



SKAGEN Kon-Tiki

Statusrapport februar 2007

SKAGEN Kon-Tiki og globale vekstmarkeder (GEM)

- Mandat: Minimum 50 prosent i GEM, resten i selskaper som har vesentlig aktivitet rettet mot vekstmarkedsøkonomier
- Hva inkluderes i globale vekstmarkeder (GEM)?
 - Asia ex. Japan, Singapore, Hong Kong
 - Hele Afrika, Øst-Europa inkl. Tyrkia (EMEA)
 - Latin-Amerika inkl. Mexico
- Høy vekst, god demografi, billige selskaper, høyere risiko
- Referanseindeks MSCI Daily TR Net EM i NOK
- Vårt Investeringsfokus: Undervurdert, Upopulært, Underanalysert
- Fornuftig bransjebalanse – orientert mot selskapenes verdiskapning
- Variabel, Relativ, Symmetrisk honorarstruktur, 1% forvaltningshonorar ved relativ verdifall på 12,5%, stigende til 4% ved en relativ verdivekst på 17,5%. Årlig avregnet. Ingen High water-mark



Det er forskjell på fond

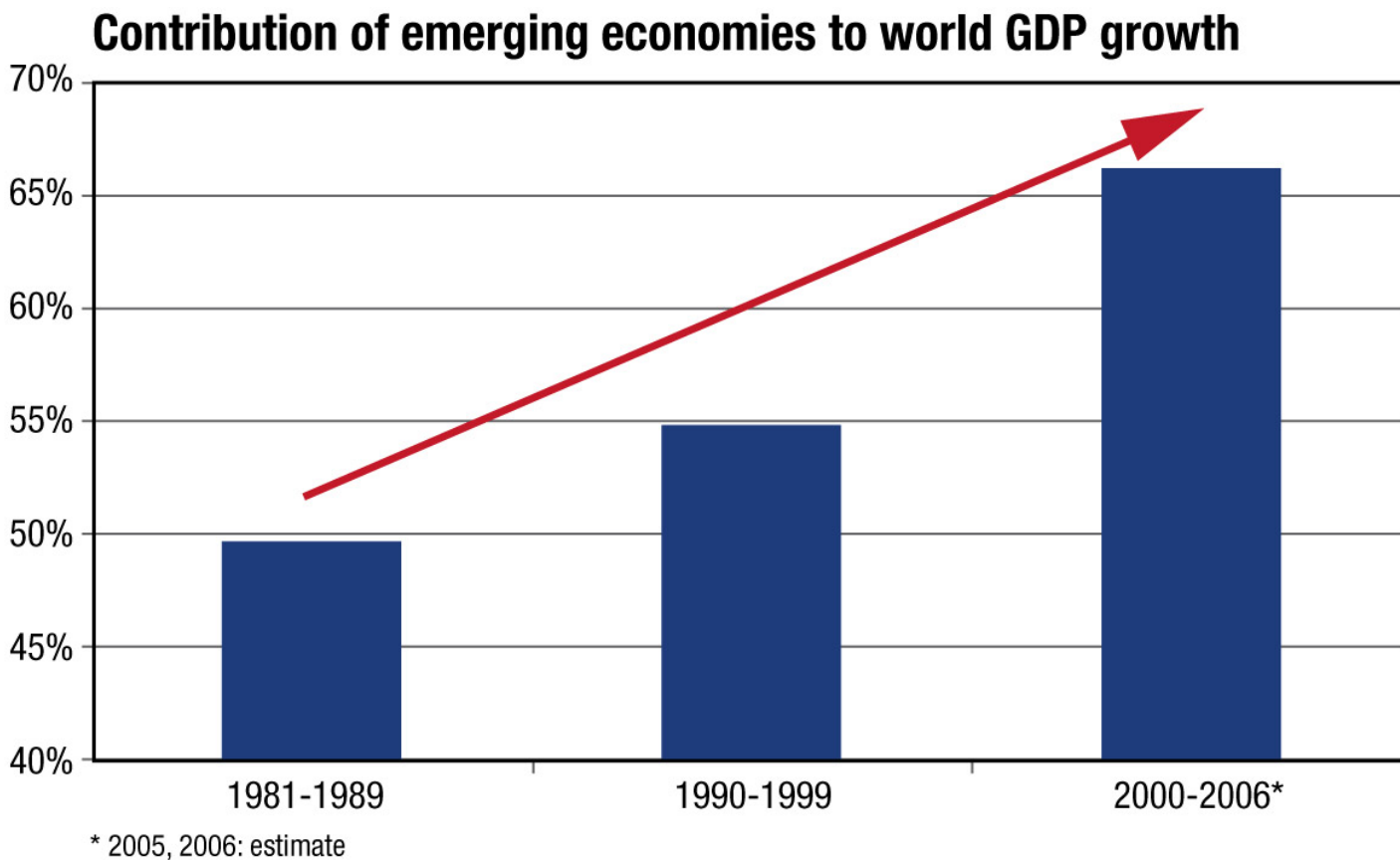
Innholdsfortegnelse

- Markedsgrafer [s. 4](#)
- Kanarifuglene [s. 7](#)
- Forventninger 2007 [s. 11](#)
- Resultater i NOK [s. 12](#)
- Kursutviklingsgraf [s. 13](#)
- Globale vekstmarkeder i NOK [s. 14](#)
- Større verdiendringer [s. 15](#)
- Større handler [s. 17](#)
- Geografisk fordeling [s. 18](#)
- Bransjebalanse [s. 19](#)
- Nøkkeltall [s. 21](#)
- Oppsummering [s. 27](#)
- Selskaper [s. 29](#)



Det er forskjell på fond

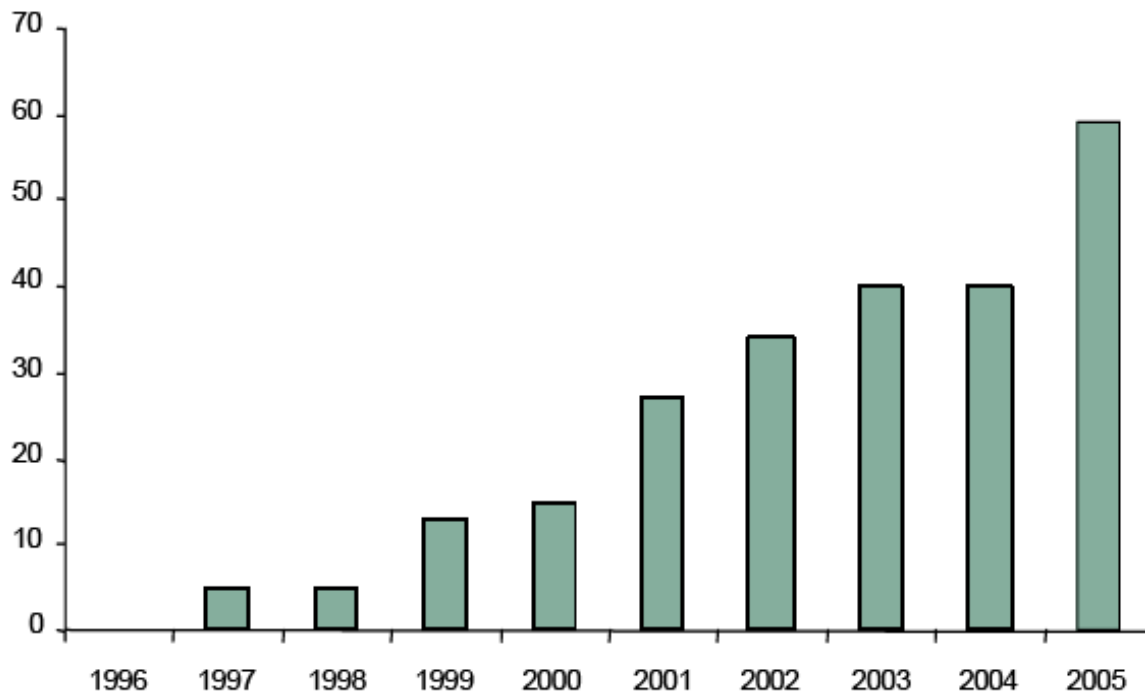
I dette årtusen ble de globale vekstmarkedene mest betydningsfulle for utviklingen i global økonomi . . .



Det er forskjell på fond

Flere selskaper i vekstmarkeder har blitt globale giganter og deres ikke-organiske vekst er tiltagende; støttet av sterke balanser

Top 100 emerging multinationals:
Number of cross-border M&As initiated



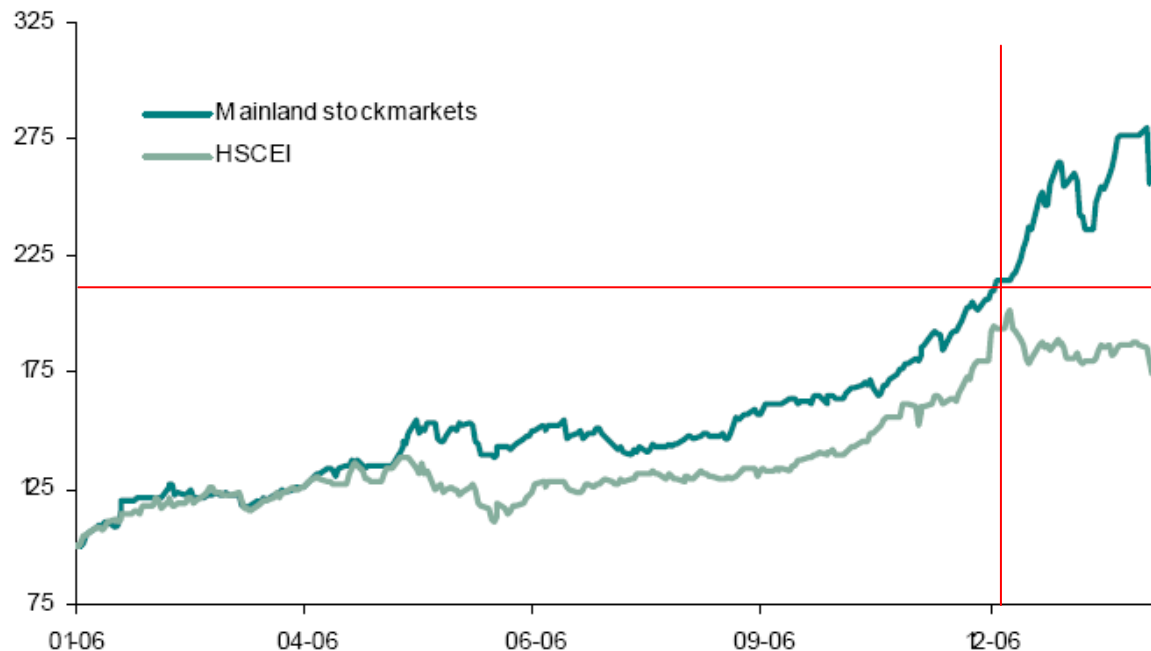
Source: BCG RDE Challengers Database



Det er forskjell på fond

Sterk kursutviklingen på innenlandske kinesiske aksjer har gjort disse vesentlig dyrere enn kinesiske aksjer notert i Hong Kong. Vi eier ingen aksjer notert i Kina.

Main Chinese stockmarket indices
(Mainland market and HSCEI)

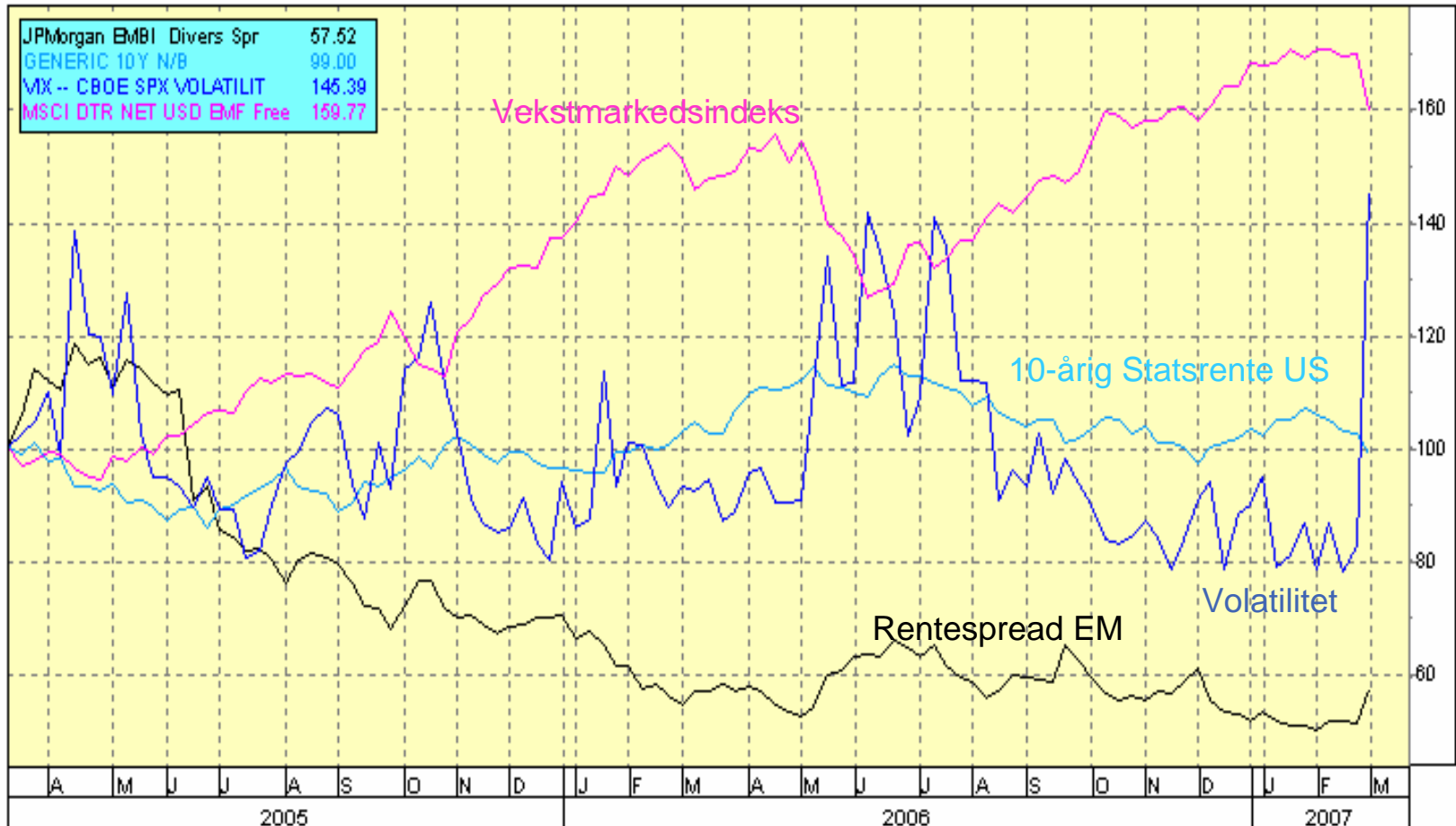


Source: Datastream



Det er forskjell på fond

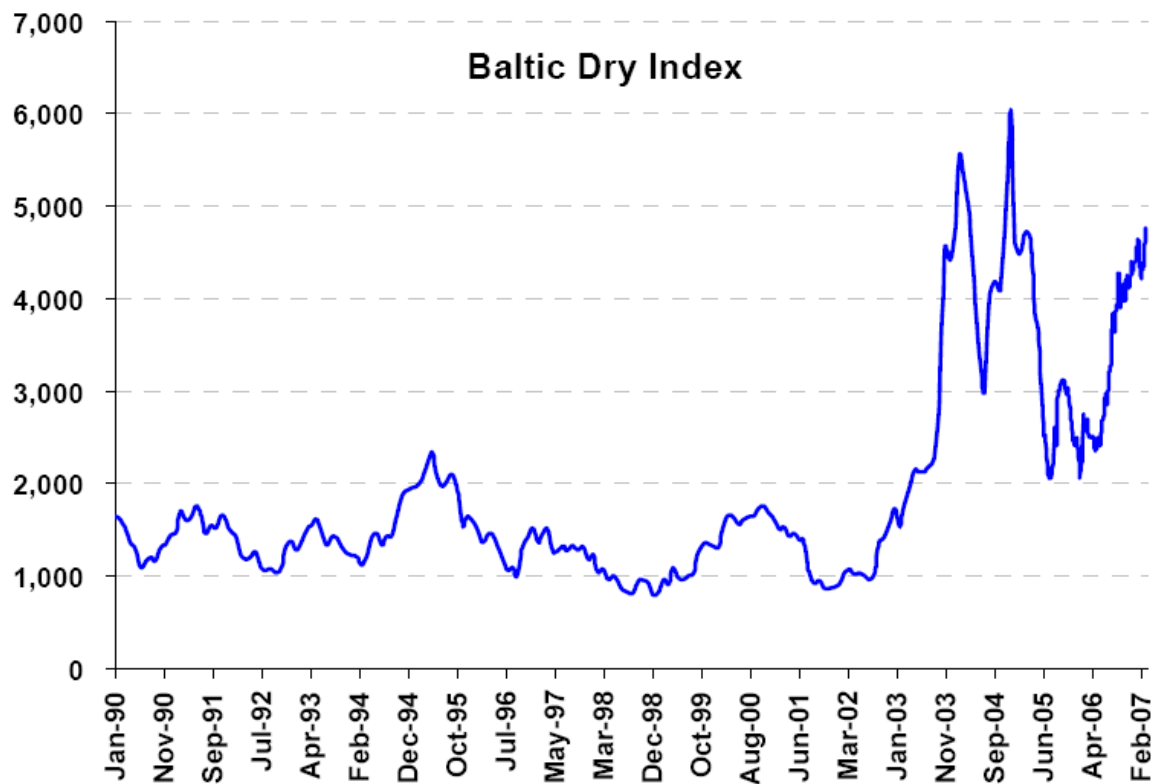
Volatiliteten har øket til nivået ved fjorårets korreksjon; lange renter noe ned og rentespread i globale vekstmarkeder er fortsatt lav



Det er forskjell på fond

Tørrelastratene viser ingen tegn på en global økonomisk oppbremsning

... Baltic Dry Index Continues to Rise



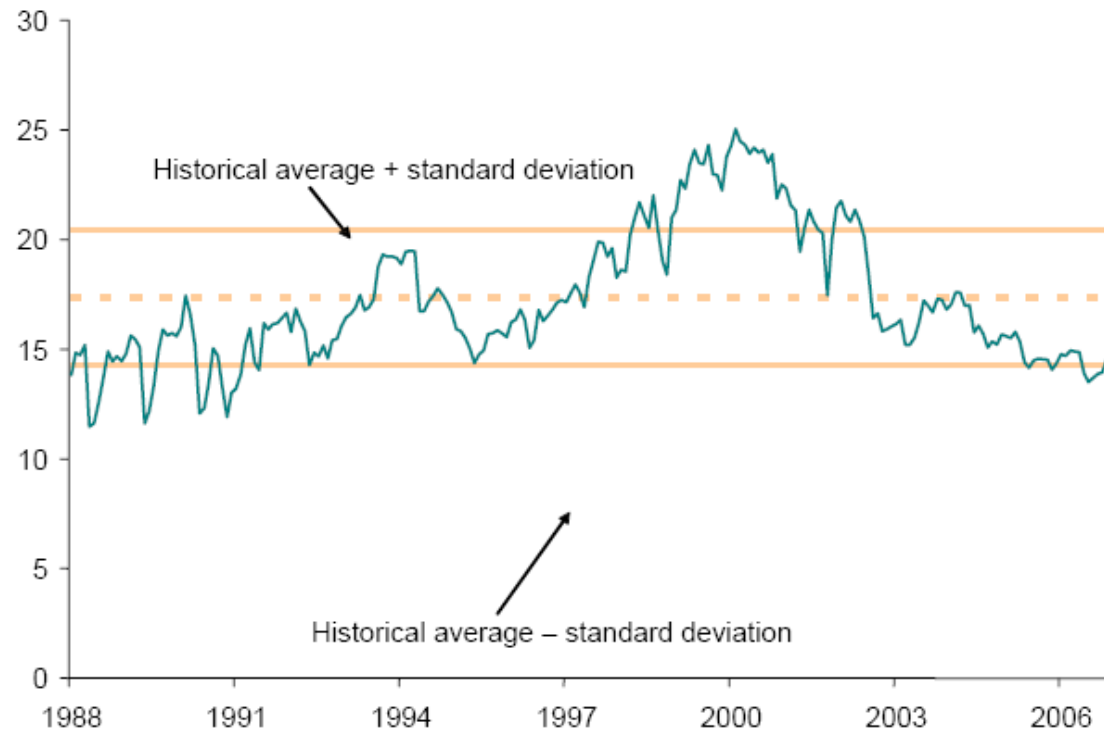
Source: Bloomberg. Data as of 02/28/07.



Det er forskjell på fond

Globalt ligger pris til inntjeningsforholdet i den nedre ende av et 20 års bånd og 20% under gjennomsnittet

12mth forward P/E MSCI World



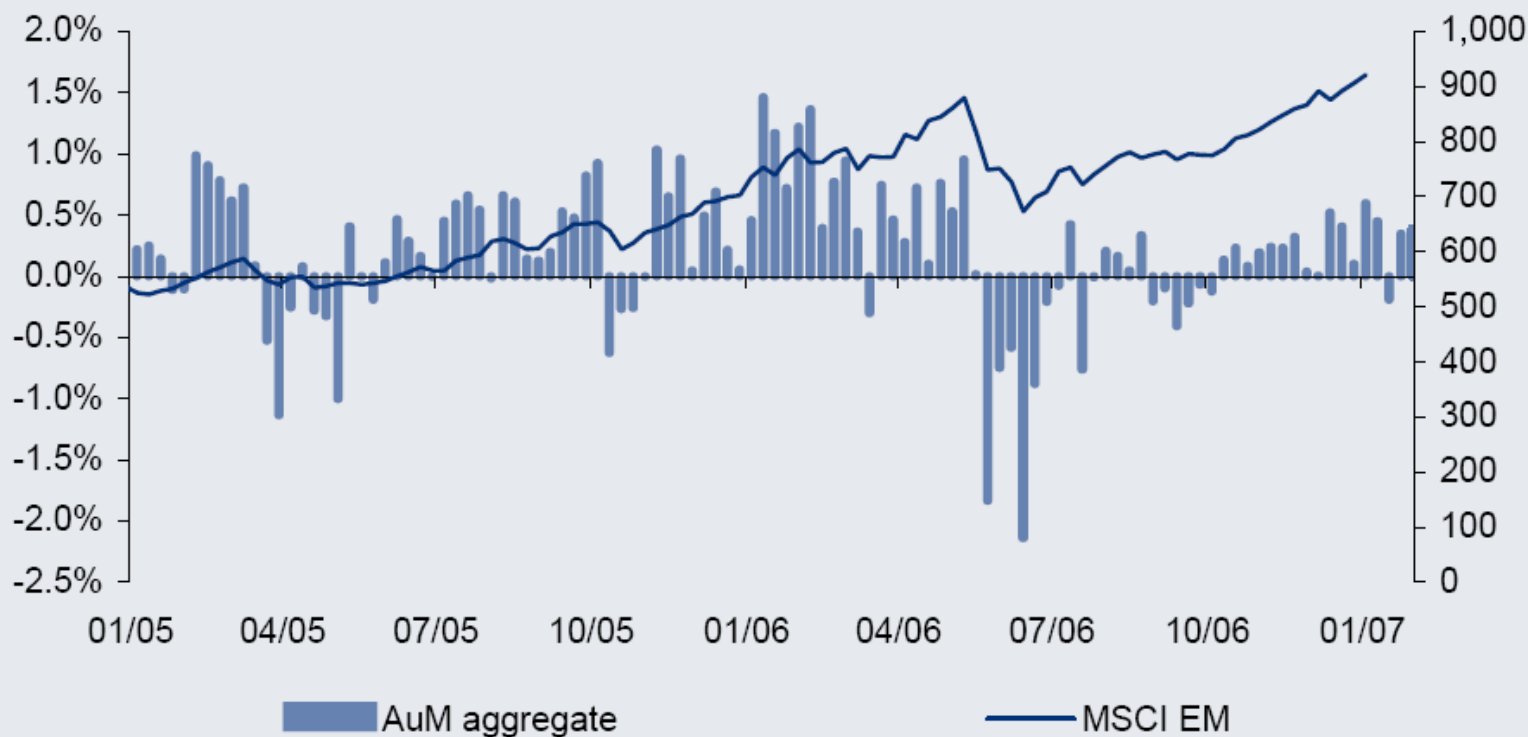
Sources: Datastream Thomson Financial, IBES, MSCI, Exane BNPP



Det er forskjell på fond

Pengeflyten inn i globale vekstmarkeder har vært begrenset siden korreksjonen i fjor og langt lavere enn starten av 2006

Fig 3 MSCI EM and inflows in to EM Equity funds



Source: Emerging Portfolio, ING



Det er forskjell på fond



Hva kan vi vente i 2007 ?

- Renteøkningene i 2007 blir mer selektive, bedre global likviditet
- Global vekst vil holde seg – mindre inflasjonsrisiko fra stabile eller fallende råvarepriser – bedre balansert mellom land enn tidligere
- Fortsatt lavere selskapsvurderinger i globale vekstmarkeder – men bedre kapitalavkastning og høyere vekst bør gi omvurdering
- Økt fokus på forbruk, mindre på råvarer inn i 2007
- Økt finansiell integrasjon over landegrensene
 - Kina liberaliserer kapitalmarkedet gradvis
- 2007 – bør bli omvurderingsåret



Det er forskjell på fond

Resultater i NOK pr. 28. februar 2007

	Hittil i kvartal	2006	Siste 3 år	Siden oppstart*
SKAGEN Kon Tiki	-2,7 %	22,8 %	30,0 %	29,7 %
Vekstmarkedsindeks (NOK)	-3,0 %	22,0 %	20,9 %	15,4 %
Meravkastning	0,3 %	0,8 %	9,1 %	14,4 %
Verdensindeks (NOK)	-0,7 %	10,8 %	8,7 %	3,0 %
Meravkastning	-2,0 %	12,0 %	21,2 %	26,8 %

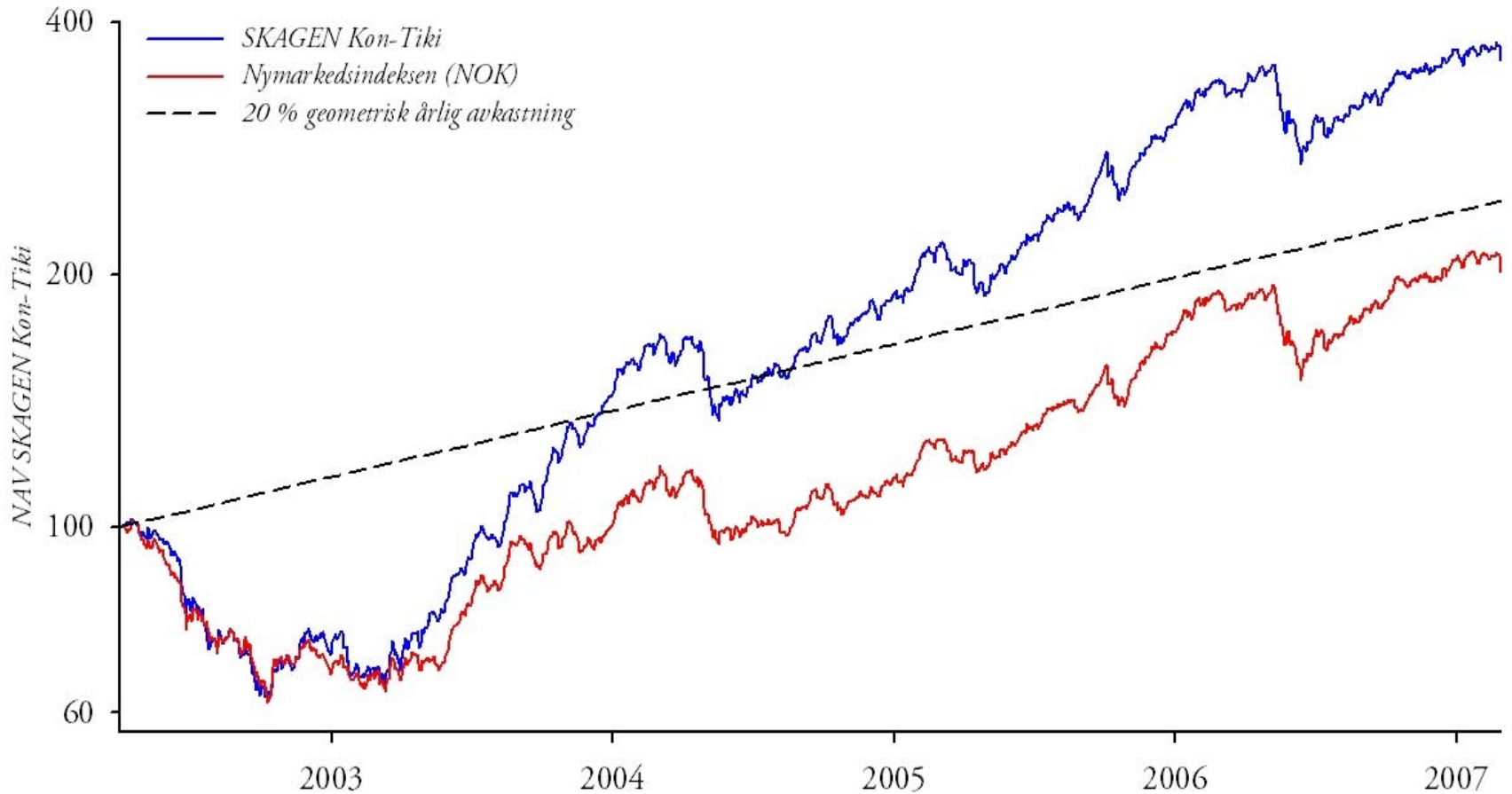
*05. april 2002

Alle avkastningstall utover 12 måneder er annualisert (geometrisk avkastning)



Det er forskjell på fond

Kursutvikling SKAGEN Kon-Tiki



Oppdatert pr 28. februar 2007

Alle avkastningstall er etter forvaltningshonorar



Det er forskjell på fond

Globale vekstmarkeder hittil i år (i NOK)

• Ukraina	50%	• Vekstmarkedsindeks	- 3%
• Vietnam	49%	• Hong Kong	- 4%
• Kina (lokal)	24%	• Argentina	- 4%
• Tyrkia	5%	• Mexico	- 4%
• Singapore	3%	• Sør-Korea	- 4%
• Thailand	2%	• Polen	- 5%
• Japan	1%	• Russland	- 5%
• Norge (OSEBX)	0%	• Venezuela	- 5%
• Verdensindeks	- 1%	• Indonesia	- 7%
• Sør Afrika	- 1%	• India	- 8%
• Taiwan	- 2%	• Ungarn	- 9%
• Brasil	- 2%	• Colombia	-11%
• SKAGEN Kon-Tiki	- 3%	• Kina (Hong Kong)	-12%
		• Qatar	-13%



Det er forskjell på fond

Større verdiendringer i 2006 (NOK)

• Seadrill	222m	• LG Electronics	-216m
• Banco do Brazil	218m	• Pride International	- 94m
• Bharti Airtel	198m	• Ssangyong Motors	- 50m
• Eletrobras	171m	• National Oilwell Varco	- 28m
• Mahindra & Mahindra	161m	• Yazicilar Holding	- 18m
• Grupo Mexico	154m	• Top Engineering	- 17m
• Vale Rio Doce	152m	• Samsung Electronics	- 16m
• China Oilfield	152m	• Kiwoom.com	- 16m
• Samsung Heavy	123m	• SKY Europe	- 15m
• Indosat	114m	• Toyo Kanetsu	- 5m
• Petrobras	91m		
• Hyundai Heavy	82m		
• Hyundai Merchant Marine	81m		
• Unified Energy systems	80m		
• Richter Gedeon	74m		
• Aberdeen Asset Mgmt	69m		
• Bank Austria	66m		

Verdiskapning i perioden: 2.630 m



Det er forskjell på fond

Større verdiendringer i februar 2007 (NOK)

• National Oilwell Varco	66m	• Eletrobras Pref.	- 91m
• Samsung Heavy	38m	• Banco Nossa Caixa	- 57m
• Marine Harvest	23m	• Mahindra & Mahindra	- 42m
• Sky Europe	16m	• Seadrill	- 33m
• LG Electronics Pref.	15m	• China Oilfield	- 30m
• Ssangyoung Motors	15m	• Bharti Airtel	- 29m
• Enka Insaat	15m	• Richter Gedeon	- 26m
• Eczacibasi Saglik	11m	• Hanmi Pharmaceutical	- 25m
• Kiwoom	11m	• HSBC	- 23m

Verdiskapning i perioden: -242m



Det er forskjell på fond

Større handler i februar 2007

Kjøpt

- Norsk Hydro (ny)
- Ganger Rolf (ny)
- Petrobras
- Continental Engineering
- LG Corp. Pref.
- Gruma
- Banco Nossa Caixa

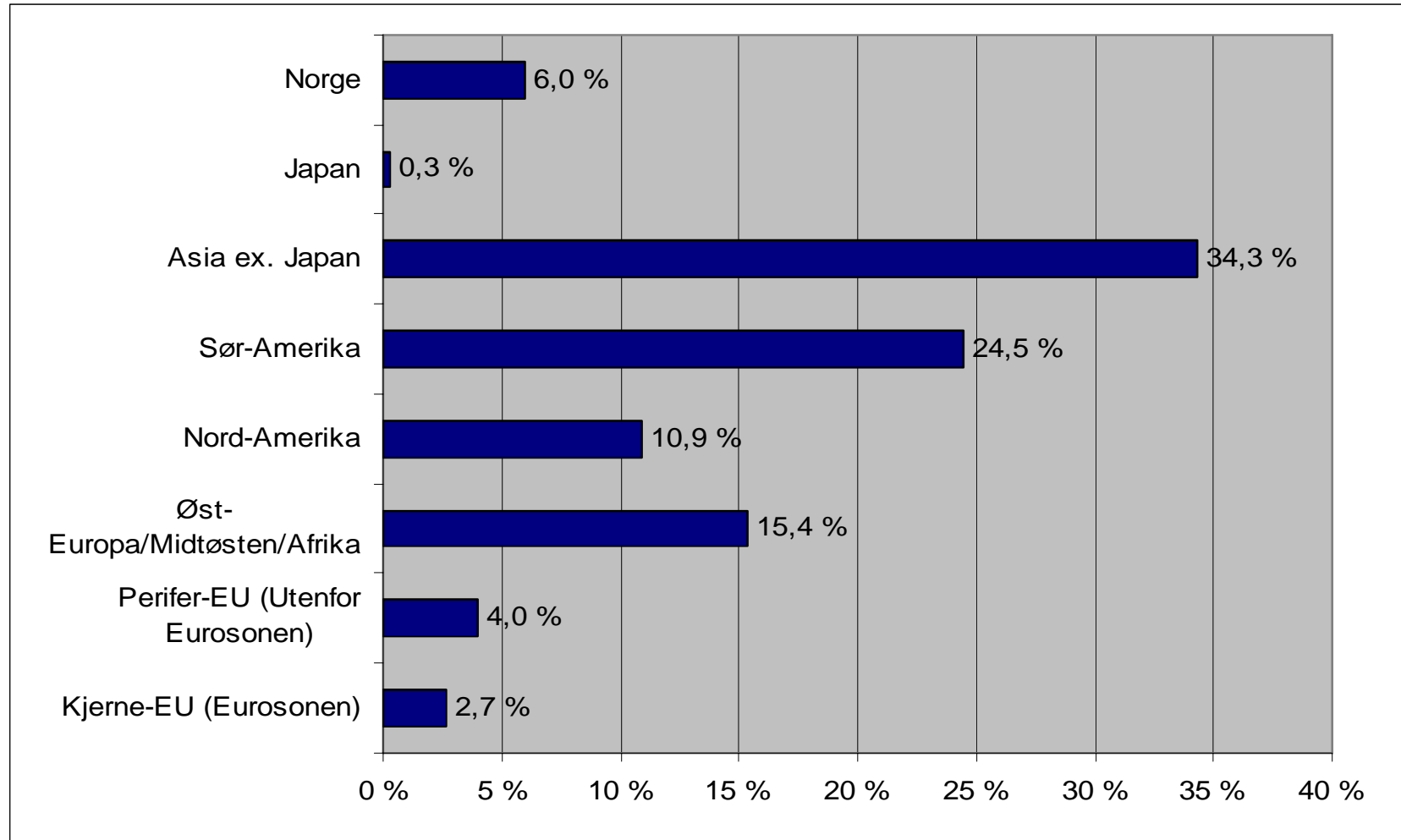
Solgt

- Graphisoft (ut)
- Ship Finance (ut)
- National Oilwell Varco
- Grupo Mexico
- Samsung Heavy Industries
- HSBC
- Telefonos de Venezuela



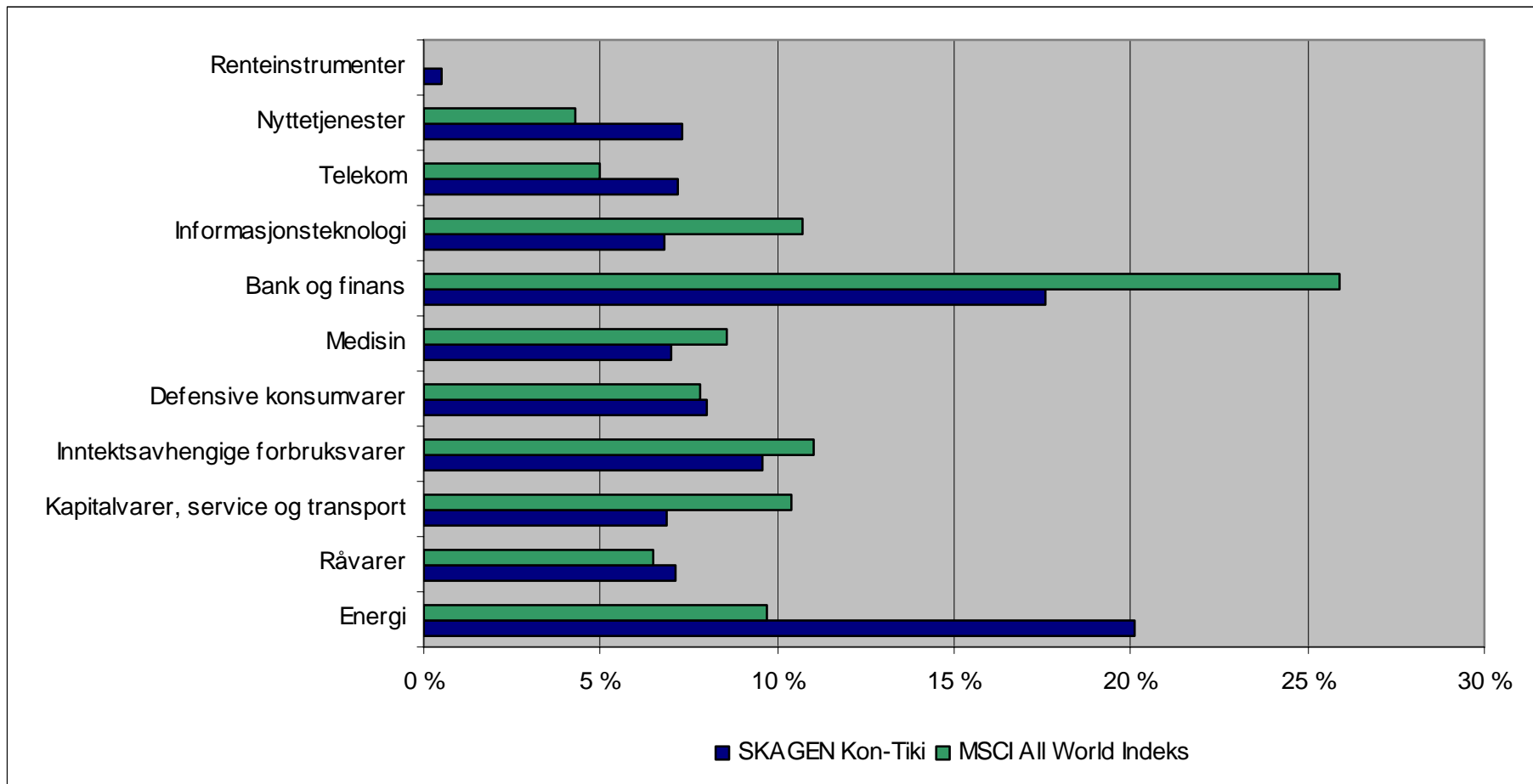
Det er forskjell på fond

Geografisk fordeling for SKAGEN Kon-Tiki



Det er forskjell på fond

Bransjefordeling i SKAGEN Kon-Tiki vs MSCI All World Indeks



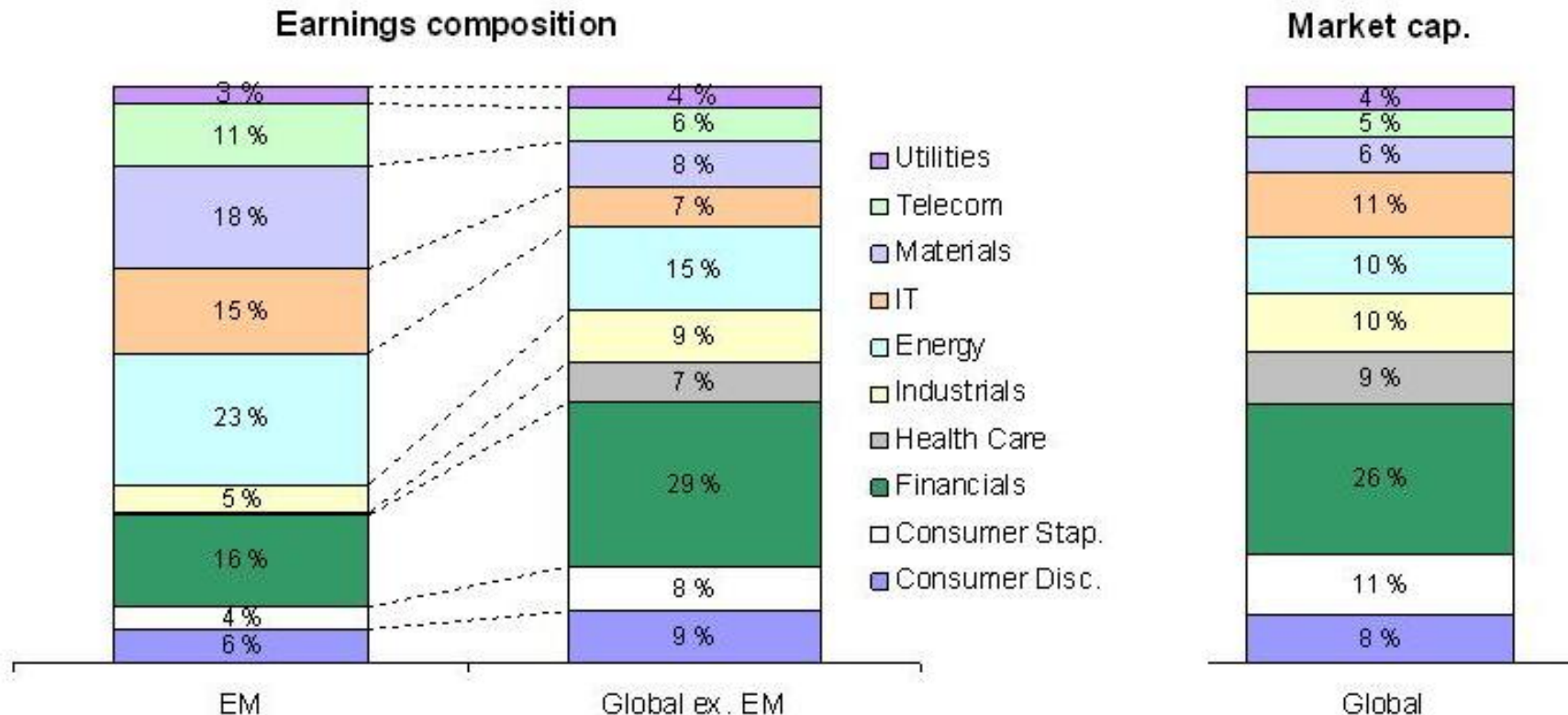
*MSCI World indeks er oppdatert per 31 desember 2006.

*SKAGEN Kon-Tiki er oppdatert per 28 februar 2006.



Det er forskjell på fond

Inntjening og markeds kapitalisering pr. sektor



Det er forskjell på fond

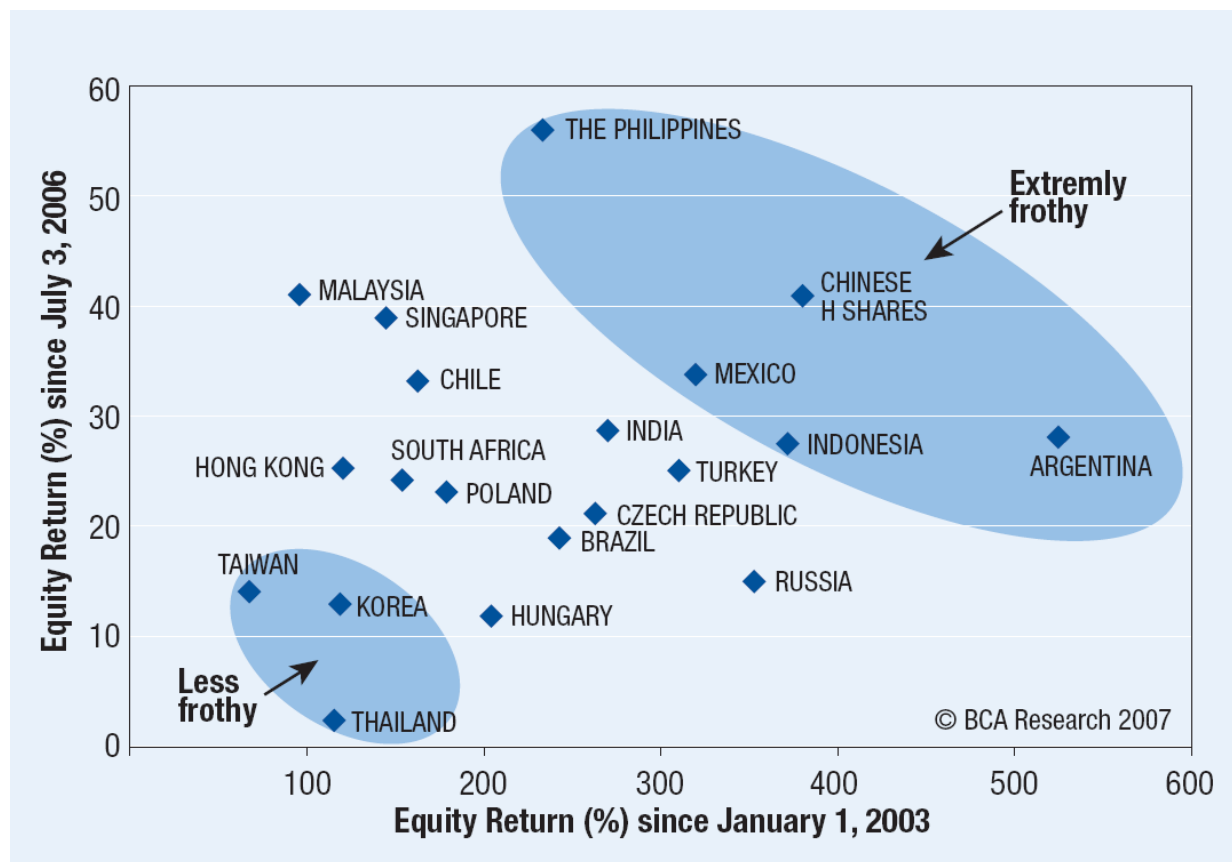
SKAGEN Kon-Tiki - Nøkkeltall pr. 28. februar 2007

	Postens størrelse	Kurs	PE 07E	P/B siste	Kurs- mål
Pride International	7,4 %	28,8	7,60	1,9	44
Elektrobras	7,3 %	44,54	4,90	0,3	120
Samsung Electronics	6,0 %	435k	7,30	1,3	600k
Cia Vale do Rio Doce	5,0 %	62,4	8,30	3,9	100
Banco do Brasil	4,1 %	68,58	6,90	2,8	70
National Oilwell Varco	3,6 %	69,64	12,70	2,5	100
Bharti Airtel	3,3 %	718,9	20,50	14,4	1000
Richter Gedeon Nyrt	3,0 %	37,5k	13,40	2,5	55k
China Oilfield Services	2,9 %	5,05	14,0	2,6	6,5
Samsung Heavy Industries	2,8 %	23,1k	11,60	2,4	25k
LG Electronics	2,8 %	32,8k	5,50	0,8	70k
Indosat	2,8 %	5900	14,80	2,2	7500
Vektet gj.snitt topp 12	50,8 %		9,6	2,8	61 %
Median	50,8 %		15,2	2,4	41 %



Det er forskjell på fond

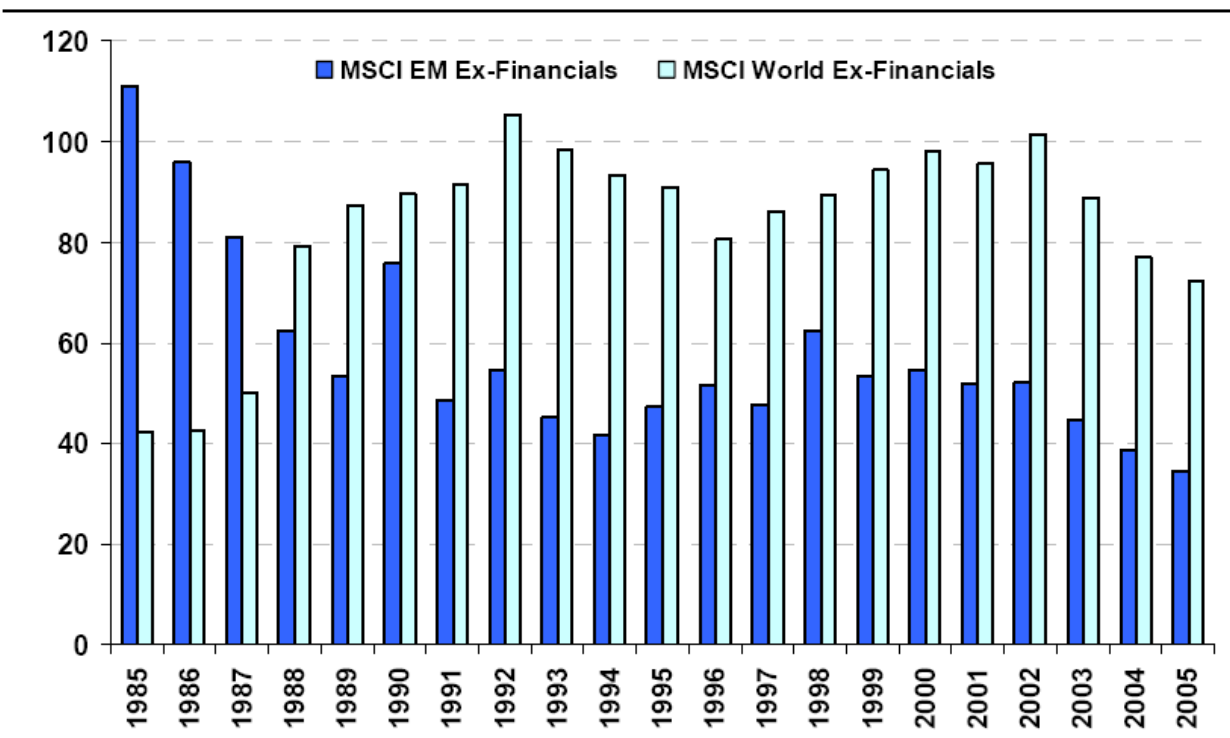
Ut fra kursstigning de seneste årene fremstår Korea, Taiwan og Thailand som relativt attraktive, mens kinesiske innenlandske aksjer kan synes overvurdert



Det er forskjell på fond

Gjeldsetningen blant globale vekstselskaper er betydelig lavere enn i den vestlige verden; rentefølsomhet og finansiell risiko er dermed meget moderat

EM Net Debt to Equity (%), 1985-2005



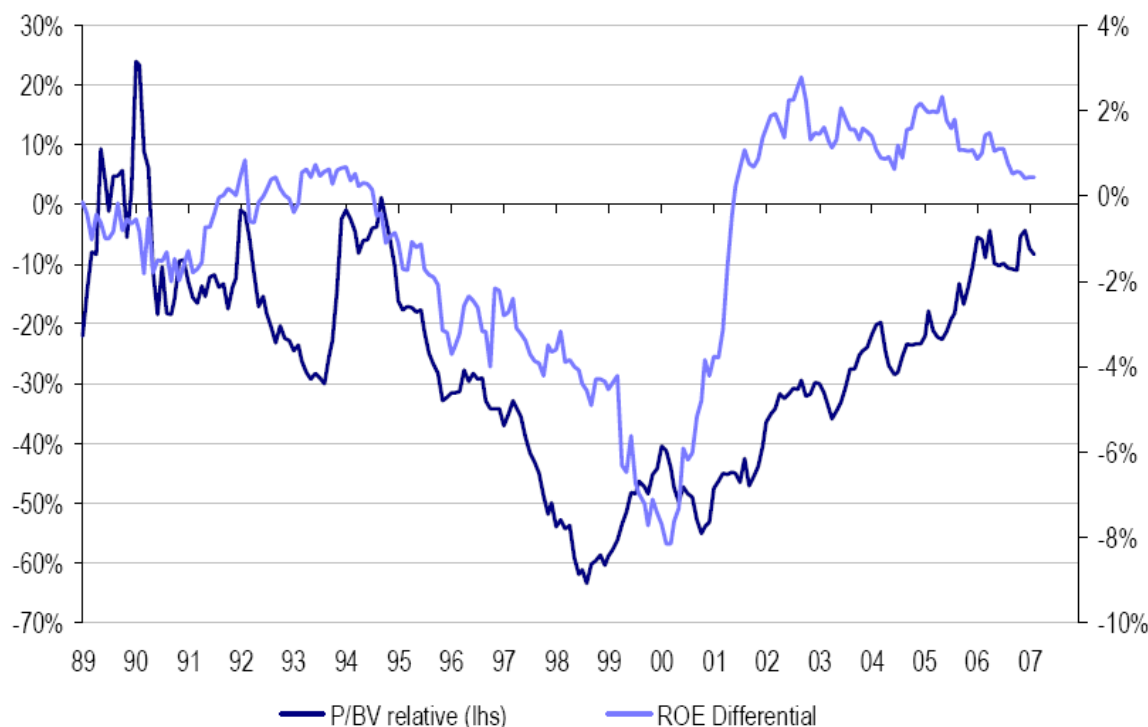
Source: Worldscope, FactSet, Morgan Stanley Research.



Det er forskjell på fond

Globale vekstmarkeder genererer høyere kapitalavkastning, men handles fortsatt med rabatt i forhold til verdsettelsen av egenkapital; til tross for ulempen med lavere gjeldsetting

P / BV relative vs ROE differential to MSCI World



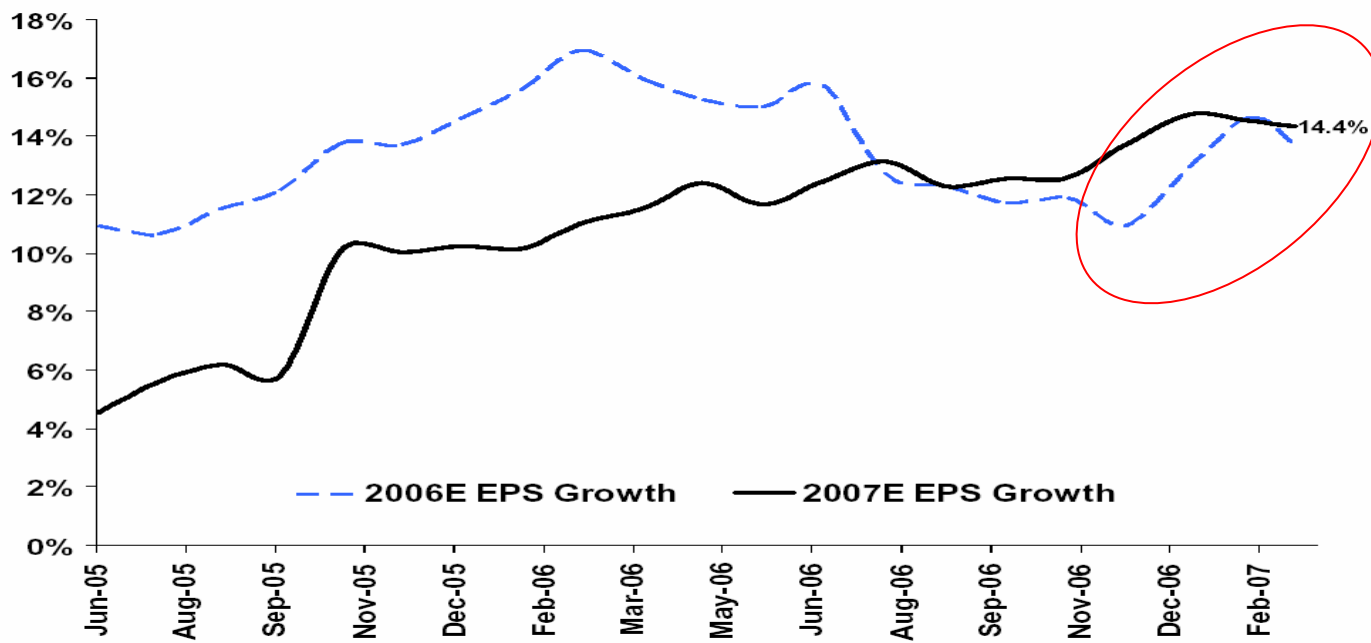
Source: MSCI



Det er forskjell på fond

Forventet inntjeningsvekst i globale vekstmarkeder for 2006 har steget de siste 2-3 månedene uten at forventet vekst i 2007 er oppjustert; for konservative analytikere igjen?

MSCI EM - Consensus EPS Growth Expectations



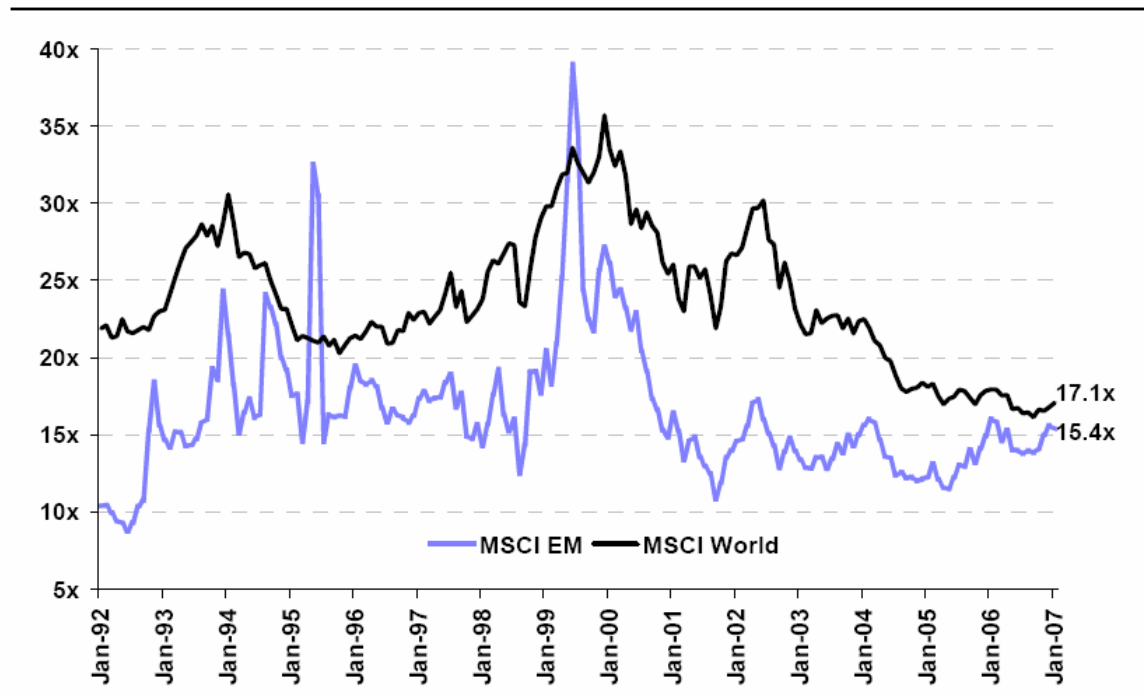
Source: IBES Consensus, FactSet, Morgan Stanley Research. Data as of 02/28/07.
E = IBES Consensus estimate



Det er forskjell på fond

P/E i globale vekstmarkeder er 10% lavere enn den vestlige verden; samme rabatten som et år siden. Dette til tross for sterkere balanser, høyere vekst og bedre kapitalavkastning

Trailing P/E, 1992-2006: MSCI EM versus MSCI World



Source: MSCI, FactSet, Morgan Stanley Research



Det er forskjell på fond

Den årlig korreksjonen i aksjemarkedet kom tidlig; vi er ikke særlig bekymret

- Den gode utviklingen i verdensøkonomien fortsetter, men bedre balansert enn tidligere:
 - Veksten i USA ser dog ut til å overraske på oppsiden, fortsatt økt vekst i Europa, Japan og Globale Vekstmarkeder.
 - Kjerneinflasjonen utvikler seg moderat globalt – mindre renterisiko
- Vurderingen av selskapene er på et fortsatt svært attraktivt nivå
 - På nøkkeltall prises Kon-Tiki selskapene på samme nivå etter inntjening som ved starten av oppgangsperioden i 2003 og mars 2006.
- Vi tror omvurderingen av de globale vekstmarkedene vil fortsette fordi;
 - inntjeningsveksten forblir høy, demografien er god, og det er mangel på gode investeringsmuligheter i industrialiserte land.
- I tillegg øker globaliseringen den relative attraktiviteten av globale vekstmarkeder.



Det er forskjell på fond

Konklusjon – SKAGEN Kon-Tiki

- Godt investeringsklima i globale vekstmarkeder
 - Mindre inflasjonspress i 2007 – mindre renteuro
 - Fortsatt lave risikopremier
 - Lav volatilitet – stigende risikoevne for globale investorer
 - Stort potensial for oppvurdering av selskapene
- Stabil, god global konjunktursituasjon med bedre balanser
- Revurdering av globale vekstmarkeder er bare i begynnerfasen
- Flere av våre hovedmarkeder i rentefallsmodus

- SKAGEN Kon-Tiki har siden start gitt bedre absolutt og risikojustert avkastning enn sine konkurrenter som følge av sitt unike selskapsorienterte verdigrunnlag



Det er forskjell på fond



Selskaper i SKAGEN Kon-Tiki

Ganger Rolf (GRO NO) 220 NOK

Nøkkeltall:

Børsverdi: NOK 8,1 mrd.

P/E (07e): 8,9x

Pris/bok: 2,2x

Pris/VEK: 0.65x

Utbytteav.: 4,5 % (07e)

- "Energikonglomerat" innen rigg (Fred Olsen Energy), flytende produksjon (Fred Olsen Production), vindkraft (Fred Olsen Renewables) og tankfart (First Olsen)
- I tillegg eier selskapet 16,8 % av Norges Handels og Sjøfartstidende, fergetrafikk gjennom Fred Olsen Cruise, 24 % (x2) av Tusenfryd og 2G-riggen Bulford Dolphin
- Selskapet eier stort sett det samme 50/50 som søsterselskapet Bonheur og er tilnærmet gjeldsfrie.
- Handles med 40% rabatt i forhold til verdjustert egenkapital.
- **Triggere**
 - Oppløsning av krysseiet
 - Generasjonsskifte
 - Vekst innen vindkraft/synliggjøring av verdier (børsnotering?)
 - Salg av FOE (?)
- **Risiko;** Oljepris, corporate governance (kan de bli verre?)



Det er forskjell på fond

Bonheur & Ganger Rolf Group

NET ASSET VALUE	Ownership interest	Comment	Share price	Total no. of shares (mill)	Total value BON/GRO	BONHEUR	GANGER ROLF
OFFSHORE							
Fred. Olsen Energy (consolidated)	54%	Enterprise value 100%	297.0	66.0	21,937	10,969	10,969
Bulford Dolphin (semi submersible drilling rig) (consolidated)	100%	Initiated sale September 06 at \$235m			1,440	720	720
Fred. Olsen Production (consolidated)	58%	Calculated gross (100%)	26.0	104.0	3,601	1,800	1,800
SHIPPING							
First Olsen Tankers (consolidated)	100%	NAV (Suezmax \$35m, Norclipp \$12.9675m)			970	485	485
Cruise - Black Prince/Black Watch/Braemar/Boudicca	100%	2800 berths valued at \$140' each (RCCL \$200'/each)			2,400	1,200	1,200
Ferries (Comarit SA, 55%) (associated)	55%	2006 EBITDA NOKm 160, NOKm 109 in '05, NOKm 99 in '04			700	350	350
Oceanlink	50%	3 reefers (+8x20%), 1 container, 4x20% AHTS. 06 EBITDA \$5.5m			211	106	106
Shareholdings - Listed & Unlisted							
- NHST (associated)	33%	Norwegian "pink sheet" newspaper	1,140	0.38	437	218	218
- Callon Petroleum	9%	US listed E&P company	14.4	1.88	166	97	69
- IT Fornebu Eiendom (associated)	12%	Valued at book value			92	46	46
- Tusenfryd (associated)	50%	2006 pre-tax profit NOKm 27.4, 2005 NOKm 22.3			200	100	100
- Renewable (Wind farms) (consolidated)	100%	NOK 4 per GWh production capacity			2,130	1,065	1,065
- Genomar (associated)	33%	2006 EBITDA NOKm 6.4, 2005 NOKm (3.9)			17	8	8
- Real Estate (Fred. Olsens gate) (consolidated)	100%	1300/sqm @ NOK 30'/sqm			39	20	20
- Fred Olsen Travel / Fred Olsen Brokers	100%				10	5	5
TOTAL ASSETS					34,349	17,188	17,161
Net interest bearing debt at 31.12.06					(3,963)	(1,981)	(1,981)
Minority interests (share of equity)					(10,159)	(5,080)	(5,080)
NAV per share (average BON/GRO)					20,227	10,127	10,100
Value of shares held in BON & GRO respectively						6,997	3,545
Total value of each twin						17,124	13,644
Net asset value per share					NOK/share	389	398



Det er forskjell på fond

Banco Nossa Caixa (BNCA3 BS) 39 BRL

- Største børsnoterte sparebank i Latin-Amerika, delprivatisert i okt 2005
- Billig; P/E 7x 07E, P/B 1,6, dir. avk. 5%; halve nøkkeltall ift. bransjen
- Market Cap 4,2 mrd. BRL, 107 m aksjer, hovedeier Sao Paulo 72%
- Innskudd 25 mrd BRL, utlån 7 mrd BRL, tredje største fondsforvalter, 4,7 mill personkunder, 200 000 bedriftskunder, ingen utlånsrisiko
- Stort potensiale for organisk vekst, særlig på utlånsmarkedet, med gode marginer, kryssalg av produkter, ny ledelse
- Stor rentegevinst (stor verdipapirbeholdning – lave utlån – kort funding)
 - 700 000 nye kunder kan komme fra Banco Santander (offentlige ansatte)
 - Fortsatt privatisering – liten float
 - Fortsatt rentefall
 - Kursmål; 3x bokført EK i 2009E => 90 BRL



Det er forskjell på fond

LG Corp. (003550 KS) 31 100 KRW

Nøkkeltall:

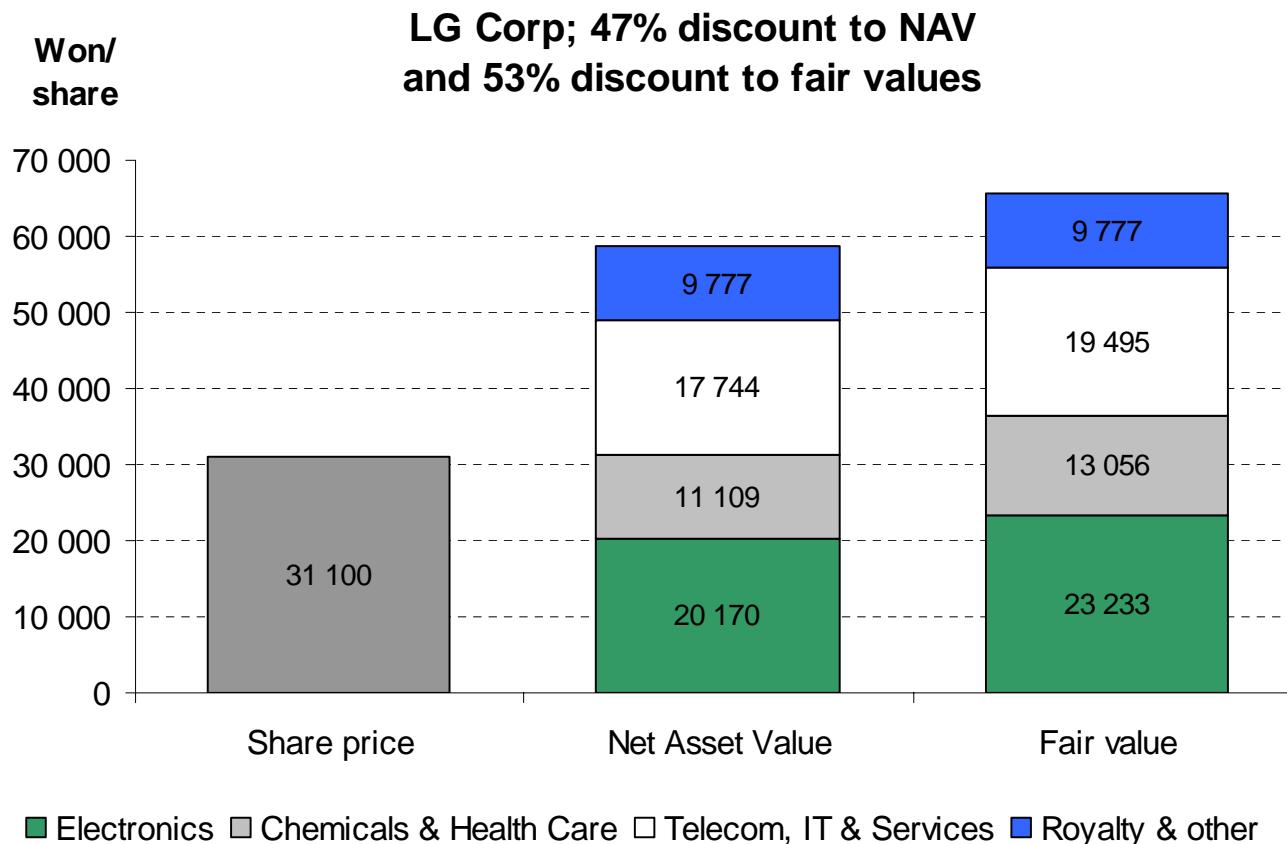
Børsverdi: KRW 5367 mrd
 NOK 33 mrd
 Nettocash: KRW 84 mrd
 P/E (07e): 9,2x
 Pris/bok: 1,1x
 Utbytteav.: 2,4 % (07e)

- Morselskap i LG-chaebolen (Familien Koo eier 18%, men har kontroll)
 - Eier 35% av LG Electronics (30% av NAV)
 - Eier 39% av LG Chemical (11% av NAV)
 - Eier 37% av LG Telecom (11% av NAV)
 - Eier 33% av Dacom (5% av NAV)
 - Eier 34% av LG Household & Healthcare (7% av NAV)
 - Eier 31% av LG Life Science (2% av NAV)
 - Store poster i unoterte selskaper, bl.a. LG Siltron og LG CNS + eiendommer (20% av NAV)
- LG Corp mottar 0,2% av omsetningen fratrukket reklamebruk til gruppeselskapene pr. mnd. som betaling for bruk av LG merket. Royalty i 2006 estimeres til ca. KRW 145 mrd. ==> Totalverdi av royaltyavtalen > KRW 2.500 mrd
- Total substansverdi = ca. KRW 9.500 dvs. W 54.000/aksje
 ==> Substansrabatt pt.: ca. 45% (70% for preferanse aksjer)
- **Triggere:**
 - Oppbygging av merkevaren LG
 - Resultatforbedring i LG Electronics
 - Høyere utbyttebetalinger etter at LG Corp. nå har netto kasse (på vei)
 - Synliggjøring av verdiene i de unoterte selskapene – spesielt LG CNS som er en meget lønnsom IT service bedrift i Korea (trolig på børs ila. 2 år)
 - Break-up av chaebollet (seneste ledelsesomrokering et godt tegn)
- Risiko: Corporate Governance (men en sitter nært familien)



Det er forskjell på fond

LG Corp - stor rabatt på **U**ndervurderte eiendeler



Det er forskjell på fond

Continental Engineering Corp. (2526 TT, 24,7 TWN)

Nøkkeltall:

Antall aksjer: 859,6 mill

MCAP: TWD 21,3 mrd.

NOK 4,0 mrd.

Pris/bok: 1,2x

P/NAV 0.55x

P/E (07e): 9,0x

P/S (07e): 1,0x

RoE (07e): 13%

Utbytteavk: 8,5%

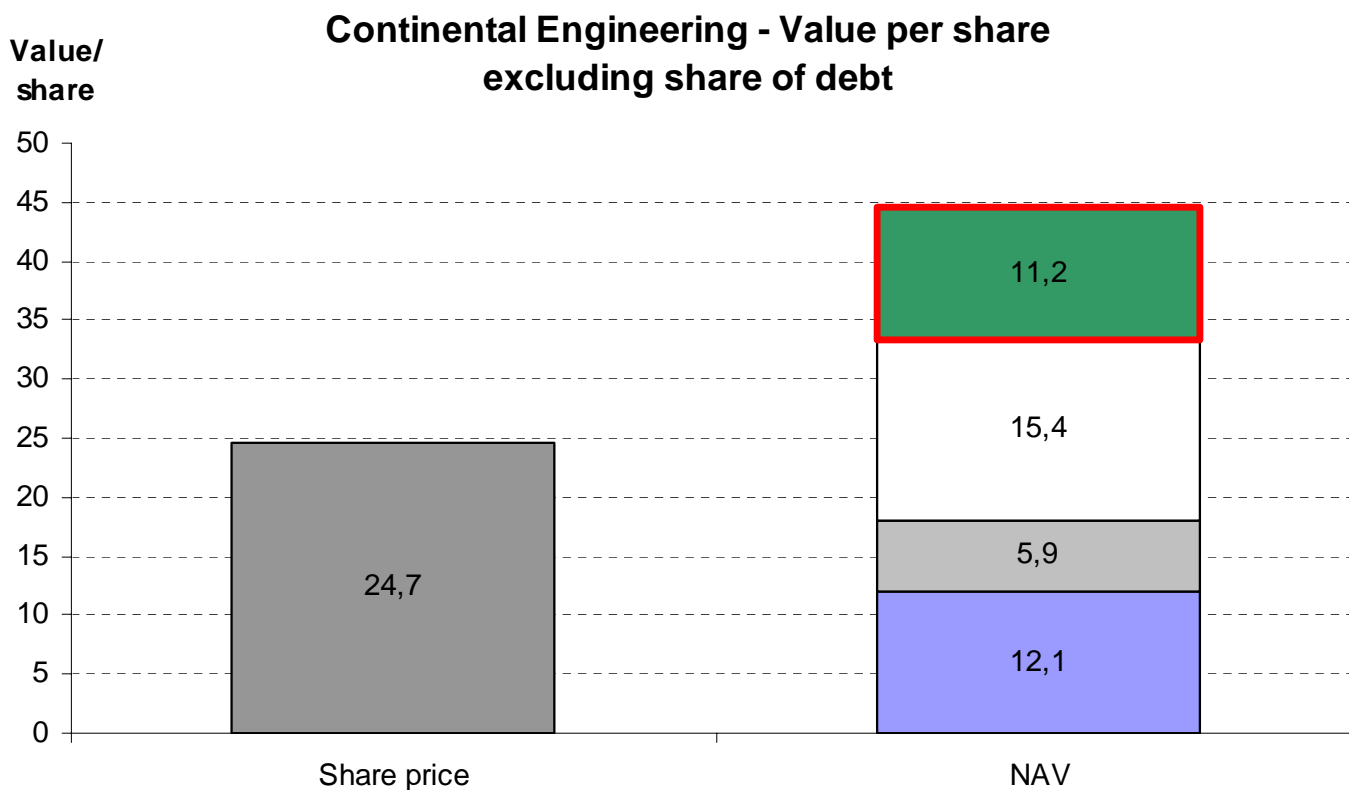
Gearing: 31%

- Største entreprenørselskap i Taiwan, etablert i 1945.
- Driver innenfor entreprenør og eiendomsutvikling; eier også eiendom og 8% av aksjene i Taiwan High Speed Rail System (startet opp 01/07').
- Svært god track-record og meget anerkjent i markedet; sikrer gode samutviklingsprosjekter på eiendom.
- Relativ lav andel prispressende offentlige anbud (c.20%).
- Sterk vekst i internasjonal entreprenør; India vil stå for 48% av entreprenør-/40% av totalsalg i 07' (17/11% i 06').
- Kvalitet til en lav pris, 45% rabatt på virkelige verdier.
- **Triggere;**
 - Misoppfattet; India-case og ikke innenlands-case
 - > Stort omvurderingpotensiale når markedet ser dette
 - > Indiske entreprenører handles til P/E på 25-30x
 - > Imens, kan vi leve med 9% u.avk./20-30% vekst
 - Synliggjøring av verdiene i langsiktige investeringer
 - Løsning på oppstartsproblemene i THSRS
 - Nye kontraktannonseringer i India
- **Risiko;**
 - Kostnadsoverskridelser, fall i boligmarkedet.



Det er forskjell på fond

Continental Engineering Corp. – oversett vekstcase



■ Dometic operations ■ Commercial real estate □ Investment assets ■ Indian construction



Det er forskjell på fond

Ønsker du mer informasjon?

- For mer informasjon vennligst se:
 - Siste Markedsrapport
 - Siste rapport om makroøkonomisk utsikter "Verden sett fra SKAGEN"
 - Info om SKAGEN Kon-Tiki på våre websider

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.



Det er forskjell på fond