

Skagen Rev fyrskib. 1892. Utsnitt.
Av Carl Locher, en av Skagenmalerne.
Bildet tilhører Skagens Museum.



Viser vei i nytt
farvann

SKAGEN Kon-Tiki

- November 2008 -

*"God relativ avkastning i en måned med
stabilisering"*

Innholdsfortegnelse

- Hovedtrekk i november 2008 3
- Investeringsresultater 7
- Globale vekstmarkeder 29
- Utsikter for globale vekstmarkeder 40
- Konklusjon SKAGEN Kon-Tiki 52
- Selskaper i SKAGEN Kon-Tiki 53
- Selskapsutvelgelse 57

Hovedtrekk i november 2008

- SKAGEN Kon-Tiki falt med 1,0% i november sammenlignet med et fall i vår referanseindeks på 3,3 %. Avkastningen hittil i år er -40,4%. Dette er bedre enn referanseindeks som er ned 44,1%. Vår undervekt i Kina og Russland har understøttet våre relative resultater i år. I november var Brasil, med Banco Nossa Caixa og Eletrobras, de viktigste positive bidragsytere mens oljerelaterte selskaper bidro på den negative siden.
- I november solgte vi oss ut av fire selskaper; Gruma, Ssangyoung Motor, Nordic American Tankers og Top Engineering. Relativt sterk kursutvikling gjorde at vi var tvunget til å selge oss videre ned i Eletrobras (10% regel) og vekte oss ned i Banco Nossa Caixa av samme årsak. Vi har øket vår posisjon i fem eksisterende selskaper og fortsetter å prioritere selskaper med forutsigbar inntjeningsmodell og lav gjeldsetting.
- De 12 største selskapene i porteføljen, som utgjør 60% av porteføljeverdien, ble ved utgangen av november handlet til en median P/E for 2008e på 6,4x mot 10,8x for 12 måneder siden og 9,2x ved inngangen til 2008. Våre 30 største poster som utgjør 83% av fondet handles også til en median P/E på 6,4x for 2008e. Dette er betydelig lavere enn for globale vekstmarkeder under ett på 8,5x.
- Vi forventer en inntjeningsvekst for våre 30 største selskaper på 20% i 2008 og 12% for 2009. Dette er betydelig høyere enn forventet resultatvekst for globale vekstmarkeder generelt på 1% for 2008 og 7% for 2009. Etter 3 kvartalsresultatene har vi nedjustert forventningene for 10 selskaper og økt for 2 selskaper.

SKAGEN Kon-Tiki og globale vekstmarkeder

- Mandat: Minimum 50 prosent i globale vekstmarkeder (GEM), resten hovedsakelig i selskaper med aktivitet vesentlig rettet mot vekstmarkeder
- Hva inkluderes i 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 markedsrisiko
- Referanseindeks: MSCI Emerging Markets (Daily Total Return Net 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 watermark.

God uttelling på fondsrangeringene og god avkastning til kundene

Fondsrangering	SKAGEN Kon-Tiki
Morningstar (5 = Beste kvantitative rating)	★★★★★
Wassum (5 = Beste kvantitative rating)	ⓂⓂⓂⓂⓂ
Standard & Poor's (AAA = Beste kvalitative rating)	AAA Nr. 1 av 459
Citywire (3 års periode) Porteføljeforvalter rating (juni 2008)	Nr. 6 av 116
Lipper	Europe 2008 Beste fond 5 år Aksjefond vekstmarkeder
Dine Penger (DP terning)	ⓂⓂⓂ Nr. 1 av 16

Oppdatert per 30 september 2008.

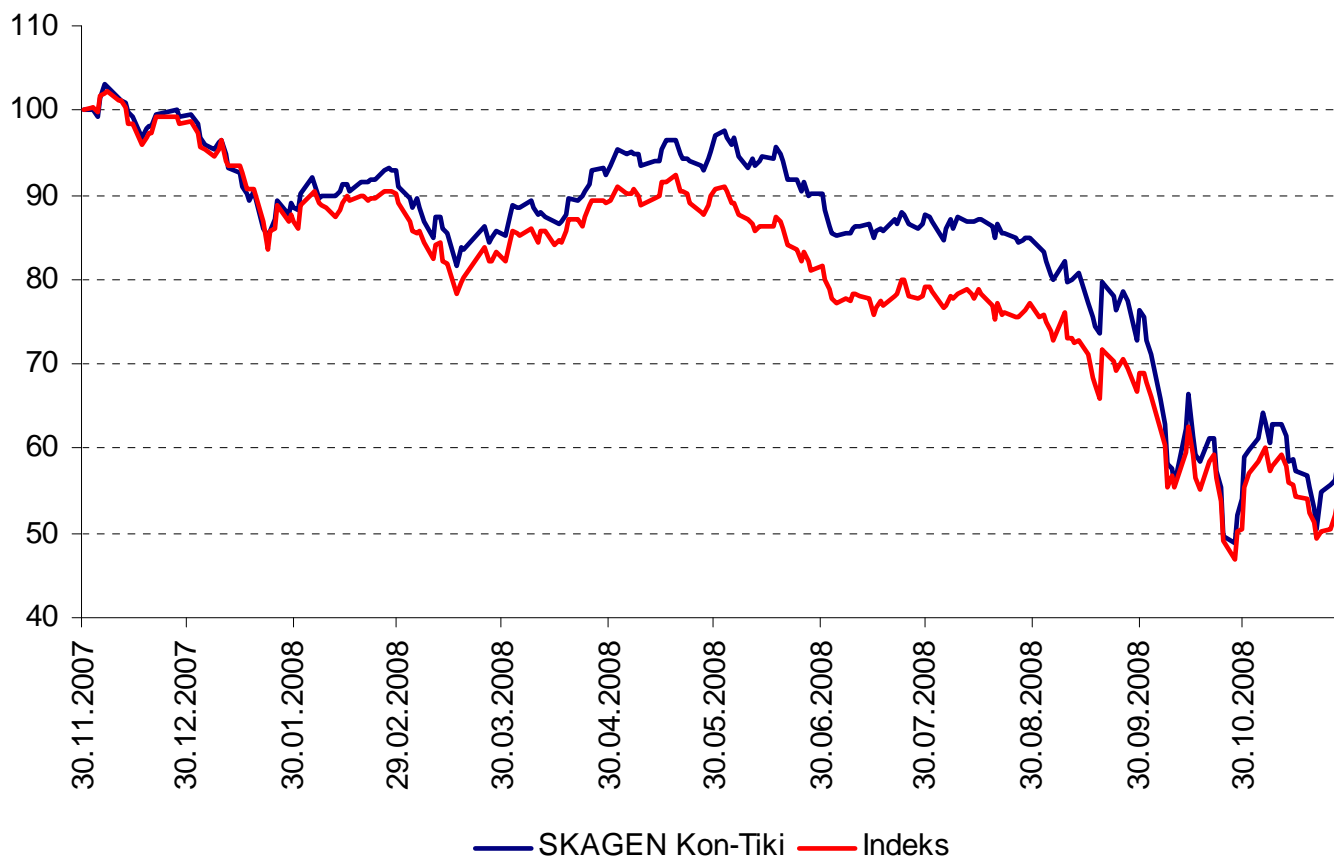
Investeringsresultater

Resultater i NOK pr. 28. november 2008

	Hittil i 4. kvartal	Hittil i år	Siste 3 år	Siden oppstart*
SKAGEN Kon Tiki	-22,4 %	-40,4 %	-1,9 %	16,0 %
Vekstmarkedsindeks (NOK)	-20,3 %	-44,1 %	-4,3 %	5,3 %
Meravkastning	-2,1 %	3,7 %	2,3 %	10,7 %
Verdensindeks (NOK)	-10,0 %	-25,8 %	-7,2 %	2,8 %
Meravkastning	-12,3 %	-14,6 %	5,3 %	13,2 %

**) 5. april 2002. Alle avkastningstall utover 12 måneder er annualisert (geometrisk avkastning)*

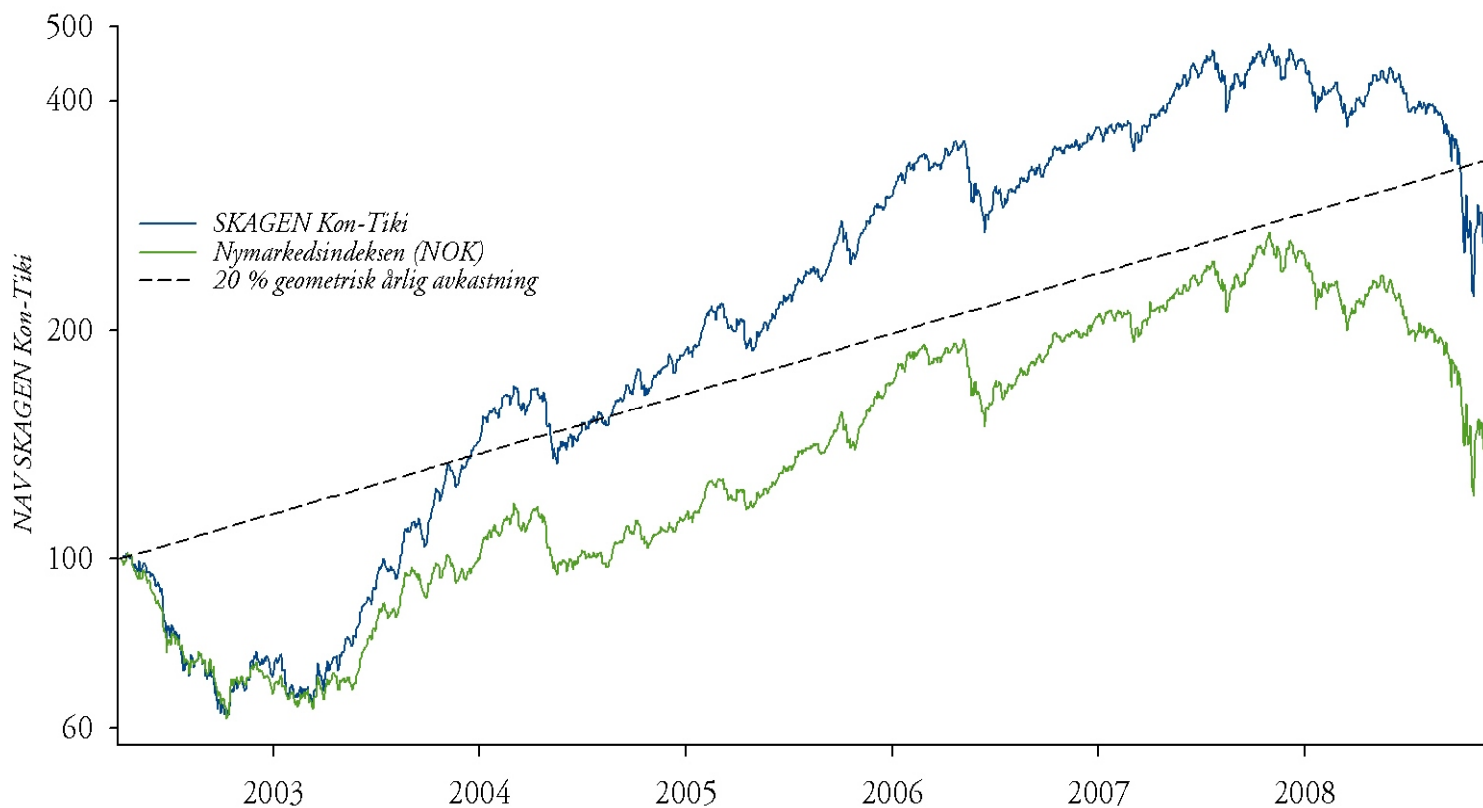
Kursutvikling i SKAGEN Kon-Tiki siste år



Oppdatert pr. 28. november 2008

Alle avkastningstall er etter forvaltningshonorar

Kursutvikling i SKAGEN Kon-Tiki siden oppstart



Oppdatert pr. 28. november 2008

Alle avkastningstall er etter forvaltningshonorar

Globale vekstmarkeder pr. 28. november 2008 (i NOK)

• Ghana	63 %	• Vekstmarkedsindeksen	- 44 %
• USA (S&P 500)	- 22 %	• Tsjekkia	- 45 %
• Nigeria	- 27 %	• Polen	- 46 %
• Verdensindeksen	- 26 %	• Ungarn	- 47 %
• Chile	- 24 %	• Peru	- 48 %
• Mexico	- 27 %	• Thailand	- 50 %
• Taiwan	- 35 %	• Kina (lokal)	- 53 %
• Malaysia	- 30 %	• Sør-Korea	- 54 %
• Sør-Afrika	- 36 %	• Indonesia	- 55 %
• Hong Kong	- 36 %	• India	- 56 %
• Kenya	- 36 %	• Tyrkia	- 56 %
• Singapore	- 39 %	• Slovenia	- 58 %
• SKAGEN Kon-Tiki	- 40 %	• Vietnam	- 59 %
• Filippinene	- 41 %	• Russland	- 63 %
• Kina (internasjonal)	- 42 %	• Kroatia	- 65 %
• Brasil	- 44 %	• Ukraina	- 79 %

Globale vekstmarkeder i 4. kvartal 2008 (i NOK)

• Ghana	13 %	• Vekstmarkedsindeksen	- 20 %
• Kina (lokal)	- 3 %	• India	- 21 %
• Malaysia	- 4 %	• SKAGEN Kon-Tiki	- 22 %
• Kina (internasjonal)	- 6 %	• Thailand	- 24 %
• Hong Kong	- 9 %	• Peru	- 25 %
• USA (S&P 500)	- 9 %	• Slovenia	- 26 %
• Verdensindeksen	- 10 %	• Tsjekkia	- 26 %
• Taiwan	- 11 %	• Brasil	- 27 %
• Kenya	- 11 %	• Sør-Korea	- 29 %
• Nigeria	- 12 %	• Polen	- 30 %
• Filippinene	- 13 %	• Tyrkia	- 31 %
• Sør-Afrika	- 13 %	• Ungarn	- 33 %
• Chile	- 14 %	• Russland	- 36 %
• Singapore	- 18 %	• Indonesia	- 36 %
• Mexico	- 20 %	• Ukraina	- 38 %
• Vietnam	- 20 %	• Kroatia	- 43 %

Største bidragsytere i 2008 (i mill. NOK)

• Banco Nossa Caixa	+ 762	Samsung Electronics	- 606
• Eletrobras	+ 127	Pride International	- 486
• Tandberg	+ 59	Sistema	- 400
• Banrisul	+ 30	Vale Rio del Doce	- 399
• Standard Chartered	+ 30	LG Electronics	- 383
• Ghana Commercial Bank	+ 13	Harbin Power Equipment	- 324
• Nordic American Tankers	+ 11	Indosat	- 297
• Continental Engineering	+ 9	Seadrill	- 294
• China Shineway Pharma	+ 8	Petrobras	- 282
• Yung Shin Pharma	+ 1	Mahindra & Mahindra	- 267
• Kokusai Kogyo	+ 1	First Quantum Minerals	- 229
		Enka Insaat	- 213
		Bharti Airtel	- 197
		Yazicilar Holding	- 186
		Gideon Richter	- 179

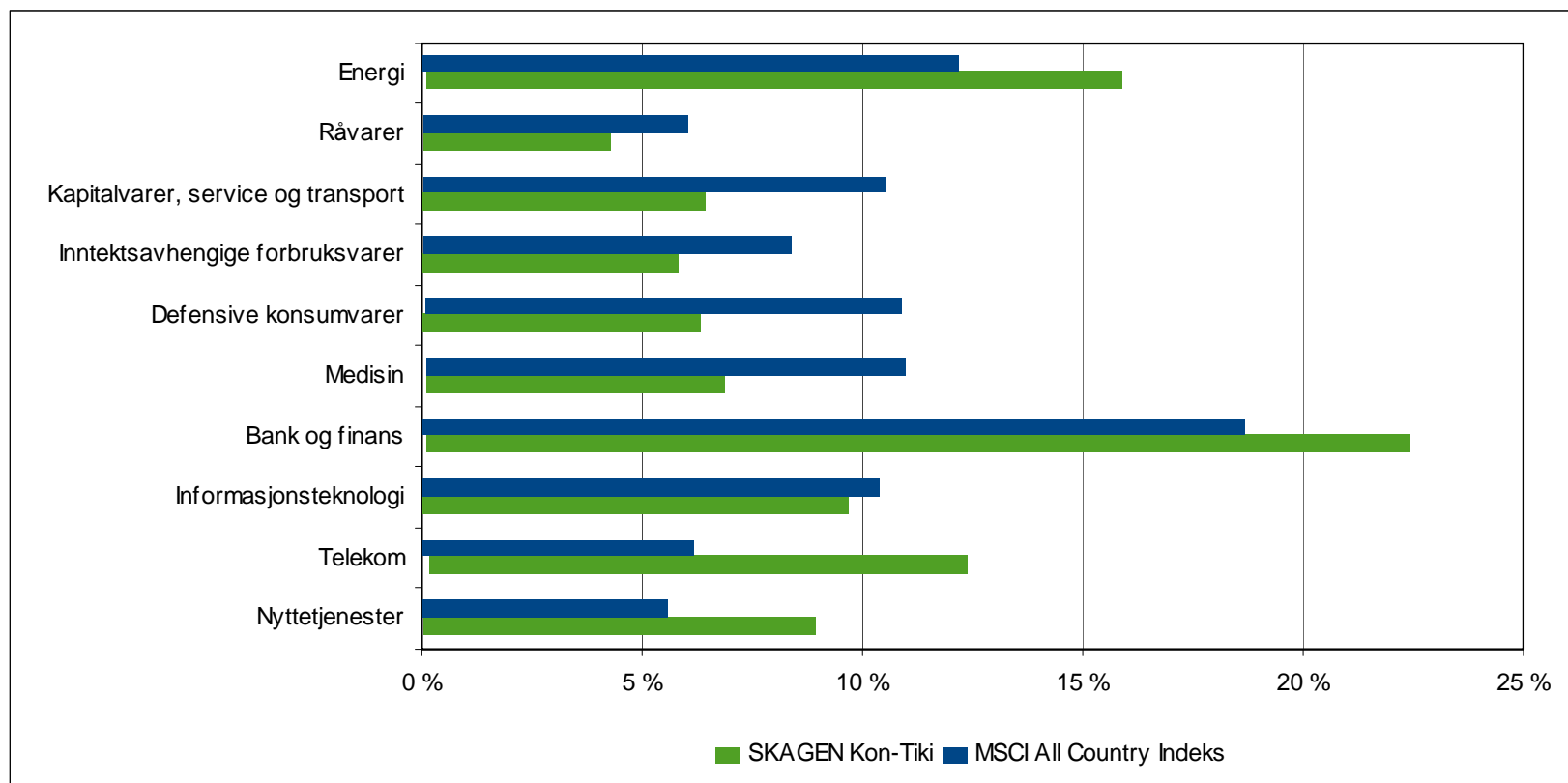
Sum verdiskapning pr. 28. november 2008: -7 657 mill. NOK

Største bidragsytere i 4. kvartal 2008 (i mill. NOK)

• Banco Nossa Caixa	+ 349	Pride International	- 420
• Standard Chartered	+ 30	Seadrill	- 284
• Kiwoom Securities	+ 22	LG Electronics	- 239
• Banrisul	+ 14	Samsung Electronics	- 221
• Toyo Kanetsu	+ 13	Petrobras	- 198
• Nordic American Tankers	+ 12	Indosat	- 176
• Shangri-La Asia	+ 7	Sistema	- 160
• Harbin Power Equipment	+ 6	Vale	- 147
• Top Engineering	+ 2	Sabancı Holding	- 124
• Convenience Retail	+ 1	Tullow Oil	- 89
		Mahindra & Mahindra	- 89
		First Quantum Minerals	- 88
		Enka Insaat	- 86
		PKN Orlen	- 80
		Provida	- 75

Sum verdiskapning hittil i 4. kvartal 2008: -3 340 mill. NOK

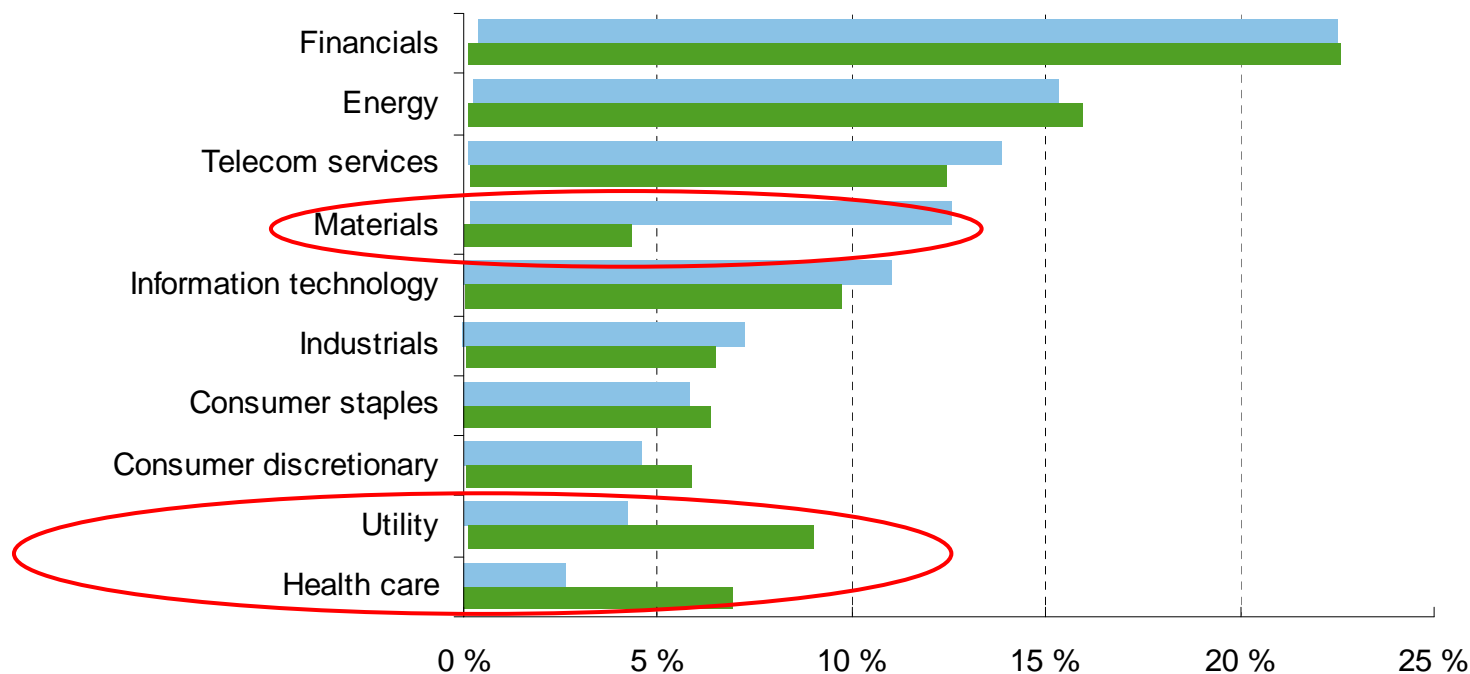
Bransjefordeling i SKAGEN Kon-Tiki i forhold til MSCI All World Index (som inkluderer industrialiserte markeder)



*) MSCI indeks og SKAGEN Kon-Tiki oppdatert pr. 28. november 2008

Bransjefordeling i SKAGEN Kon-Tiki mot MSCI Emerging Markets Index; undervekt i råvarer og overvekt i defensive

SKAGEN Kon-Tiki sector weighting



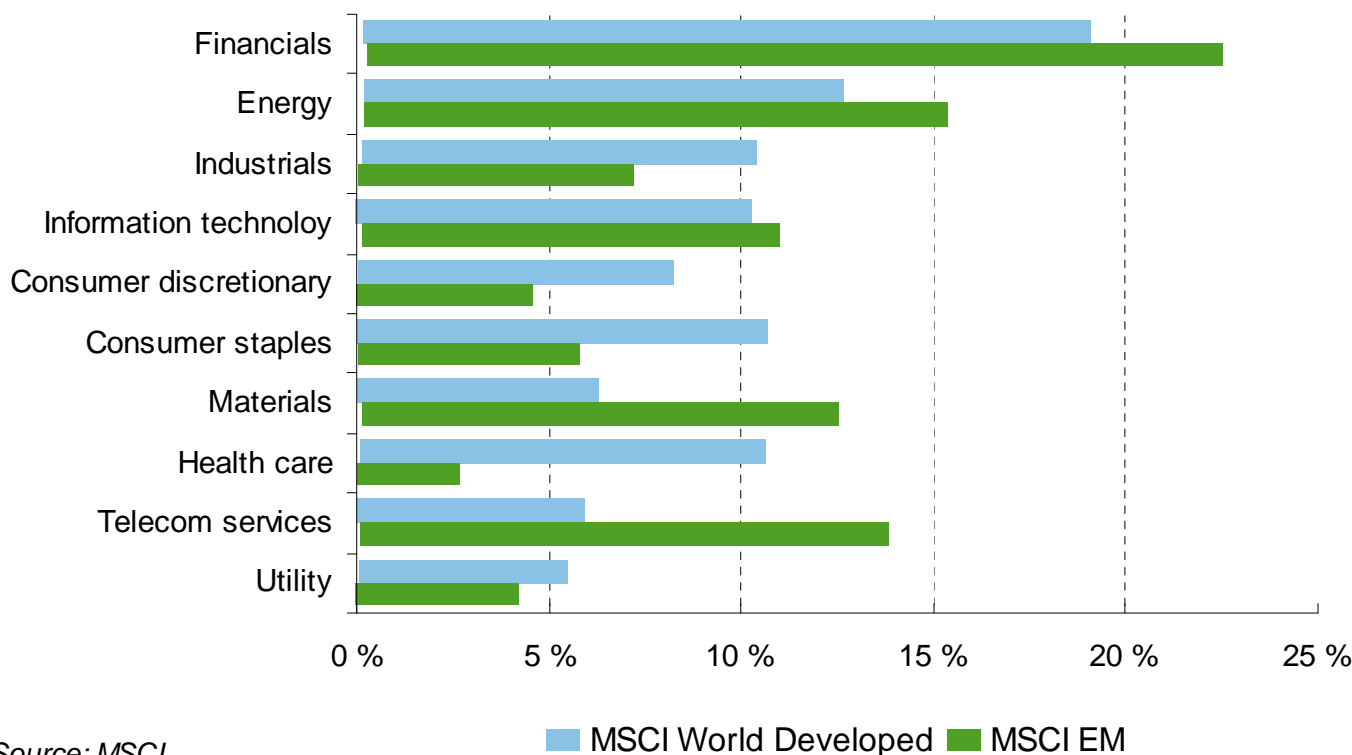
Source: MSCI

■ MSCI EM ■ SKAGEN Kon-Tiki

*) MSCI indeks og SKAGEN Kon-Tiki oppdatert pr. 28. november 2008

Bransjesammensetning i globale vekstmarkeder er forskjellig fra industrialiserte markeder

SKAGEN indices by sector

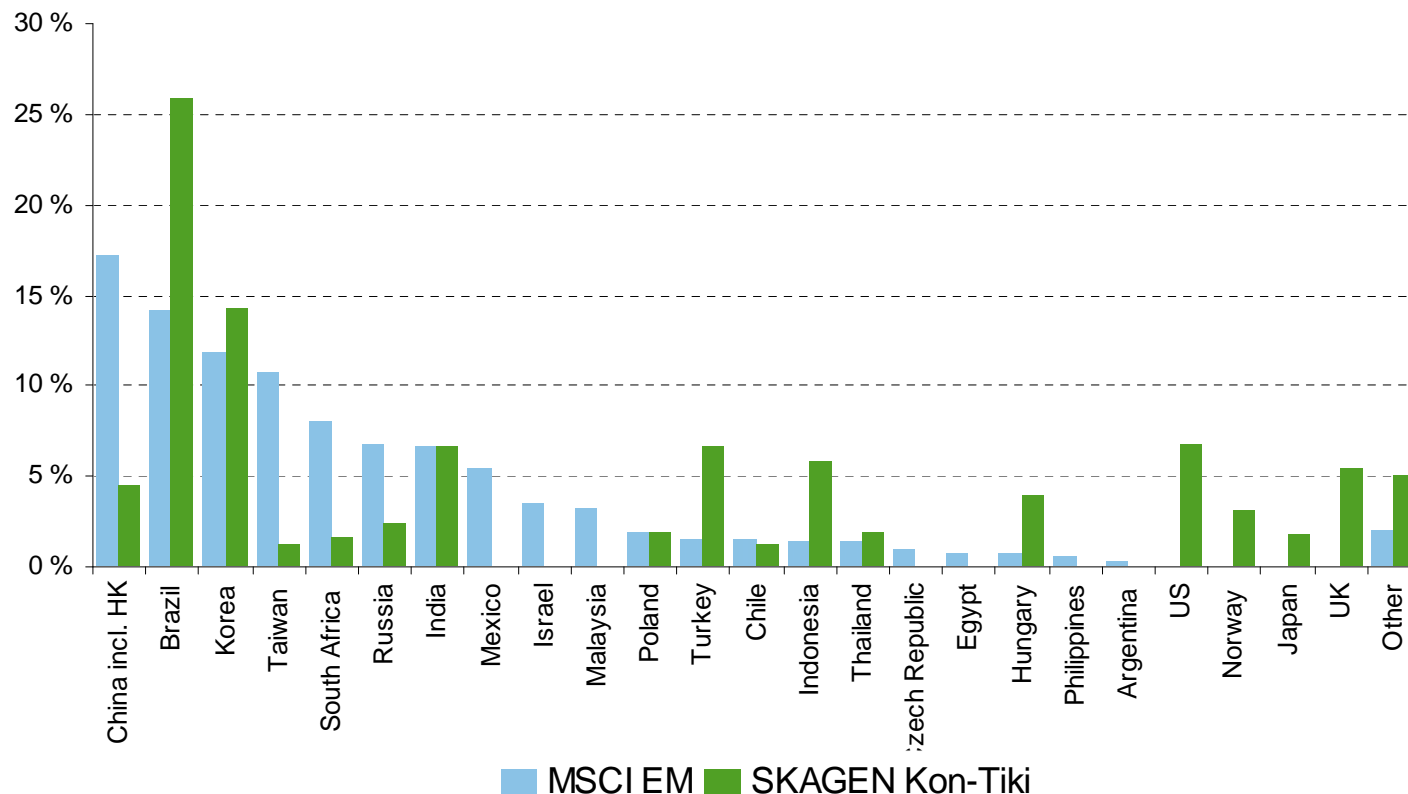


Source: MSCI

*) MSCI indekser oppdatert pr. 28. november 2008

Landfordeling SKAGEN Kon-Tiki i forhold til MSCI Emerging Markets Index

SKAGEN Kon-Tiki country weighting



Source: MSCI, SKAGEN Funds

*) MSCI EM indeks og SKAGEN Kon-Tiki oppdatert pr 28. november 2008

Største endringer i SKAGEN Kon-Tiki i november 2008

Kjøpt

- Enka Insaat
- Efes Breweries International
- PZ Cussons
- Banrisul
- Standard Chartered
- Great Wall Motor
- Sistema

Solgt

- Nordic American Tankers (ut)
- Gruma (ut)
- Ssangyoung Motor (ut)
- Top Engineering (ut)
- Hitachi
- Banco Nossa Caixa (10% greense)
- Eletrobras (10% greense)

Netto endringer >NOK 20 millioner for eksisterende poster

Største endringer i SKAGEN Kon-Tiki i 2008

Kjøp

- First Quantum Minerals (ny)
- Harbin Power Equipment
- Great Wall Motor (ny)
- Efes Breweries (ny)
- China Shineway
- Banrisul (ny)
- Standard Chartered (ny)
- Sabanci Holding
- Satayam Computer Services (ny)
- Sistema
- Indosat

Solgt

- Cemex (ut)
- Korea Line (ut)
- Hitachi
- Hitachi Construction Mach. (ut)
- Samsung Heavy Industries (ut)
- C&Merchant Marine (ut)
- Grupo Elektra (ut)
- Gruma (ut)
- Banco Nossa Caixa (10% limit)
- Banco do Brasil (ut)
- Bank Austria Creditanstalt (ut)
- Bank of East Asia (ut)
- Eletrobras (10% limit)

Netto endringer av vesentlig betydning

Hvorfor solgte vi oss ut av eksisterende selskaper ?

- **Nordic American Tankers** har 11 av 12 tankskip i spotmarkedet. Ordreboken innenfor suezmax er på 52% av eksisterende flåte hvor 10% av dagens flåte blir levert i 2009 og 16% i 2010. Med fallende oljeetterspørsel i vestlige land tror vi dette vil sette press på både rater og skipsverdier. Dette vil redusere utbyttekapasiteten til et selskap som delvis blir oppfattet som en utbytteinvestering. Vi har tatt en gevinst.
- **Ssangyoung Motor** har tapt penger fire kvartaler på rad, har en svak balanse med netto gjeld på 60% av egenkapital og negativ kontantstrøm. Vi tar et betydelig tap men anvendte provenyet til å kjøpe oss videre opp i Great Wall Motor som er verdsatt til under netto kontantbeholdning, har gode resultater og gir en utbytteavkastning alene på 8%.
- **Gruma** offentliggjorde en betydelig ikke-balanseført eksponering i valutaderivater. Det urealiserte tap tilsvarte halvdelen av selskapets egenkapital og et videre fall i MXN mot USD kan eliminere gjenværende verdier. Vi tør ikke å spekulere i dette og fordi aksjen ikke fremsto som undervurdert selv med en stabil valutakurs valgte vi å realisere et tap. Vi har i stedet øket vår posisjon i merkevareprodusenten PZ Cussons som handler på lavere nøkkeltall, vokser 15-20% drevet av salg i Afrika og har lite gjeld.
- **Top Engineering** rapporterte et solid 3. kvartalsresultat som følge av betydelig økning i utstyrsleveranser til produksjon av LCD paneler. Overkapasiteten i LCD-bransjen gjør dog at salget for 2009 trolig vil falle betydelig.

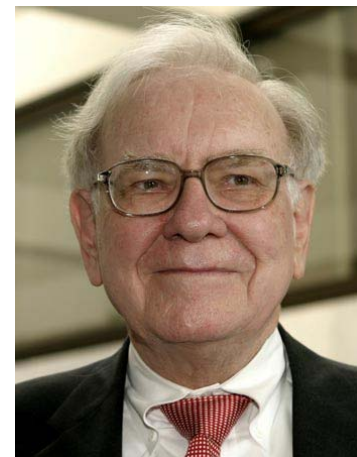
Nyheter fra våre største porteføljeselskaper (1)

- **Banco Nossa Caixa** rapporterte et godt 3. kvartalsresultat. Banco do Brasil byr 70,63 BRL for banken, noe som tilsvarer 2,4x bokført EK. Vi realiserer dermed en betydelig gevinst.
- **Banrisul** rapportere et solid resultat for 3. kvartal. Låneporteføljen steg 10% QoQ med EPS vekst på 42% YoY. EK avkastningen var 17% for kvartalet. Banken er meget solid med en Basel II kapitaldekning på 18% og 135% innlånsdekning. Vår tro på banken ble ytterligere bestyrket etter at vi nylig hadde besøk av styreformann, finansdirektør og IR ansvarlig.
- **Elektrobras** kunne vise til et sterkt 3Q resultat med EBITDA opp 12% QoQ og 77% YoY. Nettoresultatet på 2,1 mrd. BRL var kraftig opp, hjulpet av valutagevinster.
- **Seadrill** leverte bra tall for 3Q med en EBITDA på 234 mill. USD eller en årsvekst på 63% og en EPS på 0,18 USD. Ordreserven på 12,5 mrd. USD var marginalt opp QoQ. Som vi forventet betalte ikke selskapet utbytte for kvartalet, men vil komme tilbake med en oppdatering på utbyttepolitikk etter 4Q tallene.
- **PKN Orlen** annonserte et 96% fall i EPS for 3Q08. Justert for varelagerendringer steg driftsresultat med 42% mens netto resultat ble preget av verdifall på varelager og valutatap som følge av en styrket USD.
- **Sabancı** viste en vekst i netto resultat på 14% YoY og 7% QoQ.
- **Petrobras** leverte en EBITDA for 3Q på 15,7 mrd. BRL som var ned 14% fra 2Q men opp 20% YoY. EPS steg 24% i forhold til 2Q hjulpet av betydelig valutagevinst som følge av styrket USD. Petrobras annonserte også et betydelig oljefunn i Espirito do Santo bassenget på 1,5-2,0 mrd. boe.

Nyheter fra våre største porteføljeselskaper (2)

- **Standard Chartered** kom med en verbal oppdatering over utviklingen i 3Q hvor den positive utviklingen for grossistbank virksomheten har fortsatt mens de ser, som forventet, noe svekkelse for privatkunde segmentet. Selskapet offentliggjorde også en fortrinnsrett emisjon på ca. 14% for å styrke balansen for fortsatt vekst.

“Only when the tide goes out do you discover who's been swimming naked”



Sitat fra Warren Buffett, Berkshire Hathaway

Våre selskaper har sunne balanser og god kontantstrøm

- **Eletronbras** har netto kontanter tilsvarende nær 2x årlig kontantstrøm fra drift
- **Pride** har netto gjeld på 278 mill. USD tilsvarende et drøyt kvartal med kontantstrøm fra drift. Nybyggingprogrammet dekkes av løpende kontantstrøm.
- **Samsung Electronics** har netto kontanter tilsvarende 11% av egenkapital
- **Indosat** har netto gjeld på 1,2x årlig kontantstrøm fra drift
- **Vale** har netto gjeld på 8% av egenkapital etter emisjonen i juli tilsvarende mindre enn et kvartals kontantstrøm fra drift
- **LG Electronics** har netto gjeld tilsvarende 67% av egenkapital og 0,6x årlig kontantstrøm fra drift. Justert for verdien av andelen i LG Display er gjeldstrykket det halve.
- **Seadrill** er fullfinansiert etter sale-lease-back avtalen på 1,7 mrd. USD med Ship Finance
- **Richter Gedeon** har netto kontanter tilsvarende 18% av egenkapital
- **Bharti Airtel** har netto gjeld tilsvarende 20% av egenkapital og eller et kvartals kontantstrøm. Det meste av gjelden ligger i tårnselskapet hvor Bharti eier 42%.
- **Petrobras** har netto gjeld lik 23% av egenkapital og to kvartalers kontantstrøm. Gjelden er langsiktig finansiert.
- **Hitachi** har netto gjeld tilsvarende 0,9x egenkapital og 2x kontantstrøm fra drift. Selskapet har betydelige verdier i børsnoterte datterselskaper tilsvarende nær halvdel av netto gjeld.
- **Banco Nossa Caixa** har en kapitaldekning på 14% mot lovkrav på 11% og en innlånsdekning på hele 311% av utlån

Balanserisiko med hensyn til immaterielle eiendeler

Årets kraftige børsfall vil sette fokus på virkelig verdi av immaterielle eiendeler og nedskrivning av goodwill er nå høyaktuelt, noe som kan medføre brudd på lånevilkår og i verste fall fremtvinge refinansiering og emisjon. Risikoen i våre største selskaper er begrenset.

- **Elektrobras** har mindre enn 1% av egenkapital i immaterielle eiendeler
- **Banco Nossa Caixa** har betydelig goodwill fra kjøp av konti relatert til offentlige ansatte i 2007. Denne skrives av over kontraktens levetid.
- **Samsung Electronics** har 1% av egenkapital i immaterielle eiendeler
- **Pride** har 2% av egenkapital i immaterielle aktiva
- **Indosat** har 13% av egenkapital i goodwill som stammer fra oppkjøp tilbake i 2001 og 2002
- **Bharti** har 12% av egenkapital i goodwill
- **Gedeon Richter** har 10% av egenkapitalen i immaterielle eiendeler.
- **Vale** har 12% av egenkapital i goodwill som hovedsakelig stammer fra et meget godt kjøp av Inco i 2006.
- **LG Electronics** har 5% av egenkapital i goodwill
- **Banrisul** har ingen goodwill eller immaterielle eiendeler

Porteføljesammensetning og endringer

- Selskapsfokus styrer porteføljesammensetning, men forsiktig med sektor- og landeksponering på mer enn 20% for å balansere porteføljerisiko
- Det siste året har vi bevisst redusert antall selskaper i fondet ved å selge flere mindre poster når vi har vurdert at selskaper er fullpriset og/eller andre investeringer forventes å oppnå høyere avkastning. Vi har også realisert enkelte større poster hvor vi mener den finansielle risiko er høy. Dette er i tråd med vår filosofi om å fokusere på våre absolutt beste investeringsideer.
- Våre 12 største selskaper representerer nå 60% (49% ved inngangen til 2008) av verdiene mens de 30 største står for 83% (77% ved inngangen til 2008). Vår portefølje består nå av 84 selskaper som er ned fra 101 ved inngangen til 2008.

SKAGEN Kon-Tiki: nøkkeltall pr. 28. november 2008

	Postens størrelse	Kurs	P/E 08E	P/E 09E	P/B siste	Kurs- mål
Elektrobras	9,0 %	24,4	6,1	6,1	0,3	70
Banco Nossa Caixa	8,3 %	63,5	10,2	12,7	2,1	70,63
Samsung Electronics	8,1 %	333,5k	7,9	8,3	0,9	600k
Pride International	6,7 %	16,2	4,0	3,5	0,7	40
Indosat	5,5 %	5100,0	11,3	8,5	1,6	7400
Bharti Airtel	4,0 %	671	13,4	11,2	5,0	1000
Richter Gedeon Nyrt	3,9 %	27,1k	10,8	10,0	1,6	50k
Cia Vale do Rio Doce	3,3 %	24,5	5,7	8,2	1,4	40
LG Electronics	3,2 %	29,4k	2,1	2,4	0,5	70k
Banco Rio Grande do SUL	3,0 %	6,0	4,5	3,7	0,8	12
Tullow Oil	2,3 %	522,5	6,6	23,8	6,6	1000
Seadrill	2,2 %	56,3	5,6	3,1	1,1	120
Median	59,5 %		6,4	8,3	1,2	88 %
Median topp 30	83,4 %		6,4	6,0	1,0	107 %

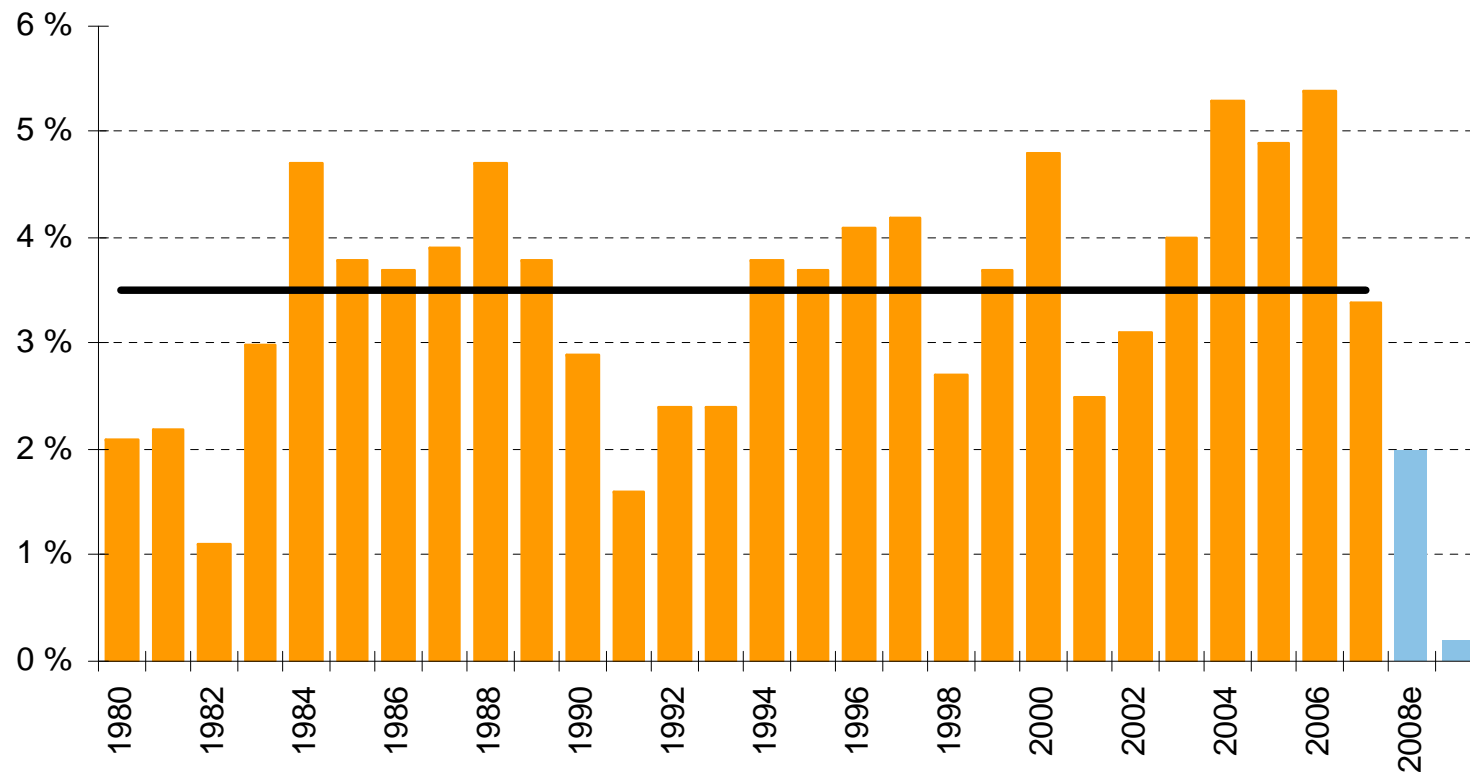
Kommentarer til verdivurderingen av selskapene i SKAGEN Kon-Tiki

- Vi har gjennomgått våre estimater etter at de fleste selskaper nå har rapportert tall for 3. kvartal. For 2008 forventer vi nå en median vekst i fortjeneste pr. aksje på 20% for de 30 største selskapene i vår portefølje (ned fra 37%). Disse selskapene utgjør 83% av verdien i porteføljen. Vekstforventningen er klart høyere enn forventningene for globale vekstmarkeder generelt på 1%. For 2009 forventer vi en vekst for de samme selskapene på 12% (ned fra 13%) mot 7% for globale vekstmarkeder generelt.
- Våre 12 største poster som utgjør 60% av porteføljeverdien handles til en median P/E for 2008e på 6,4x mot 10,8x for et år tilbake og 9,2x ved inngangen til 2008. P/E for de 30 største selskapene for 2008e er også 6,4x. Det er en betydelig rabatt i forhold til P/E for globale vekstmarkeder totalt sett på 8,5x.
- Median P/B for de 12 største poster ligger på 1,2x mot 2,1x for 12 måneder siden og 2,2x ved inngangen til 2008. Dette er lavere enn globale vekstmarkeder generelt på 1,4x. For de 30 største selskapene er P/BV 1,0x.
- Vi ser i snitt en oppside på våre 30 største selskaper på 107% som da vil prises til en P/E for 2008e på 11,3x og P/B på 2,1x.

Globale vekstmarkeder

Global BNP forventes ned mot null for 2009 – klart under trendvekst på 3,5%

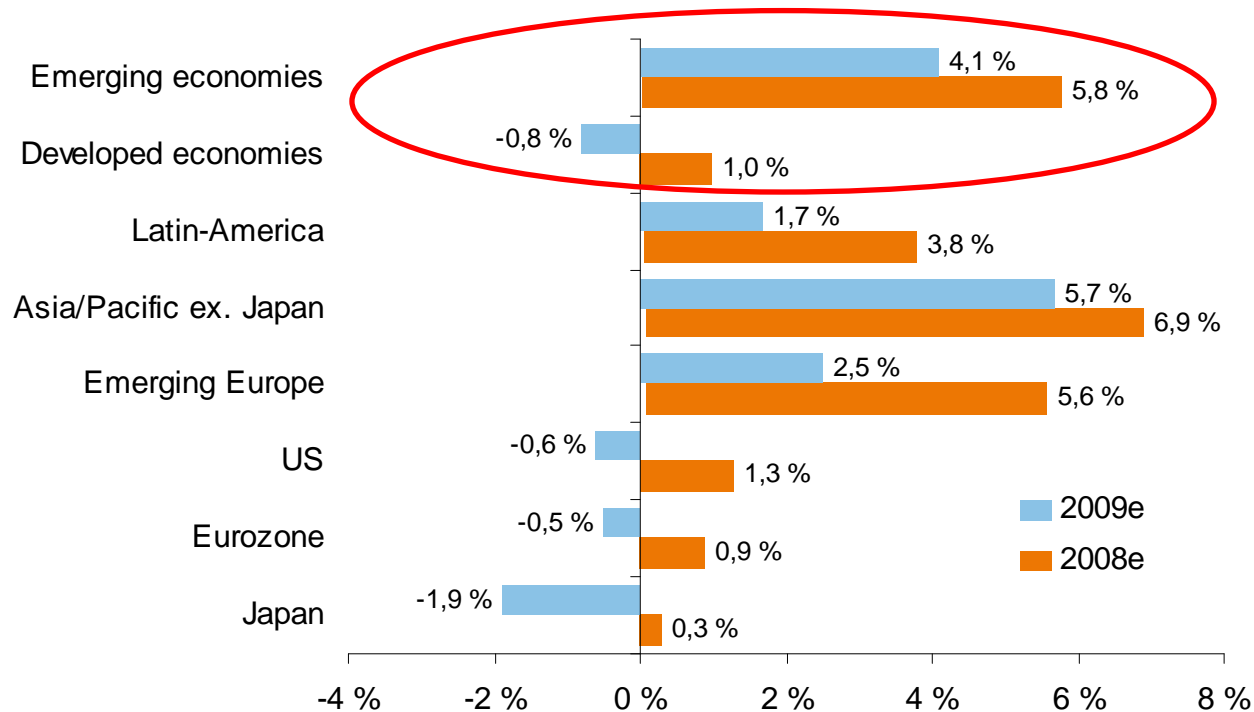
Global GDP Growth



Source: IMF, JPMorgan Markets, 31 October 2008

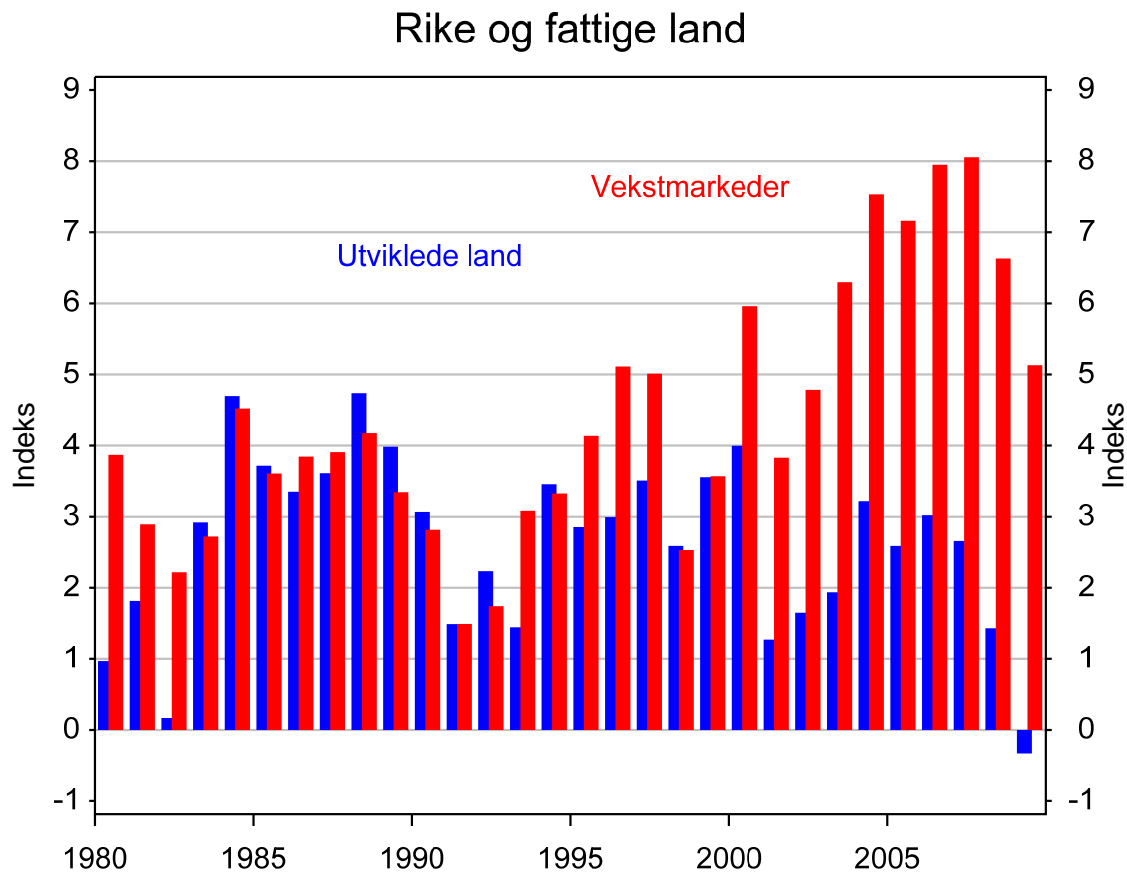
Industrialiserte land kan gå i resesjon i 2009; i globale vekstmarkeder forventes relativ god vekst drevet av Asia

Regional GDP growth



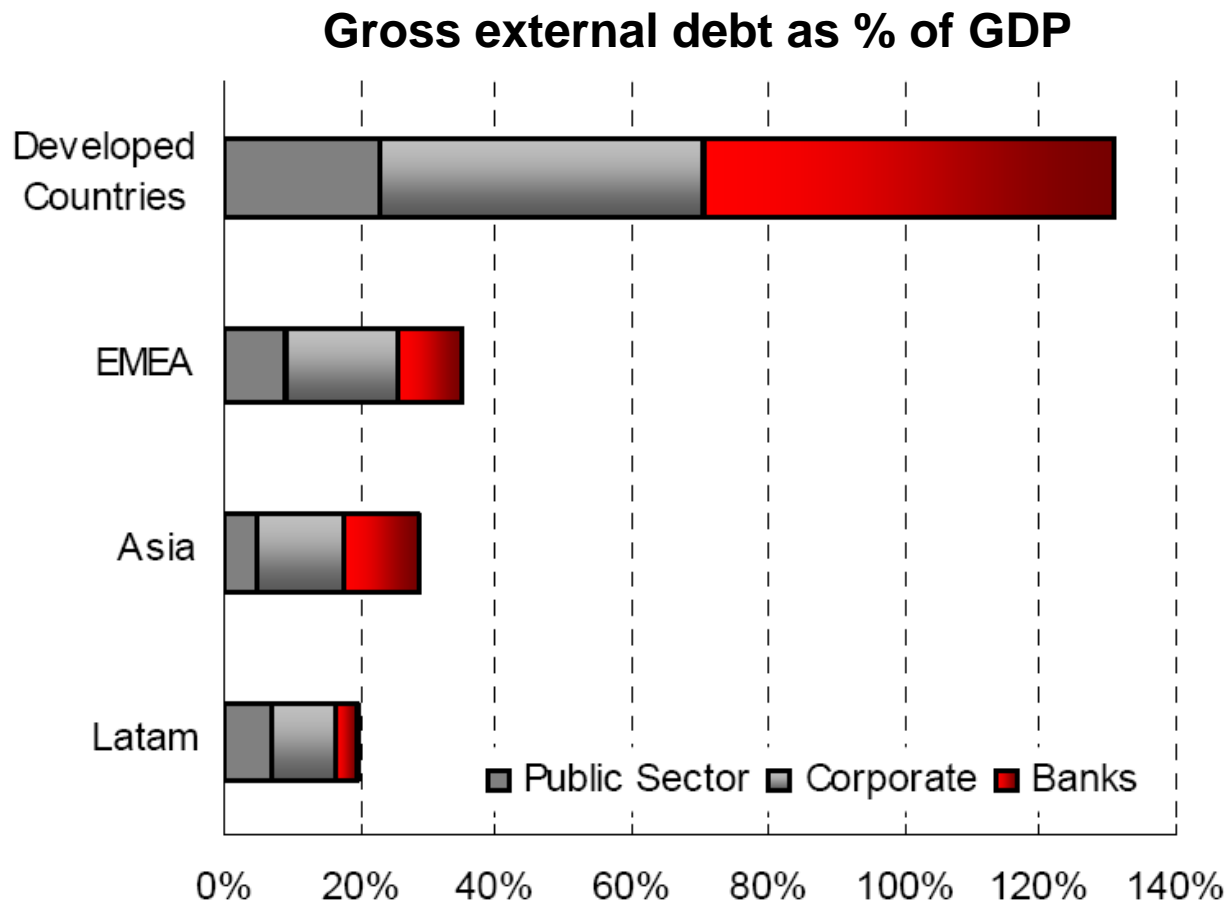
Source: JPMorgan Markets, 31 October 2008

Et trendskift i relativ BNP vekst mellom globale vekstmarkeder og industrialiserte land siden 2000



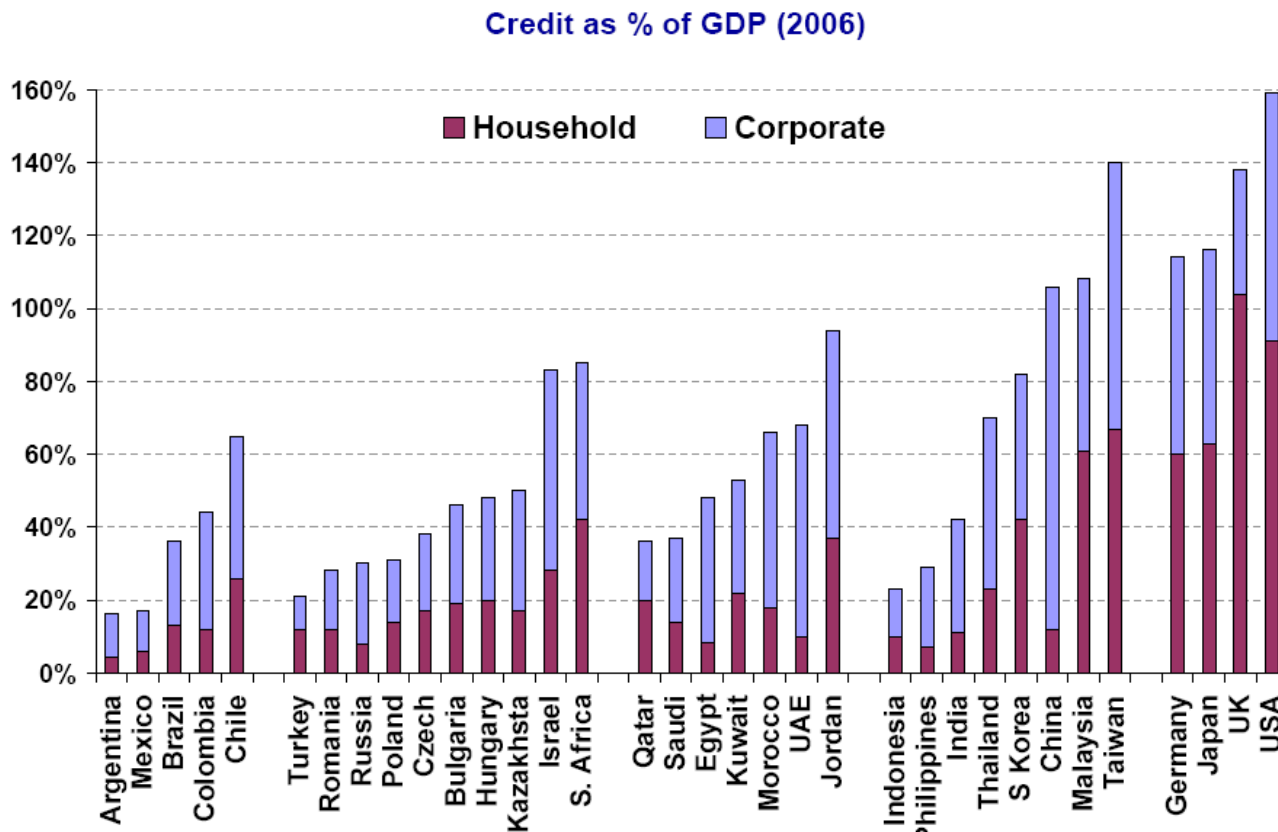
Kilde: Reuters EcoWin

Det er ikke vekstmarkedene som er forgjeldet; gjeldsetningen der er relativt marginal



Source: Santander

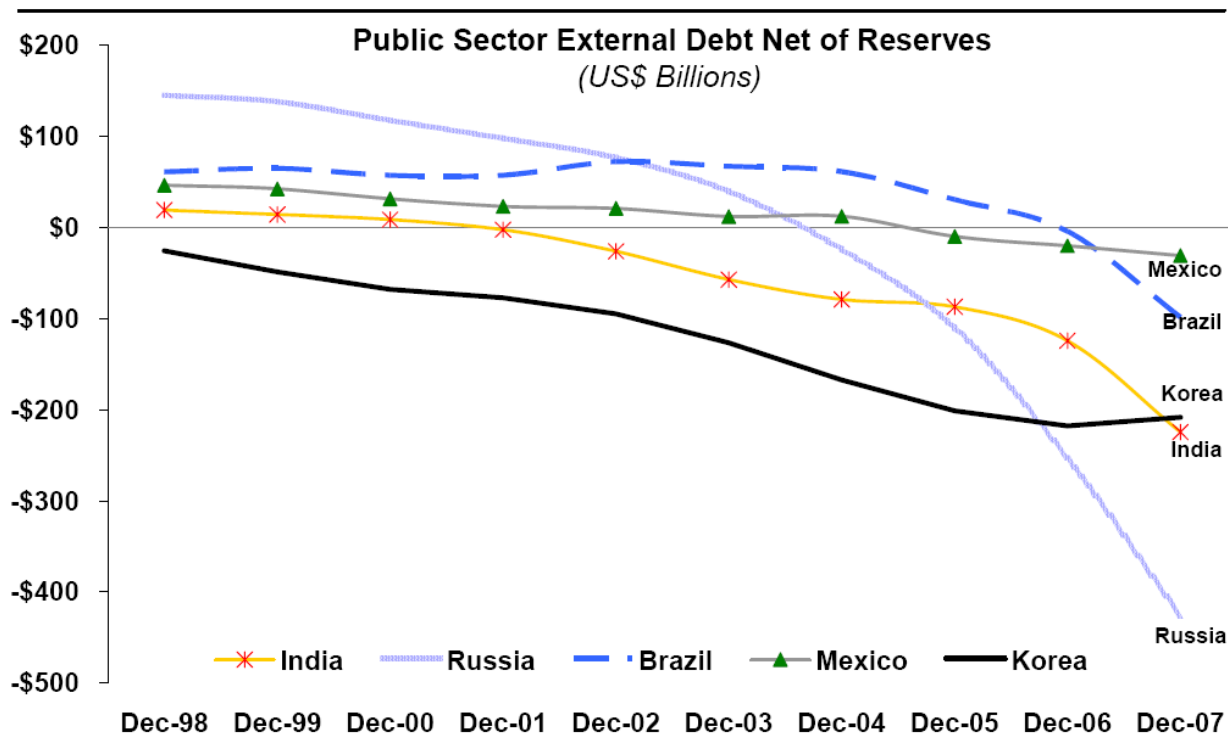
Brutto gjeld i de fleste vekstmarkeder er klart lavere enn i industrialiserte land, både for husholdninger og bedrifter



Sources: IMF, Morgan Stanley Research

Alle de største landene i globale vekstmarkeder er nå netto kreditor mot utlandet

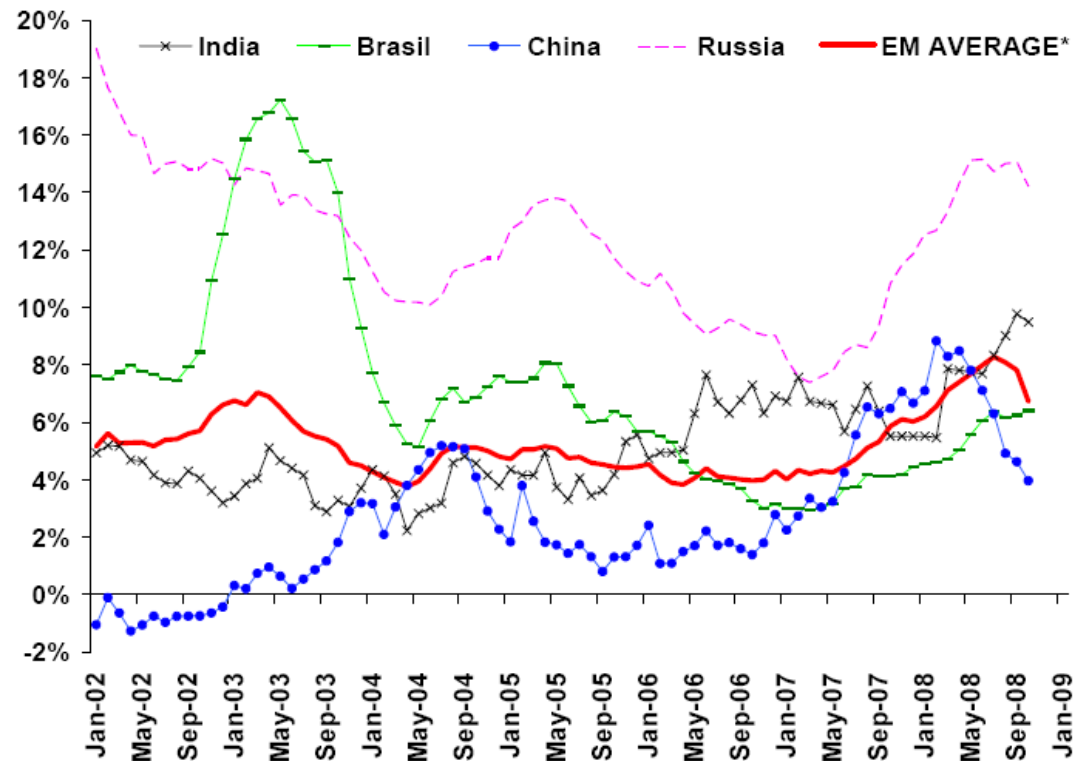
Public sector in large EM countries becomes a net creditor



Source: Haver Analytics, Morgan Stanley Research.

Inflasjonen har toppet ut og er på vei ned i globale vekstmarkeder; en viktig katalysator

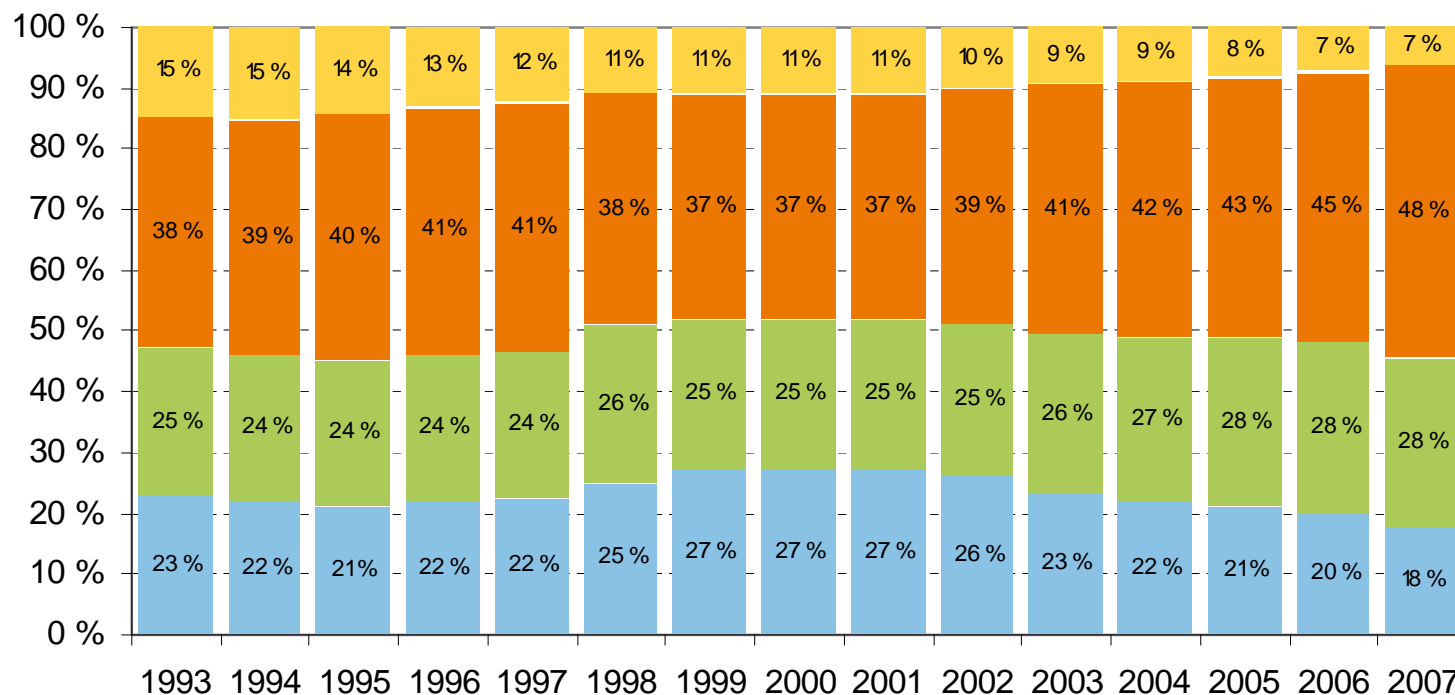
BRIC Countries and EM Average Inflation



Source: Haver, Bloomberg, Morgan Stanley Research. * EM Average includes: Brazil, Mexico, China, India, Korea, Taiwan, Russia and South Africa.

Eksport til andre land i globale vekstmarkeder fortsetter å være den største driver for landene i vårt univers og USAs betydning fortsetter å falle

EM countries share of total exports by destination

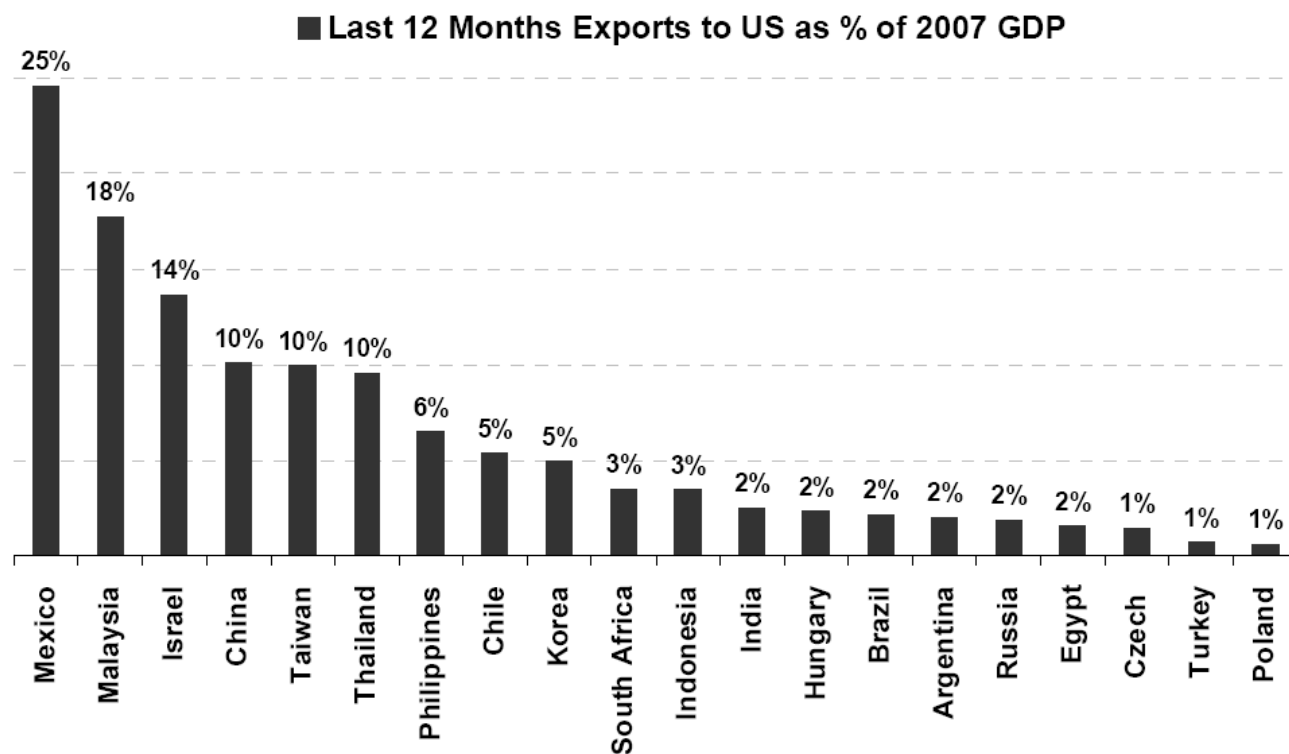


Source: IMF, Morgan Stanley

■ US
 ■ EU
 ■ Intra EM
 ■ Other

Mexico og Malaysia er mest eksponert mot et fall i amerikansk forbruk. Øst-Europa og Brasil er lite eksponert

Total Exports to US as Share of GDP, %



Source: Haver Analytics, Morgan Stanley Research. Last 12 months as of April, 2008.

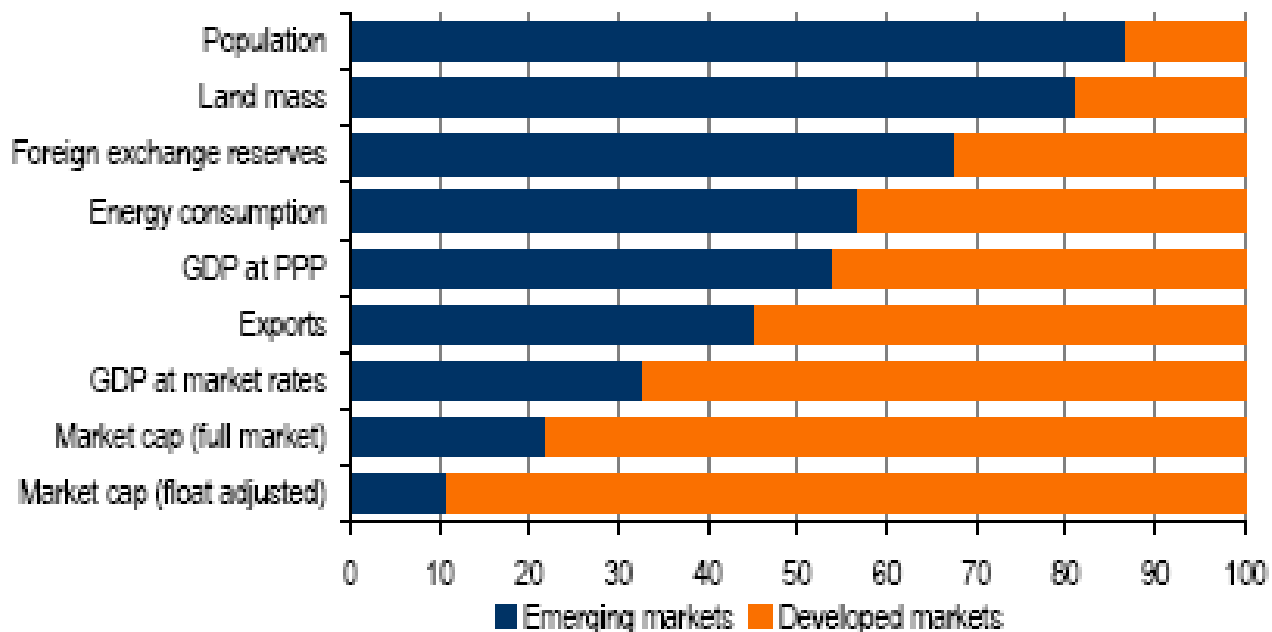
Fortsatt dekobling av økonomiene i globale vekstmarkeder?

- Både Asia og Sør-Amerika har vært gjennom betydelige kriser; nå er statsfinansene sterke
- Privat gjeldsetning i globale vekstmarkeder er betydelig lavere enn i industrialiserte land
- Selskapsfinansene i globale vekstmarkeder er vesentlig sterkere enn industrialiserte land og banksektoren har i hovedsak vært skjermet fra problemene i vestlige land
- Kredittkrisen i vestlige land har vi kun i begrenset omfang sett i globale vekstmarkeder. Selv om risikopremien er øket kraftig fungerer bankmarkedet i de fleste landene.
- **Hva betyr dette?**
 - Staten har mulighet til å finansiere **vekst i investeringer** som vil understøtte økonomisk vekst, spesielt infrastrukturinvesteringer
 - Konsumentene har rom for **forbruksvekst** og myndighetene har mulighet for å stimulere privat konsum
- **Risiko; Inflasjon – men denne er på vei ned**

Utsikter for globale vekstmarkeder

Globale vekstmarkeder er underkapitalisert relativt til utviklede aksjemarkeder

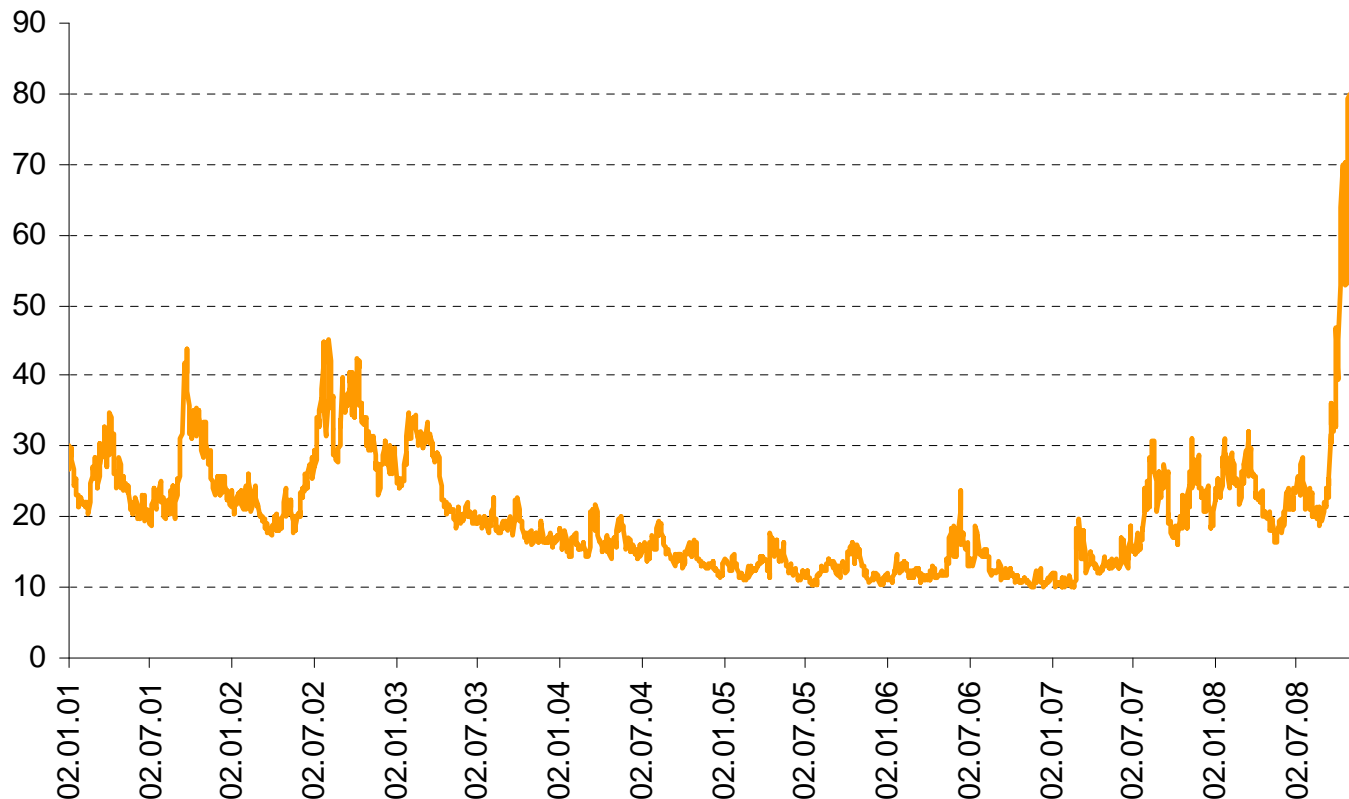
Emerging economies as % of total world



Source: Merrill Lynch, BP, CIA World Factbook, Factset, IMF World Economic Outlook, Thomson Datastream, Bloomberg

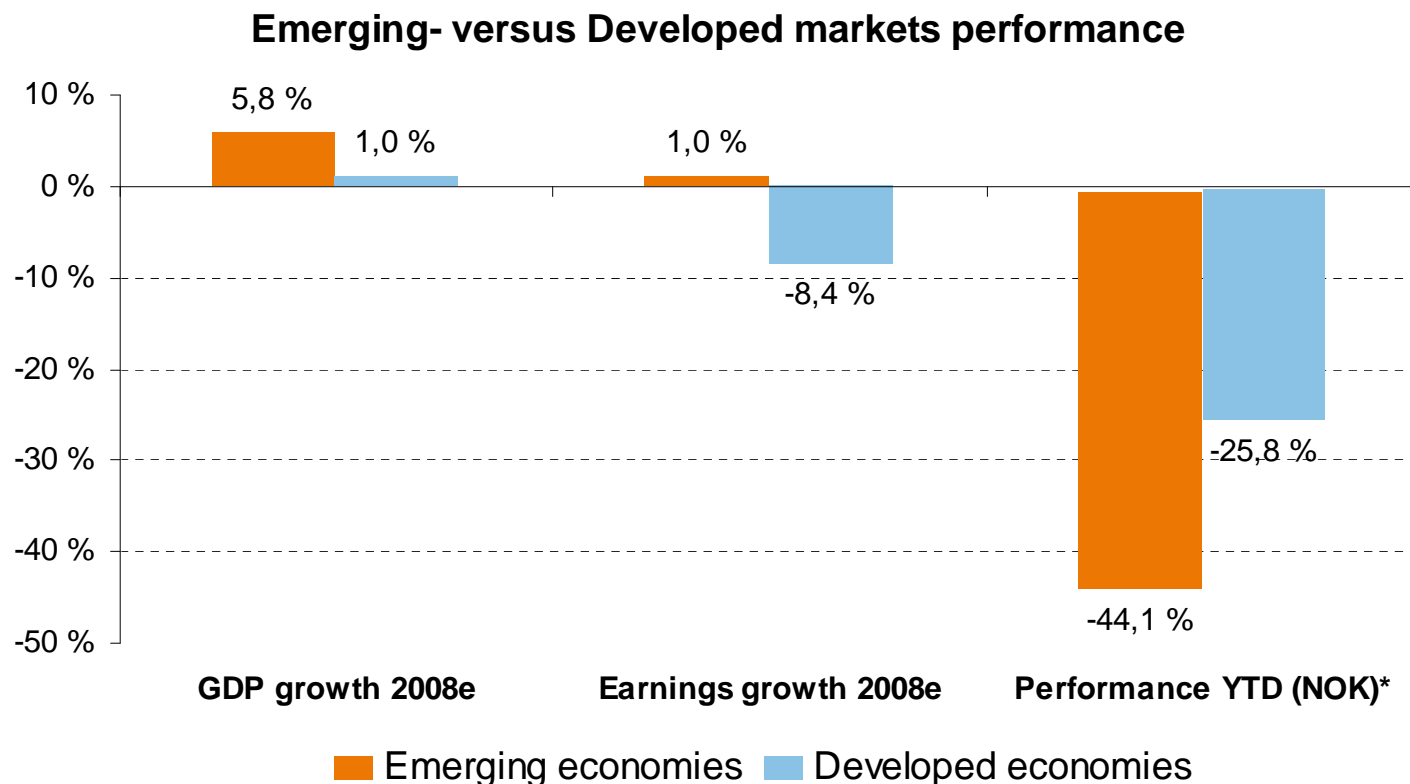
Volatiliteten i aksjemarkedene er steget til historiske rekordnivåer; frykten er høy

VIX (volatility) Index on S&P 500



Source: Bloomberg

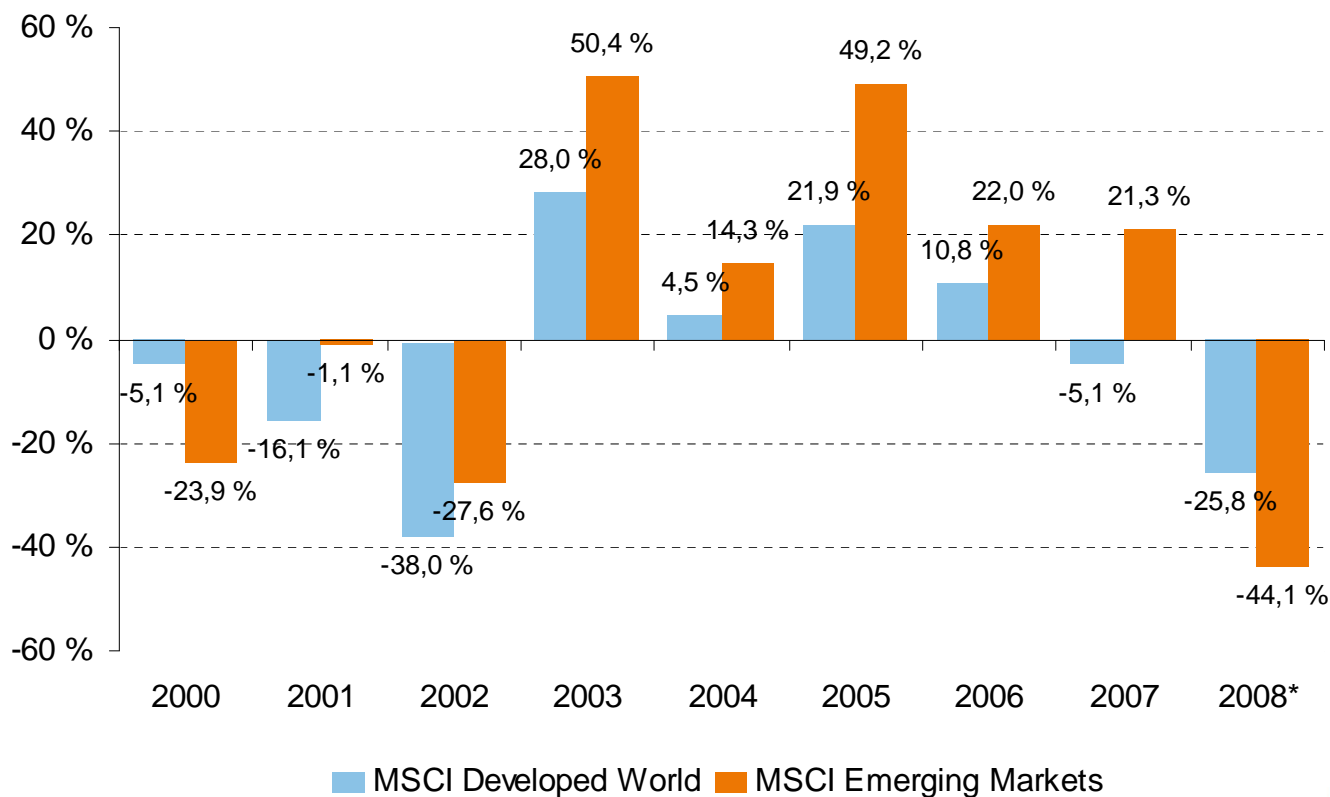
Den relative kursutvikling for globale vekstmarkeder i år harmonerer ikke med fundamentale forhold



Source: JPMorgan Markets, MSCI, Morgan Stanley, *) per 28 November 2008

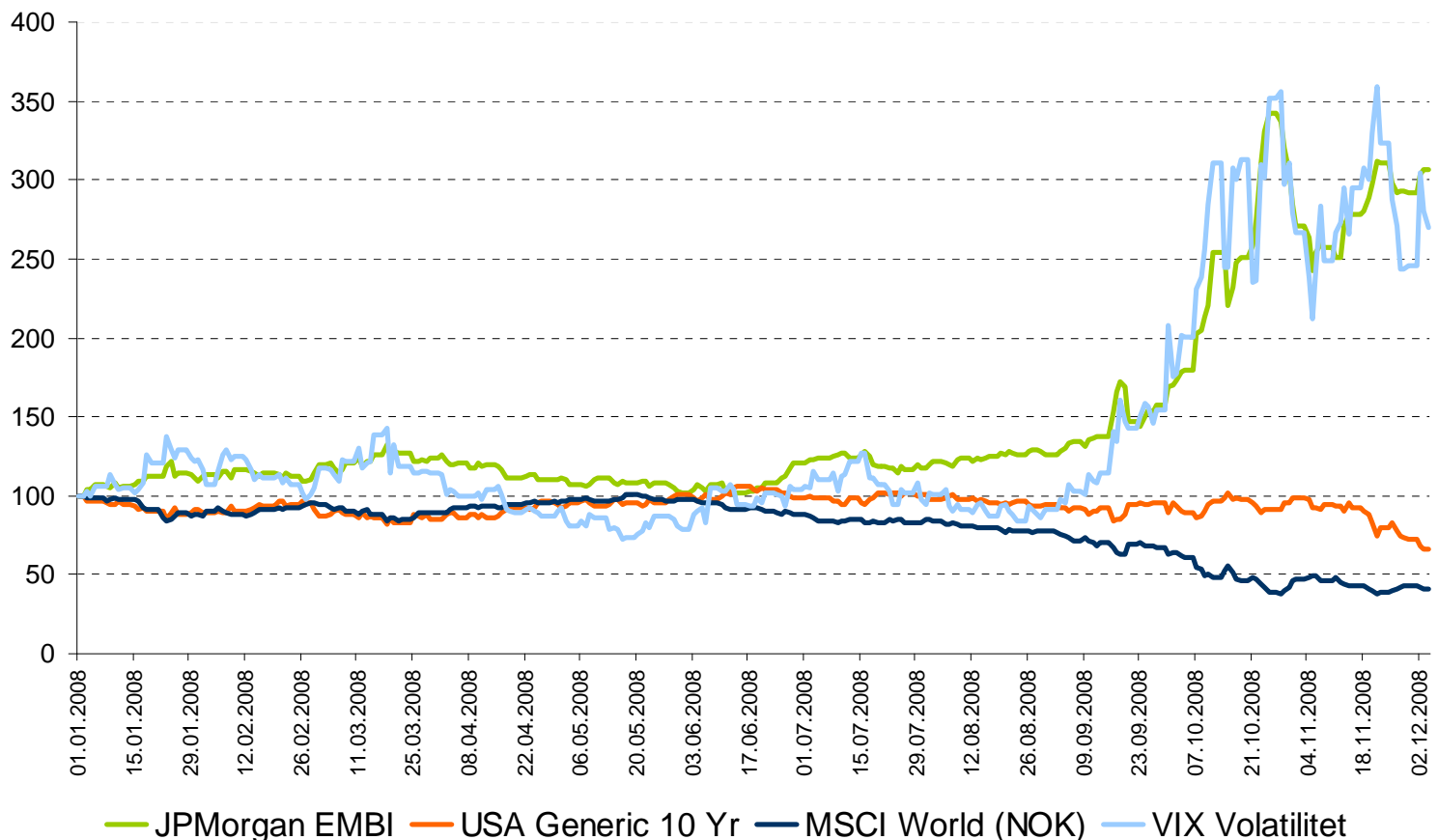
... men aksjer i globale vekstmarkeder har vært uovertrufne i dette tiåret; akkumulert +16% for vekstmarkeder og -37% for industrialiserte

Performance of EM and Industrialized markets in NOK

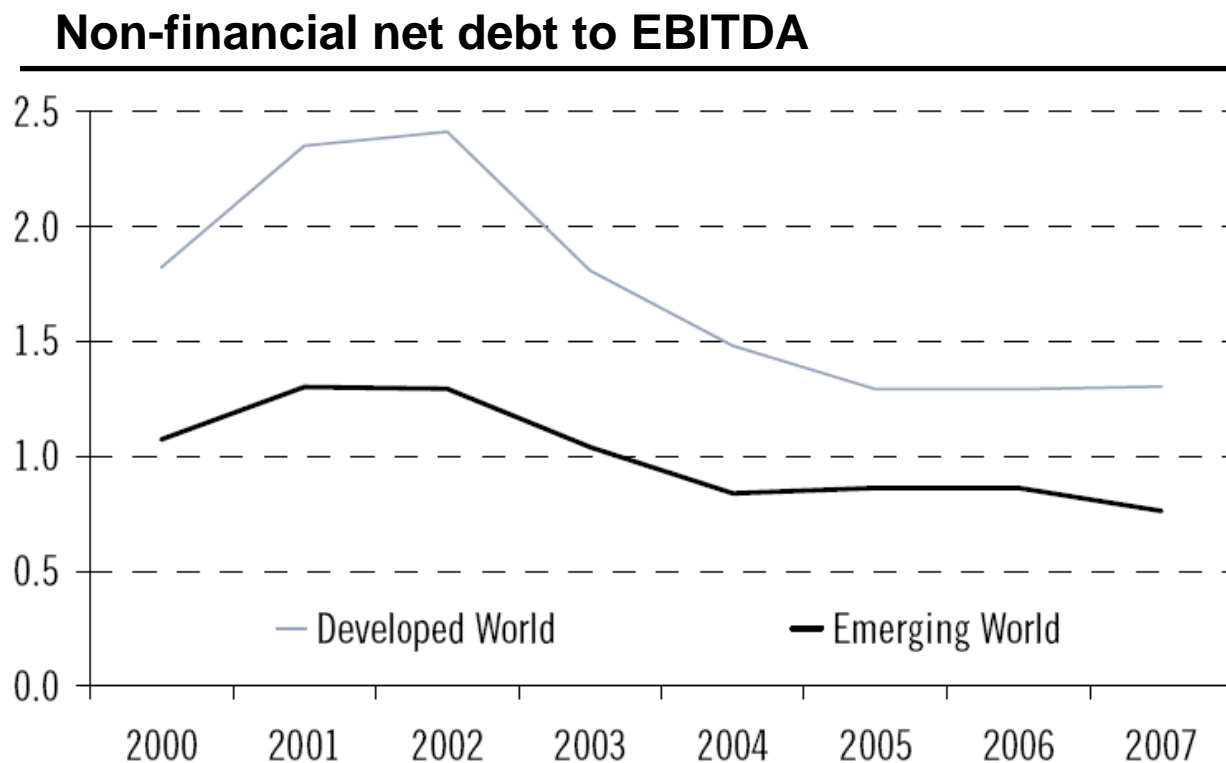


*) Pr. 28. november 2008

Kanarifugler – ekstrem volatilitet, eksploderende risikopremier knuste vekstmarkedene tilbake til 2004 nivå. Tegn til ”stabilisering” i november



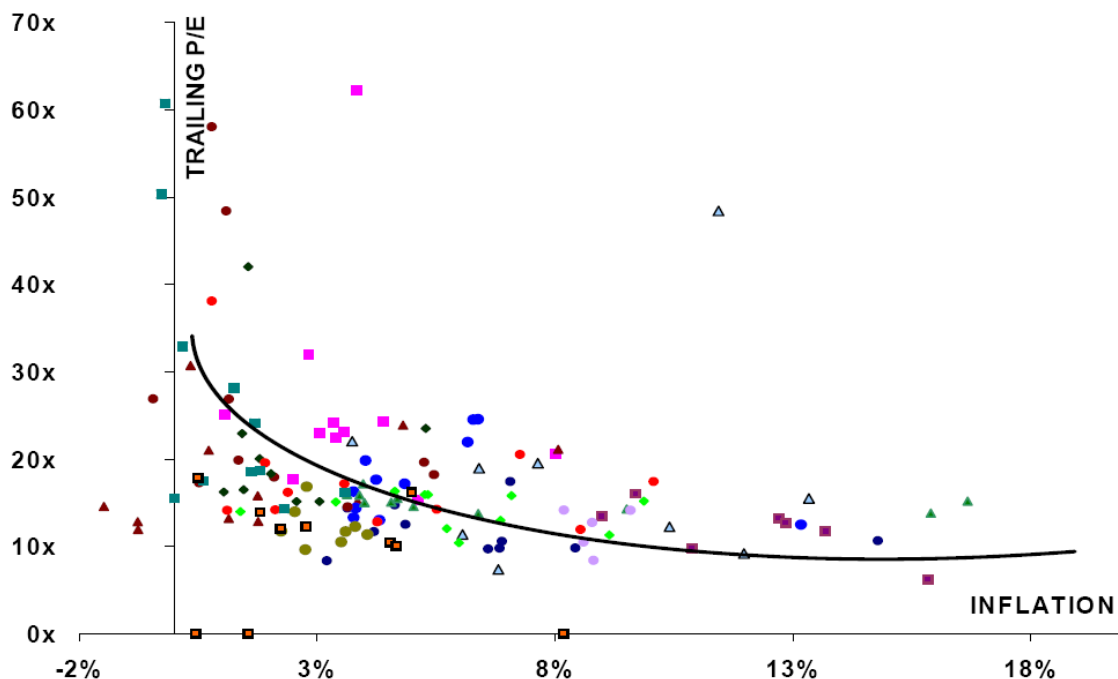
Vesentlig lavere gjeldsetting blant selskaper i globale vekstmarkeder enn industrialiserte land



Source: Citi Investment Research

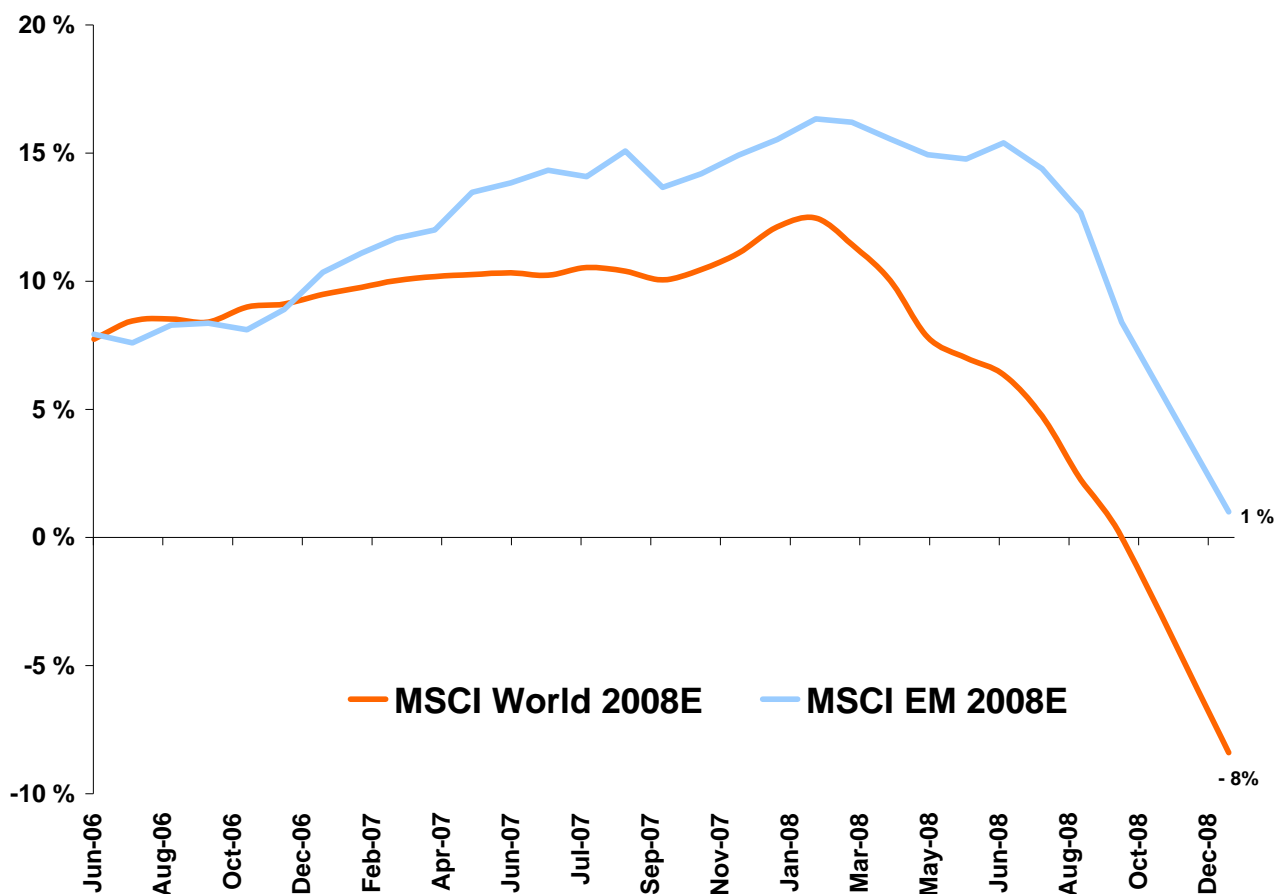
Hvis inflasjonen faller fra 7% til 4% i globale vekstmarkeder i 2009 skulle dette føre til en betydelig reprising av aksjer

Valuations in EM Showing More Sensitivity to Inflation in Last 10 Years



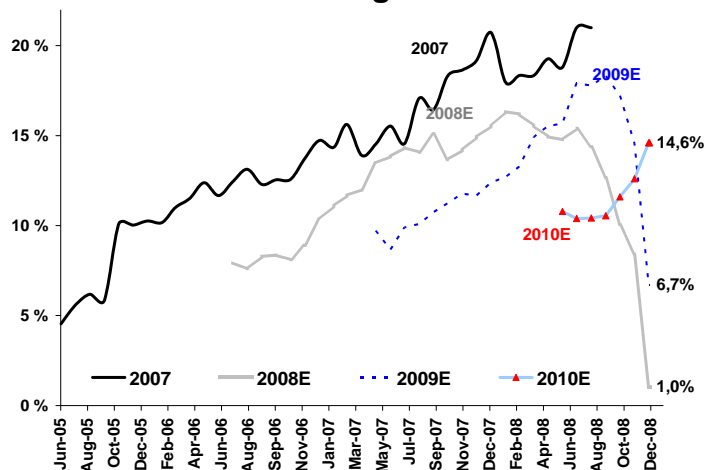
Source: MSCI, Bloomberg, Morgan Stanley Research. Top 15 countries within MSCI EM by Weight. Chart plots average trailing P/E vs. annual inflation for the 15 countries from 1998 to 2008

Kraftig fall i inntjeningsforventningene igjen den seneste måneden – global inntjeningsvekst nå klart i minus

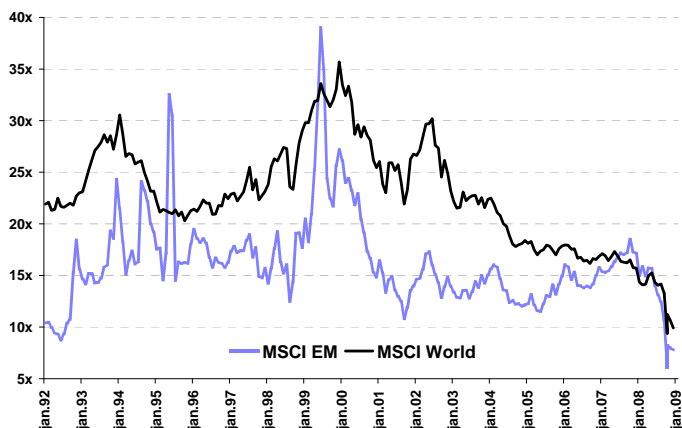


Inntjeningsforventninger og verdivurdering

Consensus EPS growth MSCI EM



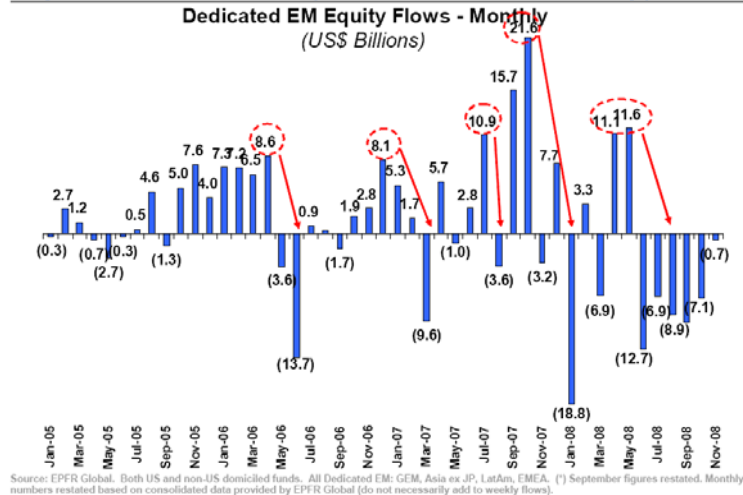
Trailing P/E 1992-2008



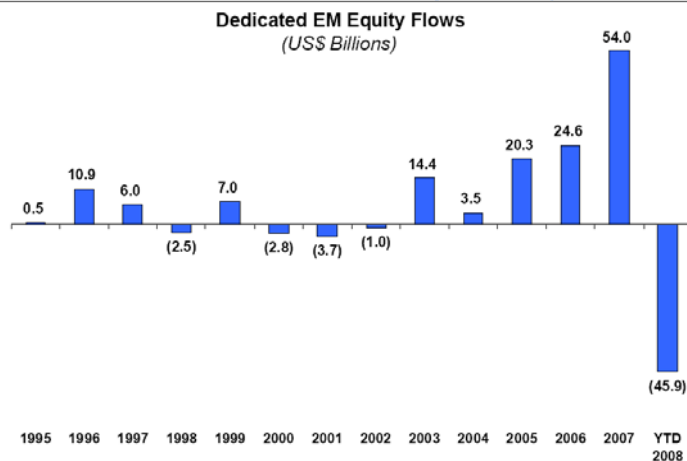
- De siste 7 årene har inntjeningsveksten i globale vekstmarkeder ligget på 20% p.a. mot under 10% for USA og Europa
- Forventet inntjeningsvekst i globale vekstmarkeder for 2008 har ikke overraskende falt betydelig de siste månedene, men en vekst på 1% er betydelig høyere enn vestlige markeder på -8%.
- Fra å være handlet med en premie på 10% målt på historisk inntjening handles globale vekstmarkeder nå med en P/E rabatt på 24% i forhold til globale markeder. Den relative endring i verdsettelse kan ikke forklares av relative endringer i forventet inntjening.
- Målt på forventet inntjening for 2008e handles globale vekstmarkeder nå til en P/E på 8,5x mot et snitt for 1992-2007 på 13x og en P/E for industrialiserte markeder på 11,2x eller en rabatt på 24%.

Store uttak fra globale vekstmarkedsfond de siste 6 måneder

Large inflows & outflows usually coincide with short-term trading patterns



YTD outflows amount to 40% of all inflows during 2003-2007 period



- 46 mrd. USD i netto uttak av globale vekstmarkedsfond siden mai er betydelig i historisk målestokk.
- Netto uttak hittil i år tilsvarer totalt netto tegning for 2005 og 2006 til sammen og 40% av all netto tegning for perioden 2003-2007.
- Det store uttak fra globale vekstmarkedsfond er et resultat av nedeksponering og ”flukt til sikkerhet” og vi tror dette er en avgjørende årsak til den svake relative utviklingen for aksjer i vekstmarkedene siden mai.

Hvorfor være investert nå ?

- Lav Risiko (selv om avisene sier noe annet) fordi aksjekursene har falt betydelig
- Gå mot Strømmen (alle andre reduserer innsatsen)
- Rekordlav vurdering av Selskapene
- Underliggende avkastning fra selskapene bedre enn hva vi har sett siden SKAGEN Kon-Tiki startet våren 2002

Konklusjon SKAGEN Kon-Tiki

- **Dekobling i 2008 fra industrialiserte land var basert på sterk forbruksutvikling og økte infrastrukturinvesteringer**
 - Men kredittkrisen og råvareprisstigningene tidligere i år har gitt et sterkt fallende globalt vekstmoment
 - Kredittkrisen sprer seg nå hurtig til realøkonomien
- **Den svake utviklingen i år har gitt billige selskaper**
 - Igjen betydelig rabatt mot industrialiserte land – og billigst noen gang absolutt sett
 - Fortsatte nedjusteringer av inntjeningen vil etter hvert minske som følge av svake vekstmarkedsvalutaer
 - Fallende råvarepriser gir større handlekraft til å stimulere økonomien i viktige land som Kina, Korea, India og Tyrkia
 - Stabilisering av globale pengemarkeder kan gi en kraftig rekyl opp på lavere globale renter, bedre vekstforventninger og rekordlav vurdering
- **SKAGEN Kon-Tiki har siden start gitt bedre absolutt og risikojustert avkastning enn sine konkurrenter som følge av fondets unike selskapsorienterte verdigrunnlag**

Selskaper i SKAGEN Kon-Tiki

Bharti Airtel (NBHARTI IN) 654 INR



- #1 mobilselskap i India. SingTel og Bharti familien eier 30% hver
 - Mobil: 80 mill. abonnenter. 25% markedsandel og 27-30% av nytegning. 90% forutbetalt. ARPU c. 7,6 USD og 4% churn
 - Fastlinje/bredbånd: 2,4 mill. linjer fordelt på 94 byer
- India er nest største mobilmarked globalt med 326m abonnenter men et av de med lavest penetrasjon på kun 28%
- Svært konkurransedyktig marked med laveste priser i verden (RPM er USD 2c) gir liten prisrisiko og stimulerer penetrasjon
- Forretningsmodell basert på betydelig outsourcing og tårndeling gir lavt kapitalbehov og understøtter vekst
- Netto gjeld på kun 51 mrd. INR eller 0,4x EBITDA (LTM)
- 8x EBITDAx for 2008e og EV pr. mobilabonnt på 340 USD
- **Triggere:**
 - Fortsatte overraskelser i abonnentvekst
 - ARPU stabiliseres etter kraftig fall via øket VAS (kun 9% i dag)
 - Tårndeling gir lavere investeringer og forbedret kontantstrøm
 - God balanse gir mulighet for attraktive oppkjøp utenfor India
 - Betydelige innsidekjøp de siste månedene (+100m USD)
- **Risiko:** øket konkurranse, dyre oppkjøp

Nøkkeltall:

Børsverdi:	INR 1240 mrd. NOK 169 mrd.
Antall aksjer:	1898 mill.
P/E (08e):	13,1x
Pris/Bok:	4,8x
ROE (08e):	40%
Utbytteavk:	0,0%

Great Wall Motor (2333 HK) 2,33 HKD



- Kinesisk bilprodusent med egen produksjon av motorer og girkasser. Nest største bileksportør i Kina med eksport til 118 land.
- Styreformann eier 42% mens lokale myndigheter eier 21%
- Solgte 108k kjøretøy i 2007 (+47%). +38% i 1H 2008
 - Volum delt 50/50 mellom pickup (+23% i 2007) og SUV (+82% i 2007)
 - Eksportvolum +70% i 2007 til 43% av volum og 41% av salg. Russland og Sør-Afrika utgjør hver 1/4 av eksport. Fokuser på nye markeder.
 - Markedsleder i Kina på SUV med 20% og pickup på 30%. Tar andeler.
- Sterk vekst fra nye modeller, økte markedsandeler og eksportvekst
- Høy grad av plattform- og komponentdeling samt vertikal integrasjon sikrer effektivitet; sektorledende marginer
- Store investeringer tilbakelagt; kapasitet på 250k i 2008, 350k i 2009 og 450k i 2010. FCF fra 2008. Utbyttegrad på ca. 30%.
- Sterk balanse; 3,8 mrd. HKD i netto kontanter. Ingen goodwill
- Driften prises til -1,2 HKD og P/E 2,5x for 2007
- **Triggere:**
 - Lanserer 4 sedan økonomimodeller i år; forventet salg på 50-60k biler
 - Industrikonsolidering fører til økt pris- og investeringsdisiplin
 - Samarbeide med utenlandsk bilselskap samt innvannende oppkjøp
 - A-aksje emisjon vedtatt men utsatt: vil øke synlighet i Kina
- **Risiko:** valuta, sedanlansering, bensin-/import skatt, dyre oppkjøp

Nøkkeltall:

Børsverdi:	HKD 2,6 mrd.
	NOK 2,4 mrd.
Antall aksjer:	1095 mill.
EV:	HKD -1,2 mrd.
P/E (08e):	2,8x
P/Salg (08e):	0,2x
Pris/Bok:	0,3x
ROE (08e):	12%
Utbytteavk:	8,0%

PZ Cussons (PZC LN) GBP 103,5p



- England basert produsent av såpe, vaskemiddel, spiseoljer, melk, barnemat samt hår- og hudpleie produkter
 - Salg; Nigeria 39%, UK 20%, Hellas 9%, Polen 9%, Australia 9%, Indonesia 5%, Thailand/Malaysia 3%; Andre 19%
- Sterke merkevarer som Imperial og Minerva med solide markedsposisjoner og bred distribusjon
- 65% av salg fra globale vekstmarkeder og 45% fra Afrika hvor omsetningen vokser med 15-20% p.a.
- Store investeringer i F&U, produksjon og distribusjon de siste årene sikrer vekstgrunnlag og effektivitet
- Lite gjeld (72m GBP), god CF og høy utbyttegrad (ca. 40%)
- Globale vekstmarkeders svar på Unilevers børsnoterte selskaper i vekstmarkeder med 50% rabatt
- 5,1x EBITDA for 2009e (Hindustan Unilever på 18,4x)
- **Triggere:**
 - Minimal men stigende analysedekning
 - "Oppdages" som et vekstselskap
 - Familiekontrollert; generasjonsskifte kan føre til oppkjøp
 - Nye samarbeider, joint verntures, distribusjonsavtaler
- **Risiko:** råvarepriser

Nøkkeltall:

M. cap:	GBP 444 mill. NOK 4,7 mrd.
Antall aksjer:	428,7 mill.
P/E (09e):	8,3x
P/Salg (09e):	0,6x
Pris/Bok:	1,3x
ROE (09e):	15%
Utbytteavk:	5,0%

Selskapsutvelgelse i SKAGEN Kon-Tiki

Selskapsutvelgelseskriterier

Den ideelle
investeringen er

- **U**ndervurdert
- **U**populært
- **U**nderanalysert

Fokus i
selskapsutvelgelsen

- Katalysatorer for omvurdering
- Verdiskaping til lav pris
- Gjeld og risiko
- Forståelig og velprøvd forretningsmodell
- Vilje til å skape aksjonærverdier
- Langsiktighet, ikke transaksjonsorientert

Litt om våre tre U'er med utvalgte eksempler

- **Undervurdert**
 - En temporært tapsbringende divisjon; verdsettes implisitt til negativ verdi
 - Selskapet har en diversifisert forretningsportefølje; stor rabatt til totalverdi
 - Selskapet er ute av fokus på grunn av sektortilhørighet
 - **Eksempler;** Sistema, Yazicilar Holding
- **Upopulært**
 - Dårlig historiske meritter
 - Lite tilfredsstillende eller vanskelig tilgjengelig informasjon fra selskapet
 - **Eksempler;** Eletrobras, Eczacibasi
- **Underanalysert**
 - Selskapet har ingen eller liten analysedekning
 - **Eksempler;** MBK, Provida, China Shineway Pharmaceuticals
 - Oppfattelsen av selskapet blant analytikerne er feilaktig; feilanalysert eller misforstått
 - **Eksempler;** Eletrobras, Samsung Electronics

Hvordan identifiserer vi porteføljeselskaper?

- **Objektive søk**
 - Fokus på P/E, P/BV, RoE, soliditet/likviditet, kontantstrøm og utbytte
- **Analyser av totalverdi**
 - Konglomerater er ofte utgangspunkt
 - Substansverdi, verdi av tapsbringende divisjoner
- **Ideer generert gjennom eksisterende eierskap**
 - Konkurrenter, leverandører, kunder, holdingselskap
- **Geografisk ubalanse i verdsettelse**
 - Feilprising på grunn av manglende industriforståelse hvor selskapet er notert
- **Makroperspektiv**
 - Selskapsverdi/sectorverdi i forhold til markedspotensial relativ til andre markeder sett i forhold til modningsgrad/markedspenetrasjon
- **Gjennomgang av mest upopulære selskaper**
 - Selskaper hvor analytikerne er negative; forventningene er ofte meget lave

Ønsker du mer informasjon?

- For mer informasjon, vennligst se:
 - Siste [Markedsrapport](#)
 - Siste rapport om makroøkonomisk utsikter, "[Verden sett fra SKAGEN](#)"
 - Informasjon om [SKAGEN Kon-Tiki](#) 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 porteføljeforvalternes 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 omtalt i denne rapporten eller inngår i fondets portefølje.