



# SKAGEN Kon-Tiki

## Statusrapport – oktober 2015

Kunsten å bruke sunn fornuft

# Hovedtrekk – oktober 2015

- SKAGEN Kon-Tiki\* var opp 6,8 prosent i oktober, mens vekstmarkedsindeksen steg med 6,2 prosent. Så langt i år er fondet ned 0,4 prosent, mens referanseindeksen er opp 2,2 prosent. Etter en vanskelig start på året har SKAGEN Kon-Tiki gått bedre enn referanseindeksen de siste 6 månedene.
- Våre tre beste bidragsyttere i oktober var Samsung Electronics, Naspers og X5. Samsung Electronics leverte gode resultater i Q3, men enda viktigere var det at de annonserte en plan for aksjonærgodtgjørelse, noe som var veldig gode nyheter (spesielt for oss som eier preferanseaksjer.) Naspers har gått bra som følge av en styrkelse i Tencent (hvor deres eierandel på 34 prosent er verdt mer enn Naspers market cap). X5 fortsatte sin gode utvikling fra tidligere måneder ettersom andre investorer også begynner å tro på en suksessfull omstilling, samtidig som de innser den sterke posisjonen selskapet har i vanskelige tider.
- På bunnen av bidragslisten for oktober var den indiske bilprodusenten Mahindra & Mahindra, det indiske film- og distribusjonsselskapet Eros International og tørrlast shippingselskapet Golden Ocean Group. Mahindra har vært svak på lave salgsvolumer, men vi ser signaler på at salget begynner å bedre seg både innen bil- og traktorsegmentet. Eros er ned etter en anonym Twittermelding som påstod regnskapstriksing og bedrageri. Golden Ocean har vært svak siden den forventede oppgangen i ratene ennå ikke har vist seg.
- SKAGEN Kon-Tiki kjøpte ingen nye posisjoner i oktober. Vi fortsatte å selge ut av posisjoner med lavere overbevisning. Hitachi ble solgt ut som følge av endret risikovurdering i det nåværende klima. Konglomeratet Kulim Malaysia ble også solgt ut i oktober etter en fin reise - opp 33 prosent siden slutten av juli. Vi solgte ut den kinesiske klokkeforhandleren Hengdeli og Raiffeisen Bank.
- Vekstmarkedene handles fortsatt til en rabatt mot utviklede markeder og har en 2015e P/E på 12,3 og P/B på 1,4x, sammenlignet med hhv. 17,4x og 2,2x for de utviklede markedene.
- Fondets portefølje forblir attraktivt verdsatt til en 2015e P/E på 8,8x og en P/B på 1,0x. Topp 12 posisjonene står nå for over 49 prosent av fondet og fondet har totalt 78 posisjoner (ned fra 95 på begynnelsen av året). Basert på et to-års perspektiv ser vi nå en oppside på 55 prosent for porteføljen.

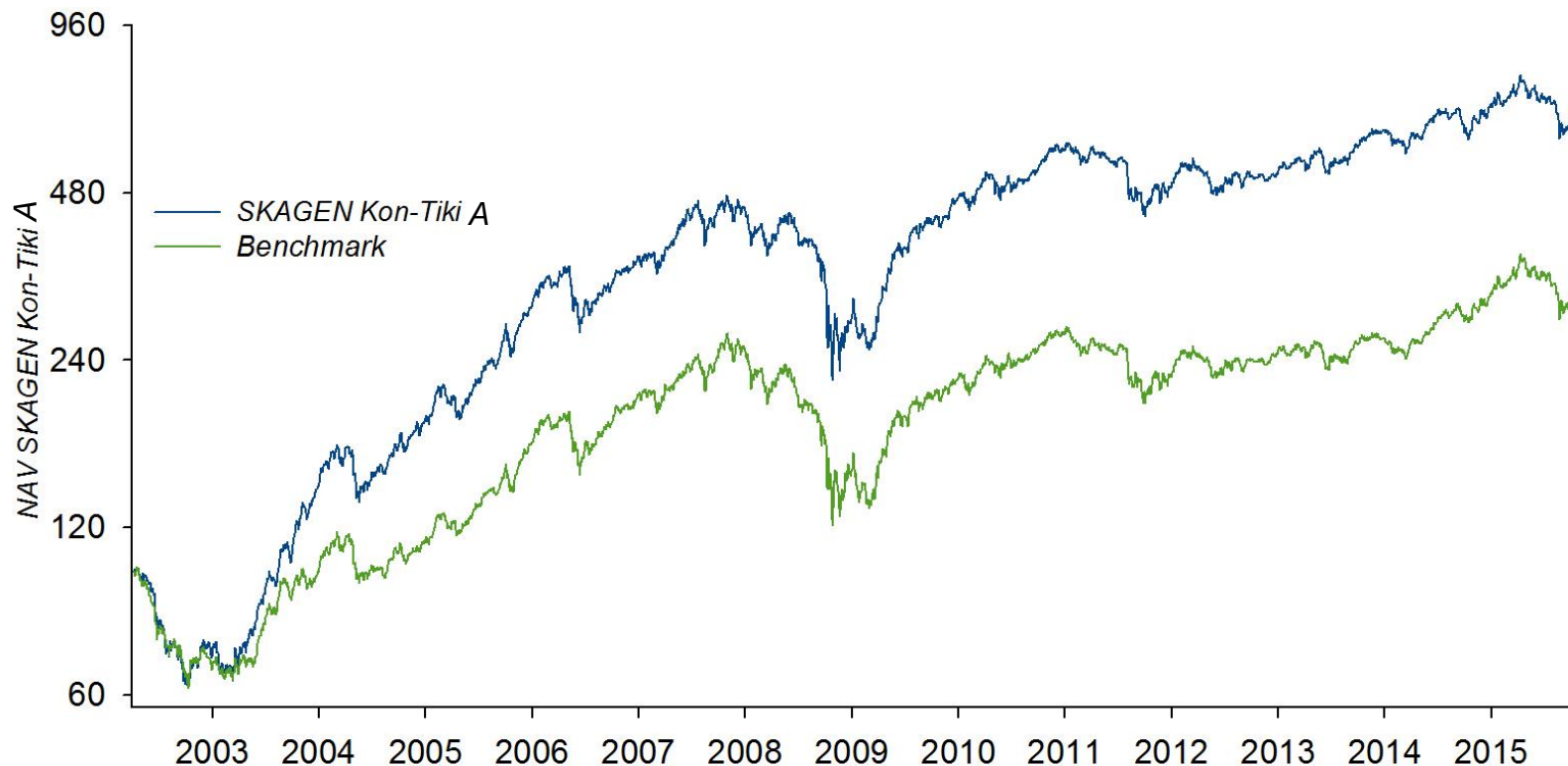
\* Med mindre annet er oppgitt er alle avkastningstallene for fondet i denne rapporten knyttet til klasse A, og er etter fradrag for gebyrer.

# Hovedtrekk – markeder oktober 2015

- Globale markeder steg og hadde den beste måneden siden eurokrisen i 2011. Vekstmarkedene deltok i denne oppgangen, men fortsetter å gjøre det svakere enn de utviklede markedene.
- Vekstmarkedsvalutaene styrket seg versus USD (spesielt i den første halvdel av måneden), med indonesiske Rupiah, koreanske Won og tyrkiske Lira var opp 4-7 prosent denne perioden, mens meksikanske Peso, russiske Rubler og brasilianske Real var opp rundt 2,5 prosent.
- Hva har drevet bedringen i aksjemarkedene? Forventninger om en rentøkning i USA ble skjøvet frem i tid igjen. Kina synes å ha stabilisert seg for nå med BNP for 3. kvartal litt høyere enn forventet (på 6,9 prosent) hvor overgangen fra eksport- til en serviceøkonomi fortsetter og med fortsatt snakk om lettelser. Den europeiske sentralbanken uttalte at de vurderer å øke sitt program for kjøp av obligasjoner og kutte renten hvis nedgangen i vekstmarkedene vil true eurosonens økonomiske gjeninnhenting.
- Råvarer var litt opp i oktober etter å ha vist god styrke i første halvdel, men falt litt tilbake mot slutten av måneden. Dette sammenfalt med en styrkelse i USD i den siste halvdel av oktober på økt sannsynlighet for at FED vil heve renten i desember.
- Vi er nå godt i gang med rapportering av 3. kvartal som har vært blandet så langt. USA har vært sterk og trenden viser en EPS (inntjening per aksje) bedre enn forventet til tross for en generell bom på topplinjen. Europa har vært mindre positiv, men med den samme trenden at EPS har vært relativt bedre enn topplinjen, sammenlignet med forventningene. Så langt viser vekstmarkedene at samlet nettoinntekter og salg ikke svarer til forventningene, mye drevet av store skuffelser i Korea og Latam.
- Det er tegn på et skifte mot å fokusere på individuelle selskapers egenskaper da korrelasjonen mellom aksjer er på vei ned. Dette er også synlig når vi ser at selskapene som rapporterer bedre enn forventet inntjening blir belønnet, mens selskaper som rapporterer svakere enn forventet inntjening blir straffet hardere enn de foregående kvartaler. Dette er gode nyheter for aksjeplukkere som oss.

\* Med mindre annet er oppgitt er alle avkastningstallene for fondet i denne rapporten knyttet til klasse A, og er etter fradrag for gebyrer.

# Avkastning, oktober 2015

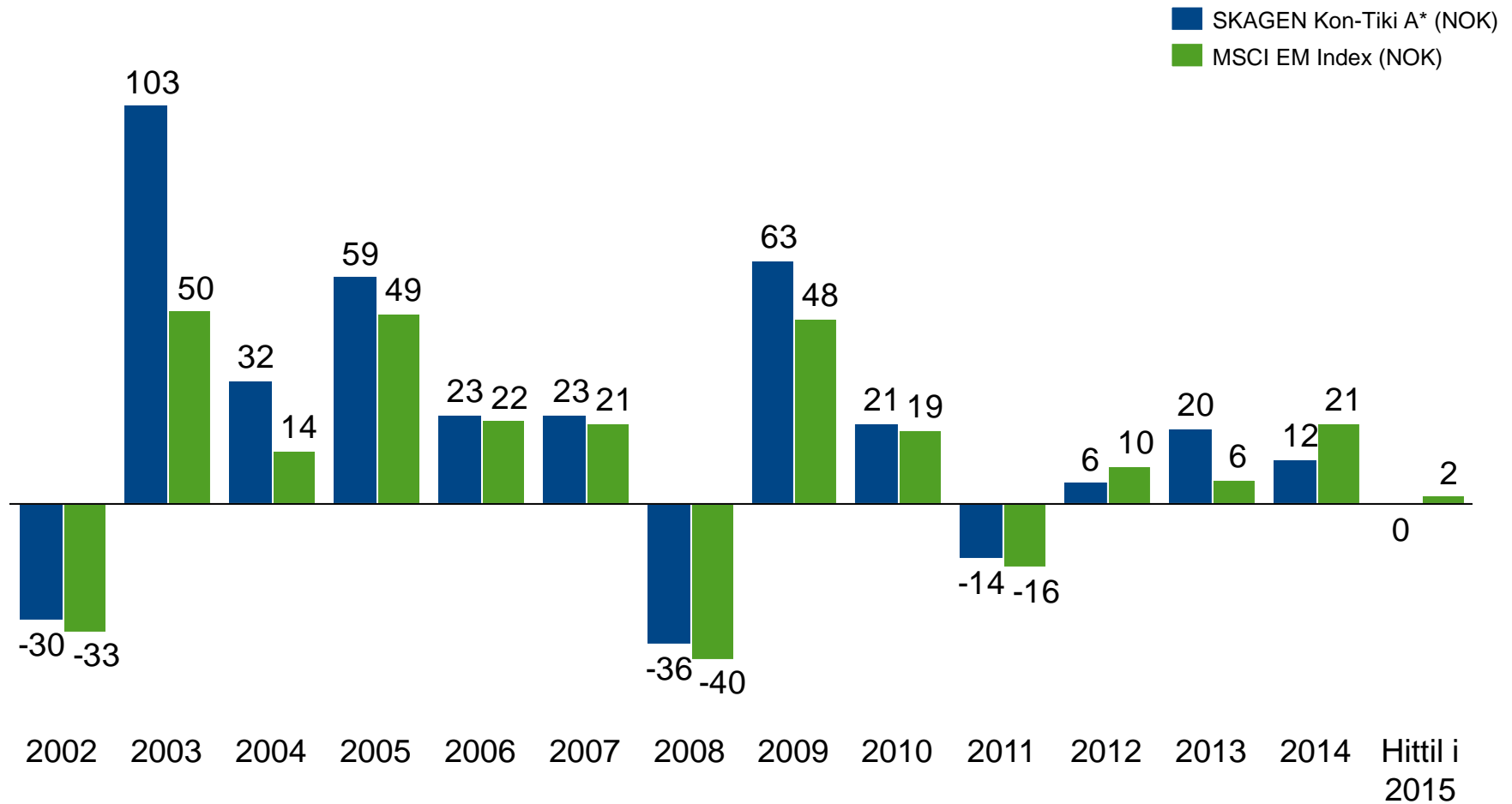


	Oktober	QTD	Hittil i år	1 år	3 år	5 år	10 år	Siden start*
SKAGEN Kon Tiki A	6,8%	6,8%	-0,4%	5,3%	10,4%	4,5%	10,5%	15,3%
MSCI EM Index	6,2%	6,2%	2,2%	7,3%	10,8%	4,5%	8,5%	9,0%
Relativ avkastning	0,6%	0,6%	-2,6%	-2,0%	-0,4%	0,0%	2,0%	6,3%

Note: Alle avkastningstall utover 12 måneder er annualisert (geometrisk avkastning)

\* Startdato: 5. april 2002

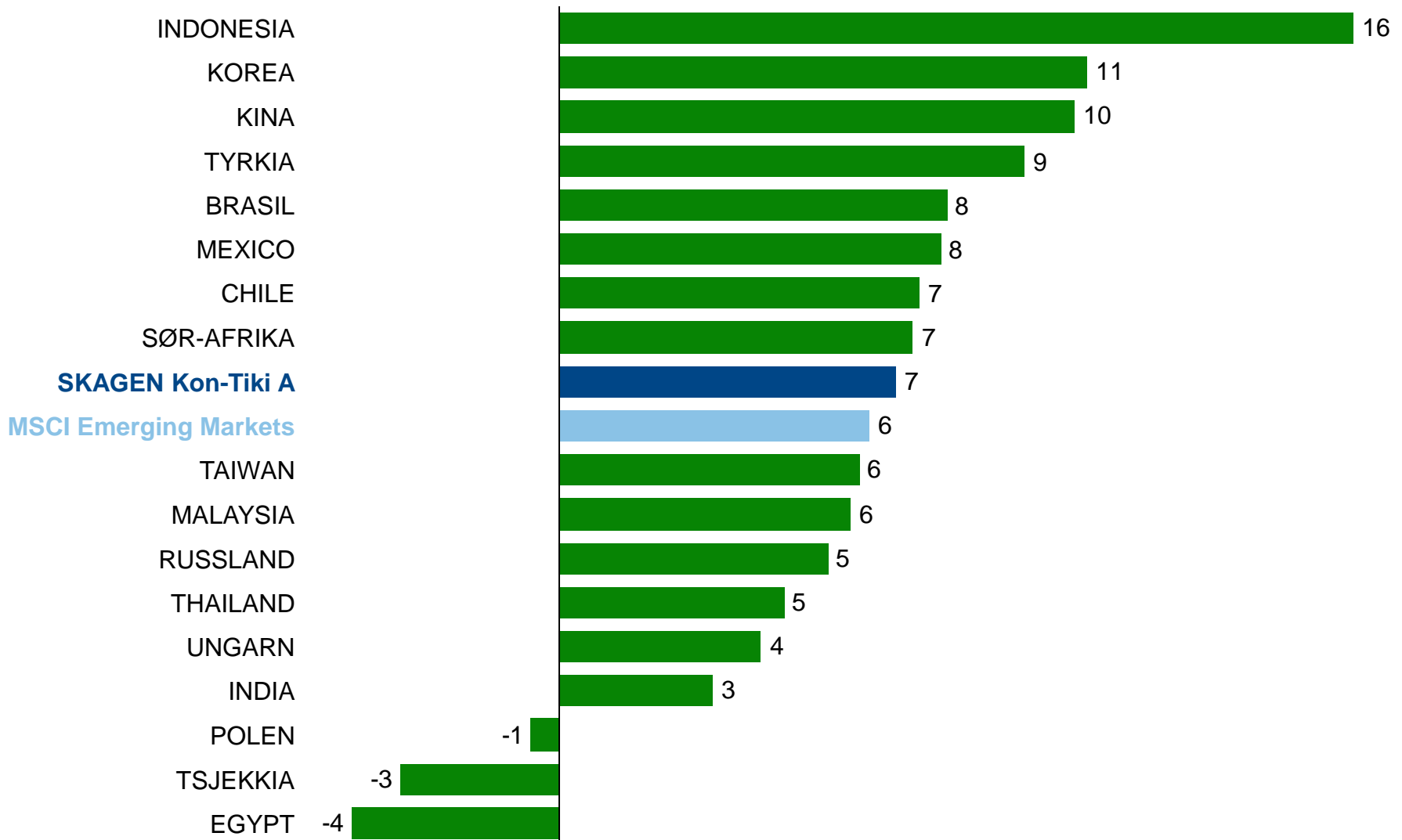
# SKAGEN Kon-Tiki har slått indeks i 11 av 13 år (%)



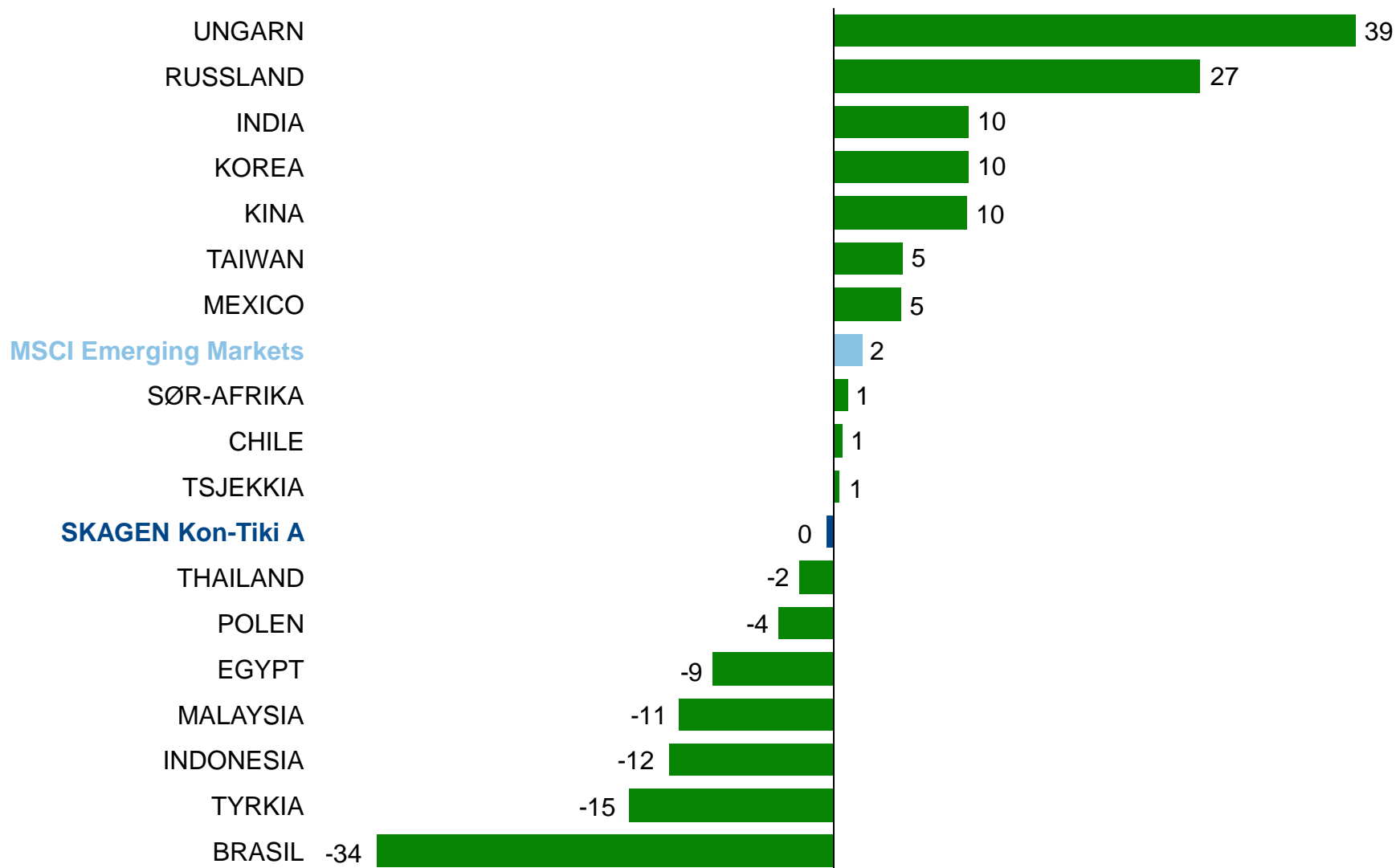
Note: Alle tall i NOK, etter gebyrer

\* Startdato: 5. april 2002

# Utviklingen i vekstmarkedene i oktober 2015 (i NOK)



# Utviklingen i vekstmarkedene hittil i 2015 (i NOK)





# Viktigste bidragsytere oktober 2015

## Største positive bidragsytere

Selskap	NOK millioner
Samsung Electronics Co Ltd	1 046
Naspers Ltd	168
X5 Retail Group NV	134
Haci Omer Sabanci Holding AS	111
Hyundai Motor Co	93
Frontline 2012 Ltd	91
Indosat Tbk PT	84
Moscow Exchange MICEX-RTS OAO	83
Investment AB Kinnevik	79
Great Wall Motor Co Ltd	73

**Total verdiskapning i oktober 2015:**

## Største negative bidragsytere

Selskap	NOK millioner
Mahindra & Mahindra Ltd	-125
Eros International Media Ltd	-92
Golden Ocean Group Ltd	-44
Diamond Bank PLC	-25
Tech Mahindra Ltd	-22
Marfrig Global Foods SA	-18
Norwegian Air Shuttle AS	-17
Apollo Tyres Ltd	-16
KULIM MALAYSIA BHD	-12
Korean Reinsurance Co	-8

**NOK 2 637 millioner**

*Note: Bidrag til absoluttavkastning*



# Viktigste bidragsytere hittil i 2015

## Største positive bidragsytere

Selskap	NOK millioner
Samsung Electronics Co Ltd	820
X5 Retail Group NV	418
Frontline 2012 Ltd	388
Richter Gedeon Nyrt	372
Moscow Exchange MICEX-RTS OAO	271
Naspers Ltd	268
Shiseido Co Ltd	264
Bharti Airtel Ltd	209
KIWOOM Securities Co Ltd	207
UPL Ltd	199

## Største negative bidragsytere

Selskaper	NOK millioner
Banrisul	-596
AirAsia BHD	-433
Cosan Ltd	-391
Vale SA	-356
Hyundai Motor Co	-330
State Bank of India	-324
Haci Omer Sabanci Holding AS	-259
Hindalco Industries Ltd	-229
Aveng Ltd	-193
Tullow Oil PLC	-189

**Total verdiskapning hittil i 2015: NOK 832 millioner**

*Note: Bidrag til absoluttavkastning*

# Kjøp og salg, oktober 2015

## Kjøp

### **Cia Brasileira de Distribuicao**

Vi benyttet fordelene med en svak aksjekurs til å øke beholdningen litt.

### **Yazicilar**

Vi benyttet fordelene med en svak aksjekurs og økte beholdningen litt.

## Salg

### **Kulim Malaysia (Ut)**

Aksjen har vært blant de med best utvikling i porteføljen de siste 5 årene og nærmet seg kursmålet.

### **Raiffeisen Bank (Ut)**

Aksjen steg med 23 prosent i oktober og vi brukte denne styrkelsen til å gå ut av posisjonen. Vi ser begrenset oppside gitt risikoen i nøkkemarkeder og svekket kapitalposisjon på kort sikt.

### **Hitachi (Ut)**

Gikk ut av posisjonen som følge av endret risikovurdering i det nåværende klima.

### **Hengdeli (Ut)**

Solgte oss ut av posisjonen da vi forventer svakere kinesisk forbruk og tegn på at klokke markedet er mettet.

# Viktigste endringer 1. kvartal 2015

## Økte poster

<b>Q1</b>	Petroleo Brasileiro SA	(Ny)
	Cia Brasileira de Distribuicao	(Ny)
	Hitachi Ltd	

## Reduserte poster

<b>Q1</b>	Heineken NV	(Ut)
	OCI NV	(Ut)
	Rocket Internet AG	(Ut)
	United International Enterpris	(Ut)
	Afren PLC	(Ut)
	Great Wall Motor Co Ltd	
	Bharti Airtel Ltd	
	Distribuidora Internacional de	
	Casino Guichard Perrachon SA	
	KIWOOM Securities Co Ltd	
	AP Moeller - Maersk A/S	
	Familymart Co Ltd	
	Tech Mahindra Ltd	

# Viktigste endringer 2. kvartal 2015

## Økte poster

Q2

China Shipping Development	(Ny)
Sberbank of Russia	(Ny)
Eros International Media Ltd	(Ny)
Haci Omer Sabanci Holding AS	
Golden Ocean Group Ltd	

Q2

## Reduserte poster

Harbin Electric Co Ltd	(Ut)
Value Partners Group Ltd	(Ut)
Skyworth Digital Holdings Ltd	(Ut)
MRV Engenharia	(Ut)
KIWOOM Securities Co Ltd	(Ut)
Yingli Green Energy Holding Co	(Ut)
Exxaro Resources Ltd	(Ut)
Siem Offshore Inc	(Ut)
Avance Gas Holding Ltd	(Ut)
AP Moeller - Maersk A/S	
Great Wall Motor Co Ltd	
Lenovo Group Ltd	
Shiseido Co Ltd	
Raiffeisen Bank International AG	
Samsung Electronics Co Ltd	
Casino Guichard Perrachon SA	
Hengdeli Holdings Ltd	
Kerry Logistics Network Ltd	

# Viktigste endringer 3. kvartal 2015

## Økte poster

Q3

Samsung SDI Co Ltd	(Ny)
China Shipping Development	
Cosan Ltd	

## Reduserte poster

Q3

Familymart Co Ltd	(Ut)
AP Moeller - Maersk A/S	(Ut)
AirAsia BHD	(Ut)
Casino Guichard Perrachon SA	(Ut)
Shiseido Co Ltd	(Ut)
Kerry Logistics Network Ltd	(Ut)
Empresas ICA	(Ut)
Hitachi Ltd	
Hyundai Motor Co	
ABB Ltd	
Samsung Electronics Co Ltd	

# Viktigste endringer 4. kvartal 2015

## Økte poster

## Reduserte poster

**Q4**

Cia Brasileira de Distribuicao  
Yazicilar

**Q4**

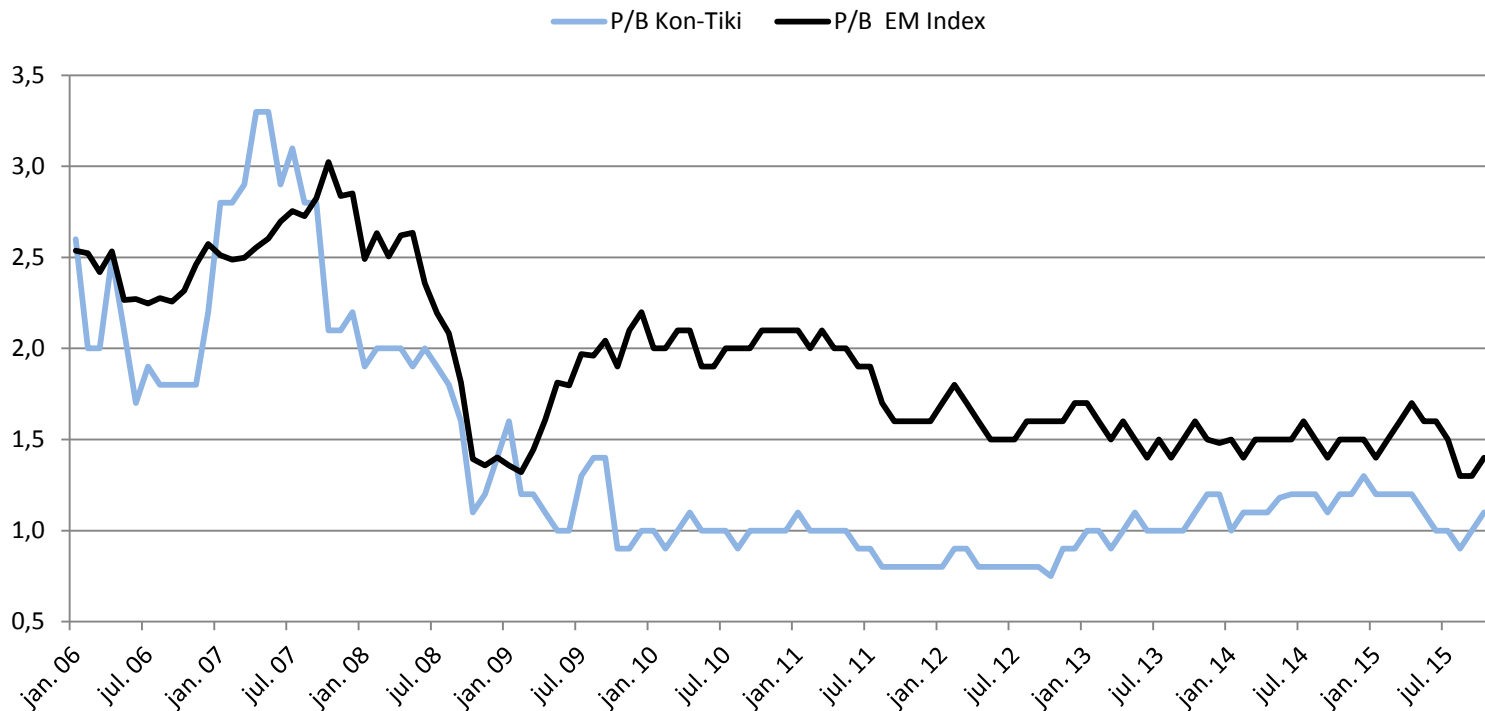
Kulim Malaysia BHD	(Ut)
Hitachi Ltd	(Ut)
Raiffeisen Bank International AG	(Ut)
Hengdeli Holdings Ltd	(Ut)

# Største poster i SKAGEN Kon-Tiki, oktober 2015

	Posisjonens størrelse %	Pris	P/E 2015e	P/E 2016e	P/BV last	Div. yield 15e (%)	Kurs mål	Oppside %
Samsung Electronics	9,4	1 195 000	7,2	7,2	1,0	2,1	1 600 000	34
Hyundai Motor	8,4	110 000	4,2	4,2	0,4	3,7	200 000	82
State Bank of India	4,3	237	7,2	6,8	1,1	1,9	450	90
Mahindra & Mahindra	4,3	1 184	15,8	12,5	2,7	1,2	2 000	69
Sabancı Holding	3,8	9,3	7,7	6,4	0,9	1,1	14	51
Bharti Airtel	3,4	349	17,5	11,6	2,2	0,7	400	15
Richter Gedeon	3,2	4 725	17,2	15,8	1,4	1,4	7 500	59
Naspers	3,0	2 027	40,5	27,0	10,5	0,3	2 500	23
ABB	2,9	160	16,0	13,4	2,8	3,4	250	56
X5 Retail Group	2,2	20,7	15,9	13,8	3,5	0,0	30	45
Great Wall Motor	2,1	9,5	7,5	7,5	2,1	3,9	13	41
Frontline 2012	1,9	60,0	12,0	12,0	2,3	8,3	80	33
<b>Vektet topp 12</b>	<b>48,8</b>		<b>8,3</b>	<b>7,8</b>	<b>1,1</b>	<b>2,3</b>		<b>53</b>
<b>Vektet topp 35</b>	<b>77,8</b>		<b>8,8</b>	<b>8,2</b>	<b>1,0</b>	<b>2,4</b>		<b>55</b>
<b>Vekstmarkedsindeksen</b>			<b>12,5</b>	<b>11,2</b>	<b>1,4</b>	<b>2,9</b>		
<b>Topp 35 @ kursmål</b>			<b>13,9</b>	<b>12,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>		

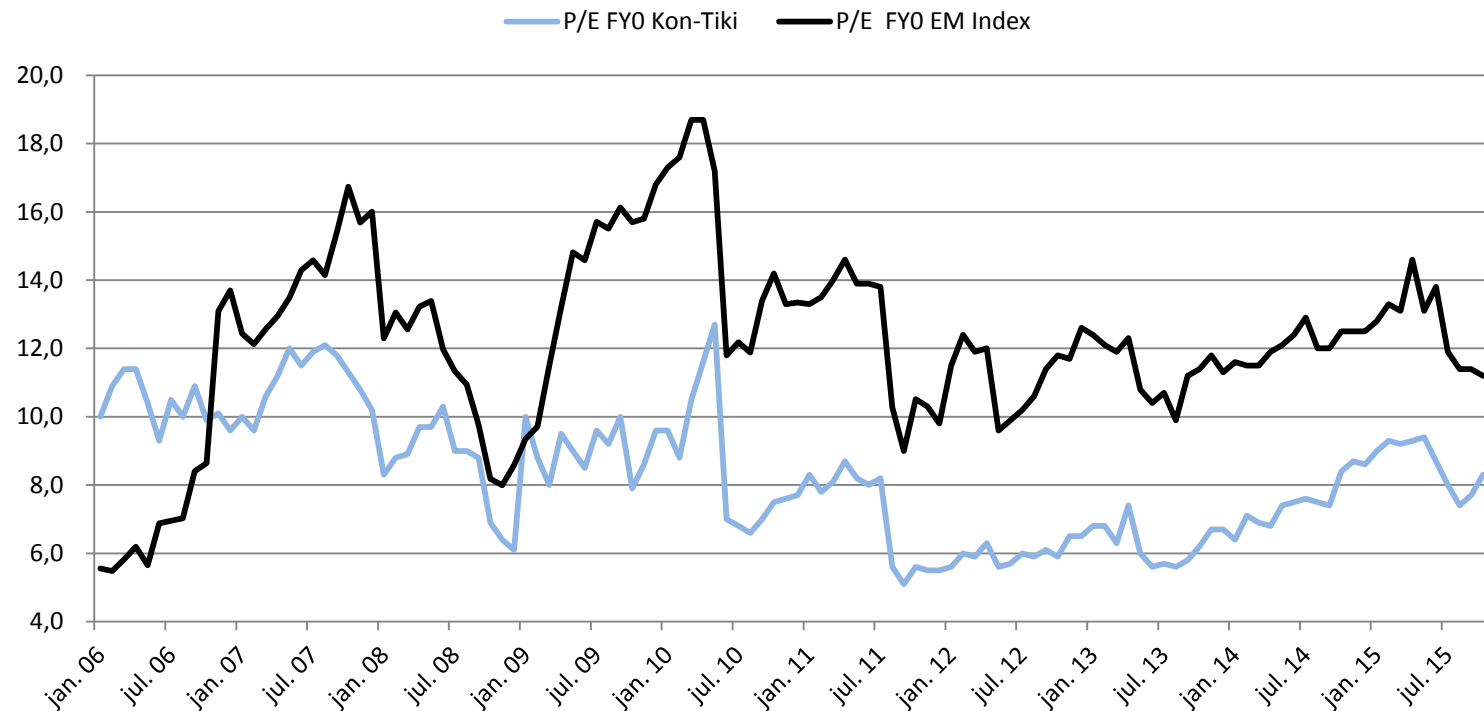


# P/B for SKAGEN Kon-Tiki versus vekstmarkedene



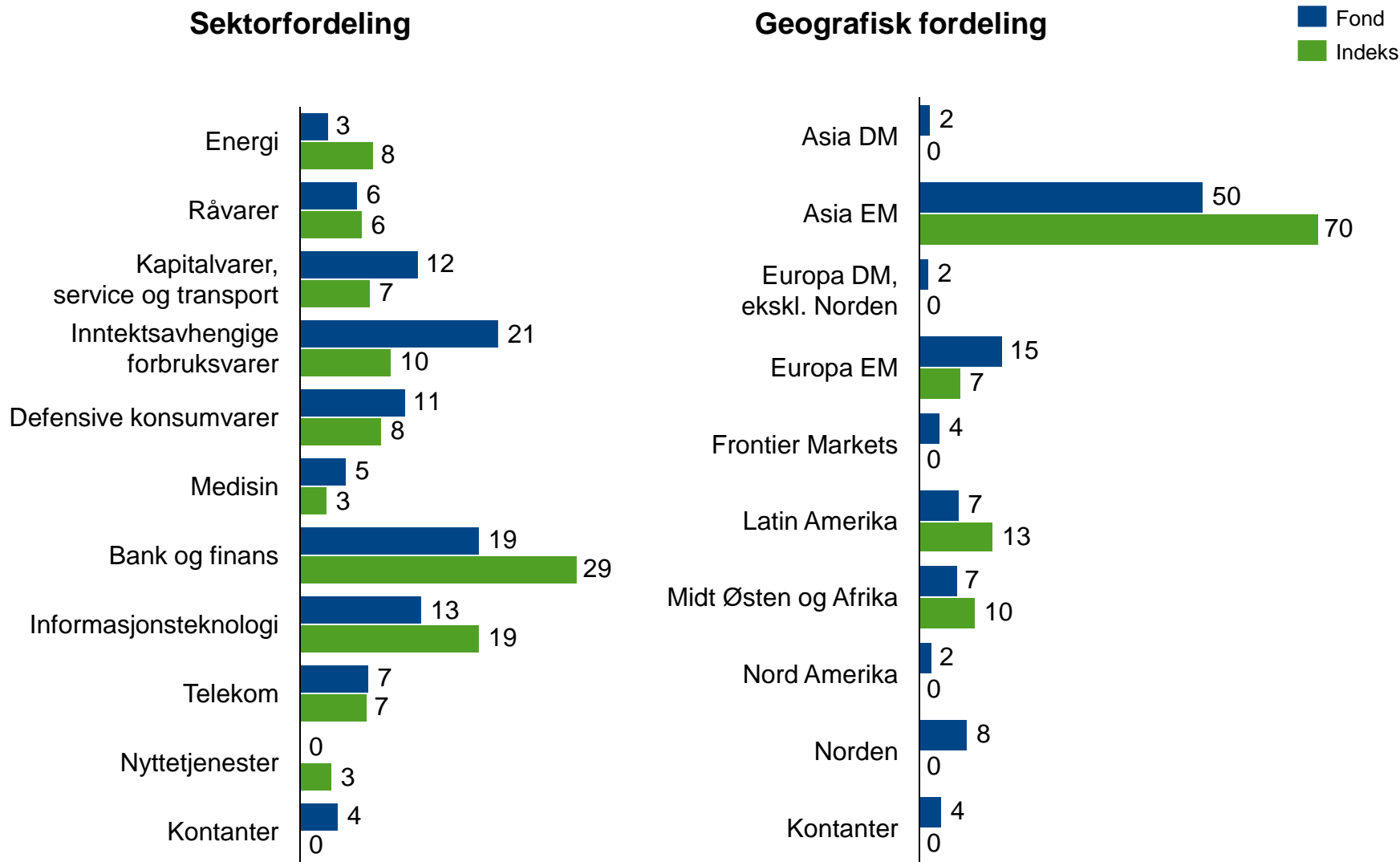
Per 31. oktober 2015

# P/E SKAGEN Kon-Tiki versus vekstmarkedene



Per 31. oktober 2015

# Sektor og geografisk fordeling mot indeks (%)



# Nyheter og annet om porteføljeselskaper - på engelsk



# Key earnings releases and corporate news, October 2015 (cont.)

## Samsung Electronics (9.2% weight):

**Samsung Electronics (9.2% weight): A big early Christmas gift from Samsung to SKAGEN's unit holders**

**Implications for Investment Thesis:** Very positive. Samsung announced that it intends to distribute 30-50% of FCF through dividend and share buyback for 2015-2017. The magnitude was well above market expectation of c20% of FCF including buyback. Initial expectation is for the company to buy back 5% of ordinary shares and 17% of preference shares.

*The most important take from this announcement is an implicit read that the family does not need to increase its control in Samsung Electronics (as they are being rational and buying back over-proportionate share of the "cheap" non-voting pref. share and cancelling shares acquired). This should reduce the perceived governance risk and allow for a repricing towards our fair value.*

**Unpopular:** No, with 86% buy, but in a Korean context this is not extremely popular. Buy-side seems to be on the sideline amid corporate governance, risk for DRAM overcapacity and low conviction in a sustainable recovery for handset division.

**Under-researched:** No, but all 55 analysts use a P/E and P/BV approach versus historic valuation, failing to capture value of strong low-yielding cash position. Now starting to get employed.

**Undervalued:** Yes. Our pref. share price target of KRW 1.5tr is based on a 10% discount to sum-of-parts or a 10% pref. share discount.

**Key catalysts** are 1) implementation of sustainable dividend policy and share buy-back program for cancellation, 2) further earnings surprises and 3) recovery of handset margins with new more consolidated product line up. Longer term, when Chaebol restructuring is completed, we see an ADR listing by reissuing treasury shares as an opportunity. A split of the products (handset, TV, etc.) and components (semiconductor, display screens etc.) would be major catalysts, but are less likely, at least in the short term.

**Key risks** are 1) excessive industry CAPEX growth in semiconductor, 2) further margin erosion in handset division. We have removed "no governance change" as a key risk factor.



# Key earnings releases and corporate news, October 2015

## Naspers (3.0% weight):

### Naspers (3.0% weight): Acquisition of majority stake in Avito is an attractive addition

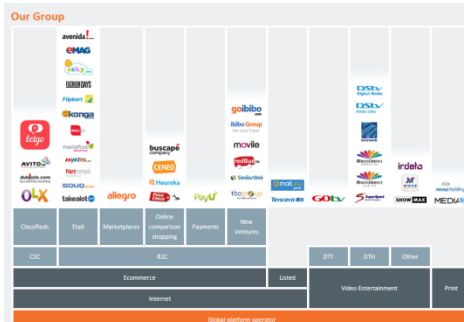
**Implications for Investment Thesis:** Small positive – this is one of few examples where both the seller (Kinnevik) and the buyer sees a positive shareprice reaction to a deal. The price seems fair (despite Kinnevik’s 15x return on investment) at a 10% premium to the implied value from Vostok New Ventures market cap, valuing 100% of Avito at USD2.7bn. The assets will probably be better developed in Naspers’ hands given their existing leading online classifieds platform holdings. Avito has a solid outlook despite Russia’s weak economy. They are still in the very early stages of monetization and professional service fees creates an additional optionality as it is still in the roll-out stage. Naspers now has controlling ownership of dominant operators in all large-scale emerging markets for online classifieds outside of China. Naspers’ classifieds segment is the key driver to ecommerce turnaround, with ZAR5.2bn losses in 03/15.

**Unpopular:** Not at all (16 buys, 1 hold, 1 sell)

**Underresearched:** Not in terms of # of analysts but more so in terms of little attention to rump potential. Most analysts don’t include much value for it despite the big investments that have been done and the positive trends we are seeing. Also, an average 15-20% holding discount is applied to SOP analysis which we find increasingly difficult to justify given their track record as well as collaborative way of working.

**Undervalued:** Naspers stake in listed holdings (Tencent and Mail.ru) is worth the same as Naspers equity value. That means you get the rest of the assets for free! These other assets represented 62% of sales in FY15 but only 19% of EBITDA, therein the potential. Based on a sum-of-the-parts valuation we see 25% upside to the share price without including much option value to the exciting opportunities presented by their various EM ecommerce plays.

**Event summary:** Naspers announced they are increasing their stake from 17.4% to 67.9% in Avito (USD1.2bn transaction), the leading Russian online classifieds platform. The transaction is subject to approval by anti-trust authorities and the South African Reserve Bank.



# The largest companies in SKAGEN Kon-Tiki

---



Samsung Electronics is one of the world's largest producers of consumer electronics, with over 155,000 employees. The company is global #1 in mobile phones and smartphones, the world's largest in TV and a global #1 in memory chips. Samsung also produces appliances, cameras, printers, PCs and air-conditioning units.

---



Hyundai Motor is the world's 4th largest car maker, including their 39% stake in Kia Motor. Sold 4.7m cars in 2013 and has a ca. 5% global market share. Focus on smaller/less expensive cars. Strong position in several countries and in emerging markets such as India and China.

---



Largest bank in India with 17% market share (ca. 25% including 5 associate banks). Also presence in life insurance, asset management and investment banking. 15,000 branches, 32,000 ATMs, 130 million customers and over 220,000 employees. Largest Indian overseas bank with 190 offices in 34 countries.

---



Mahindra & Mahindra is the largest manufacturer of utility vehicles in India (50% market share) and tractors (40% market share). It has several listed subsidiaries including Tech Mahindra and M&M financial services (largest financier of UVs and tractors in India).

---



Turkey's leading and financial conglomerate in sectors including financial services, energy, cement, retail and industrials. The company has 10 companies currently listed on the Istanbul Stock Exchange and operates in 18 countries across Europe, the Middle East, Asia, North Africa and North and South America. Controlled by the Sabanci family.

---



## The largest companies in SKAGEN Kon-Tiki (continued)

---



Bharti Airtel is India's largest private integrated telecom company, and it is a leading global player (#4) with operations in 20 countries across Asia and Africa. They had around 287m customers across their operations at the end of June 2014. They separated out towers in part owned unit (passive infrastructure). Bharti family and SingTel own 30% each.

---



Hungarian pharmaceutical company established in 1901 with focus on CEE. Transitioning from generic-focused to more specialised through higher margin, innovative products within its women's health division (Esmya) and nervous system treatments (Cariprazine). Significant upside potential from US marketing approval of Cariprazine and extended usage of Esmya is not reflected in the current valuation at 30-40% discount to peers.

---



South-African listed media and internet holding company incorporated in 1915. They have a strong Pay-TV business in South-Africa and Sub-Saharan African countries and a fast growing internet division focused on commerce, communities, content, communication and games. They hold a 34% stake in Chinese Tencent and 29% of Russian Mail.ru.

---



ABB is a leader in power and automation technologies that enable utility and industrial customers to improve performance while lowering environmental impact. The group operates in around 100 countries and employs 146,000 people. Approximately 50% of sales stem from emerging markets and this share is rapidly increasing.

---

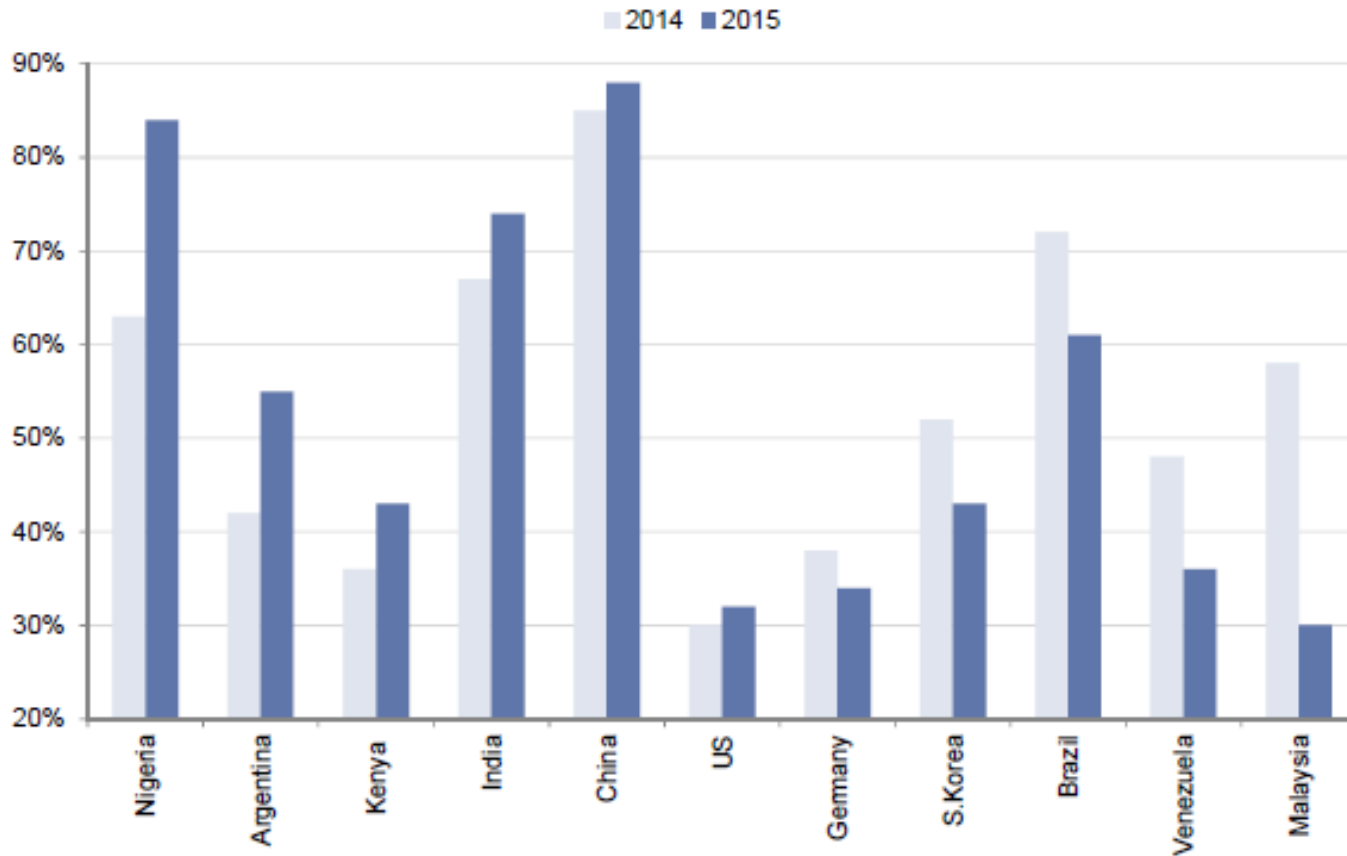


X5 is a leading Russian food retailer, operating through several retail formats: discount stores under the Pyaterochka brand, supermarket chain under the Perekrestok brand, hypermarket chain under the Karusel brand and convenience stores under different brands. Modern retail is gaining share in the Russian retail market, and X5 is well positioned with their formats in the current difficult trading environment.

---

# Additional information

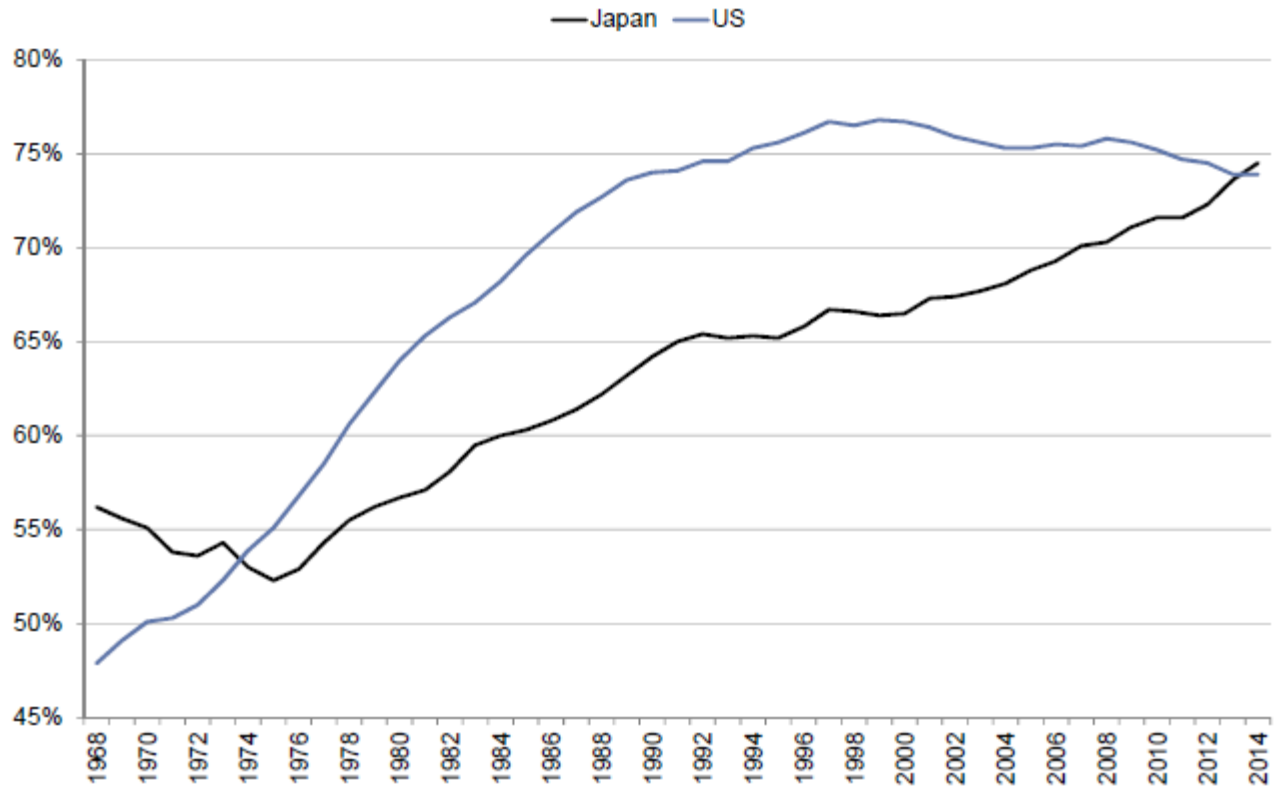
# Where children, when they grow up, will be financially better off than their parents



Source: Respondents in each country conducted by Pew World Research.

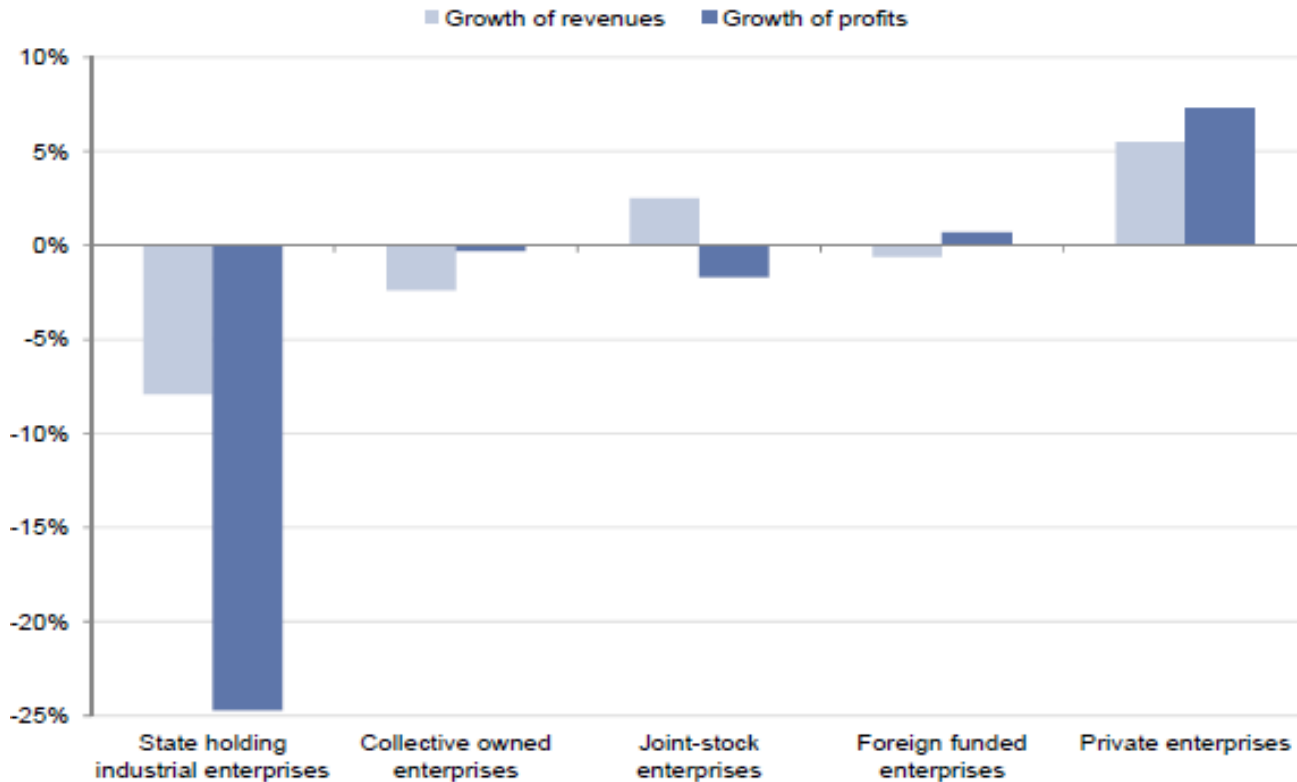
# Female labor force participation rate 25-54 year olds

1968-2014



# Growth rate of revenue and profits across enterprises in China

YTD 2015 through August



Source: NBS, Goldman Sachs Research.

For mer informasjon, vennligst se:  
Siste [Markedsrapport](#)  
Informasjon om [SKAGEN Kon-Tiki A](#) på våre nettsider

Historisk avkastning er ingen garanti for framtidig avkastning. Framtidig avkastning vil blant annet avhenge av markedsutviklingen, forvalters dyktighet, fondets risiko, samt kostnader ved kjøp og forvaltning. Avkastningen kan bli negativ som følge av kurstap.

SKAGEN søker etter beste evne å sikre at all informasjon gitt i denne rapporten er korrekt, men tar forbehold for eventuelle feil og utelatelser. Uttalelsene i rapporten reflekterer porteføljeforvalterens syn på gitt tidspunkt, og dette synet kan bli endret uten varsel. Rapporten skal ikke forstås som et tilbud eller en anbefaling om kjøp eller salg av finansielle instrumenter. SKAGEN påtar seg intet ansvar for direkte eller indirekte tap eller utgifter som skyldes bruk eller forståelse av rapporten. Ansatte i SKAGEN AS kan være eiere av verdipapirer utstedt av selskaper som er omtalt enten i denne rapporten eller inngår i fondets portefølje.