

OPPSUMMERING FOR 2017

SKAGEN



ÅRSOPPSUMMERING FOR
SKAGENS AKSJEFOND 2017

INNHOOLD

SKAGEN Global

Oppadgående markeder tross
naturkatastrofer og geopolitisk uro > 3

SKAGEN Kon-Tiki

Et godt år for vekstmarkedsaksjer > 5

SKAGEN Focus

Big in Japan > 7

SKAGEN Vekst

Et år med vekst > 9

SKAGEN m²

Et strålende år for SKAGEN m² > 11

5



Flere av våre sør-koreanske selskaper gjorde det svært godt i 2017. Foto: Bloomberg



10

Samsung Electronics var en positiv bydragsyter for flere av våre fond. Foto: Bloomberg

SKAGEN søker etter beste evne å sikre at all informasjon gitt i denne rapporten er korrekt, men tar forbehold for eventuelle feil og utelatelser. Uttalelsene reflekterer porteføljeforvalternes syn på ett bestemt tidspunkt, og dette synet kan endres uten varsel. Rapporten skal ikke forstås som et tilbud eller en anbefaling om kjøp eller salg av finansielle instrumenter. SKAGEN påtar seg intet ansvar for direkte eller indirekte tap eller utgifter som skyldes bruk eller forståelse av rapporten. SKAGEN anbefaler alle som ønsker å investere i våre fond å ta kontakt med en kvalifisert kundeservice på telefon 51 80 39 00. Du kan også sende epost til kundeservice@skagenfondene.no.

Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning. Fremtidig avkastning vil blant annet avhenge av markedsutviklingen, forvalterens dyktighet, fondets risikoprofil og forvaltningshonorar. Avkastningen kan bli negativ som følge av kurstap. Informasjon om kostnader og ytterligere opplysninger finnes i fondenes nøkkelinformasjon og prospekt på www.skagenfondene.no/kostnader.

SKAGEN Global

En verden av muligheter

- › Bred økonomisk oppsving tross geopolitisk uro
- › Et år med relativt stor porteføljeaktivitet i SKAGEN Global
- › Fokus på selskaper med en sterk balanse



Foto: Bloomberg

Stigende markeder tross geopolitisk uro

2017 karakteriseres ved generelt stigende aksjekurser i de fleste regioner. Det nøt også andelseierne i SKAGEN Global godt av med absoluttavkastning på 16,6 prosent.

Til tross for at 2017 ble preget av betydelig politisk uro i USA, en geopolitisk anspent situasjon rundt Nord-Korea samt usikkerhet rundt Brexit-forhandlingene, tok aksjemarkedene disse begivenhetene med usedvanlig små svingninger. Det var ikke bare negative nyheter på den politiske arenaen. Særlig Emmanuel Macrons valgseier i Frankrike hadde positiv innvirkning på de europeiske aksjene.

I et år hvor politikk ikke klarte å forstyrre markedet nevneverdig, hadde Moder Jord større slagkraft i 2017. Vi så en rekke naturkatastrofer over hele verden, som særlig hadde stor innvirkning på aksjekursene til en rekke forsikringsselskaper.

Den makroøkonomiske utviklingen fortsatte jevnt og rolig i riktig retning for alle større økonomier, tross naturkatastrofer og betydelig politisk uro. Det er også derfor at den brede, globale oppgangen er hovedårsaken til at 2017 ble et sterkt aksjeår for globale aksjer generelt.

Positiv utvikling i Europa og vekstmarkedene

Særlig i Europa og vekstmarkedene begynte pilene for den økonomiske veksten å peke riktig vei. Kombinasjonen ga bensin til en rekke av våre europeiske aksjer med høy eksponering til vekstmarkedene. Selskaper som Unilever, Philips, DSM og Carlsberg ga gode, positive bidrag til avkastningen.

I USA ga fokus på renteøkninger fra den amerikanske sentralbanken, samt en ny skattereform håp om en høyere økonomisk vekst i fremtiden. Det fins ingen bedre cocktail enn høyere renter, høyere økonomisk vekst og lavere skatter for bankaksjer generelt. Til tross for flere års positiv utvikling, fortsatte fondets investering i Citigroup å gi god avkastning i 2017.

På jakt etter veldrevne undervurderte selskaper

Vi fant mange nye undervurderte selskaper i fjoråret. 2017 var et travelt år med tanke på porteføljeaktivitet. Særlig innen finans gjorde vi en rekke endringer. I kjølvannet av markedets overreaksjon på de nevnte naturkatastroferne, så vi en gyllen mulighet i en rekke av verdens mest veldrevne forsikringsselskaper. For mer utfyllende informasjon rundt våre tanker anbefaler vi denne artikkelen av porteføljeforvalter Knut Gezelius:

<https://www.skagenfondene.no/nyheter-og-analyse/aktuelt/2017/november/muligheter-i-forsikring-etter-et-ar-med-store-naturkatastrofer/>

1	2	3	4	RISK	6	7
Fondets startdato	7 august 1997					
Avkastning siden oppstart	1588.9 %					
Gjennomsnittlig årlig avkastning	14.9 %					
Forvaltningskapital	31 244 mill NOK					
Antall andelseiere	72 184					
AVKASTNING	12 mnd.	Siden start				
SKAGEN Global	16.6 %	14.9 %				
MSCI ACWI	17.8 %	5.6 %				

* Per 29. desember 2017



PORTEFØLJEFORVALTERE

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

P.S. Krøyer, Fra heden nord for Skagen, 1885. Bildet er manipulert og tilhører Skagens Kunstmuseer.



Foto: Bloomberg

De store postene i porteføljen leverte generelt gode resultater i 2017: For eksempel leverte Samsung solide tall gjennom hele året, og overrasket markedet positivt.

samme måte som GE led selskapet under dårlig operasjonell utvikling, og manglende generering av fri kontantstrøm. Sammenholdt med en rekke dårlige oppkjøp måtte toppsjefen også her forlate jobben i begynnelsen av fjoråret. Kombinasjonen av dårlig operasjonell utvikling og høy gjeldsgrad fikk oss til å selge aksjen i mai.

Flotte bidrag fra flere av de store posisjonene

Det globale teknologiselskapet Samsung Electronics ga nok en gang positive bidrag til SKAGEN Global i 2017. Gjennom hele året leverte selskapet kontinuerlig regnskapstall som overrasket markedet positivt. I tillegg så vi at selskapet fortsatte den positive utviklingen med å belønne aksjonærene, både i form av utbytter og i form av tilbakekjøp av egne aksjer.

Unilever var en annen god bidragsyter i fjoråret. Den amerikanske konkurrenten Kraft-Heinz kom med et bud på selskapet i februar, som fikk aksjen til å stige kraftig. Budet ble ikke akseptert av Unilever, men ledelsen la i stedet en plan for å imøtekomme aksjonærenes ønsker. Restruktureringsprosessen ble akselerert og selskapets sterke balanse skulle brukes til å kjøpe egne aksjer tilbake. Ledelsen har levert på denne planen i 2017, og det har resultert i en kontinuerlig økning i

aksjekursen.

En rekke av våre andre store posisjoner bidro også til den sterke absoluttavkastningen gjennom året. Microsoft fortsatte sine positive takter på overgangen til mer cloud-baserte produkter, i tillegg til en generelt sterk operativ utvikling. Tilsvarende har konglomeratet 3M levert sterke driftsresultater gjennom 2017, med fokus på kontinuerlig stigende fri kontantstrøm.

General Electric og Teva trakk ned

Årets største negative bidragsyter var det amerikanske industrikonglomeratet General Electric. Selskapets ledelse klarte ikke å innfri forventningene om å bedre inntjeningen og særlig kontantstrømmen. Dette førte også til at toppsjefen måtte gå i midten av året. Vi valgte å selge aksjen i juli, særlig på grunn av den dårlige utviklingen i selskapets frie kontantstrøm.

Det israelske farmasiselskapet Teva ble årets andre store negative bidragsyter. På

Nødvendig fokus på den finansielle risikoen i 2018

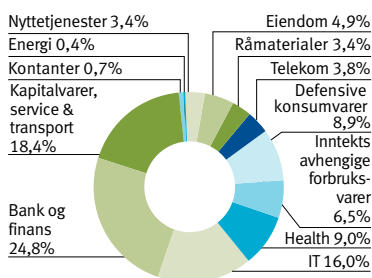
Obligasjonsinvestorer får generelt dårlig betalt for å ta risiko i det nåværende miljøet. På samme måte mener vi at aksjemarkedet ikke tar høyde for den finansielle risikoen som fins i selskaper med høy gjeld, i prisingen av selskapet. Det er et gjennomgående kjennetegn at selskapene i SKAGEN Global generelt har en sterk balanse, med liten eller ingen finansiell gjeld.

Etter mange år hvor vekstmarkedene har haltet etter Europa og USA, ser en rekke av disse økonomiene nå ut til å være på bedringens vei. Nær 40 prosent av den samlede omsetningen i selskapene i SKAGEN Global-porteføljen kommer fra markeder utenfor Europa og USA. Vi har stor eksponering mot disse regionene, men er eksponert gjennom vestlige selskaper med sterk ledelse, sterke merkevarer og god selskapsledelse. Årsaken til denne indirekte eksponeringen er at disse aksjene handles til en betydelig rabatt i forhold til lokalt noterte selskaper med samme egenskaper.

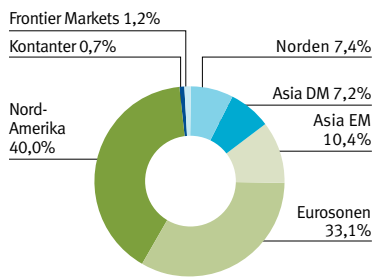
Amerikanske aksjer har vært de absolutt beste blant de toneangivende aksjemarkedene siden finanskrisen. Mens aksjemarkedet generelt ser dyrt ut etter de kraftige økningene, ser vi fortsatt muligheter i USA, men vi har en betydelig lavere eksponering mot USA enn det generelle markedet.

SKAGEN Global består av en portefølje av fundamentalt undervurderte aksjer som er samlet for å gi god absoluttavkastning og god beskyttelse på nedsiden. Med en gjennomsnittlig oppside på 20 prosent for de 35 største postene ser vi fortsatt gode muligheter for at 2018 også skal gi en fornuftig absoluttavkastning.

BRANSJEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



SKAGEN GLOBAL ENDRINGER I 2017 (1% AV GJENNOMSNIITTLIG FORVALTNINGSKAPITAL)

De 5 største positive bidragsytere

Samsung Electronics Co Ltd	2,13
Unilever NV	1,55
Microsoft Corp	1,48
3M Co	1,13
Citigroup Inc	1,03

5 største kjøp

Intercontinental Exchange Inc	3,07
Beazley PLC	2,88
Marsh & McLennan	2,67
Waters	2,41
Henkel	2,27

De 5 største negative bidragsytere

General Electric Co	-1,09
Teva Pharmaceutical Industries	-0,63
American International Group I	-0,43
Kingfisher PLC	-0,30
Henkel AG & Co KGaA	-0,22

5 største salg

AIG	-5,23
Roche Holding	-4,44
General Electric	-3,66
Merck & Co	-3,56
G4S	-3,25



SKAGEN Kon-Tiki

Viser vei i nytt farvann

- › Beste år for vekstmarkedene siden 2010
- › Fondet ble drevet fram av avkastningen fra våre sør-koreanske poster
- › Manglende eksponering mot kinesiske internett-selskaper påvirket negativt

1 2 3 4 5 RISK 7

Fondets startdato	5 april 2002	
Avkastning siden oppstart	818.7 %	
Gjennomsnittlig årlig avkastning	15.1 %	
Forvaltningskapital	27 994 mill NOK	
Antall andelseiere	56 391	
AVKASTNING I NOK	12 mnd	Siden start
SKAGEN Kon-Tiki	25.9 %	15.1 %
MSCI Emerging Markets	30.4 %	10.0 %

*Per 29 desember 2017



PORTEFØLJEFORVALTERE

Knut Harald Nilsson, Cathrine Gether og Fredrik Bjelland.

Carl Loger, *Skagen Rev Fyrskib*, 1892 Bildet er manipulert og tilhører Skagens Kunstmuseer.



Foto: Bloomberg

Flere av våre sør-koreanske selskaper gjorde det svært godt i 2017. Avbildet er seremonien som viser den første handelsdagen på Korea Exchange i Seoul, Sør-Korea.

Et godt år for vekstmarkedsaksjer

2017 var det beste året for vekstmarkedsaksjer siden 2010. Det var også det andre året på rad at vekstmarkedene leverte bedre avkastning enn de utviklede markedene.

Grunnen til denne utviklingen er en bedring i inntjeningen i selskapene etter at fallet stoppet opp i første halvår 2016. Veksten i inntjeningen i vekstmarkedene forventes å være mer enn 20 prosent i 2017.

Vi er ikke tilfreds med fondets relative utvikling, som ble påvirket av vår undervekt i teknologisektoren og operasjonelle utfordringer for vår nest største post, Hyundai Motor.

Sør-koreanske poster leverte

Bortsett fra Hyundai Motor, leverte våre sør-koreanske poster både absolutt og relativt. Aksjekursen til Samsung Electronics, LG Electronics og Samsung SDI var alle opp mer enn 50 prosent.

Våre investeringer i Brasil gjorde det også bra både absolutt og relativt. Aksjekursen til togoperatøren Rumo Logostica mer enn doblet seg. Flere års investeringer har gitt bedre effektivitet og høyere inntjening. Mot slutten av året styrket selskapet balansen gjennom å hente inn mer kapital. Dette gjør dem bedre i stand til å møte fremtidige økninger i transportvolumer.

Den eneste aksjen i porteføljen som hadde et permanent tap av kapital var det russiske konglomeratet Sistema. Vi solgte posten i andre kvartal på grunn av økt risiko for rettsaker etter et stort krav fra Rosneft. I tillegg var det et midlertidig tap i Indosat, som fikk nedjustert forventningene om fremtidig inntjening som følge av lavere priser i det indonesiske mobilmarkedet.

Til tross for at vi har en eksponering mot det kinesiske teknologi- og investeringskonglomeratet Tencent gjennom vår post i Naspers, så var manglende eksponering mot teknologisektoren i vekstmarkedene hovedgrunnen til at fondet gjorde det svakere enn referanseindeksen i 2017. Vår eksponering mot Tyrkia, var også negativt for den relative utvikling til fondet, delvis på grunn av valuta.

Fokus på beste ideer

I løpet av året fortsatte vi å konsentrere porteføljen, og reduserte antall poster fra 60 til 44. Vi solgte oss ut av 23 selskaper og kjøpte oss inn i 7 nye i løpet av perioden.

En av de nye postene var Gree Electric, som er vår første investering i kinesiske A-aksjer. Selskapet er verdens største produsent av klimaanlegg, i et voksende marked. Industrien er karakterisert av få aktører med stabile markedsandeler. Til tross for sterk utvikling siden vi investerte, ser vi for oss en oppside på 50 prosent, inkludert utbytter, over de neste 2-3 årene. Dette selv uten noen stor omvurdering



Foto: Bloomberg

Lenta, den største hypermarked-operatøren i Russland, er en ny post. Forbrukerforventningene og realinntektene er økende, mens inflasjonen er på lave nivåer. Vi venter bedre forhold for hypermarkeder i Russland fremover.

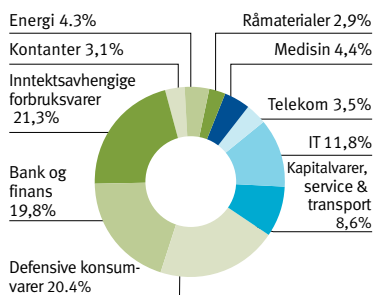
fra dagens verdsettelsesnivå på rundt 13 ganger inntjening.

En annen ny post var Lenta, som er den største operatøren av hypermarkeder i Russland. Selskapet er en lavkost operatør med sterk logistikk, attraktive priser og er kjent for et godt ferskvaretilbud. I tillegg har selskapet utviklet et vellykket lojalitetsprogram.

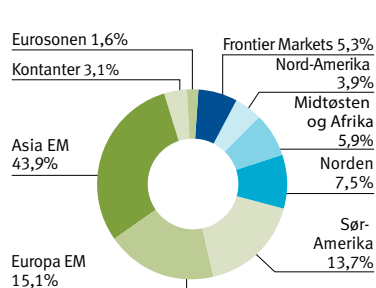
Russland har vært gjennom en periode med lav optimisme hos forbrukerne på grunn av fall i realinntekter og høy matvareinflasjon. Hypermarkeder er også et upopulært format hos investorer, siden denne butikkformatet har mistet markedsandeler de siste årene. Nå som forbrukerne begynner å bli mer optimistiske, realinntektene øker og matvareinflasjonen er på et lavt nivå, mener vi at utsiktene til hypermarkeder i Russland er i bedring. I tillegg er dette et segment andre operatører ikke lenger investerer i. Lenta er også mer selektiv og har valgt å ekspandere i supermarkedsegmentet, som er mindre modent i Russland. Vi mener dette er en god mulighet for selskapet over tid. Lenta handles til attraktive verdsettelses, er godt understøttet av aktiva (tilsvarende 2/3 av markedsverdien minus gjeld) og vi forventer bedre underliggende vekst for hypermarkedformatet fremover i Russland.

Vi går inn i 2018 med en svært konsentrert portefølje bestående av våre beste ideer. De 25 største postene tilsvarer 90 prosent av fondets midler.

BRANSJEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



SKAGEN KON-TIKI ENDRINGER I 2017 (I % AV GJENNOMSNITTLIG FORVALTNINGSKAPITAL)

De 5 største positive bidragsytere

Samsung Electronics Co Ltd	3,77
Naspers Ltd	3,23
LG Electronics Inc	1,96
Samsung SDI Co Ltd	1,65
Banrisul	1,25

De 5 største negative bidragsytere

Indosat Tbk PT	-0,49
Sistema PJSC FC	-0,42
China Unicom Hong Kong Ltd	-0,25
Norwegian Air Shuttle ASA	-0,23
Shineway Pharm	-0,22

5 største kjøp

Gree Electric Appliances Inc of Zhuhai	2,34
Ericsson	2,27
China Unicom Hong Kong Ltd	2,15
Bangkok Bank	1,56
Borr Drilling	1,42

5 største salg

Samsung Electronics	-4,63
Naspers	-3,02
SBI Holdings	-2,98
CNH Industrial	-2,96
Richter Gedeon	-2,85

Absolutt bidrag basert på NOK avkastning til fond

Muligheter for bedret selskapsstyring

Selskapsstyring er i økende grad noe internasjonale investorer fokuserer på, med aksjonæraktivisme som blir mer utbredt. Det er en trend som også har nådd Sør-Korea. Landets nye regjering har vært klare på at de tar grep for å bedre dette i et land som historisk har hatt lav utbyttegrad og er kjent for dårlig behandling av minoritetsaksjonærer. Fondet er godt posisjonert for en endring med nesten 25 prosent av midlene i sør-koreanske selskaper verdsatt godt under snittet for vekstmarkedene generelt, og med stor rabatt mot underliggende verdier.

Utsikter for 2018

Utsiktene for vekstmarkedene er jevnt over gode og vi forventer at bedringene i inntjeningen vil fortsette. Dette vil bli understøttet av inflasjon under kontroll i de fleste land, samt bedret økonomisk vekst i hardt rammede land slik som Russland og Brasil. Til tross for at gapet i verdsettelses har kommet noe inn de siste to årene, handles vekstmarkedene fortsatt til en merkbart rabatt mot de utviklede markedene.

Men, vekstmarkeder er så mangt. Det er en stor spredning hva gjelder økonomisk penetrasjon, rentenivåer, inflasjon, selskapsstyring og gjeldsnivåer. I tillegg er det mindre viktig hvor et selskap er børsnotert eller har hovedkontor, ettersom selskaper fortsetter å vokse utenfor hjemmemarkedene sine. Det er derfor stadig viktigere å se på et selskaps eksponering, med andre ord å ha et nedenfra og opp fokus.

Verdiinvesteringer har vært upopulære i mange år, ettersom rentene har vært lave og veksten i verdensøkonomien har vært moderat. Vi ser nå tegn til at denne trenden er i ferd med å snu, og vår portefølje er godt posisjonert for en slik endring, med lave verdsettelses mot vår referanseindeks.



SKAGEN Focus

Jakter på eksepsjonelle investeringer

- › Leverte solid absolutt-avkastning med 16,9 prosent
- › Stor aktivitet i fondet, med 14 nye navn i porteføljen. Samme antall selskaper ble solgt ut, de fleste hadde nådd kursmålet
- › Redusert eksponering mot industrielt metall, og økt eksponering mot Japan og energi

1	2	3	4	RISK	6	7
Fondets startdato	26 mai 2015					
Avkastning siden oppstart	25.8 %					
Gjennomsnittlig årlig avkastning	9.3 %					
Forvaltningskapital	2 504 mill NOK					
Antall andelseiere	4 945					

AVKASTNING I NOK	12mnd	Siden start
SKAGEN Focus	16.9 %	9.3 %
MSCI World AC TR Index	17.8 %	10.9 %

* Per 29 desember 2017



PORTEFØLJEFORVALTERE

Filip Weintraub, Jonas Edholm og David Harris

P. S. Krøyer, Krøyers hund, Rap, 1898. Bildet er manipulert og tilhører Skagens Kunstmuseer.



Foto: Bloomberg

Big in Japan

SKAGEN Focus leverte god absoluttavkastning i 2017, med 16,9 prosent i løpet av året. Fondets referanseindeks ga 17,8 prosent i samme periode.

Selskappspesifikke hendelser påvirket fondets resultater, som forventet er i en høykonsentrert portefølje. Det var stor aktivitet i fondet i 2017, med 14 nykommere i porteføljen, og samme antall selskaper som gikk ut. Flesteparten av de utgående postene hadde nådd sine kursmål.

Beste bidragsytere

De største positive bidragsyterne for året besto av et variert utvalg selskaper, drevet av selskappspesifikke verdidrivere. Det japanske finanskonglomeratet SBI Holdings var den største bidragsyteren. Vi økte posisjonen gjennom året, til å bli den største posten ved årsskiftet. Vi mener at selskapet handles til en stor rabatt på de underliggende verdiene, til tross for kompleksiteten i selskapet. Samsung SDI ble solgt ut av porteføljen i løpet av året, da det nådde kursmålet vårt for selskapet.

Overraskende sterk inntjening og stabile markedsandeler førte til at kursen på drikkevareprodusenten Stock Spirits økte videre. Vår topp ti-post i det USA-baserte raffineriet Andeavor gjorde det bra i 2017. De alvorlige, værrelaterede naturkatastrofene i USA har bedret marginene, og selskapet leverte sterke resultater i fjerde kvartal. Selskapet har også skapt betydelige synergier gjennom fusjonen med Western Refining. Nederlandske Philips Lighting nådde kursmålet, da selskapet meldte om solid inntjening gjennom året, og den tidligere eeneieren Royal Philips solgte seg ned i selskapet.

Kjøp som følge av nedgang

Det globale farmasiselskapet Teva bidro negativt til avkastningen, men sto for en imponerende opphenting mot slutten av året. Selskapets nyutnevnte administrerende direktør, Kåre Schultz, la frem en restruktureringsplan, etter en rekke negative hendelser og dårlig utøvelse fra den tidligere ledelsen. Teva skal redusere kostnadene med 20 prosent innen 2019, blant annet gjennom å kutte opptil 25 prosent av arbeidsstokken. Risikopremien for aksjen er drevet ekstremt høyt, hovedsakelig på grunn av høy balanserisiko, men også som følge av at selskapets MS-medikament Copaxone nylig ble utfordret av billigere kopimedisin. En stor restrukturering fører til økt risiko, men markedet bør gradvis sette pris på tiltakene for å redusere balanserisikoen. Vi benyttet den svake kursen i løpet av året til å øke vår posisjon i selskapet.

Den dårlige stemningen rundt energisektoren avdekket en annen mulighet. Vi benyttet anledningen til å kjøpe oss opp i det USA-baserte boreselskapet Helmerich & Payne. Vår posisjon i den brasilianske matprodusenten JBS ble negativt påvirket av hendelser som hovedsakelig var knyttet til morselskapet og dets eiere. Selskapets resultater er like fullt rekordgode, med raskt voksende marginer for selskapets kjernevirksomhet. Interessant nok er børsnoteringen av JBS International i USA aktuelt igjen i 2018. Vi mener at markedet verdsetter aksjene ekstremt lavt, særlig når man tar hensyn til eierposten i Pilgrims Pride i USA. I tråd med vår investeringsstil benyttet vi den svake kursen til å øke vår post i løpet av året.

UTVALGTE PORTEFØLJESELSKAPER

Tachi-S | Den japanske bilseteprodusenten Tachi-S, et lite selskap verdsatt til kun 650 millioner dollar. Selskapet følger planen mot 2020 om å levere bedre driftsmarginer og økt salg. Selskapet har gode muligheter til økt salg til Toyota Group, siden en av Toyotas største leverandører, Toyota Boshoko, nylig kjøpte 5 prosent av Tachi-S, og nå foreslår flere nye forretningsmuligheter i samarbeid med Tachi-S.

Foto: Bloomberg

Korean cement | To nye selskaper vi kjøpte oss inn i i løpet av året er Asia Cement og Hanil Cement. Analytikere har gradvis begynt å regne inn sementprishopp i et mer konsolidert koreansk marked, noe som bidro til solid utvikling for begge selskap. Videre ble Asia Cements oppkjøp av Halla Cement bekreftet, noe som førte til at aksjekursen steg med mer enn femti prosent.

Unicredit | I februar 2017 kjøpte vi oss inn i den italienske banken Unicredit, og deltok i rekapitaliseringen i selskapet gjennom en aksjeemisjon. Aksjene leverte godt i løpet av året, som følge av at selskapet gjennomførte kostnadskutt og dramatisk reduksjon i misligholdte lån.

Gold Fields | Det sør-afrikanske gullgruve-selskapet Gold Fields er en av de største utvinnerne av gull i verden, med en total produksjonskapasitet på 2,2 millioner unser (over 60 tonn), og har i tillegg reserver på over 50 millioner unser. Hoveddelen av verdiene ligger utenfor Sør-Afrika, interessant nok. Den ene gruen i Sør-Afrika er South Deep, en av verdens største gullreserver. Vi mener at selskapets verdibase er misforstått, siden markedet verdsetter selskapet på linje med rene sør-afrikanske gruveselskaper.

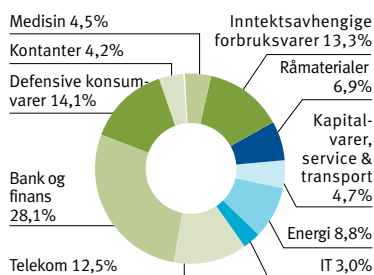
Synchrony Financial | Det amerikanske kredittselskapet Synchrony Financial var en positiv bidragsyter i fjerde kvartal, da Warren Buffets Berkshire kjøpte aksjer i selskapet for 520 millioner dollar, og med det er blant de ti største aksjonærene. Vi mener at oppfatningen av forbrukskredittsektoren er i overkant negativ, og ser den nåværende økningen av kredittkostnadene som en normalisering fra et ekstremt lavt nivå. Selskapet er etter vår mening fortsatt grunnleggende overkapitalisert, noe som kan bane vei for over gjennomsnittlig avkastning på kapitalen i mange år fremover.

Stor i Japan

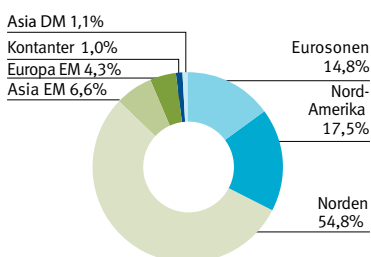
Eksponeringen mot det japanske aksjemarkedet økte betraktelig, til rundt 20 prosent av forvaltningskapitalen ved årsslutt. Tre selskaper blant topp ti er Japan-relatert. Det Japan-baserte konglomeratet SBI Holdings har vokst til den største posisjonen i fondet. Til tross for det nåværende momentumet, og flere katalysatorer for omvurdering, mener vi at aksjen handles til betydelig rabatt i forhold til vårt estimat for underliggende verdier, som grovt sett kan deles opp i 70 prosent finanstjenester, 20 prosent forvaltning og 10 prosent bioteknologi. Vi ser oppside i aksjen også uten å ta hensyn til siste tids lovende investeringer; selskapet investerte for kort tid siden i en rekke fremvoksende områder, som blokkjedefinansieringstjenester og infrastrukturtiløsninger for handel med kryptovaluta. Vi mener den potensielle verdiskapingen i dette området representerer en gratismulighet i investeringscasen. Det er verdt å legge merke til at vi har diversifisert våre japanske investeringer. De spenner fra sement, innenlandsk bank og utstyr mot katastrofer, til Softbank, et gigantisk konglomerat innen internett og telekommunikasjon. Softbank drives hovedsakelig av faktorer utenfor hjemmemarkedet. Aksjen handles fortsatt til en forbløffende rabatt på de underliggende verdiene. Den relativt nye investeringen i regionbanken Bank of Kyoto er også verdt å nevne; banken har steget over 30 prosent siden selskapet kom inn i porteføljen i sommer.

Nykommere utgjør rundt 30 prosent av porteføljen ved årsskiftet. Ved slutten av året består SKAGEN Focus av 34 aksjer med et stort spenn i børsverdi, hvor 17,6 prosent er i små og 42,5 prosent er i mellomstore selskaper. Felles for dem alle er at de er grunnleggende undervurdert og har selskaps-spesifikke potensial til omvurdering på to-tre års sikt.

BRANSJEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



SKAGEN FOCUS ENDRINGER I 2017 (1 % AV GJENNOMSNTLIG FORVALTNINGSKAPITAL)

De 5 største positive bidragsytere

SBI Holdings Inc/Japan	2,04
Samsung SDI Co Ltd	1,61
Philips Lighting NV	1,46
E-MART Inc	1,38
Andeavor	1,26

De 5 største negative bidragsytere

Teva Pharmaceutical Industries	-2,45
Whiting Petroleum Corp	-1,61
American International Group	-1,07
JBS SA	-0,67
TerraVia Holdings Inc	-0,53

5 største kjøp

Bank of Kyoto	3,56
Gold Fields Ltd	3,24
Brighthouse Financials	3,16
Helmerich & Payne	3,12
Hyundai Motor	3,11

5 største salg

E-MART	-4,37
Philips Lighting	-3,60
Taiheiy Cement	-2,95
Alphabet	-2,82
Adient	-2,77



Foto: Bloomberg

Vestas Wind Systems var en av de dårligste bidragsyterne, men nye signaler fra USA tyder på at 2018 kan bli et betydelig bedre år for selskapet.

SKAGEN Vekst

Den smale sti til velstand

- › Best avkastning i globale markeder
- › Teknologi og medisin beste bidragsytere
- › Posisjonert for fortsatt vekst i 2018

1	2	3	4	RISK	6	7
---	---	---	---	------	---	---

Fondets startdato	1 desember 1993	
Avkastning siden oppstart	2351.2 %	
Gjennomsnittlig årlig avkastning	14.2 %	
Forvaltningskapital	8 548 mill NOK	
Antall andelseiere	59 334	
AVKASTNING	12 mnd.	Siden start
SKAGEN Vekst	18.0 %	14.2 %
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	18.5 %	10.6 %



PORTEFØLJEFORVALTERE

Øyvind Fjell og Alexander Stensrud

Einar Hein, *Syklister på stranden*. 1894. Bildet er manipulert og tilhører Skagens Kunstmuseer.

Et år med vekst

- Bullmarkeder dør ikke av alder alene og vi posisjonerer oss deretter, skriver porteføljeforvalter Øyvind Fjell om utsiktene for SKAGEN Vekst i 2018.

Men de nordiske markedene ga noe lavere avkastning enn de globale markedene for året. Den norske kronens svekkelse bidro også positivt til fondets avkastning gjennom perioden. 2017 var et godt år for SKAGEN Veksts andelseiere. Fondet endte opp 18,0 prosent, noe som var 0,5 prosentpoeng bak fondets referanseindeks. Generelt var det positiv avkastning i alle markeder fondet investerte i, men de nordiske markedene ga noe lavere avkastning enn de globale markedene for året. Den norske kronens svekkelse bidro også positivt til fondets avkastning gjennom perioden.

Aksjemarkedet har generelt vært kjennetegnet av lav volatilitet i 2017, understøttet av sentralbankenes kontinuerlige stimuli. I visse land, som i USA, ser vi nå at denne perioden er i ferd med å gå mot slutten; her ble renten hevet 3 ganger i løpet av året. Veksten i den globale økonomien og på Oslo Børs har vært solid i 2017. For de nordiske markedene, hvor fondet har størstedelen av forvaltningskapitalen investert, har utviklingen generelt sett vært god. Spesielt råvaresektoren og industrisektoren med de svenske lokomotivene i spissen løftet seg, drevet blant annet av høyere råvarepriser. Konsum- og teknologisektoren var derimot blant taperne, etter at gamle kjente som H&M og Nokia ikke klarte å leve opp til tidligere storhet.

På selskapsnivå har utviklingen generelt vært solid. Sterk makroøkonomisk utvikling og en etterspørsel som i mange tilfeller kommer fra relativt moderate nivåer bidro til at veksten i inntjening steg i de fleste bransjer. Blant annet industri- og råvaresektoren profiterte på denne utviklingen. Teknologisektoren var beste sektor globalt, drevet av solid utvikling for spesielt de største selskapene.

Samsung og medisin

I SKAGEN Vekst var det tungvekeren Samsung som bidro mest til porteføljens utvikling i perioden. Selskapet rapporterte glitrende tall som et resultat av sterk utvikling spesielt innenfor selskapets halvlederdivisjon. Etterspørselen etter selskapets produkter er i mange tilfelle drevet av store, sekulære drivere som blant annet en raskt økende datamengde og ditto større krav til datakraft. Dette er trender som vil gjøre seg gjeldende også i årene som kommer.

Videre hadde den danske legemiddelprodusenten Novo Nordisk også et meget godt år, etter at vi kjøpte oss inn etter selskapets store kursfall i 2016. Selskapets inntjening gjennom året var generelt bedre enn hva markedet forventet, og forventningene til ytterligere prispress på Novos produktportefølje er nå mer moderate. Selskapets kliniske portefølje har også levert etter planen gjennom året, noe som danner grunnlag for høyere vekst fremover. Ettersom vi vurderte risikoen i selskapet å være fallende, vektet vi oss ytterligere opp her gjennom året.

Nykommeren Lonza var tredje beste bidragsyter for fondet. Det sveitsiske selskapet spesialiserte seg på fremstilling av legemidler og spesialkjemiske ingredienser, og leverte svært gode resultater og guidet for høyere langsiktig inntjening i løpet av året.



Photo: Bloomberg

Samsung Electronics var den beste bidragsyteren i løpet av året. Det var særlig divisjonen for halvledere som gjorde det bra. Store teknologitrender, som etterspørsel etter stadig større datamengder, gjør at utsiktene for 2018 ser bra ut for Samsung.

nytte av økt etterspørsel etter frakt av jernmalm og kull i Kina. Etter noen vanskelige år er selskapet raskt på vei mot utbyttebetalinger igjen, noe vi tror markedet vil like godt. Ytterligere bidro vår posisjon i russisk bank, Sberbank, meget pent til avkastningen, etter å ha levert solid på de aller fleste parametere. Den russiske økonomien er sakte på vei tilbake, samtidig som Sberbank driver sin forretning på en utmerket måte. Dette ga et solid kursløft i 2017.

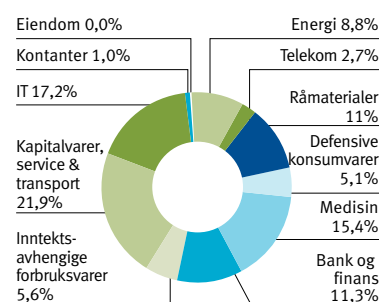
I skammekroken

På den negative siden var Norwegian Air Shuttle selskapet som bidro mest til å trekke porteføljens avkastning i negativ retning. Blant annet høy konkurranse og svake leveranser på kostnadssiden, i kombinasjon med høy finansiell belåning, var momenter som gjorde at avkastningen ble svak. Vi valgte å takke for reisen for denne gang i løpet av året.

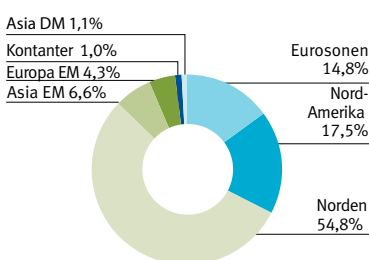
Også Vestas Wind Systems bidro negativt gjennom 2017. Økende priskonkurranse og en uklar politisk situasjon i USA gjorde at de kortsiktige utsiktene ble kraftig forverret i løpet av høsten. Mot slutten av året fikk vi indikasjoner på at vindindustrien vil beholde sine støtteordninger i USA, noe som kan bety at 2018 vil bli et betraktelig bedre år for selskapet.

Israelske Teva var også blant selskapene i skammekroken for 2017. Svakere inntjening enn forventet, i tillegg til en anstrengt finansiell situasjon, bidro til at selskapet blant annet måtte kutte utbyttet for året. Også Teva ble solgt i løpet av 2017.

BRANSJEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



SKAGEN VEKST ENDRINGER I 2017 (I % AV GJENNOMSNIITLIG FORVALTNINGSKAPITAL)

De 5 største positive bidragsytere		5 største kjøp	
Samsung Electronics Co Ltd	3,04	Vestas Wind Systems	5,35
Novo Nordisk A/S	2,72	Lonza Group AG	5,14
Norsk Hydro ASA	1,88	DSV	5,07
Carlsberg A/S	1,64	Novo Nordisk	4,92
Kinnevik AB	1,41	Applied Materials	4,90
De 5 største negative bidragsytere		5 største salg	
Norwegian Air Shuttle ASA	-2,18	Continental	-5,74
Vestas Wind Systems A/S	-1,51	SAP	-4,12
Teva Pharmaceutical Industries	-0,84	Hennes & Mauritz AB	-3,21
Hennes & Mauritz AB	-0,53	Roche Holding	-2,77
Cal-Maine Foods Inc	-0,31	Norwegian Air Shuttle	-2,72

Plass til de beste idéene

For SKAGEN Vekst har 2017 blant annet betydning for et forvalterskifte, noe som også har ført til utskiftninger i porteføljens. I prosessen har vi også hatt et ønske om å redusere antallet posisjoner noe, for å kunne fokusere aller mest på våre beste idéer. Blant gamle travere som ble solgt ut finner vi både Hennes&Mauritz, Ericsson, Norwegian og Continental. Utskiftingene skjedde delvis som et resultat av oppnådd kursmål og delvis som et ønske om å skape rom for nye selskaper.

Av de meste betydningsfulle nykommerne finner vi både tidligere nevnte Lonza, de amerikanske teknologiselskapene Applied Materials og Broadcom, det tyske flyselskapet Lufthansa og den danske befrakteren DSV. Vi ser attraktiv oppside i alle de ovennevnte selskapene, og gleder oss til å følge dem videre.

Gode odds for 2018

Når vi tar frem krystallkula for 2018 ser vi mange av de samme driverne og risikomomentene som vi gjorde for 2017. Viktigst av alt ser vi solid etterspørsel på tvers av geografier og bransjer, og vi tror også at sentralbankene fortsatt vil føre en stimulerende politikk jevnt over. Inflasjonen lar foreløpig vente på seg, men skulle den øke veksttaket, vil rentemarkedet kunne reagere raskt. Det representerer kanskje den viktigste risikoen slik vi ser det. Selskapenes verdsettelse er ikke billig, i mange tilfeller ganske dyr, samtidig som inntjeningen i mange bransjer er høy. Det er ikke attraktivt.

Samtidig finner vi sektorer og bransjer som fortsatt venter på en oppgang og som er priset på svært attraktive nivåer. Eksempelvis er flere av våre shippingsselskaper som Golden Ocean, FLNG og Wilh Wilhelmsen Holding tidlig i en oppgangsperiode ennå, og vil kunne gi betydelig avkastning også fremover om våre antagelser holder.

I sum tror vi SKAGEN Vekst er rustet for å gi god avkastning også i 2018. Vi har en sunn blanding av selskaper i porteføljens, som handler med en tydelig rabatt mot markedet som helhet. Den lange oppturen som ligger bak oss representerer en utfordring for fremtidig avkastning, men samtidig har 2018 gode odds for å kunne føye seg til rekken av år med positiv avkastning. Vi tror ikke «bull-markets» dør av alder alene og posisjonerer oss deretter.



Foto: Bloomberg

SKAGEN m²

En andel i det globale eiendomsmarkedet

- › 2017 ble et år med god aksjeplukking, og fondet feiret femårsdagen med den beste relative avkastningen siden start.
- › Undervurderte selskaper innen logistikk, hotell og utleieboliger sto i fokus
- › Gode utsikter for 2018 med sterkere balanser enn på lenge

1 2 3 4 5 **RISK** 7

Fondets startdato	31 oktober 2012
Avkastning siden oppstart	98.1 %
Gjennomsnittlig årlig avkastning	14.2 %
Forvaltningskapital	1 261 mill NOK
Antall andelseiere	6 854

AVKASTNING I NOK	12 mnd	Siden start
SKAGEN m ²	22.3 %	14.2 %
MSCI ACWI Real Estate IMI	16.0 %	16.5 %

* Per 29 desember 2017



PORTEFØLJEFORVALTERE

Michael Gobitschek

Johan Peter von Wildenradt, Arkitekten Ulrik Plesners første tilbygning til Brøndums hotel. 1892. Bildet er manipulert og tilhører Skagens Kunstmuseer.

Et strålende år for SKAGEN m²

SKAGEN m² leverte sterke 22,3 prosent avkastning i 2017, mot referanseindeksens 16,0 prosent. Også på tre års sikt er avkastningen i verdensklasse.

Året bød på gunstige forutsetninger for eiendomsselskaper, med stabil og til en viss grad synkronisert global vekst, lav inflasjon og fortsatte pengepolitiske stimulanter.

Verdien på eiendommer har steget i takt med fortsatt sterk vekst i utleie og lavere yield. Flere og dyrere transaksjoner og fortsatt stor etterspørsel etter eiendommer har bidratt til den gode utviklingen. Den lave renten har skapt sterke balanser, og mange selskaper har kunnet refinansiere sine lån til svært gunstige betingelser, med lange løpetider.

For første gang på flere år har vekstmarkedene hatt en god utvikling, noe som også har bidratt til et godt år for selskapene fondet innehar i disse markedene. Eksempelvis har India, Argentina og Kina gått sterkt.

Argentinske IRSA, med sine kommersielle eiendommer og attraktive tomtereserver, hadde en svært god utvikling gjennom året. Positiv utvikling i driften av selskapet, i tillegg til en rekke tiltak for å styrke balansen bidrar til potensial for videre omvurdering. Den politiske ledelsen i Argentina fører en mer reformvennlig politikk, og landets økonomi er nå i sakte bedring. Ti nye selskaper ble tatt inn i porteføljen, og åtte gikk ut i løpet av 2017.

Hotell og logistikk

Fondet har klart å ta del i veksten i den globale økonomien gjennom undervurderte selskaper, områder og segmenter hvor markedet feilbedømmer potensialet i utleievækst eller omvurdering av verdiene. Et eksempel på dette er fondets posisjoner i hotellselskaper som asiatiske Shangri-La. Selskapet har nytt godt av bedre økonomisk utvikling i Asia, drevet av både forretnings- og privatreisende. Med større kjøpekraft, og flere reiser, står den kinesiske middelklassen for stadig flere hotellovernattinger. Hotellsektoren er dessuten i en konsolideringsfase, særlig i Europa.

Logistikk er også et område som, naturlig nok, opplever en boom i kjølvannet av økt netthandel. Selskaper som svenske Catena, og årets beste bidragsyter i fondet, Global Logistic Properties (GLP) – som er verdens nest største logistikk-selskap, surfer på denne bølgen. GLP har halvparten av virksomheten i Kina, og ble i løpet av året kjøpt opp av konsortiet Nesta.

Catena var en god bidragsyter i 2017. Selskapet, som er ledende innen logistikk i Skandinavia, rir på den stadig sterkere bølgen av netthandel. E-handelsselskapene har forstått at veien til suksess går gjennom en ryddig logistikkjede som gir rask og sikker levering. Logistikk-trenden er svært sterk globalt, men det har fått lite oppmerksomhet i Skandinavia. I løpet av året hadde selskapet en utvikling som forventet, og befestet posisjonen gjennom kjøp av flere eiendommer. I 2017 ble

markedet ytterligere konsolidert globalt, blant annet gjennom megatransaksjonene GLP og Logicore, og konsolideringen pågår for fullt fortsatt. Catena er godt posisjonert for disse trendene.

Selskap som styrer sin egen skjebne

En annen viktig suksessfaktor for SKAGEN m² er at fondet har gått tidlig inn i selskaper som har forholdt seg aktivt til sine eiendommer. Gjennom blant annet renovering og annen utvikling har de kunnet påvirke sin egen vekst utover det normale. I mange tilfeller har det vært en god handel, sammenlignet med å kjøpe nye, dyre eiendommer.

Vi mener dette fortsatt vil være en suksessfaktor i 2018. Slike selskaper vil håndtere en renteøkning bedre, siden de har mulighet til å øke inntekter og kontantstrøm, og dermed delvis kompensere for et potensielt tap i verdien på eiendelene. Et eksempel er spanske Colonial, med de best beliggende eiendommene i Madrid, Barcelona og Paris, som fortsatte å levere i 2017. Utleieveksten har startet i Spania, drevet av stadig færre ledige objekter. Selskapet har sterk vekst i form av nye prosjekter som vil bidra til gode inntekter i tillegg til den generelle utleieveksten. Colonial la i løpet av høsten inn et bud på det tidligere porteføljeselskapet Axiare. Det bør passe selskapet bra. Selskapene er også i stor grad posisjonert for positive kapitalallokeringsbeslutninger, det vil si gjenkjøp av aksjer eller økte utbytter. Dette vil også øke i løpet av 2018.

Institusjonelle investorer går inn

En fortsatt sterk trend har vært at stadig mer kapital fra institusjonelle investorer med lang investeringshorisont har gått til direkteide eiendommer. Stadig høyere transaksjonsverdier dukker opp også i børnoterte eiendomsselskaper. Forskjellen i verdi på direkteide og børnoterte eiendomsselskaper er fortsatt stor. Det gjør det attraktivt å kjøpe de noterte eiendomsselskapene med rabatt.

I løpet av året hadde SKAGEN m² flere budsituasjoner med god gevinst som reflekterer dette. Finske Sponda ble kjøpt av det amerikanske eiendomsselskapet Blackstone, og det østerrikske utleieselskapet Buwog er i skrivende stund under oppkjøp av det tyske leieboligselskapet Vonovia og tidligere nevnte GLP.

I løpet av høsten var det en rekke transaksjonen i det undervurderte kjøpesentersegmentet. Transaksjonene innebar at aktører kjøpte eiendommer eller selskaper innen dette segmentet til kraftig rabatt. Det vil trolig fortsette i 2018. Det er fortsatt mye penger på sidelinjen som er øremerket eiendomsinvesteringer. Dessuten har vi sett en økende grad av aktivisme innen sektoren.

Byer med sterk etterspørsel

De undervurderte selskapene som SKAGEN m² investerer i fins ofte i byer eller regioner med sterk vekst, og ikke sjelden der det er strukturelle ubalanser mellom tilbud og etterspørsel. Eksempler er Stockholm, Berlin, Madrid og Hongkong. Med god økonomisk vekst, lave finansieringskostnader og en etterspørselsdrevet utleievekst har land som Sverige, Norge og Tyskland fortsatt sterke eiendomsmarkeder – tross alle negative skrivelier i løpet av høsten. Årsaken er at boligmarkedet har en annen dynamikk enn kommersielle eiendommer. Det kan være lurt å skille mellom utleieleiligheter og selveierleiligheter.

Utsikter 2018

Overordnet ser det stabilt ut for de globale eiendomsmerkene, drevet av god vekst, lav inflasjon og støttende økonomiske stimulanter. Det er rimelig god transparens i eiendomssektoren når det gjelder gevinster og kontantstrømutvikling på grunn av leieavtaler og bundne kreditter. Økt transaksjonsvolum og kloke initiativ for kapitalallokering vil også påvirke verdiene positivt, for eksempel selskaper som selger sine eiendommer med gevinst i forhold til substansverdien og bruker pengene til utbytter eller gjenkjøp av egne aksjer. Alt dette er gunstig for oss aksjonærer.

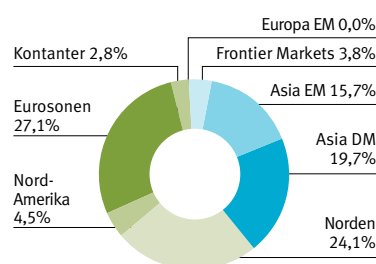
I 2018 vil det være viktigere å investere i selskaper med godt inntjeningspotensial utover det normale. Man kan ikke regne med markedsdrevet verdsettelse (yield-compression) basert på lavere renter overalt. Balansene er sterkere enn på svært lenge, og selskapene er fortsatt forsiktige, med finanskrisen friskt i minne. Selektive muligheter vil finnes i regioner eller sektorer som drar fordel av megatrender som urbanisering og voksende middelklasse, først og fremst i Asia og innen netthandel.

Det er risiko for en raskere renteøkning enn forventet, noe som normalt gir negativ effekt eller lavere økonomisk vekst. Det kan være klokt å minne om at vi har hatt et stigende aksjemarked i mange år. Alle ingredienser er på plass for et spennende 2018.

SKAGEN M² ENDRINGER I 2017 (I % AV GJENNOMSNTLIG FORVALTNINGSKAPITAL)

De 5 største positive bidragsytere		5 største kjøp	
Global Logistic Properties Ltd	2,37	CK Asset Holdings	4,24
IRSA Inversiones y Representac	2,12	Sun Hung Kai Properties	4,06
Inmobiliaria Colonial Socimi S	1,98	BUWOG	3,76
Shangri-La Asia Ltd	1,90	Self Storage Group ASA	2,90
Deutsche Wohnen SE	1,86	Far East Consortium International Ltd	2,62
De 5 største negative bidragsytere		5 største salg	
CBL & Associates Properties In	-0,79	Mercialys	-3,27
Ashford Hospitality Trust Inc	-0,57	CBL & Associates Properties	-2,99
SL Green Realty Corp	-0,46	Axiare Patrimonio	-2,66
Mercialys SA	-0,44	PS Business Parks	-2,57
Mitsui Fudosan Co Ltd	-0,37	Big Yellow Group	-2,51




GEOGRAFISK FORDELING





Stavanger
Hovedkontor



-  Hjemmemarked
-  Internasjonalt marked
-  Markedsføringstillatelse

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

Hovedkontor:

SKAGEN AS

Postboks 160, 4001 Stavanger

Skagen 3, Torgterrassen

Telefon: 51 80 39 00

Telefaks: 51 86 37 00

Organisasjonsnummer: 867 462 732

kundeservice@skagenfondene.no

www.skagenfondene.no

Kontakt Kundeservice:

Du kan chatte, sende e-post eller ringe oss på telefon 51 80 39 00 mellom klokken 9.00 og 17.00 mandag til fredag. Eller stikk innom et av våre kontorer.

SKAGEN anbefaler alle som ønsker å investere i våre fond å ta kontakt med en kvalifisert kundefrådgiver på telefon 51 80 39 00. Du kan også sende epost til kundeservice@skagenfondene.no

Redaksjon

Parisa Kate Lemaire, redaktør

Ole-Christian Tronstad

Anna S Marcus

Christian Sigersted Larsen

Forsidefoto:

Michael Ancher, Etter sidste så, 1905. Maleriet er manipulert og tilhører Skagens Kunstmuseer

