
General Growth Properties	3,7	25,74	90%	2,8%	5,4%
Apartment Investment & Man	3,3	36,99	90%	3,2%	5,6%
Deutsche Wohnen	3,2	23,93	116%	2,6%	4,5%
CBL Properties	3,2	13,88	60%	7,6%	8,9%
Vægtet top 10	41		90%	3,3%	5,9%
Vægtet top 35	88			3,3%	6,6%
Referenceindeks				3,3%	

Værdipapir	Sektor	Antal	Købsværdi NOK *	Markedsværdi NOK *	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
Mitsui Fudosan Co Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	226 000	45 528	52 525	6 997	5,05%	Tokyo
Columbia Property Trust Inc	Real Estate Companies incl. REITs	255 000	44 986	50 217	5 231	4,82%	New York
HCP Inc	Real Estate Companies incl. REITs	152 100	45 251	48 654	3 403	4,67%	New York
Global Logistic Properties Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	3 737 700	50 912	45 703	-5 209	4,39%	Singapore
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	Real Estate Companies incl. REITs	327 668	41 746	45 054	3 308	4,33%	Oslo Børs
SL Green Realty Corp	Real Estate Companies incl. REITs	43 100	32 707	40 040	7 333	3,85%	New York
General Growth Properties Inc	Real Estate Companies incl. REITs	175 000	31 234	38 434	7 200	3,69%	New York
Apartment Investmest & Management Co	Real Estate Companies incl. REITs	109 000	27 391	34 402	7 011	3,31%	New York
Deutsche Wohnen AG	Real Estate Companies incl. REITs	148 000	22 844	33 711	10 867	3,24%	Frankfurt
CBL & Associates Properties Inc	Real Estate Companies incl. REITs	279 000	37 725	33 054	-4 671	3,18%	New York
Ashford Hospitality Trust	Real Estate Companies incl. REITs	623 400	40 613	32 606	-8 007	3,13%	New York
PS Business Parks Inc	Real Estate Companies incl. REITs	48 000	28 298	32 343	4 044	3,11%	New York
Mercialys SA	Real Estate Companies incl. REITs	173 213	25 341	31 888	6 547	3,06%	Paris
Brandywine Realty Trust	Real Estate Companies incl. REITs	293 000	31 530	30 950	-580	2,97%	New York
Dic Asset AG	Real Estate Companies incl. REITs	340 000	23 222	26 183	2 961	2,52%	Xetra
CA Immobilien Anlagen AG	Real Estate Companies incl. REITs	159 000	22 091	24 793	2 702	2,38%	Wien
Melia Hotels International	Real Estate Companies incl. REITs	204 000	17 619	24 112	6 493	2,32%	Madrid
Soho China Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	7 208 500	37 437	23 891	-13 546	2,30%	Hong Kong
Nomura Real Estate Office Fund Inc	Real Estate Companies incl. REITs	605	20 615	22 652	2 036	2,18%	Tokyo
SM Prime Holdings Inc	Real Estate Companies incl. REITs	5 700 000	15 958	21 469	5 511	2,06%	Philippines
Irsa Sa ADR	Real Estate Companies incl. REITs	172 000	17 821	20 570	2 748	1,98%	New York
Phoenix Mills Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	418 945	15 303	17 643	2 341	1,70%	National India
Shangri-La Asia Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	2 300 000	24 121	16 968	-7 153	1,63%	Hong Kong
Gecina SA	Real Estate Companies incl. REITs	16 000	14 445	16 582	2 137	1,59%	Paris
Unibail-Rodamco SE	Real Estate Companies incl. REITs	7 475	13 080	16 486	3 406	1,58%	Amsterdam
First Real Estate Investment Trust	Real Estate Companies incl. REITs	2 112 929	14 831	16 337	1 506	1,57%	Singapore
Atrium Ljungberg AB	Real Estate Companies incl. REITs	120 621	12 052	15 513	3 461	1,49%	Stockholm
BR Properties SA	Real Estate Companies incl. REITs	650 000	22 974	15 399	-7 574	1,48%	Sao Paulo
Axia Real Estate SOCIMI SA	Real Estate Companies incl. REITs	124 947	12 203	14 703	2 499	1,41%	Madrid
Ananda Development PCL-Nvdr	Real Estate Companies incl. REITs	13 820 500	9 098	12 191	3 093	1,17%	Bangkok
Ascendas India Trust	Real Estate Companies incl. REITs	2 324 000	9 588	11 910	2 322	1,14%	Singapore
Obero Realty Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	329 090	9 399	11 689	2 291	1,12%	National India
Keck Seng Investments	Real Estate Companies incl. REITs	1 434 000	10 977	11 053	76	1,06%	Hong Kong
Emlak Konut Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Real Estate Companies incl. REITs	1 560 000	13 879	11 024	-2 855	1,06%	Istanbul
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	Real Estate Companies incl. REITs	66 672 700	22 003	10 728	-11 274	1,03%	Indonesia
Bumi Serpong Damai PT	Real Estate Companies incl. REITs	13 045 300	12 469	10 686	-1 783	1,03%	Indonesia
CapitaLand Ltd	Real Estate Companies incl. REITs	650 000	11 295	10 441	-853	1,00%	Singapore
Ashford Inc	Real Estate Companies incl. REITs	19 000	13 125	10 194	-2 931	0,98%	New York
BR Malls Participacoes SA	Real Estate Companies incl. REITs	430 700	17 507	9 816	-7 691	0,94%	Sao Paulo
Vista Land & Lifescapes Inc	Real Estate Companies incl. REITs	10 686 100	10 098	9 804	-293	0,94%	Philippines
Entra ASA	Real Estate Companies incl. REITs	140 000	10 217	9 625	-592	0,92%	Oslo Børs
Grivalia Properties Reic AE	Real Estate Companies incl. REITs	119 790	7 813	9 074	1 261	0,87%	Athen
ADLER Real Estate AG	Real Estate Companies incl. REITs	75 381	8 829	8 820	-9	0,85%	Xetra
Ashford Hospitality Prime Inc	Real Estate Companies incl. REITs	54 000	5 616	6 455	839	0,62%	New York
Etalon Group Ltd GDR	Real Estate Companies incl. REITs	433 718	9 416	6 088	-3 329	0,58%	London International
Rockwell Land Corp	Real Estate Companies incl. REITs	20 000 000	8 187	5 618	-2 569	0,54%	Philippines
Parque Arauco SA	Real Estate Companies incl. REITs	349 321	3 977	5 124	1 147	0,49%	Santiago
General Shopping Finance	Real Estate Companies incl. REITs	1 000 000	5 429	4 104	-1 326	0,39%	Euroclear
Sum Værdipapirportefølje*			988 799	1 017 328	28 529	97,74%	
Disponibel likviditet				23 513		2,26%	
Sum andelskapital				1 040 841		100,00%	

* Tal i 1.000 NOK.



SKAGEN Focus

På jagt efter exceptionelle investeringer

- › Den negative reaktion på de nationale kinesiske aktier bredte sig til råvarer globalt.
- › Vi udnyttede svagheden i bilsektoren til at opbygge en beholdning i Infineon.
- › Omega Protein var en positiv bidragsyder – og har stadig et betydeligt potentiale.

1	2	3	4	5	RISIKO	7
Fondens startdato		26. maj 2015				
Afkast siden start		-21,12%				
Forvaltningskapital		571 mio. DKK				
Antal kendte investorer		3.539				
AFKAST		KV 3 2015*	Sidste 12 md.*			
SKAGEN Focus		-14,7 %	n/a			
MSCI World AC		-10,0 %	n/a			

* Pr. 30. september 2015.



PORTEFØLJEFORVALTERE

Filip Weintraub og Jonas Edholm

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

Bygger på svage markeder

Tredje kvartal var det første hele kvartal for den højkonsentrerede fond, SKAGEN Focus. Fonden gav et afkast på minus 14,7 procent mod minus 10 procent for indekset. Da fonden stadig er i den spæde begyndelse, vil vi gerne gentage, at man må forvente store afvigelser i forhold til det underliggende marked i kraft af den koncentrerede porteføljestruktur – med det særlige miks af selskabsspecifikke faktorer.

29,7 procent af fonden var i slutningen af kvartalet investeret i mindre selskaber (markedsværdi mindre end 2 milliarder USD), 31,7 procent i mellemstore selskaber (markedsværdi på 2-10 mia. USD), og 38,7 procent i store selskaber (markedsværdi på over 10 mia. USD). Fonden indeholder 29 positioner, hvor de 10 største står for lige over 50 procent af aktiverne. Vi har forøget vores beholdninger i svage perioder i løbet af kvartalet, og fondens kontantbeholdning er blevet halveret til 4,7 procent, fordelt på diversificerede valutaer. Vi har forøget vores beholdninger i blandt andre Carlsberg, SK Hynix og AerCap (yderligere detaljer kan læses i vores statusrapporter). Vi har trimmet vores beholdninger i Jenoptik og Hyundai i perioderne med vækst.

Vi har tilføjet to nye positioner i kvartalet. For det første tillod de generelt svage bilrelaterede aktier efter nyheden om VW-skandalen, at vi etablerede en beholdning af den tyske halvlederproducent Infineon. For det andet kom det schweiziske baserede industribageri Aryzta ind i porteføljen, efter at en række strategiske problemer førte til en attraktiv værdifastsættelse af aktien.

Flere specifikke markedsområder var usædvanligt svage i løbet af kvartalet. Baggrunden var først og fremmest den træge kinesiske vækst. Den negative reaktion på de nationale kinesiske aktier bredte sig også til råvarer globalt, idet væksten i det kinesiske råvareforbrug er aftagende. Det ser nu ud til, at et totalt

kollaps er indregnet i aktiekurserne. Energirelaterede selskaber var svage i kvartalet. Råolie faldt over 50 procent det seneste år, da der ikke var tegn på, at udbuddet er faldende lige foreløbig. Det er ikke overraskende, at de selskaber, som trækker fonden ned, skal findes i ovennævnte markedsområder. Det drejer sig blandt andre om det australsk baserede South32, det amerikanske onshore eftersøgningsselskab Whiting Petroleum, sølvmineselskabet Pan America Silver og den USA-baserede gødningsproducent Rentech. Vores overordnede vurdering er imidlertid, at disse investeringscases stadig holder. Reelt er værdifastsættelserne blevet endnu mere attraktive generelt i forhold til, da fonden blev lanceret, under forudsætning af normaliserede råvarepriser. Vi har derfor forøget nogle af disse beholdninger i perioden.

Den amerikanske næringsmiddelproducent Omega Protein var på listen over positive bidragsydere. Aktionærerne har tilkendegivet deres holdning til strategiske forandringer i selskabet og fremlagde, ligesom os, forøgede andele i kvartalet. Selskabet har god mulighed for selvstændig vækst, men vi kan se perspektiver i strategisk forandring eller ligefrem salg af selskabet. Baseret på værdiansættelsen af branchens seneste transaktioner har vores kursmål vist sig at være konservativt sat med mindst 100 procent. Omega Protein var fondens næststørste position i slutningen af kvartalet.

NYE SELSKABER

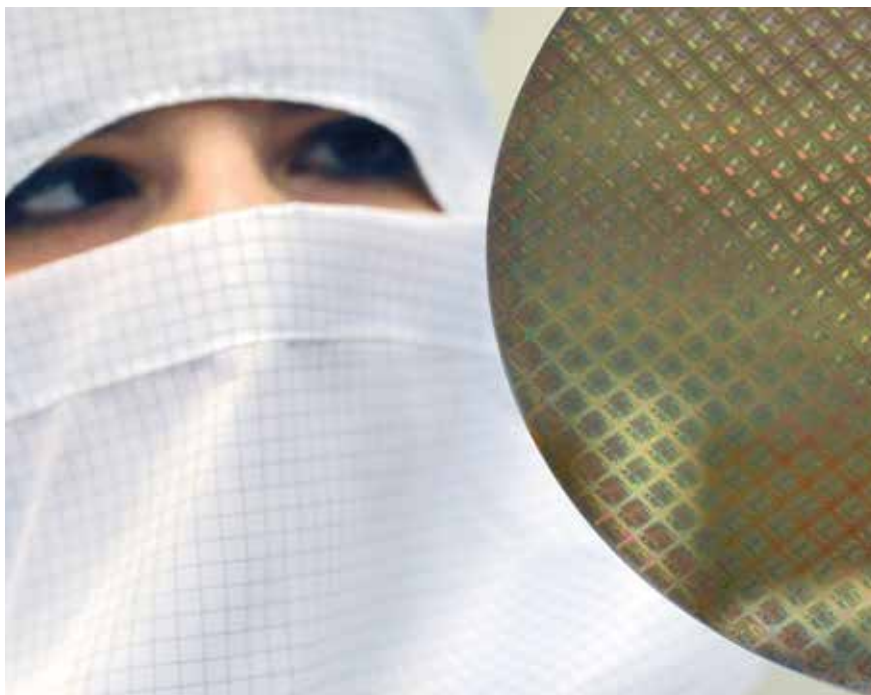


Foto: Bloomberg

Infineon er en tysk halvlederproducent og leverandør af systemløsninger. Selskabet tilgodeses af strukturskiftet inden for automobilsektoren, der er på vej fra forbrændings- til hybridmotorer. Det vil betyde dobbelt så mange halvledere pr. køretøj. Vi mener, at situationen omkring Volkswagen vil accelerere og ikke begrænse Infineons vækst. Infineon har også en stærk strategisk position inden for elektriske systemer

(opladere, batterihåndtering) og selvkørende biler/Advanced Driver Assistance Systems (ADAS), især inden for radar- og sikkerhedsudstyr, hvor høje konkurrencebarrierer gør det vanskeligt at komme ind på markedet. Vi mener, at aktien har et positivt potentiale på mindst 50 procent i vores grundscenarie.



Foto: Bloomberg

Aryzta driver en international fødevarevirksomhed og er førende leverandør af bageriprodukter, som brød, muffins og kiks. Selskabet samarbejder med fast-foodrestauranter og store dagligvarekæder som McDonalds i USA og Lidl i Europa. Det er repræsenteret i 25 lande, hvor det driver 60 bagerier. Aryzta har tidligere været favorit hos investorerne, men efter adskillige svigt i indtjeningen er aktien halveret de seneste 15 måneder. Med en optimering i driften anser vi derfor aktien for at være attraktiv set ud fra et risikoujusteret afkasts perspektiv.



Foto: Uniqua

UNIQA er en førende forsikringsgruppe i Østrig og Østeuropa (CEE) med forretningsaktiviteter inden for liv-, ejendoms- og skadesforsikring samt genforsikring. Gruppen har forbindelser til Reiffeisen, heriblandt distributionssamarbejde i en række CEE-lande. UNIQA Austria står for 40 procent af de samlede præmier i landet, og selskabet er den næststørste operatør efter Vienna Insurance. UNIQA International står for 30 procent af præmierne. Reiffeisens produktdivision (12 procent) er størrelsesmæssigt mindre end genforsikringssegmentet (17 procent), målt på indbetalt præmie. Selskabet har i årevis leveret solide resultater, men har været ignoreret af investorerne på grund af frykten for et svagt Østeuropa kombineret med den beskedne markedsværdi.



Foto: Fila

Fila Korea ejer det globale varemærke Fila og andre varemærker som for eksempel Titleist. Selskabet driver en global franchisemodel, hvor holdingselskabet modtager et vederlag fra franchisetageren. Selskabet designer selv sine produkter og udbyder direkte til Sydkorea og USA. Selskabets produkter omfatter fritidstøj, sportstøj, undertøj og fodtøj. Fila Korea opkøbte i 2011 luksusvaremærket Titleist sammen med nogle få andre investorer. Selskabet planlægger en børsnotering af Titleist-virksomheden i 2016. Falder den gunstigt ud i forhold til værdifastsættelsen af sammenlignelige konkurrenter, vil det udmønte sig i en asset value svarende til Fila Koreas samlede nuværende markedsværdi.



Foto: Bloomberg

Solazyme anvender mikro-alger til at omdanne billigt plantesukker til bæredygtige olie- og bioprodukter til personlig pleje-, næringsmiddels-, kemikalie- og brændstofmarkederne. Forskellige komplekse teknikker vil forøge olieproduktionen betydeligt og gøre det muligt at tilpasse olierne til kundernes specifikke behov. Opskalering af produktionen er på vej i Clinton, Iowa og på Moema-fabrikken i Brasilien. Det er desuden lykkedes for selskabet at udvikle den meget anerkendte og hurtigt voksende hudplejeserie Algenist. Den sælges i Europa i Sephoras forretninger, som er hoveddistributør. Solazyme overfører allerede etablerede teknologier til større industrielle processer, hvilket generelt giver en ujævn udvikling. Aktien kan derfor være ret volatil. Hvis selskabet får succes, er det positive potentiale formentlig det største ud af fondens samtlige beholdninger. Vi har dog begrænset størrelsen af beholdningen på grund af den fundamentale usikkerhed.



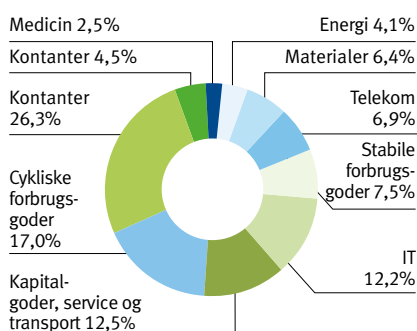
Foto: Bloomberg

Det USA-baserede **AerCap** er verdens største uafhængige leasing-flyelskab. Det er også aktivt inden for leasing af motorer, handel og salg af reservedele/flyservice. Selskabet blev omdannet i december 2013, da det opkøbte den indtil da største flyleasing-giver, IFLC, fra American International Group (AIG). Flåden består nu af 1.132 fly og ordrer på yderligere 340. Service er en integreret del af kontrakten med flyelskaberne. Ambitionen er i øjeblikket en vækst i den bogførte værdi på 5 procent om året fremover. AerCap drager fordel af væksten inden for rejser, som fordobles hvert 15. år, uden at påtage sig risikoen ved at drive et flyelskab. Vi mener, at aktien er betydeligt undervurderet, når vi ser på indtjeningssevne, resultatvækst og stabilitet.

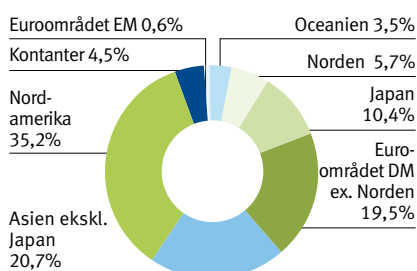
Værdipapir	Sektor	Antal	Købsværdi NOK *	Markedsværdi NOK *	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
American International Group Inc	Financials	120 000	55 344	57 870	2 526	7,95%	New York
Omega Protein Corp	Consumer Staples	310 800	32 873	45 626	12 752	6,27%	New York
Carlsberg AS-B	Consumer Staples	63 000	45 265	41 199	-4 066	5,66%	København
Jenoptik AG	Industrials	312 000	30 903	37 664	6 761	5,17%	Xetra
SK Hynix Inc	Information Technology	153 500	50 193	37 060	-13 133	5,09%	Seoul
SBI Holdings Inc	Financials	369 000	41 249	35 245	-6 004	4,84%	Tokyo
Citizens Financial Group Inc	Financials	173 000	36 064	34 851	-1 213	4,79%	New York
China Telecom Corp Ltd	Telecommunication Services	7 280 000	38 487	29 900	-8 588	4,11%	Hong Kong
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	Consumer Discretionary	32 000	23 164	26 252	3 088	3,61%	Seoul
South32 Ltd	Materials	3 110 000	41 462	25 421	-16 041	3,49%	Sydney
Aercap Holdings NV	Financials	75 710	28 080	24 677	-3 403	3,39%	New York
Ubiquiti Networks Inc	Information Technology	84 000	20 109	24 369	4 260	3,35%	NASDAQ
Stock Spirits Group Plc	Consumer Staples	977 000	22 990	23 618	628	3,24%	London
CIT Group Inc	Financials	67 000	23 964	22 844	-1 120	3,14%	New York
Fila Korea Ltd	Consumer Discretionary	31 000	23 155	22 197	-958	3,05%	Seoul
Pan American Silver Corp	Materials	400 000	27 564	21 502	-6 062	2,95%	NASDAQ
Softbank Group Corp	Telecommunication Services	53 000	24 635	20 676	-3 959	2,84%	Tokyo
Komatsu Ltd	Industrials	160 000	26 071	19 972	-6 099	2,74%	Tokyo
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	Energy	11 650 000	24 748	19 113	-5 635	2,63%	Hong Kong
Sandisk Corp	Information Technology	42 000	22 407	19 011	-3 396	2,61%	NASDAQ
Magforce AG	Health Care	365 000	19 097	18 399	-698	2,53%	Xetra
Uniq Insurance Group AG	Financials	215 000	15 526	15 753	227	2,16%	Wien
AirAsia Bhd	Industrials	5 570 100	23 182	13 854	-9 328	1,90%	Kuala Lumpur
Aryzta AG	Consumer Staples	37 707	16 151	13 559	-2 592	1,86%	Zürich
Rentech Inc	Industrials	239 500	20 683	11 587	-9 096	1,59%	New York
Whiting Petroleum Corp	Energy	85 000	21 857	10 879	-10 978	1,49%	New York
Infineon Technologies AG	Information Technology	86 000	7 631	8 242	610	1,13%	Frankfurt
Solazyme Inc	Industrials	382 000	9 219	7 725	-1 494	1,06%	NASDAQ
Fourlis Holdings SA	Consumer Discretionary	177 748	4 456	4 212	-244	0,58%	Athen
Hyundai Motor Co GDR	Consumer Discretionary	5 173	2 102	2 013	-89	0,28%	London
Værdipapirportefølje*			778 631	695 287	-83 344	95,50%	
Disponibel likviditet				32 781		4,50%	
Sum andelskapital				728 068		100,00%	

* Tal i 1.000 NOK.

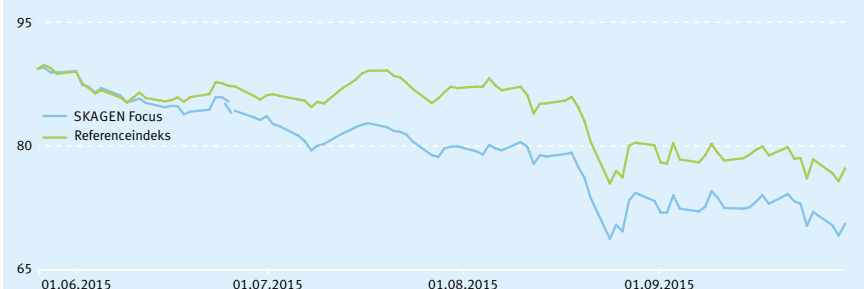
BRANCHEFORDELING (afrundet)



GEOGRAFISK FORDELING (afrundet)



KURSHISTORIK SKAGEN FOCUS



NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN FOCUS 3. KV. 2015 (MIO. NOK)

5 største positive bidragydere		5 største køb	
Omega Protein Corp	12	Aryzta AG	16
Jenoptik AG	8	Fila Korea Ltd	11
Ubiquiti Networks Inc	3	Uniq Insurance Group AG	9
Hyundai Motor Co GDR	3	SK Hynix Inc	8
Infineon Technologies AG	1	Infineon Technologies AG	8
5 største negative bidragydere		4 største salg	
Whiting Petroleum Corp	-12	Hyundai Motor Co GDR	-5
South32 Ltd	-8	China Child Care Corp Ltd	-4
SK Hynix Inc	-8	Jenoptik AG	-3
Rentech Inc	-8	Citizens Financial Group Inc	-1
Komatsu Ltd	-5		

Kina angår os alle

Hvor bekymret skal vi være over den svagere økonomiske vækst i Kina?

Kina er efter flere årtiers formidabel vækst blevet meget vigtig for den globale økonomi. Landets BNP udgjorde for ti år siden 4,4 procent af den globale produktion. Andelen var sidste år øget til 13,3 procent. Kun USA bidrager mere til verdens produktion af varer og tjenester. Kina har en meget åben økonomi med en stor andel af import og eksport.

Den kinesiske økonomis størrelse og de tætte bånd til resten af verden betyder, at det, som foregår i Kina, angår os alle. Det handler ikke bare om, hvor høj vækstraten er, men også hvilke tiltag myndighederne iværksætter, og hvordan de påvirker økonomien. Kina devaluerede i august renminbien med tre procent mod dollaren, hvilket også svækkede de fleste vækstmarkedsvalutaer. Årsagen var øget skepsis over for udviklingen i kinesisk økonomi og over for den effekt, en kinesisk nedtur vil have på vækstmarkedslande, som producerer råvarer for kineserne. Det er desuden spørgsmålet, om der var tale om den første af flere devalueringer fra kineserne for at prøve at holde BNP-væksten oppe.

Skepsis over for myndighederne

Landets BNP steg ifølge de kinesiske myndigheder med præcis syv procent fra første halvår sidste år til første halvår i år. Men rigtig mange er skeptiske over for dette tal. Myndighedernes målsætning er, at økonomien i år skal vokse med – ja, netop syv procent. Det virker mildt sagt en smule suspent, at statistikerne serverer en bulls eye for politikerne.

Andre tal, der ikke har samme symbolværdi som BNP-væksten, efterlader det indtryk, at væksten er lavere. Importen faldt med seks procent i 12-månedersperioden fra juni sidste år til juni i år, og eksporten steg kun 2,7 procent. Det vidner om lavere vækst i det hjemlige forbrug af varer og tjenester og betydeligt lavere vækst i den globale efterspørgsel på kinesisk producerede varer og tjenester. Begge dele er svære at forene med en BNP-vækst på syv procent.

De officielle tal for industriproduktionen har ligeledes høj symbolværdi. De udtrykker, at den årlige vækst indtil nu i

år har holdt sig på omkring seks procent. Men aktivitetsindikatorer, produceret både af de kinesiske myndigheder og det internationale finansielle informationsbureau Markit, peger på, at industriproduktionen nogenlunde står stille på stedet.

Tror, at væksten ligger på fem procent

Kinas nuværende premierminister udtalte for nogle år siden, at man ikke kunne stole på de officielle BNP- og industriproduktionstal. Han mente, at fokus burde ligge på kreditformidling, el-produktion og jernbanernes fragtvolumen. En sådan temperaturmåler har imidlertid den svagheit, at serviceproduktionens stigende betydning ikke opfanges. Den har de seneste to år udgjort en større andel af BNP end industriproduktionen og bygge- og anlægssektoren.

Serviceproduktionens betydning kan vise sig at være langt højere, end de officielle statistikker påstår. Det skyldes ikke kun, at kommunister godt kan lide industriarbejdere. Det er vanskeligt at opfange nye erhvervsgrenes betydning. PMI-tallene for serviceproduktion peger på, at væksten har ligget på cirka det samme niveau de seneste tre år.

Når alt kommer til alt, vil jeg tro, at væksten i den kinesiske økonomi ligger på omkring fem procent. Det stemmer godt overens med investorernes prisfastsættelse af globale aktiver.

Det er helt naturligt, at den økonomiske vækst aftager, efterhånden som et land bliver rigere. Først plukker man de lavt hængende frugter, som ikke kræver den store kapital. Efterhånden får man mindre og mindre igen for ny kapital. Trendvæksten kan stadig holdes på et rimelig højt niveau, men yderligere markedsøkonomiske reformer er påkrævet. For eksempel privatisering af de store statsejede selskaber. De kinesiske myndigheder har på dette punkt indikeret, at de har viljen, men indtil nu har man intet foretaget sig.

Devaluering er det bedste våben

Trendvæksten holder sig fint på fem-seks procent, men der er alligevel fare for, at Kina står over for en faldende konjunktur.

Mange af sidste års investeringer har ikke været lønsomme. Gælden har hobet sig op, især hos de lokale myndigheder, og den kan blive svær at vedligeholde. Et betydeligt fald i investeringerne og forbrugernes svigtende tro på fremtidig indtægt kan trække realvæksten yderligere ned. Det vil skabe negative ringe i vandet i den globale økonomi.

Hvad vil myndighederne så foretage sig for at få økonomien ud af en faldende konjunktur? Erfaringen antyder, at de vil forsøge sig med finanspolitiske tiltag. Men økonomiens historie har vist, at finanspolitik ikke er særlig velegnet til at få økonomien op af en bølgedal.

Pengepolitik har større virkning. Renten er imidlertid allerede ret lave i Kina, så der er ikke meget at tage af. Det kan stimulere øget udlån at slække yderligere på bankernes reservekrav, som har en funktion i Kina. Men effekten af at nedskrive renminbiens værdi er nok størst. Eksporten vil blive stimuleret, og den hjemlige efterspørgsel vredet i retning af egne varer og tjenester. Der vil sikkert være meget at komme efter her, uden fare for at inflationen – som ligger på 1,6 procent – vil løbe løbsk.

Renminbien er blevet styrket, i tråd med at Kina i flere år er vokset mere end handelspartnerne. Ved udgangen af september var den kinesiske valuta handelsvægtet otte procent stærkere end for et år siden.

Hvis det viser sig, at Kina glider ind i en lavkonjunktur, må vi formentlig være forberedt på en langt svagere renminbi. Så gælder det om at få udrett, hvilke konsekvenser det vil få for den globale økonomi og priser på aktiver.



– Torgeir Høien

Porteføljeformidler SKAGEN Tellus



SKAGEN Tellus

Åbner døren til globale renter

- › Tabte på den udeblevne Grækenland krise
- › Kinaeffekten større end antaget
- › God gevinst på lange amerikanske statsobligationer

1 2 3 **RISIKO** 5 6 7

Fondens startdato 29. september 2006

Afkast siden start 60,05%

Forvaltningskapital 1.068 mio. DKK

Antal kendte investorer 2.825

AFKAST	KV 3 2015*	Sidste 12 md.*
SKAGEN Tellus	-3,48%	0,59%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged	1,63%	10,29%

* Pr. 30. september 2015.



PORTEFØLJEFORVALTERE

Torgeir Høien og Jane Tvedt

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



Frygtet græsk mislighold

Tallenes tale er klar: SKAGEN Tellus havde et dårligt tredje kvartal. Årsagen er, at vi ikke har tacklet uroen på de internationale finansielle markeder på en god måde.

I slutningen af andet kvartal solgte vi os ud af statsobligationer udstedt af eurozonens såkaldte periferi. Det skyldes den store usikkerhed omkring resultatet af forhandlingerne mellem Grækenland og landets officielle kreditorer. Hvis Grækenland var gået ud af eurozonen og misligholdt sin gæld, ville renterne i periferilande formentlig være eksploderet og obligationskurserne faldet. Som vi ved, så lagde den græske regering sig fladt på ryggen og accepterede kreditorernes krav.

Set i bakspejlet burde vi have beholdt obligationerne og nydt godt af det umiddelbare rentefald, der kom efter situationen i Grækenland var afklaret. Men da situationen virkede allermest fastlåst, vurderede vi risikoen til for at være for høj og besluttede at sælge os ud af lande, som kunne blive påvirket, hvis Grækenland misligholdt sine gældsforpligtigelser. Det tabte vi på. I tredje kvartal har vi igen investeret i Sydeuropa - i spansk, portugisisk og slovensk statsgæld, og disse obligationer har givet positivt afkast. Men vi ville have tjent mere, hvis vi havde beholdt positionerne, som vi havde i andet kvartal.

Kinas økonomi er aftaget mere, end vi havde forventet, med store konsekvenser for andre vækstmarkeder, især råvareeksportører. I begyndelsen af august valgte de kinesiske myndigheder at nedskrive værdien af deres valuta over for dollaren med ca. tre procent. Devalueringen, og signalet devalueringen gav om den kinesiske økonomi, fik negative konsekvenser for de globale kapitalmarkeder.

Råvareproducenternes valutaer blev yderligere svækket, og dem med tilhørsforhold i vækstmarkeder oplevede også en markant rentestigning. Selv i lande med sunde statsfinanser. Det resulterede i tab på vores investeringer i disse lande. Tabet kom i form af lavere valutakurs i forhold til euroen og et fald i obligationskurserne. Men vi havde reduceret vores positioner i vækstmarkederne, og det begrænsede tabet.

Som et resultat af usikkerheden omkring udviklingen af den kinesiske økonomi og konsekvenserne for den globale økonomi (læs mere om dette i makrokommentaren på side 33), har vi i øjeblikket lav eksponering mod lande, som er påvirket af en fortsat kinesisk nedtur.

For at slutte af med noget positivt: Vi har tjent penge på vores position i lange amerikanske statsobligationer. Som forventet nægter den amerikanske centralbank (FED) at hæve renten i et klima, hvor inflationen fortsat er meget lav. Vi har også fået positive afkast på vores investeringer i Frankrig og Holland. Den Europæiske Centralbank (ECB), står med det samme problem som FED: De kan ikke øge inflationen. Derfor er de korte renter meget lave, og de længere renter falder tilbage.

Værdipapir	Forfalds- dato	Kupon	Nominelt ***	Kostpris ***	Markeds- kurs	Vedhæn- gende rente ***	Markeds- værdi ***	Markeds- værdi inkl. vedhæn- gende rente ***	Urealiseret gevinst/ tab ***	Andel af fonden
STATSOBLIGATIONER										
Brazilian Government	10.01.2028	10,25	15.400	44.628	162,49	993	25.023	26.017	-19.605	1,90%
Chilean Government	05.08.2020	5,50	4.410.000	54.659	1,29	453	56.675	57.129	2.016	4,18%
Colombian Government	14.04.2021	7,75	13.400.000	48.232	0,28	1.332	37.330	38.661	-10.903	2,83%
Croatia Government International Bond	30.05.2022	3,87	8.300	74.798	961,20	1.032	79.779	80.812	4.981	5,91%
Portugese Government	15.10.2025	2,87	5.000	47.985	996,12	952	49.806	50.757	1.821	3,71%
Slovenia Government	30.03.2026	5,12	3.500	41.766	1.245,62	861	43.597	44.458	1.831	3,25%
Spanish Government	30.04.2025	1,60	5.000	45.315	937,88	319	46.894	47.214	1.579	3,45%
French Government	25.05.2020	0,00	15.000	129.408	949,10	0	142.366	142.366	12.958	10,41%
Netherlands Government	15.01.2020	0,25	13.600	119.697	965,44	230	131.299	131.529	11.603	9,62%
European Bank Recon & Dev	19.03.2018	5,75	200.000	25.846	12,70	1.595	25.399	26.995	-447	1,97%
Japan Government	20.06.2016	1,90	900.000	62.398	7,21	340	64.868	65.208	2.470	4,77%
Mexican Government	20.11.2036	10,00	60.000	38.345	68,78	858	41.270	42.129	2.925	3,08%
New Zealand Government	17.04.2023	5,50	8.000	54.358	638,62	1.103	51.089	52.192	-3.269	3,82%
Peruvian Government	12.08.2037	6,90	18.000	41.063	239,95	439	43.190	43.629	2.128	3,19%
Lithuanian Government	01.02.2022	6,62	5.500	42.570	1.034,39	510	56.891	57.401	14.321	4,20%
US Government	31.08.2016	0,50	20.800	137.570	855,12	82	177.865	177.947	40.295	13,01%
US Government	30.06.2017	0,62	8.000	63.152	854,59	107	68.367	68.474	5.215	5,01%
US Government	15.02.2025	2,00	20.900	170.152	849,70	446	177.588	178.034	7.435	13,02%
Sum Værdipapirportefølje				1.241.944		11.653	1.319.298	1.330.950	77.354	97,31%
Disponibel likviditet				36.610			36.817	36.817	207	2,69%
Sum andelskapital				1.278.554		11.653	1.356.115	1.367.768	77.561	100,00%

Nøgletal

Effektiv underliggende avkastning 2,33% Effektiv avkastning till kunder* 1,53% Duration** 4,96

* 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



SKAGEN Credit EUR

De bedste virksomhedsobligationer
fra den globale frugthave

- › Usikker økonomisk vækst i Kina
- › Nedjustering af kreditværdigheden af Brasilien
- › Faldende råvarepriser

1 2 RISIKO 4 5 6 7

Fondens startdato	30. maj 2014
Afkast siden start	-5,55%
Forvaltningskapital	38 mio. DKK
Antal kendte investorer	41

AFKAST	KV 3 2015*	Sidste 12 md.*
SKAGEN Credit EUR A	-5,44%	-5,30%
Euribor 3M	-0,01%	0,24%

* Pr. 30. september 2015.



PORTEFØLJEFORVALTERE

Ola Sjöstrand og Tomas
Nordbø Middelthon

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



Foto: Bloomberg

Brasilien blev nedgraderet af Standard & Poors i september, og den dårlige kreditværdighed smitter af på brasilianske virksomheder. Vores brasilianske selskaber, med det statslige olieselskab Petrobras, blev ikke påvirket af dette. På billedet gør besætningen på en færge klar til at gå fra borde i Rio de Janeiro - boreplatform i baggrunden.

Stor turbulens

Efter et godt første halvår blev tredje kvartal mere turbulent, hvor det positive afkast, der var opbygget ind til videre i år, forsvandt og gik i minus. Hvad var det, der gav et negativt afkast i kvartalet på 5,4 procent i SKAGEN Credit?

1) Usikker økonomisk vækst i Kina

Den økonomiske vækst i Kina er aftagende, og de fremtidige vækstprognoser er usikre. Kina har i de seneste ti år været den store vækstmotor i verden med eksport, investeringer i jernbaner, veje og boliger som centrale bidragsydere. Væksten er nu aftaget noget, og behovet for råvarer er derfor faldende. Selskaber med eksponering mod den kinesiske økonomi oplever hårdere tider.

2) Nedgradering af kreditværdigheden af Brasilien

I begyndelsen af september blev Brasiliens kreditvurdering nedgraderet fra "Investment Grade" til "High Yield" af ratingbureauet Standard & Poors pga. landets svage økonomiske udvikling, og nedslående prognoser for nærmeste fremtid.

Brasiliansk økonomi er meget afhængig af råvarer, og i takt med faldende råvarepriser er landets eksportindtægter faldet betydeligt. Den nationale kreditvurdering smitter af på brasilianske virksomheder, som i vid udstrækning automatisk nedjusteres, når landet bliver nedjusteret. Fortjent eller ej. Brasilien er derfor blevet upopulær blandt investorerne. Mange vil sælge deres investeringer i landet, men få ønsker at købe. Aktier, obligationer og valuta har derfor faldet kraftigt.

3) Faldende råvarepriser

Som nævnt har råvarepriserne igennem længere tid været svage. Og udviklingen blev kun yderligere forværret i efteråret. Det gælder lige fra olie og kul til jernmalm og kobber. Årsagerne til prisen faldet varierer, men generelt er udbudssiden ikke tilpasset til den lavere efterspørgsel.

Verdens store råvareimportør, Kina, har reduceret antallet af investeringer i byggeri og infrastruktur. Råvareeksportører som Brasilien og Norge (olie) bliver betalt mindre for deres varer. Og forventet indtjening hos råvarebaserede virksomheder er som følge deraf faldende.

Se gennem støjen

En stor del af tredje kvartals svage afkast kan derfor kobles op på det dårligere klima i realøkonomien og ikke som følge af specifikke negative selskabsbegivenheder i porteføljen.

At de brasilianske myndigheder håndterer deres økonomi dårligt, påvirker alle brasilianske selskaber. Vi må som langsigtede investorer evne at se ud over støjen fra ledelse og midlertidigt salgspres fra investorer, der ønsker at komme ud af markedet.

Så længe virksomhederne producerer varer, der sælges til en fornuftig pris, og er i stand til at administrere sin gæld, er der ingen grund til at sælge obligationerne til lave priser. Ingen af selskaberne i SKAGEN Credit har betalingsproblemer. Der er selvfølgelig ingen garanti for, at dette ikke kan ske i fremtiden. Så længe markedsstøjen sætter obligationskurserne under pres, er der ingen grund til at sælge ud. Det gælder om at forblive langsigtet og vente på, at markedet vender, og sunde virksomheder igen bliver højere værdisat.

VÆRDIPAPIRPORTEFØLJE SKAGEN CREDIT PR. 30.09.2015

SKAGEN CREDIT EUR	Valuta	Forfaldsdato	Number of units	Kupon	EUR	%
SKAGEN Credit			409		5.021	99,46
Likviditet					27	0,54
Sum andelskapital					5.048	100,00

Valutasikringsgrad 99,13%, ejerandel af SKAGEN Credit 24,52%

SKAGEN Credit SEK/NOK/EUR 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
Gazprom OAO Via Gaz Capital SA	USD	11.04.2018	800	8,15	7.539	3,87
Petrobras Global Finance BV	USD	01.03.2018	700	5,88	4.946	2,54
Seadrill Ltd	USD	15.09.2017	700	6,13	4.760	2,44
Noble Group Ltd	USD	29.01.2020	750	6,75	4.561	2,34
Talisman Energy Inc	GBP	05.12.2017	300	6,63	4.430	2,28
Petrobras Global Finance BV	USD	20.01.2020	100	5,75	640	0,33
Sum Energi					26.875	13,80
SSAB AB	EUR	10.04.2019	800	3,88	7.630	3,92
Braskem Finance Ltd	USD	15.04.2021	775	5,75	5.699	2,93
INEOS	EUR	01.05.2023	400	4,00	3.569	1,83
Glencore Funding LLC	USD	29.04.2019	475	3,13	3.476	1,79
Glencore Canada Financial Corp	GBP	27.05.2020	250	7,38	3.041	1,56
Sum Materialer					23.415	12,03
Color Group AS	NOK	18.09.2019	7.000	6,43	6.875	3,53
Stena AB	EUR	01.02.2019	620	5,88	6.294	3,23
Norwegian Air Shuttle AS	NOK	03.07.2017	6.000	5,06	5.955	3,06
PostNL NV	GBP	14.08.2018	350	7,50	5.233	2,69
Heathrow Funding Ltd	GBP	10.09.2018	300	6,25	4.300	2,21
Tallink Group AS	NOK	18.10.2018	3.000	6,26	3.130	1,61
Bombardier Inc	USD	16.03.2020	400	7,75	2.906	1,49
Empresas ICA SAB de CV	USD	04.02.2021	450	8,90	1.985	1,02
Solstad Offshore ASA	NOK	24.06.2019	2.000	4,70	1.252	0,64
Sum Kapitalgoder, service og transport					37.929	19,48
Best Buy Co Inc	USD	15.03.2021	500	5,50	4.505	2,31
Fiat Finance & Trade SA	EUR	15.03.2018	400	6,63	4.159	2,14
Samvardhana Motherson Automotive systems Group BV	EUR	15.07.2021	400	4,13	3.475	1,78
Jaguar Land Rover Automotive Plc	USD	14.12.2018	400	4,13	3.407	1,75
Sum Cykliske forbrugsgoder					15.546	7,99
Safeway Ltd	GBP	10.01.2017	400	6,00	5.630	2,89
Avon Products Inc	USD	01.03.2019	400	6,50	2.981	1,53
JBS Investments GmbH	USD	28.10.2020	300	7,75	2.692	1,38
Cosan Luxembourg SA	USD	14.03.2023	300	5,00	1.920	0,99
Lennar Corp	USD	17.06.2019	200	4,50	1.756	0,90
Sum Stabile forbrugsgoder					14.978	7,69
Amlin Plc	GBP	18.12.2026	500	6,50	6.977	3,58
Bank of Baroda - London	USD	23.07.2019	750	4,88	6.892	3,54
Danske Bank AS	GBP	29.09.2021	500	5,38	6.795	3,49
Standard Chartered Bank	GBP	03.04.2018	350	7,75	5.196	2,67
Tyrkiye Halk Bankasi AS	USD	19.07.2017	550	4,88	4.784	2,46
Insurance Australia Group Ltd	GBP	21.12.2026	300	5,63	4.106	2,11
Diamond Bank Plc	USD	21.05.2019	400	8,75	3.228	1,66
Akbank TAS	USD	09.03.2018	300	6,50	2.691	1,38
Akbank TAS	USD	24.10.2017	250	3,88	2.175	1,12
American Tower Corp	USD	15.02.2019	200	3,40	1.763	0,91
Banco Est Rio Grande Sul	USD	02.02.2022	250	7,38	1.647	0,85
Sum Bank og finans					46.254	23,76
Rolta Americas LLC	USD	24.07.2019	400	8,88	1.542	0,79
Sum informationsteknologi					1.542	0,79
Bharti Airtel International Netherlands BV	EUR	10.12.2018	600	4,00	6.266	3,22
VimpelCom Holdings BV	USD	01.03.2022	550	7,50	4.752	2,44
VimpelCom Holdings BV	USD	01.03.2017	200	6,26	1.767	0,91
Sum Telekommunikation					12.784	6,57
EP Energy AS	EUR	01.11.2019	675	5,88	7.343	3,77
EDP Finance BV	USD	01.10.2019	750	4,90	6.858	3,52
EDP Finance BV	EUR	21.09.2017	175	5,75	1.821	0,94
Sum Utilities					16.021	8,23
Sum Værdipapirportefølje					195.345	100,34
Derivatives*						
IRS EUR 20180620	EUR	20.06.2018	3.000		-368	-0,19
IRS EUR 20210511	EUR	11.05.2021	600		-65	-0,03
IRS GBP 20180129	GBP	29.01.2018	1.200		-345	-0,18
IRS USD 20180620	USD	20.06.2018	3.500		-552	-0,29
IRS USD 20190820	USD	20.08.2019	2.000		-389	-0,20
IRS USD 20210622	USD	22.06.2021	1.000		-240	-0,13
Sum Derivater					-1.959	-1,01
Likviditet					1.304	0,67
Sum andelskapital					194.690	100,00

Afkast- og risikomåling

Afkast*

Pr. 30.09.2015	NAV Seneste år	NAV Seneste 2 år	NAV Seneste 5 år	NAV Seneste 7 år	NAV Seneste 10 år	NAV Levetid
SKAGEN Vekst A	-8,5%	2,6%	3,7%	6,3%	4,4%	13,5%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	5,1%	11,4%	10,4%	10,9%	6,7%	9,6%
SKAGEN Global A	-4,1%	4,8%	8,0%	8,7%	6,8%	14,2%
MSCI World AC	5,4%	12,1%	11,1%	9,1%	4,9%	3,7%
SKAGEN Kon-Tiki A	-11,9%	-2,2%	0,5%	7,2%	7,0%	13,0%
MSCI Emerging Markets	-8,4%	1,0%	0,3%	6,0%	5,1%	6,9%
SKAGEN m2 A	2,6%	7,4%				3,9%
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	13,4%	13,6%				10,6%
SKAGEN Focus A						-21,1%
MSCI World AC						-14,1%
SKAGEN Avkastning	-13,4%	-4,6%	0,1%	1,9%	1,7%	4,7%
Statsobligasjonsind. 3.00	-11,3%	-4,1%	-0,3%	2,1%	1,8%	4,8%
SKAGEN Tellus A	0,6%	4,6%	3,9%	6,3%		5,4%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR	10,3%	8,9%	3,9%	5,8%		5,0%
SKAGEN Credit EUR A	-5,3%					-4,2%
3 Month EURIBOR	0,2%					0,0%

Risiko og præstationsmåling

Pr. 30.09.2015	SKAGEN Kon-Tiki A	SKAGEN Global A	SKAGEN Vekst A	SKAGEN Tellus A
RISIKO- OG PRÆSTATIONSMÅL SENESTE 5 ÅR				
Standard Deviation NAV	15,0%	12,7%	14,0%	6,3%
Standard Deviation Benchmark	14,6%	10,5%	12,9%	7,8%
Tracking Error	5,0%	4,8%	5,9%	5,7%
Alfa	0,1%	-4,2%	-6,1%	1,7%
Jensen's Alfa	0,1%	-4,1%	-6,1%	1,5%
R2	88,9%	86,6%	81,7%	46,5%
Information Ratio Arithmetic	0,0	-0,6	-1,1	0,0
Correlation	0,9	0,9	0,9	0,7
Beta	1,0	1,1	1,0	0,6

GEVINST- OG TABSANALYSE SENESTE 5 ÅR				
Sharpe Arithmetic	0,01	0,59	0,24	0,56
Sharpe Ratio Benchmark	0,01	0,98	0,75	0,46
Relative Gain Loss Ratio	1,00	0,82	0,71	1,06
Consistence	48,33%	40,00%	40,00%	51,67%
Consistence Market is Up	33,33%	42,50%	34,21%	32,26%
Consistence Market is Down	63,33%	35,00%	50,00%	72,41%
Relative Gain	97,86%	101,89%	90,56%	88,99%
Relative Loss	97,87%	124,52%	126,92%	83,93%
Positive Index Divergence	6,79%	5,54%	5,49%	7,76%
Negative Index Divergence	6,80%	8,25%	11,69%	7,68%
Percentage Positive Index Divergence	49,98%	40,17%	31,95%	50,27%
Percentage Positive Index Divergence Market Up	36,12%	46,30%	30,44%	25,48%
Percentage Positive Index Divergence Market Down	61,15%	29,67%	35,48%	78,13%

VALUE AT RISK 5 ÅR				
Value at risk: observed, NAV	-9,0%	-6,6%	-8,5%	-2,8%
Value at risk: observed, Benchmark	-8,4%	-3,8%	-6,2%	-3,1%
Relativ Value at Risk, observed	-2,5%	-3,3%	-3,1%	-3,3%

*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. Dette betyder, at afkast før ændringen blev opnået under andre forudsætninger end i dag.

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

BEGREBSFORKLARING

Standardafvigelse er et mål for variationen i det årlige afkast. Der er en 65 procents tilnærmet 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 erved 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).

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 Sørberg (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: *Ved frokosten, 1883.*
Af P.S. Krøyer
Tilhører Skagens museum (manipuleret).



SKAGEN
fondene



- Hjemmemarked
- Internationalt marked
- Markedsføringstilladelse