

Børn og unge piger plukker blomster på en mark nord for Skagen. 1887. Utsnitt. Av Michael Ancher, en av Skagenmalerne. Bildet tilhører Skagens Museum.

Kunsten å bruke sunn fornuft

## SKAGEN Vekst

November 2008

Et redefinert økonomisk verdensbilde

En håndplukket  
bukett



## Hvorfor SKAGEN Vekst?

- Balansert portefølje tilpasset en norsk investor
  - Bedre geografisk spredning enn et norsk fond
  - + Bedre bransjemessig spredning enn et norsk fond
  - = **Lavere risiko enn Oslo Børs**
- Selskaper som er lavt vurdert i forhold til verdier og inntjening og med gode omvurderingsmuligheter
- Aldri enten Norge eller utland, alltid **”ja takk, begge deler”**
- Utlandsdelen av fondet kompletterer de norske selskapene ved:
  - Type selskaper en ikke finner på Oslo Børs
  - Lavere vurderte selskaper med bedre kvalitet enn de en finner på Oslo Børs
- **Til sammen skal dette gi høy risikojustert avkastning**

## Status november 2008

SKAGEN Vekst i november	-6,0 %
Oslo Børs i november	-10,2 %
SKAGEN Vekst hittil i år	-45,3 %
Oslo Børs hittil i år	-55,2 %
Fondets norske aksjer hittil i år	-45,3 %
Fondets globale aksjer hittil i år	-44,6 %
Andel norske aksjer	55,6 %
Andel utenlandske aksjer	44,4 %
Kontanter 28/11	1,2 %



## Resultater pr 28. november 2008 i NOK

	Hittil i 4. kvartal	Hittil i år	Siste 3 år	Siden oppstart*
SKAGEN Vekst	-19,8 %	-45,3 %	-5,2 %	15,2 %
Oslo Børs Hovedindeks	-30,9 %	-55,2 %	-11,2 %	6,3 %
Meravkastning	11,2 %	9,9 %	6,0 %	8,8 %
Verdensindeks (NOK)	-10,0 %	-25,8 %	-7,2 %	7,6 %
Meravkastning	-9,8 %	-19,4 %	2,0 %	7,6 %

\*01. desember 1993

Alle avkastningstall utover 12 måneder er annualisert (geometrisk avkastning)

# Kursutvikling SKAGEN Vekst



Oppdatert pr 28 november 2008

Alle avkastningstall er etter forvaltningshonorar

# Resultater delporteføljer i NOK

	Hittil i 4.kvartal	Hittil i år	Siste 3 år
Norsk del av SKAGEN Vekst	-16,1 %	-45,3 %	-12,3 %
Oslo Børs Hovedindeks	-30,9 %	-55,2 %	-30,0 %
Meravkastning	14,9 %	9,9 %	17,8 %
Global del av SKAGEN Vekst	-24,6 %	-44,6 %	-7,8 %
Verdensindeks (NOK)	-10,0 %	-25,8 %	-20,0 %
Meravkastning	-14,6 %	-18,8 %	12,2 %

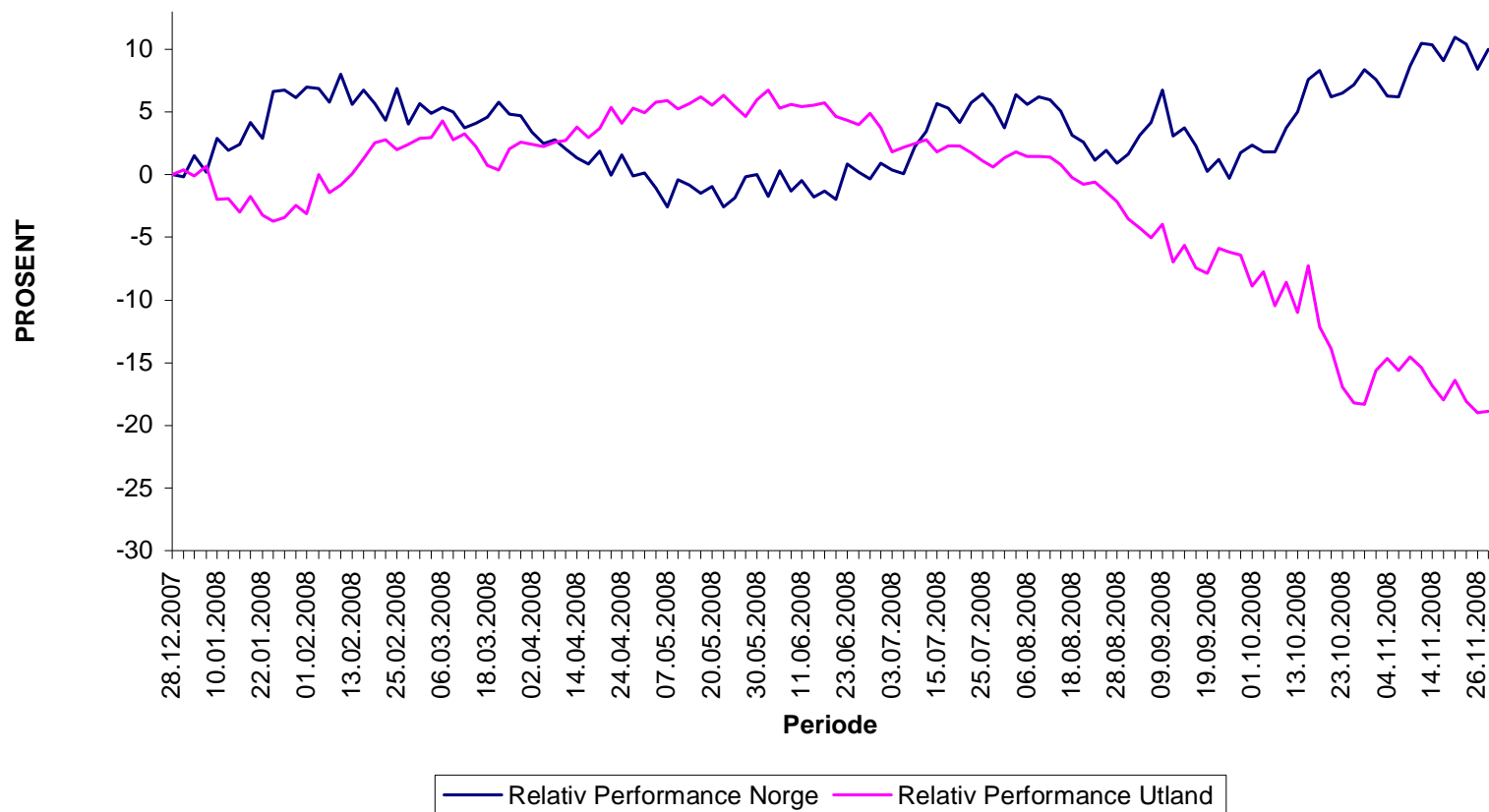
Avkastningstall er brutto (eks. forvaltningshonorarer, agio/disagio og netto rente)

Alle avkastningstall er oppdatert per 28. november 2008.

# SKAGEN Vekst

## Relativ prestasjon Norge/utland hittil i 2008

PRESTASJONSMÅLING

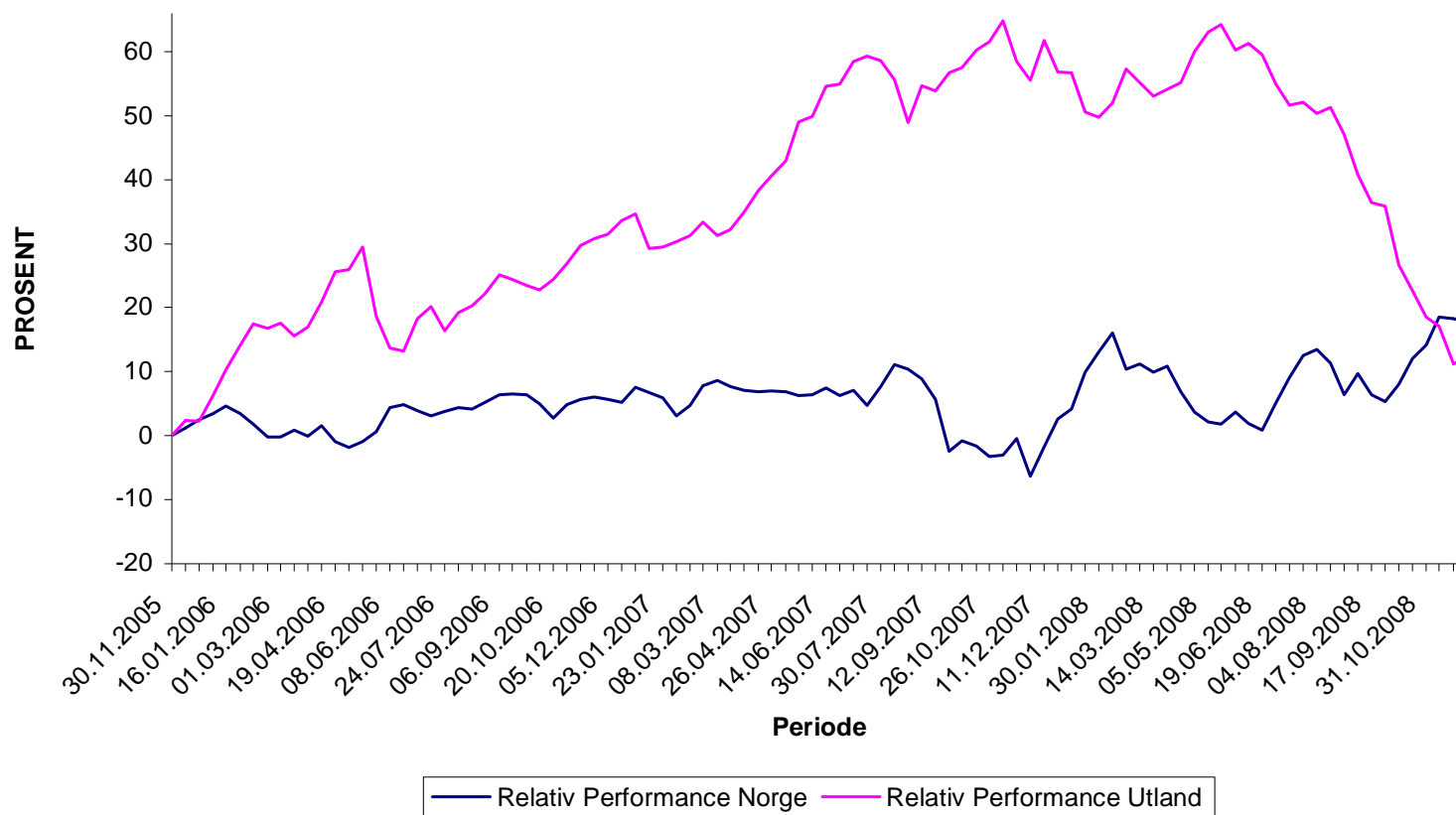




# SKAGEN Vekst

## Relativ prestasjon Norge/utland siste 3 år

PRESTASJONSMÅLING





## Største bidragsytere hittil i 2008

• Revus Energy	+ 41	• Solstad Offshore	-172
• Fast Search & Transfer	+ 21	• Petrobras	-153
• Eletrobras	+ 20	• Stolt-Nielsen	-148
• Hercules Offshore	+ 19	• Bonheur	-140
• Deep Ocean	+ 15	• LG Corp	-130
• Nutreco Holding	+ 12	• Wilh. Wilhelmsen	-120
		• Pride International	-117
		• DSGI	-113
		• Norsk Hydro	-104
		• Ganger Rolf	-103

- *Sum verdiskapning hittil i 2008: - 4 789 MNOK*
- *Tall i millioner kroner*

## Største bidragsytere hittil i 4. kvartal 2008

- Revus Energy + 64
- Lerøy Seafood Group + 22
- Glamox + 18
- BP + 10

- Pride International - 91
- Petrobras - 86
- Yara International - 69
- LG Corp - 60
- LG Electronics Pref. - 55
- Bonheur - 49
- DSGI - 47
- StatoilHydro - 39
- Samsung Electronics - 34
- Solstad Offshore - 33

- *Sum verdiskapning hittil i 4. kvartal: - 1 414 MNOK*
- *Tall i millioner kroner*

## Endringer hittil i 4. kvartal

### Kjøpt

- Telenor (ny)
- Hercules Offshore (ny)
- Dockwise
- Yara
- Royal Caribbean Cruises
- Reservoir Exploration Technology
- Norsk Hydro
- Marine Accurate Well obl.
- Rowan Companies
- Wilh. Wilhelmsen
- Norske Skog

### Solgt

- Lerøy Seafood (oppkjøp)
- DOF Subsea (oppkjøp)
- Ocean Heavylift (oppkjøp)
- Roxar
- StatoilHydro
- Kongsberg Gruppen

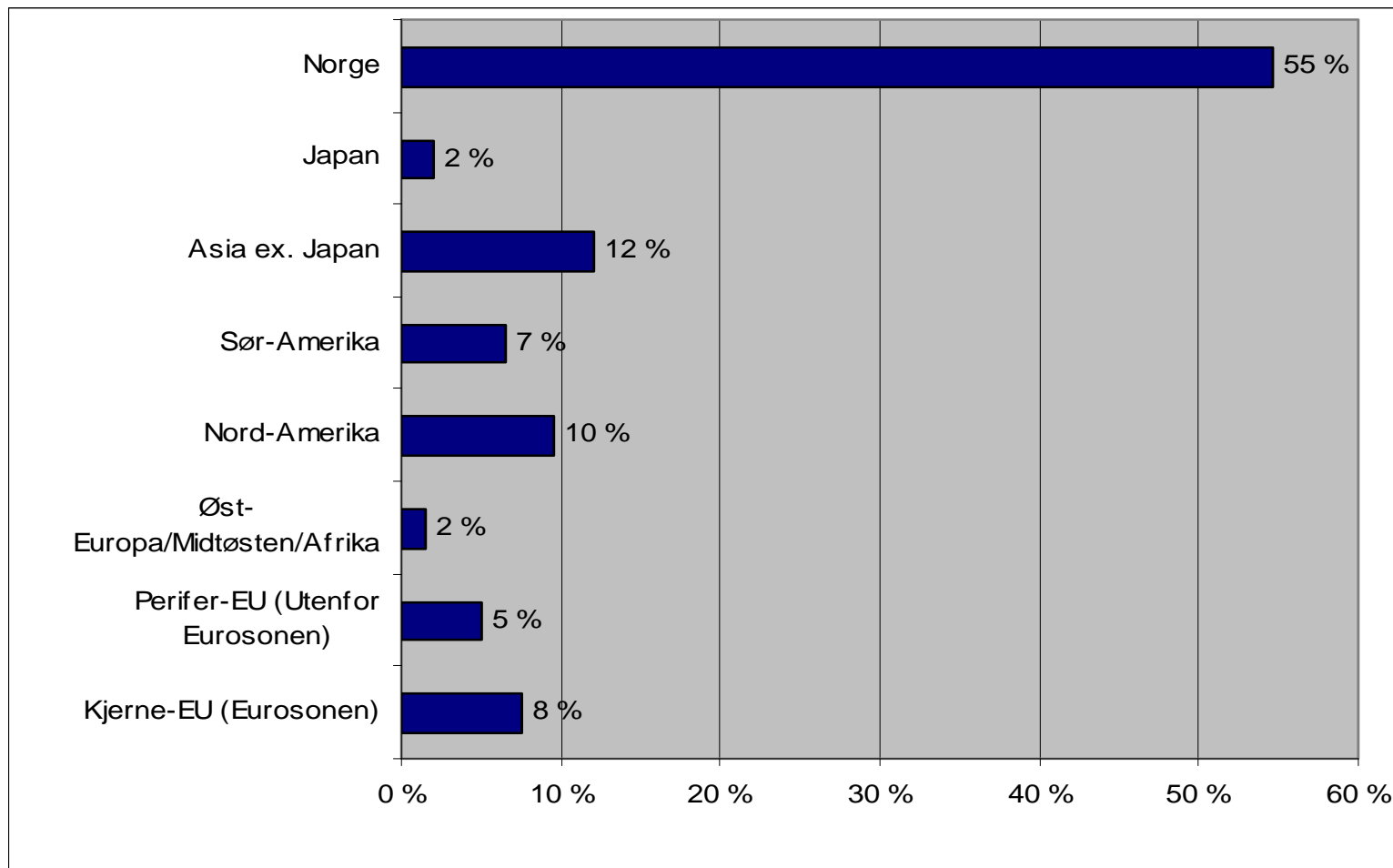
**Netto endringer > NOK 10 millioner**

# SKAGEN Vekst

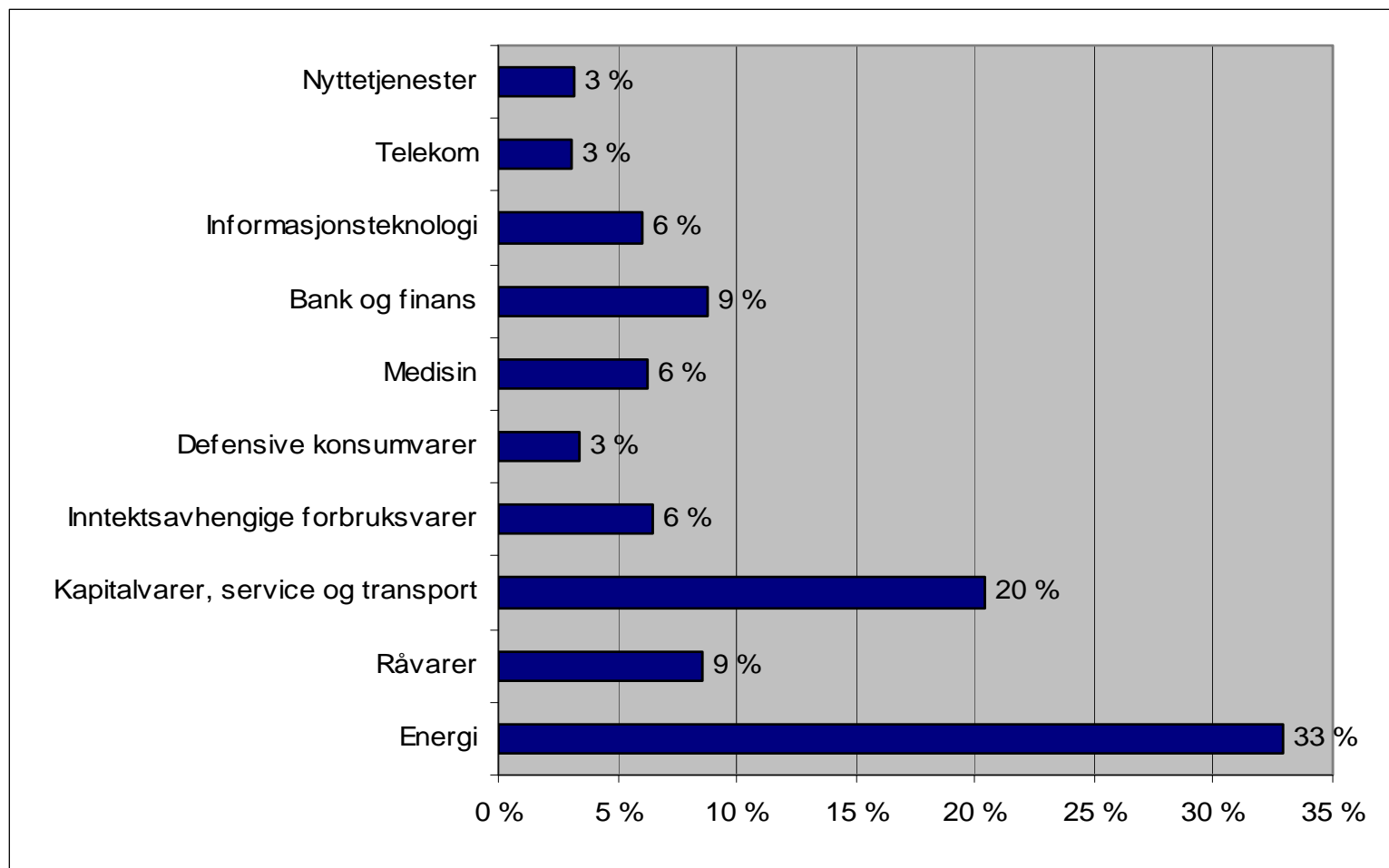
## 12 største poster pr. 28. november 2008

	Postens størrelse	Kurs	P/E 08E	P/E 09E	P/B siste	Kurs- mål
Kongsberg Gruppen	3,8 %	305,0	13,3	9,5	3,4	400
StatoilHydro	3,5 %	118,1	6,7	8,4	1,9	180
Pride International	3,3 %	16,2	4,5	4,8	0,7	50
Elektrobras	3,1 %	24,4	8,1	8,1	0,3	60
Bonheur	2,9 %	122,5	4,3	3,8	0,9	250
Revus Energy	2,8 %	105,0	26,3	52,5	2,5	110
Ganger Rolf	2,7 %	123,0	4,3	3,8	0,8	220
Samsung Electronics	2,7 %	333,5k	8,3	9,5	0,7	600k
Solstad Offshore	2,6 %	70,0	5,8	4,4	0,7	160
DOF	2,5 %	36,5	6,6	5,2	1,0	65
Petrobras	2,2 %	20,1	5,0	5,6	1,3	40
LG Corp	2,0 %	41,5k	5,5	5,5	1,1	80k
<b>Median</b>	<b>34,1 %</b>		<b>6,2</b>	<b>5,6</b>	<b>0,9</b>	<b>86 %</b>

# Geografisk fordeling



# Bransjefordeling



Noen ser bare skyer  
- vi ser glimt av sol

## Markedsutsikter

Fra heden nord for Skagen, 1885  
Av P.S. Krøyer, en av Skagenmalerne.  
Bildet tilhører Skagens Museum



## Markeder hittil i 2008 i NOK (pr 28. november)

Venezuela	17 %	Kina (Hong Kong)	-42 %
Japan	-15 %	Brasil	-43 %
Sveits	-18 %	<b>Vekstmarkedsindeksen</b>	<b>-45 %</b>
USA (S&P 500)	-22 %	<b>SKAGEN VEKST</b>	<b>-45 %</b>
<b>Verdensindeksen</b>	<b>-26 %</b>	Nederland	-45 %
USA (Nasdaq)	-27 %	Finland	-46 %
Mexico	-27 %	Polen	-47 %
Canada	-31 %	Ungarn	-47 %
Storbritannia	-34 %	Thailand	-49 %
Taiwan	-35 %	Belgia	-49 %
Spania	-35 %	Kina (lokal)	-53 %
Frankrike	-35 %	Sør-Korea	-53 %
Hong Kong	-36 %	Indonesia	-54 %
Tyskland	-36 %	India	-55 %
Sør-Afrika	-36 %	<b>Norge (OSEBX)</b>	<b>-55 %</b>
Danmark	-37 %	Østerrike	-56 %
Singapore	-39 %	Tyrkia	-56 %
Sverige	-40 %	Estland	-59 %
Italia	-42 %	Russland	-63 %

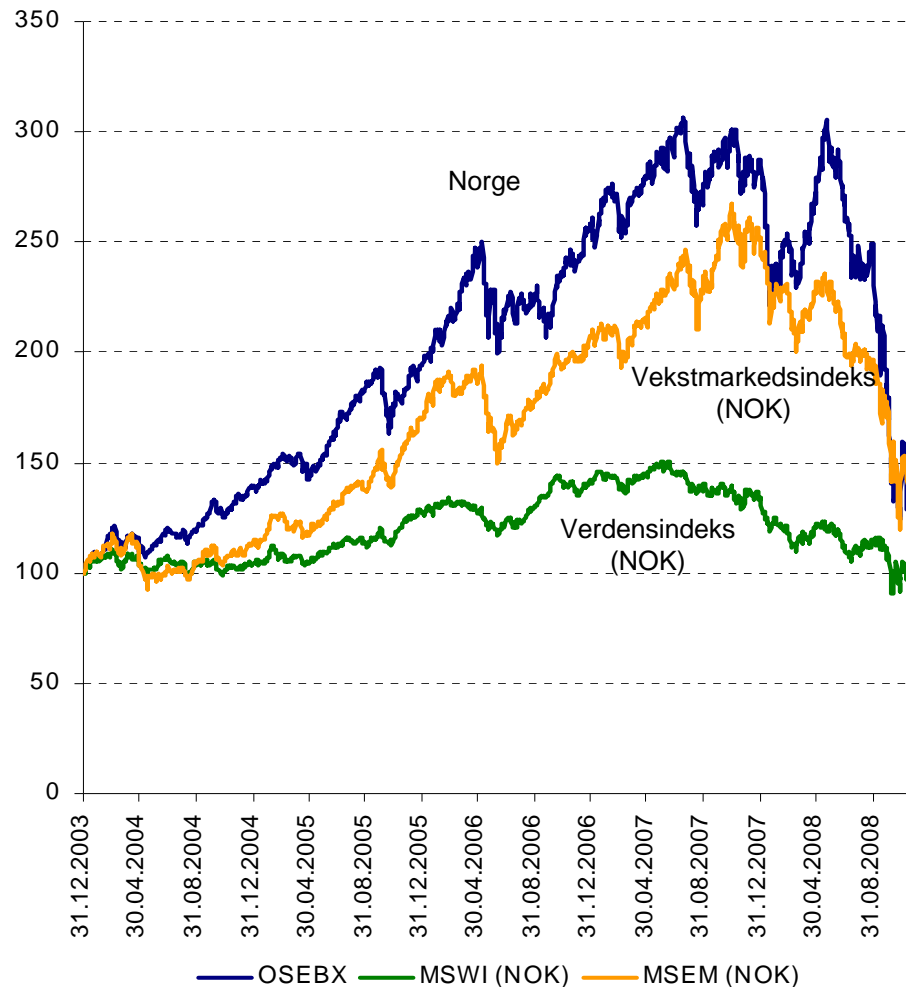
## Markeder hittil i 2008 i lokal valuta (pr 28. november)

Venezuela	-9 %	Italia	-48 %
Sør-Afrika	-27 %	Polen	-50 %
Mexico	-30 %	Singapore	-50 %
Sveits	-31 %	Hong Kong	-50 %
Canada	-33 %	Nederland	-51 %
Storbritannia	-34 %	Ungarn	-52 %
USA (S&P 500)	-39 %	Finland	-52 %
Sverige	-41 %	Thailand	-53 %
Spania	-41 %	Tyrkia	-54 %
Frankrike	-42 %	Belgia	-54 %
Tyskland	-42 %	Indonesia	-55 %
<b>Verdensindeksen</b>	<b>-43 %</b>	India	-55 %
Brasil	-43 %	<b>Norge (OSEBX)</b>	<b>-55 %</b>
USA (Nasdaq)	-43 %	Kina (Hong Kong)	-55 %
Sør-Korea	-43 %	<b>Vekstmarkedsindeksen</b>	<b>-57 %</b>
Danmark	-43 %	Østerrike	-60 %
Japan	-44 %	Estland	-63 %
<b>SKAGEN VEKST</b>	<b>-45 %</b>	Kina (lokal)	-66 %
Taiwan	-48 %	Russland	-71 %

## Markeder i 4. kvartal 2008 i NOK

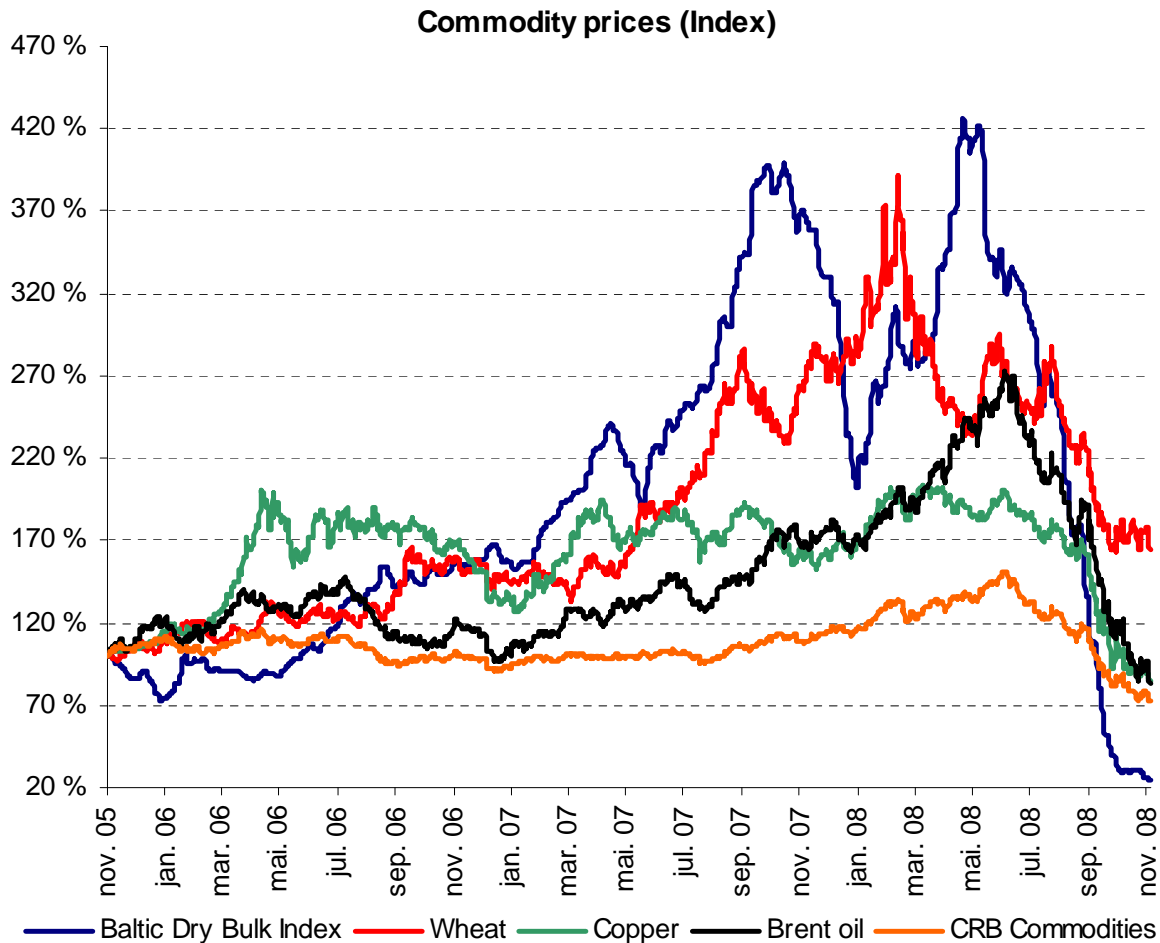
Venezuela	7 %	Nederland	-19 %
Kina (lokal)	0 %	Danmark	-20 %
Japan	-1 %	<b>SKAGEN VEKST</b>	<b>-20 %</b>
Sveits	-4 %	Mexico	-20 %
Kina (Hong Kong)	-6 %	Canada	-20 %
Hong Kong	-9 %	<b>Vekstmarkedsindeksen</b>	<b>-20 %</b>
USA (S&P 500)	-9 %	India	-21 %
<b>Verdensindeksen</b>	<b>-10 %</b>	Thailand	-24 %
Storbritannia	-11 %	Belgia	-25 %
Taiwan	-11 %	Brasil	-27 %
USA (Nasdaq)	-12 %	Sør-Korea	-29 %
Sør-Afrika	-13 %	Polen	-30 %
Spania	-13 %	Østerrike	-30 %
Frankrike	-13 %	Tyrkia	-31 %
Finland	-14 %	<b>Norge (OSEBX)</b>	<b>-31 %</b>
Tyskland	-14 %	Ungarn	-33 %
Sverige	-16 %	Indonesia	-36 %
Italia	-16 %	Russland	-36 %
Singapore	-17 %	Estland	-38 %

# Avkastning i aksjemarkedet siste 5 år ser nå slik ut



Kilde: Bloomberg

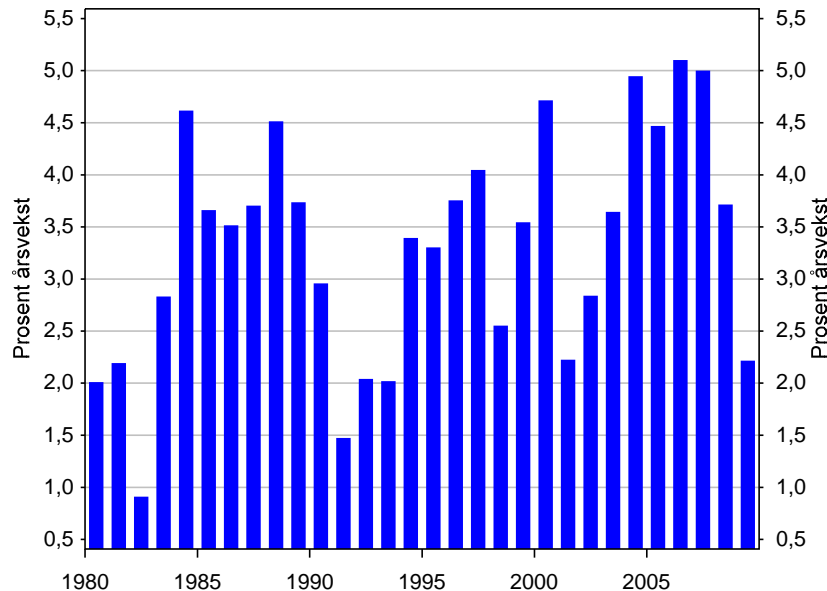
# Råvareprisene fortsetter å falle



Kilde: Bloomberg

**Global BNP er blitt kraftig nedjustert og det forventes nå en global vekst ned mot 2,2% for 2009 – klart under trendvekst på 3,8%  
 Og ikke overraskende vil de globale vekstmarkeder også i tiden fremover være viktigste bidragsytere til vekst**

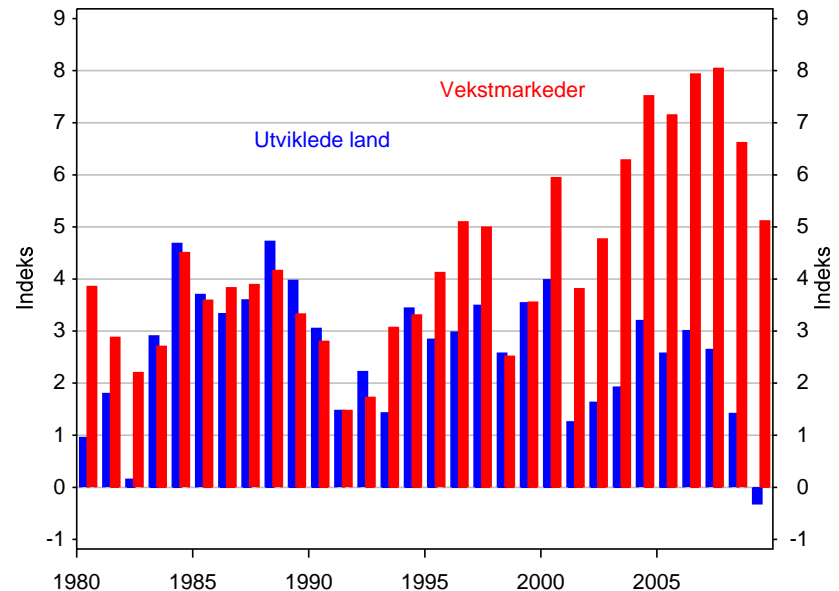
Global vekst



Kilde: Reuters EcoWin

Kilde: First Securities

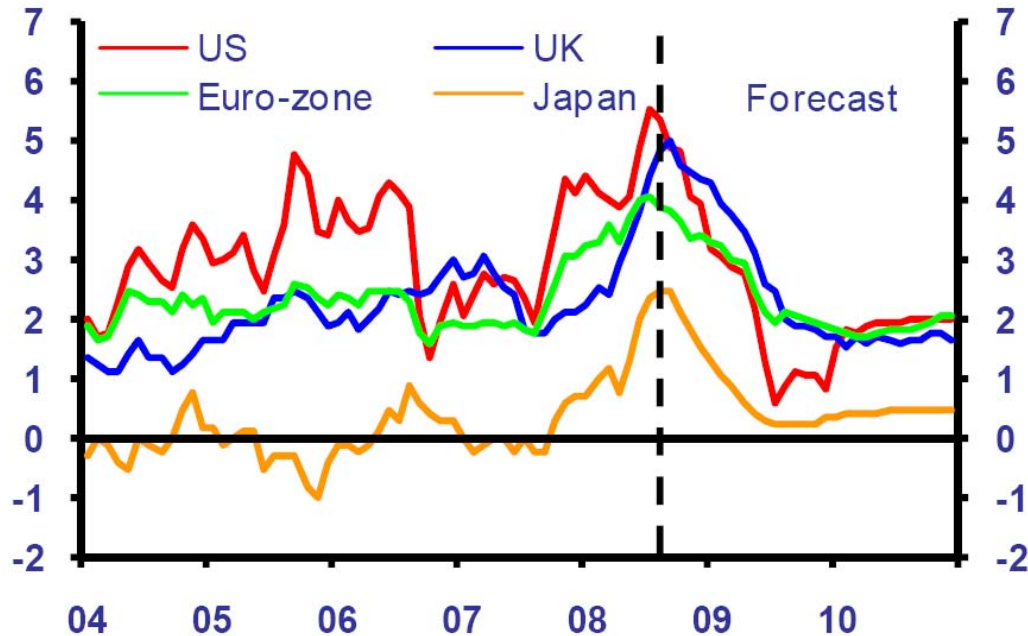
Rike og fattige land



Kilde: Reuters EcoWin

## På den positive siden er inflasjonsfrykten kraftig redusert i høst

20. Inflation Forecasts (% y/y) (2004 - 2010)

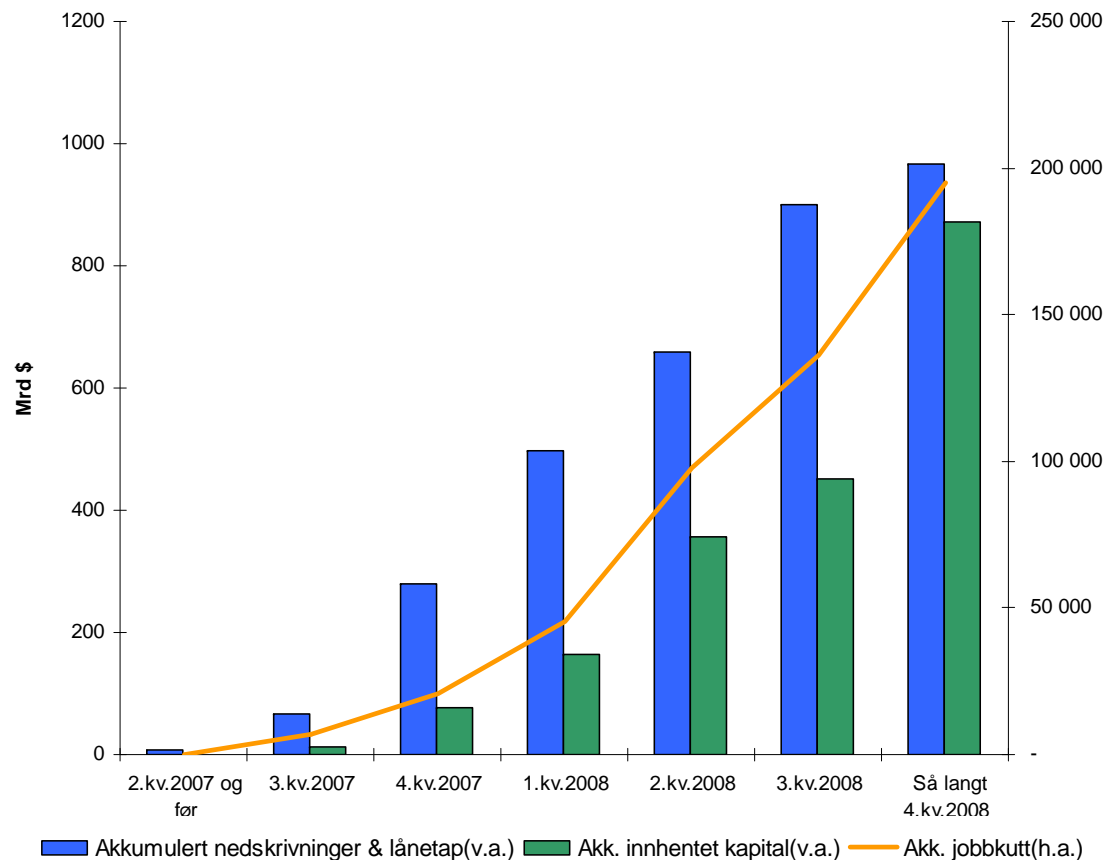


Source: Thomson Datastream, Capital Economics

Frykten for at vi skal få inflasjon kombinert med svak vekst slik vi hadde på syttitallet er redusert



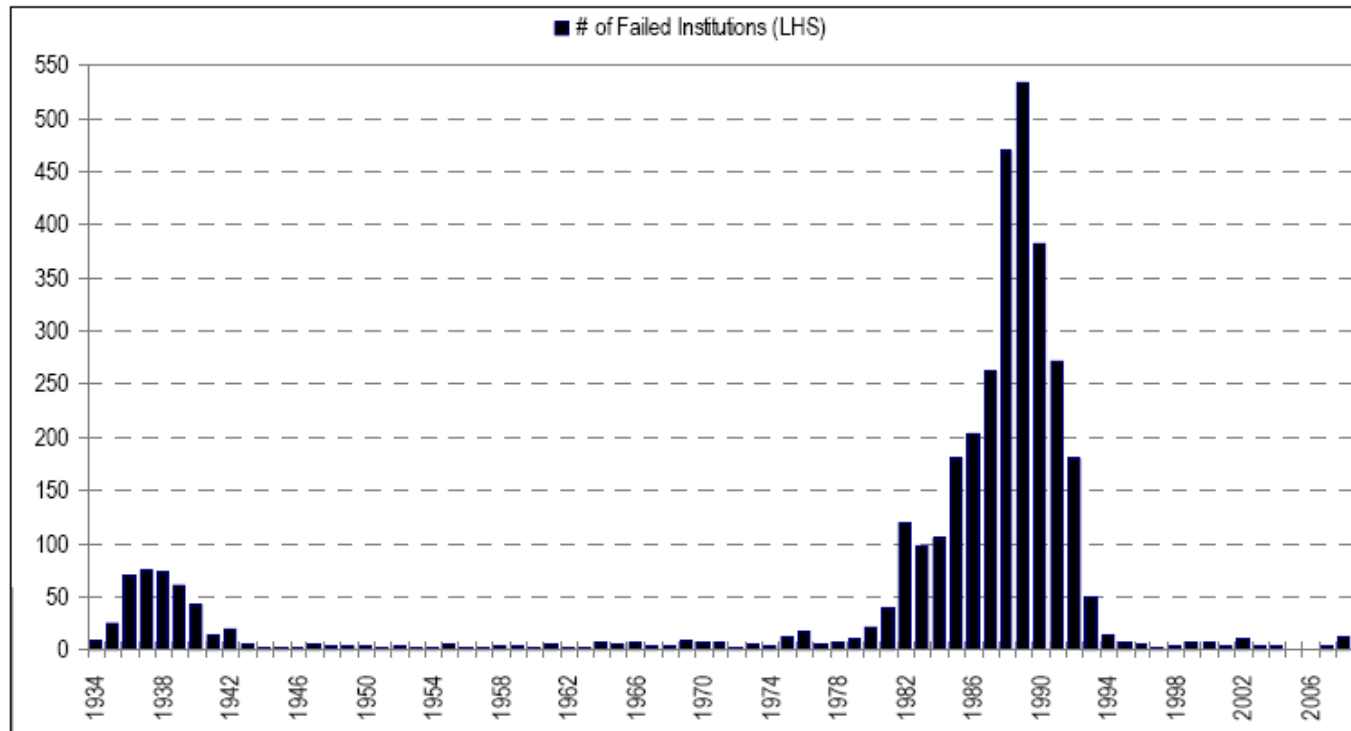
# Kredittkrisen står seg og ytterligere tap er forventet



Kilde: Bloomberg

# Historisk tilbakeblikk på tidligere bankkriser

## Bank Failures Low but Rising\*

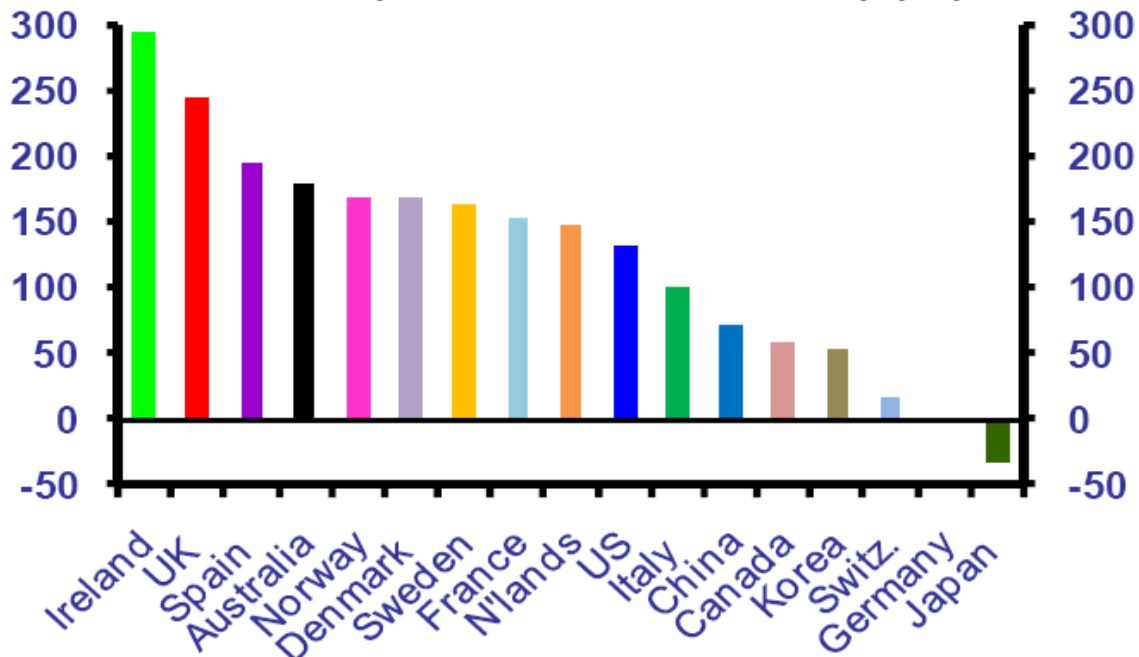


\*15 institutions have failed in 2008 through October 16, 2008. Note: Prior to 1984, combined data was not available.

Source: FDIC, Bloomberg, and KBW Research.

# Vi konstaterer store landspesifikke forskjeller i oppbyggingen av boligprisboblen

### 13. Cumulative Rise in Average House Prices (1997Q1 to the Peak) (%)

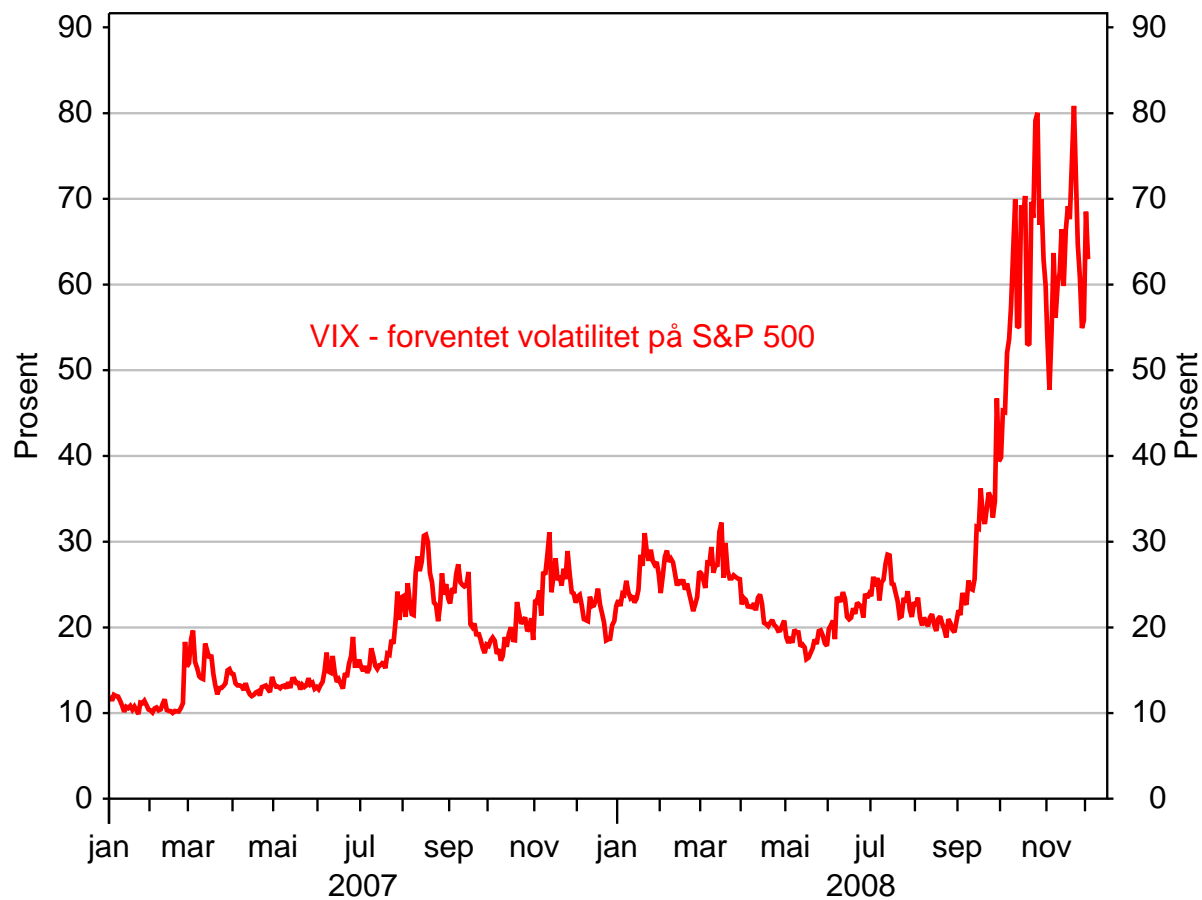


Source: Thomson Datastream



# Fremdeles er aksjeinvestorene svært nervøse

## Usikkerhet i aksjemarkedet

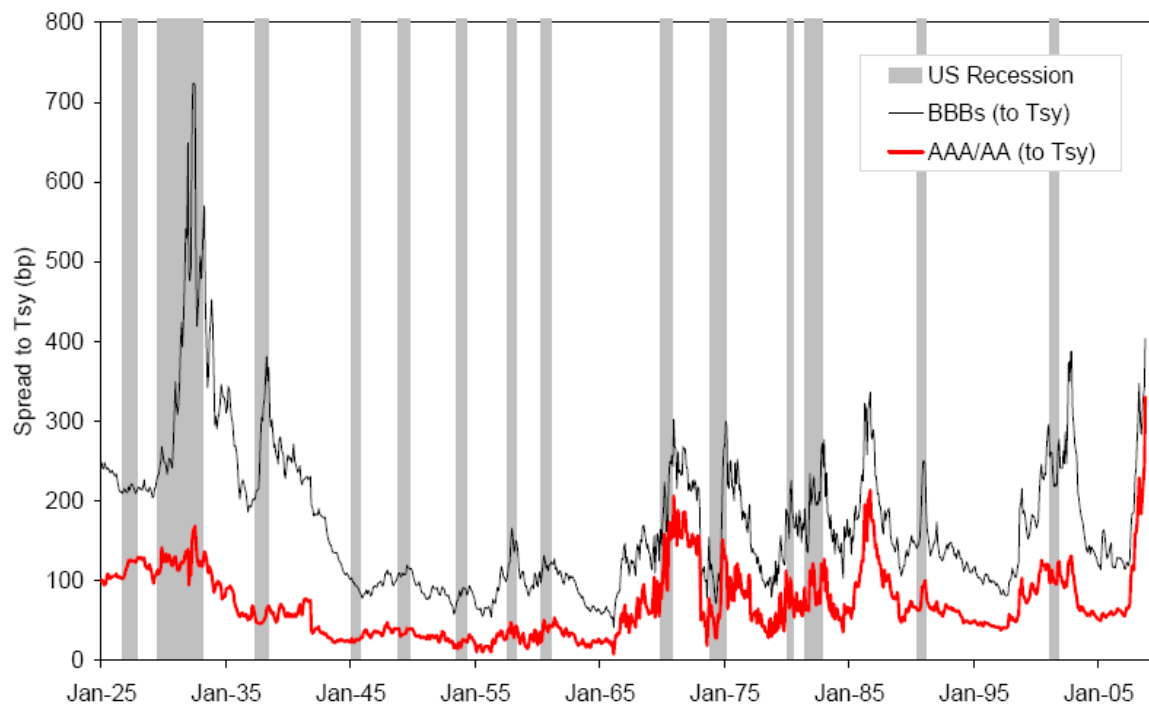


Kilde: Reuters EcoWin

## Rentemarkedet er heller ikke blitt mindre nervøse

Risikopåslaget på høykvalitets obligasjoner er på historisk høyt nivå og de med høyest rating (AAA/AA) har aldri vært priset høyere => vitner om tillitskrise

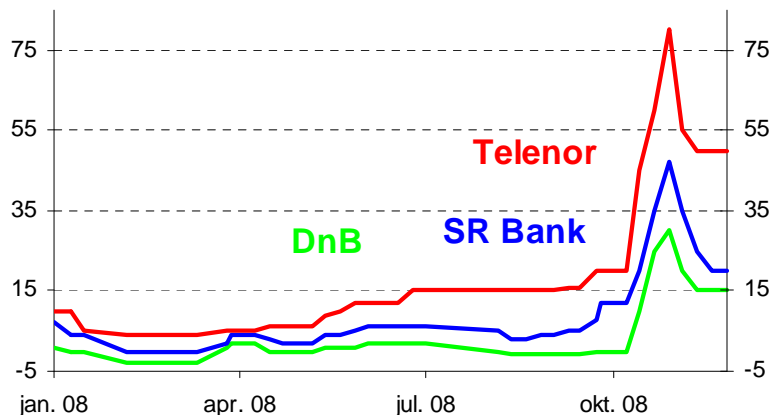
### Credit Spreads At All-Time Highs



Source: Company data, Morgan Stanley Research

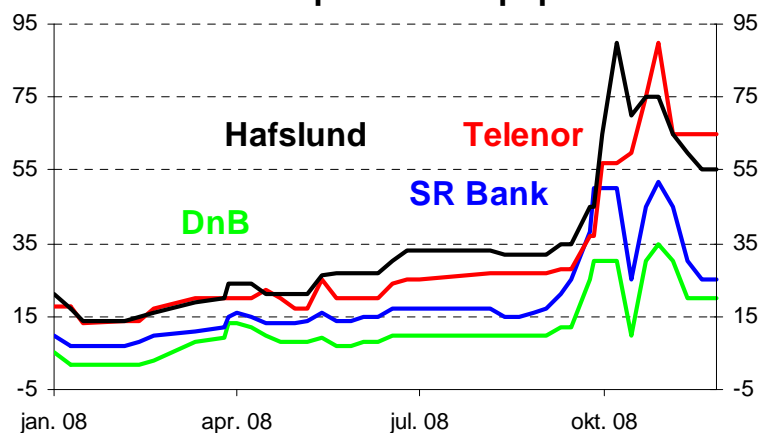
# Kredittspredene i november norske papirer

## Kredittspread 3M papir

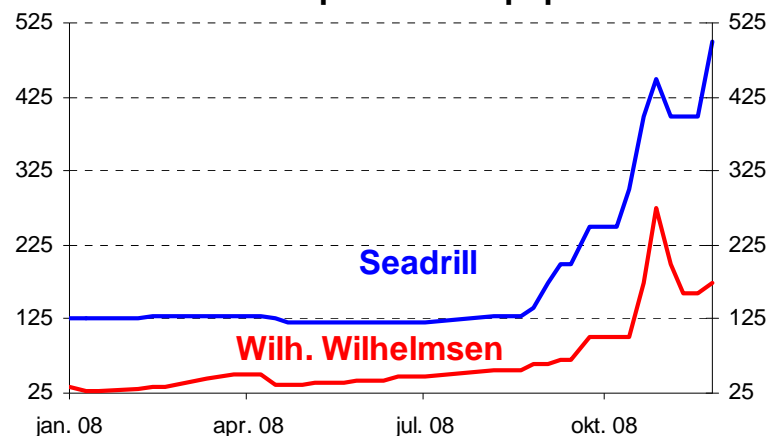


Etter en kraftig økning i spreadene i de fleste løpetider i høst bevitner vi nå nedgang siden toppen i slutten av oktober. For tidlig å trekke konklusjoner.

## Kredittspread 1 års papir



## Kredittspread 1 års papir



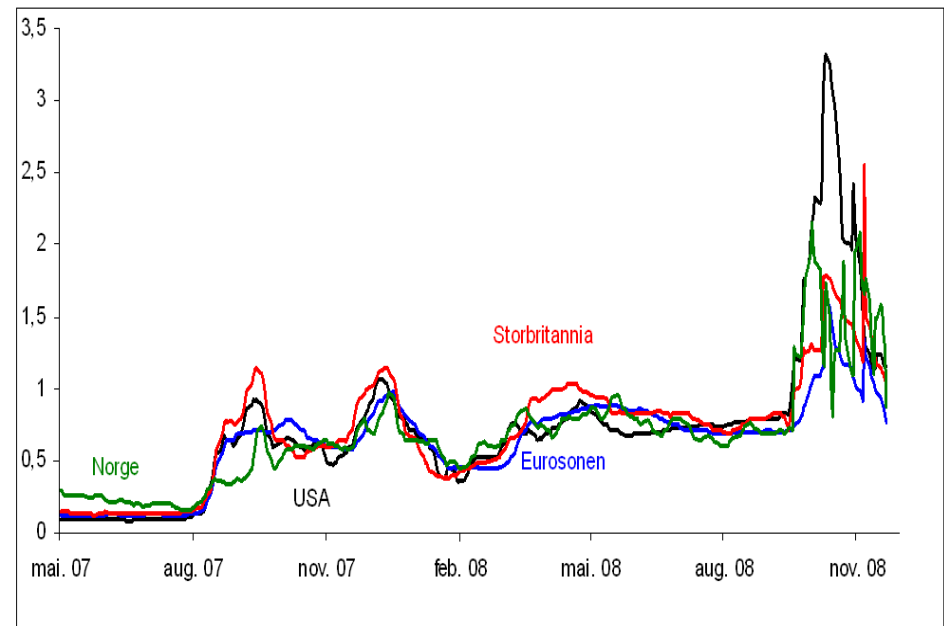
Kilde grafer: DnB Nor Markets Credit Research  
Kilde grafer: DnB Nor Markets Credit Research

# Det er ekstreme forhold i deler av kredittmarkedene og bankene har fortsatt ikke tillit til hverandres balanser

- Bankene er usikre på hverandres balanser. Noen banker har store tap på sine utlån, andre står overfor store kortsiktige finansieringsutfordringer.
- Bankene tør derfor ikke låne penger til hverandre. I praksis har interbank-markedet forsvunnet.
- I den grad det gis lån banker i mellom ligger rentene på disse lånene langt over det som forventes å være sentralbankenes styringsrenter fremover.

## Forskjell 3-mnd-pengemarkeds- og styringsrente

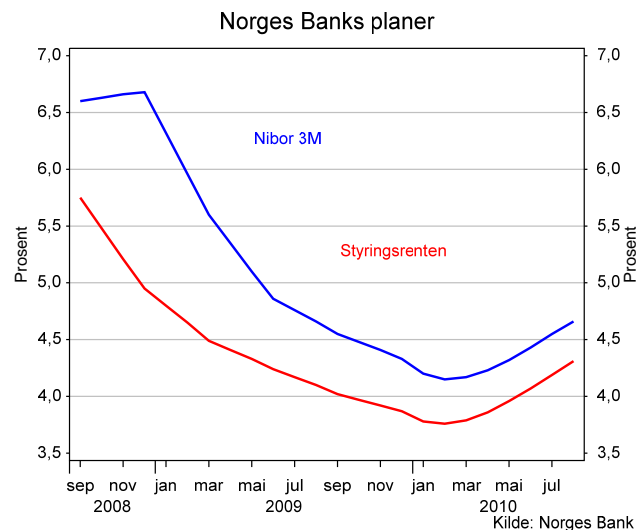
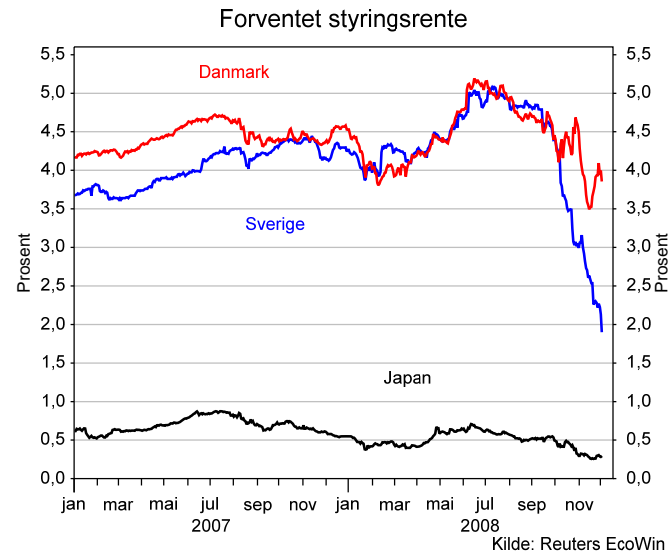
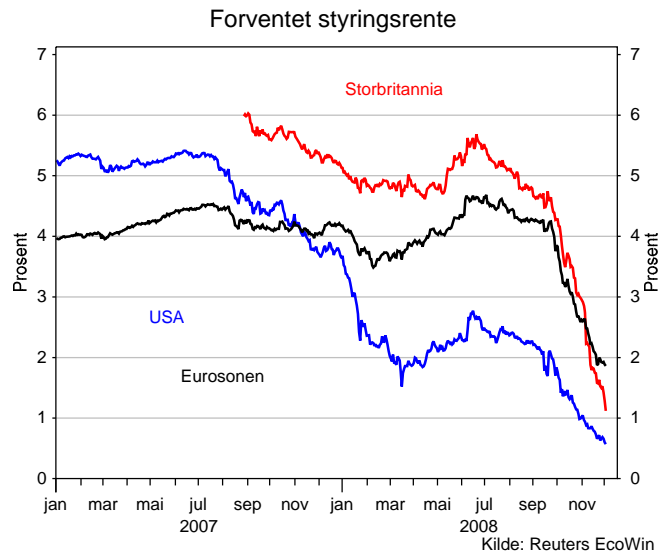
1. mai 2007 -21. november 2008. Prosentpoeng



Kilde: Kredittilsynet



# Entydig retning på forventet styringsrenter



# Pakkene kom tidlig i år...



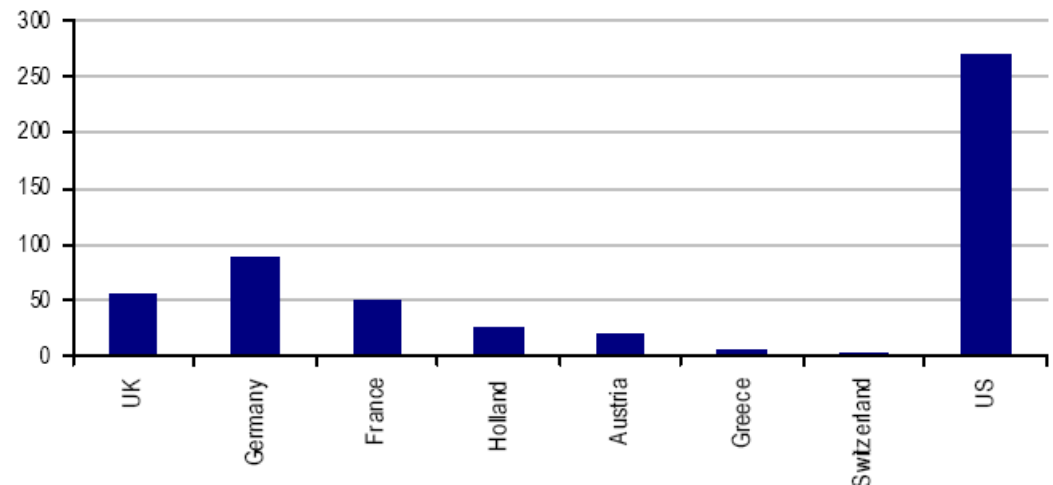
## Åpner for ny krisepakke

USAs sentralbanksjef, Ben Bernanke, frykter resesjon.

## Gir bankene krisepakke på 350 milliarder kroner

Slik skal Stoltenberg, Halvorsen og Gjedrem bremse  
finanskrisa.

Chart 8: Announced government capital support (US\$ bn)



Kilde: UBS



# Myndighetene tar over bankene

## Government bail - outs

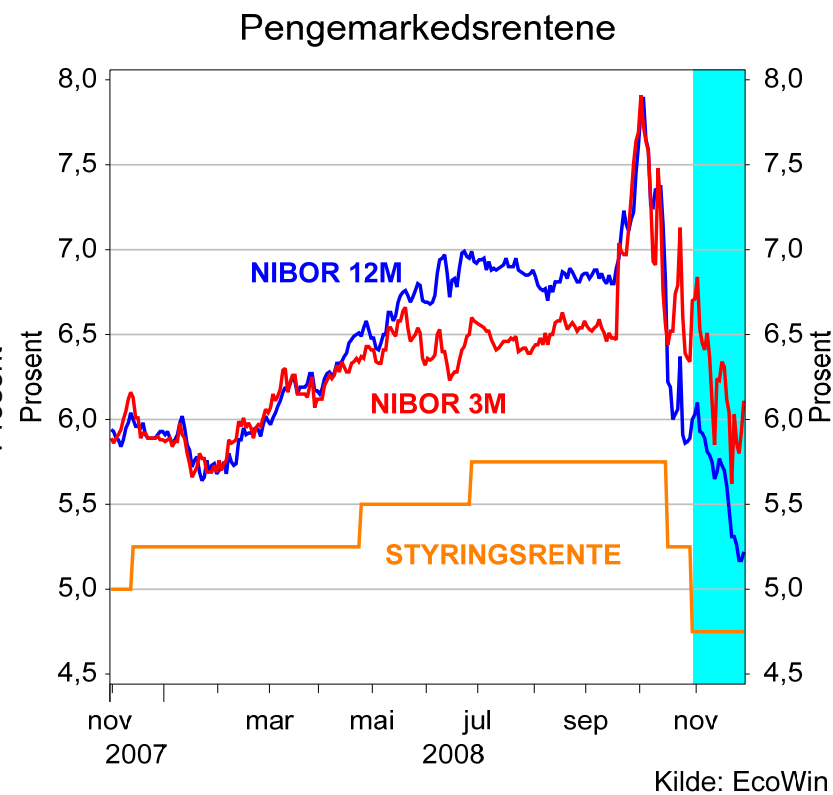
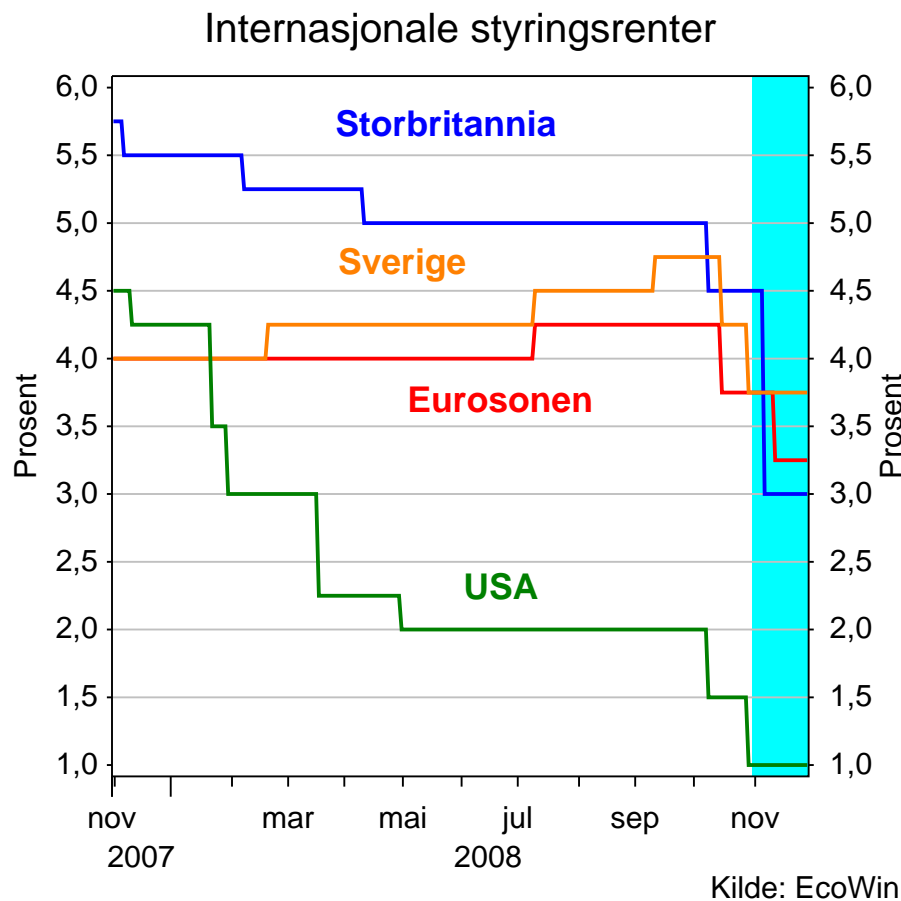
### Value of US bank recapitalisations

Bank	\$bn	Story
Fannie Mae and Freddie Mac	200	<u>US takes control of Fannie and Freddie</u>
Wachovia	12	<u>Citi rescues Wachovia in \$2.2bn takeover</u>
Citigroup	25	<u>US injection lifts confidence</u>
JPMorgan Chase	25	
Bank of America	20	
Merrill Lynch	5	
Wells Fargo	25	
Goldman Sachs	10	
Morgan Stanley	10	
Bank of New York Mellon	up to 3	
State Street	up to 3	
<b>Total</b>	<b>\$338bn</b>	



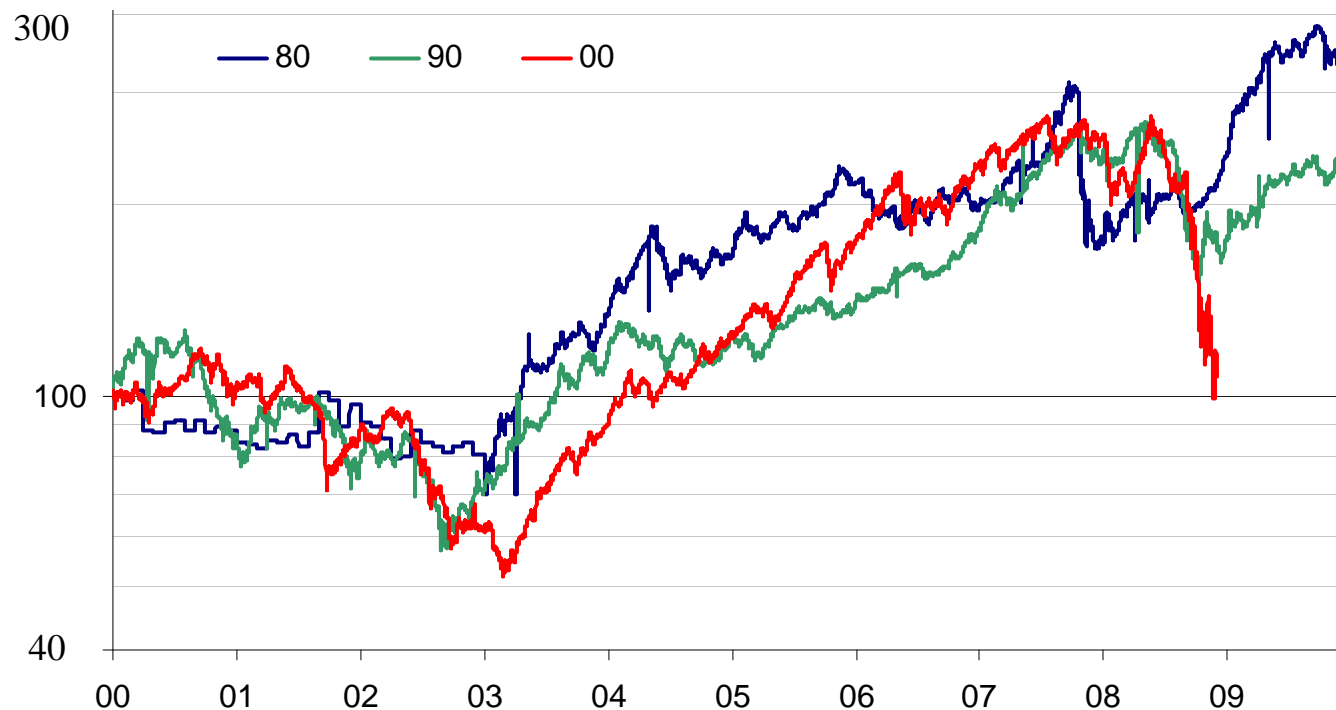
Kilde: FT 21.10.2008

# Og sist men ikke minst synkronisert aktiv pengepolitikk som virkemiddel



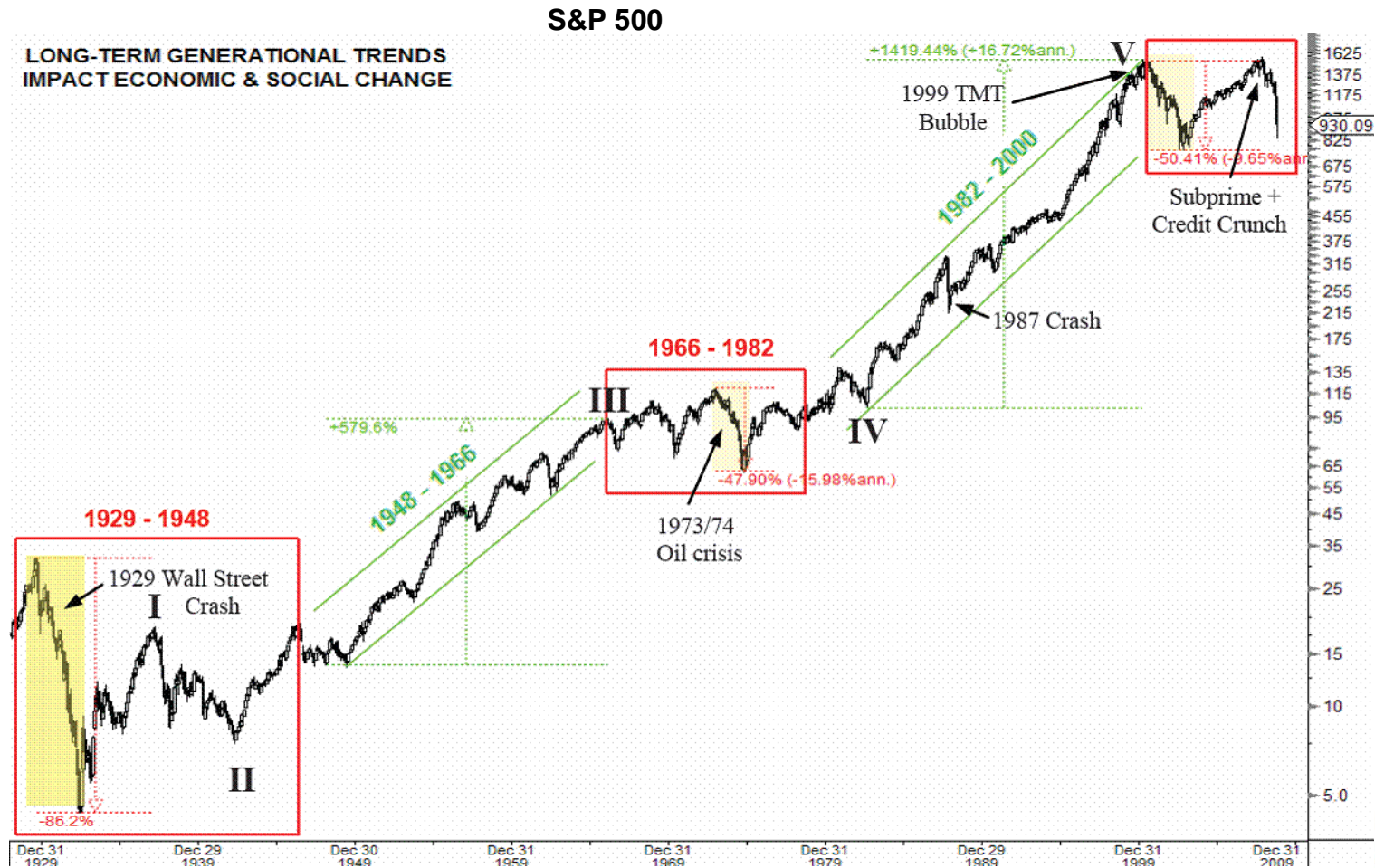
# 10 års sykkelen gjentar seg – IKKE Det ble verre!!

Indeksert kursutvikling Oslo Børs (OSEBX/Totalindeks) logaritmisk skala



Kilde: Bloomberg

# Om historiske aksjemarkedsbevegelser er noen guide, kan de neste 10 årene bli hyggeligere



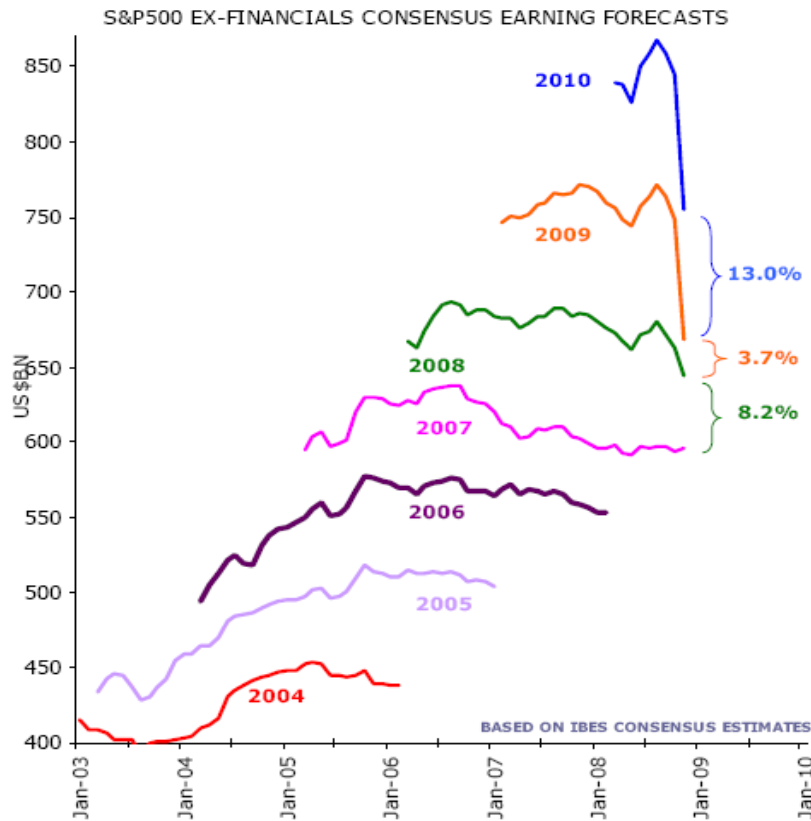
Kilde: Bloomberg



## Verdsettelse



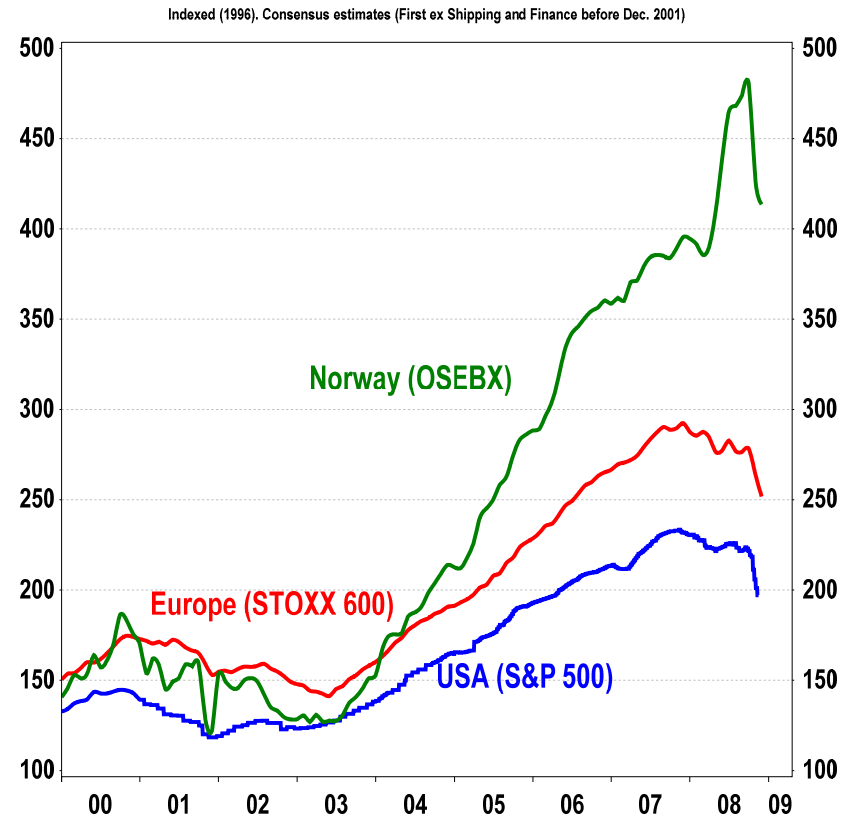
# Inntjeningsnedjusteringene fortsetter...



Source: IBES, DataStream; Morgan Stanley Research

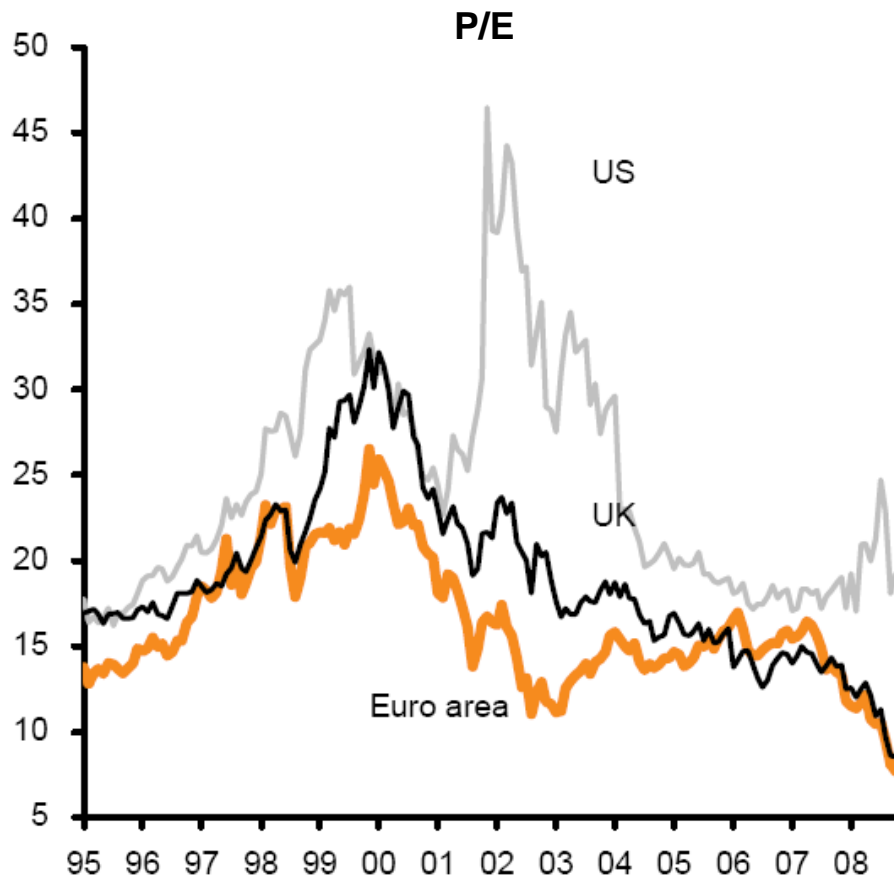
- Fremtidig inntjening er (per definisjon) alltid drivende for aksjemarkedet
- Ikke bare nivået som bør tolkes, men også retning - med bevissthet om at ting ikke er annerledes denne gang – analytikerne har etterslep i sine inntjeningsnedjusteringer
- Aksjemarkedet har priset inn ytterligere forverring
- Pendelen går mer ekstremt enn realitetene i begge retninger – analytikerne tar alltid feil.
- Vi forventer ytterligere nedjusteringer av inntjeningsestimater

## EPS 12 mnth fwd

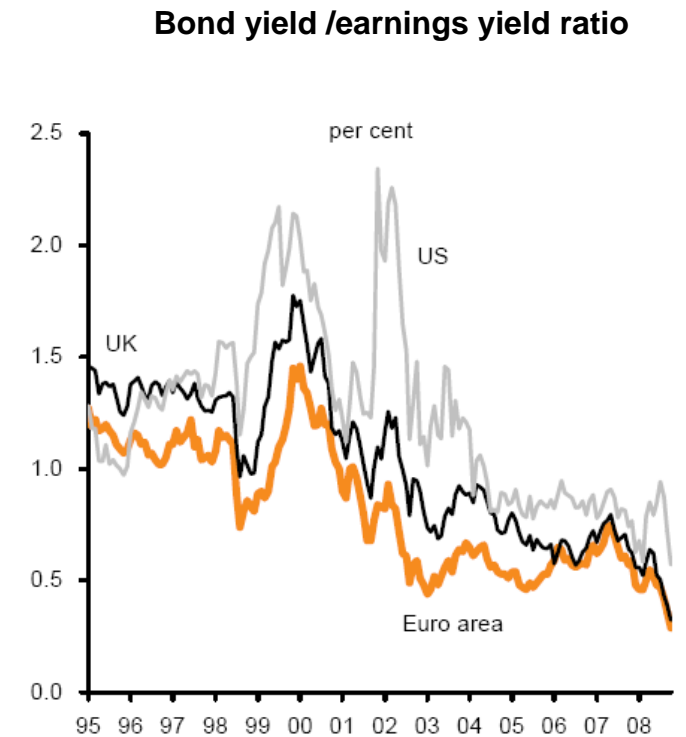


Kilde: First Sec.

# Vi er nær historisk bunnpunkt når vi ser på pris i forhold til inntjening – også sett i forhold til rentenivå



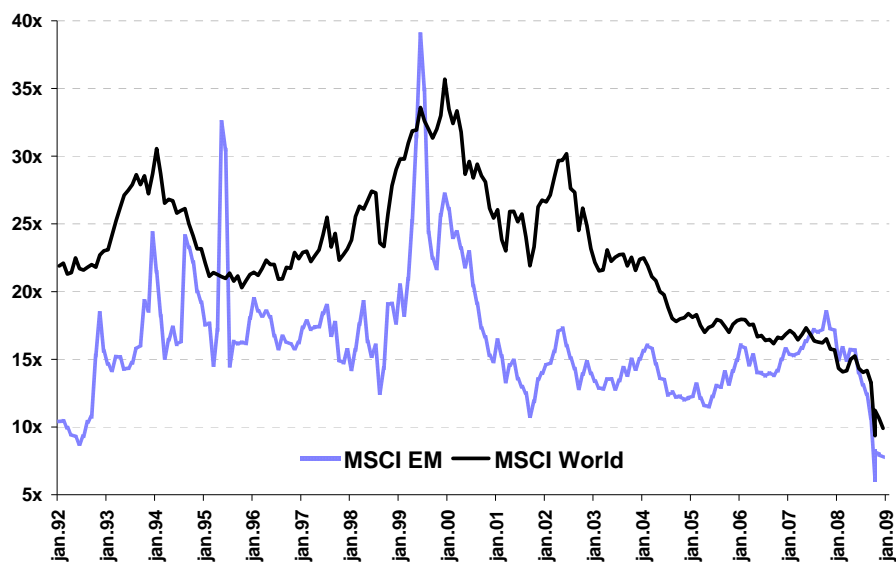
Source: Datastream



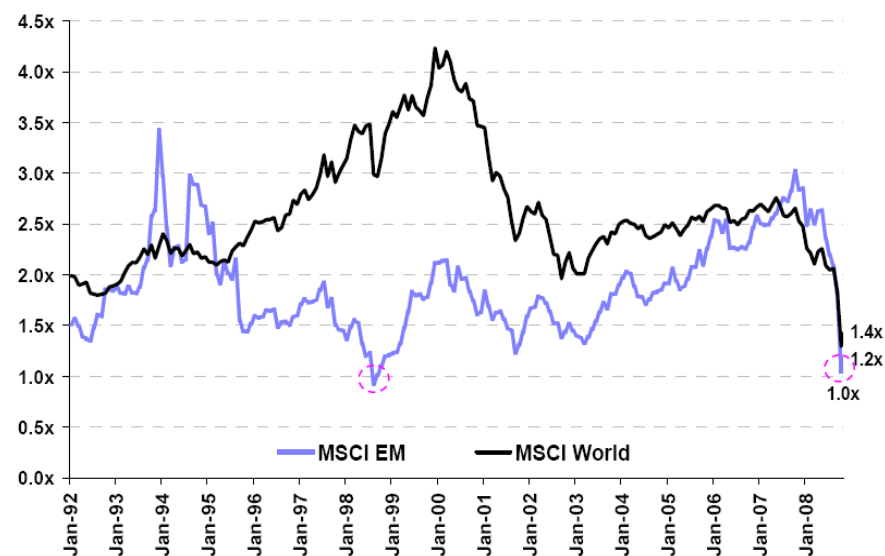
Source: Datastream

# Og ikke nok med at aksjemarkedet er lavt priset - igjen er de nye vekstmarkedene priset til rabatt i forhold til vestlige verden

Trailing P/E, 1992-2008: MSCI EM versus MSCI World



Trailing P/Book, 1992-2008: MSCI EM vs. World; EM P/Book Now at Previous Trough Levels



Source: MSCI, Morgan Stanley Research

# Pris i forhold til inntjening på Oslo Børs er svært lav - både absolutt og relativt

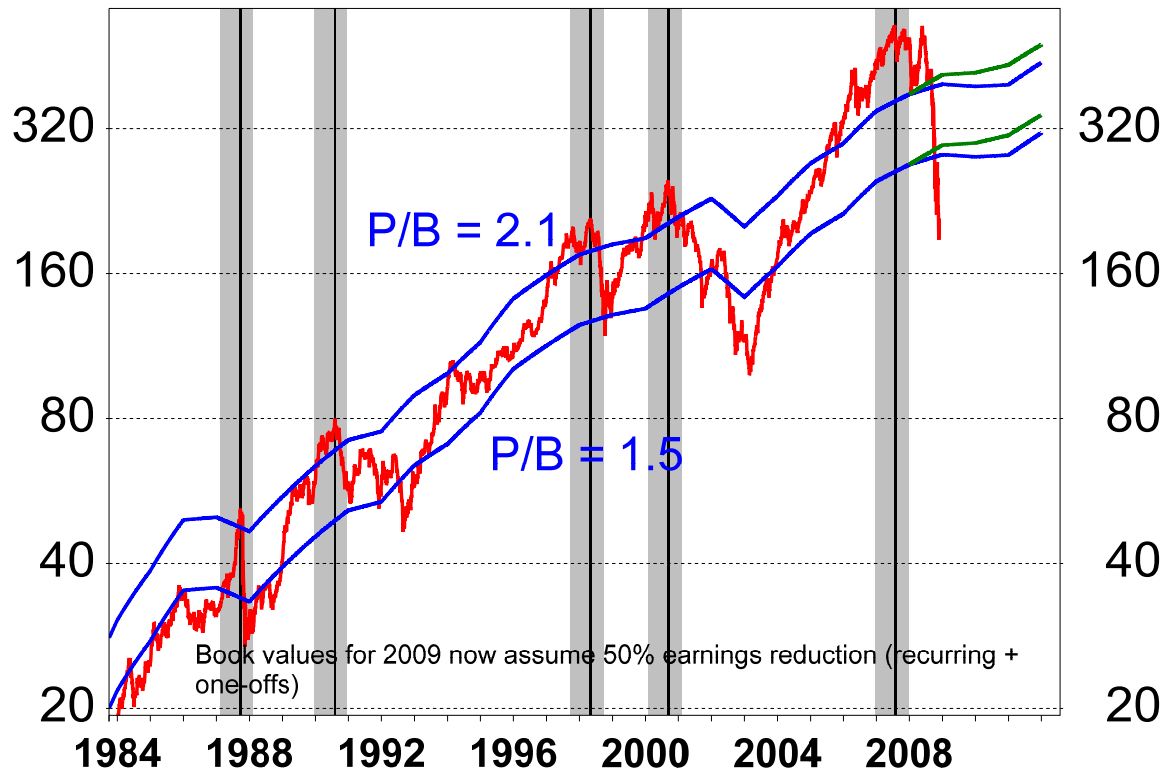


Source: First Securities

# Og nå er også pris i forhold til bokført egenkapital på Oslo Børs på historisk bunnivå

## Oslo Industrials vs. Price/Book band

Includes all shares ex finance and shipping

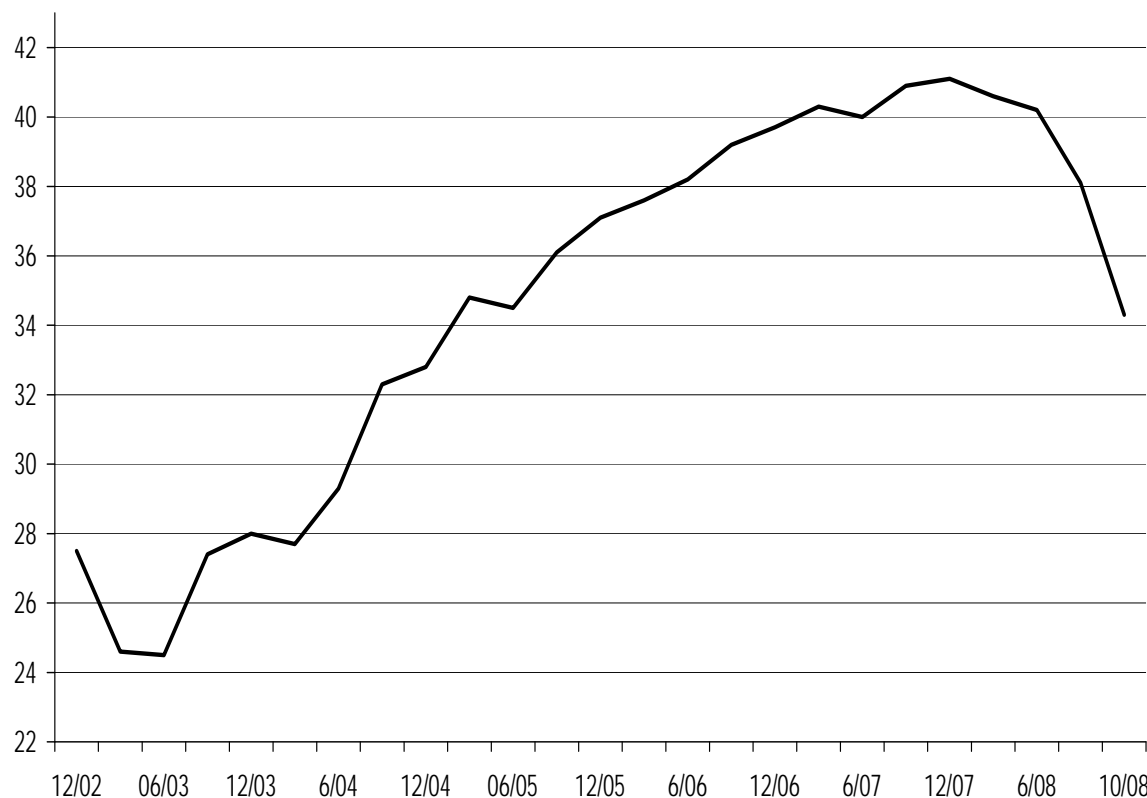


Source: EcoWin, First Securities

## Mange store selgere på Oslo Børs denne høsten

- På Oslo Børs er den eierandelen utenlandsk aktører bygde opp i en fireårsperiode reversert i løpet av noen måneder
- Tilsvarende har norske livselskap redusert sine aksjebeholdinger kraftig gjennom høsten og har nå under 5% av sine midler investert i aksjer

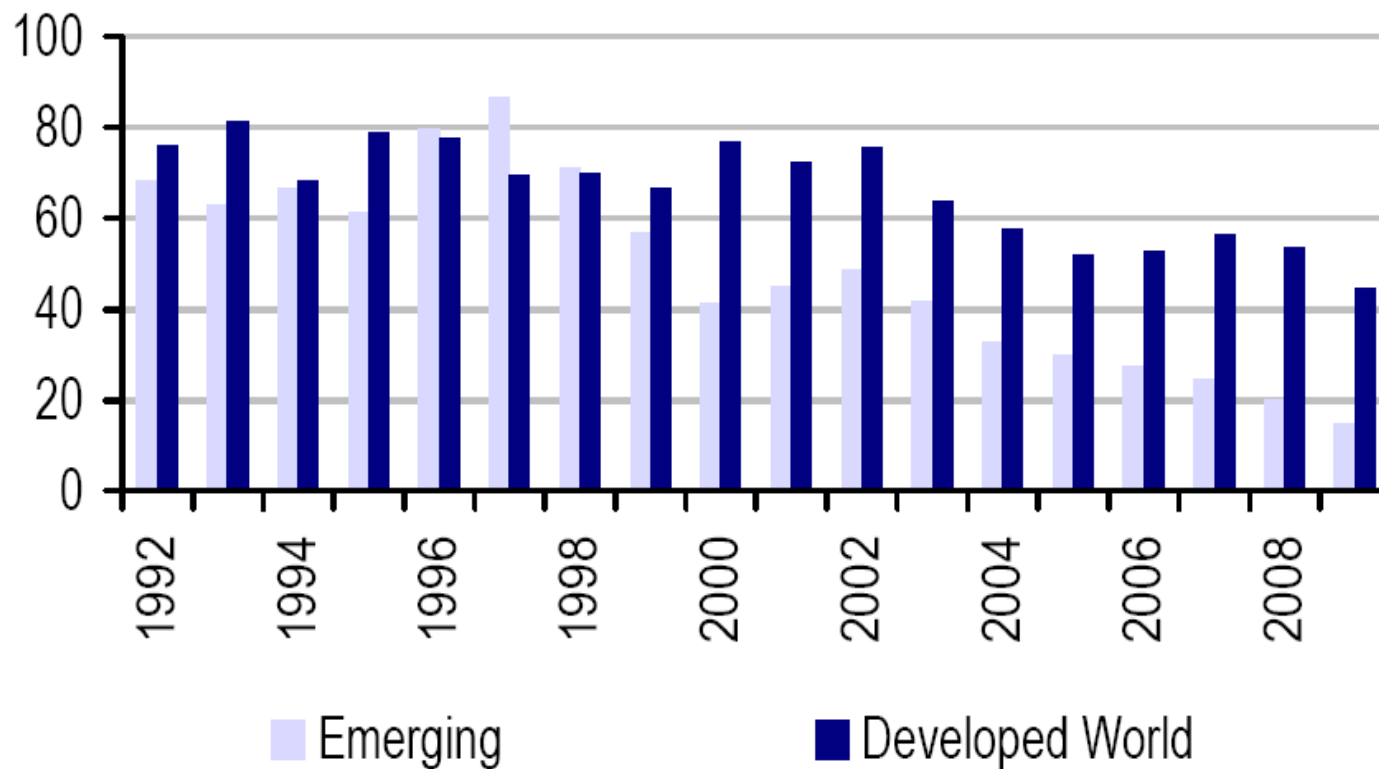
Foreign ownership of Norwegian equities (%)



Kilde: SEB Enskilda

# Forut for denne krisen er selskapenes gjeldsettingen blitt redusert

EM and Developed World Net Debt to Equity (in %)

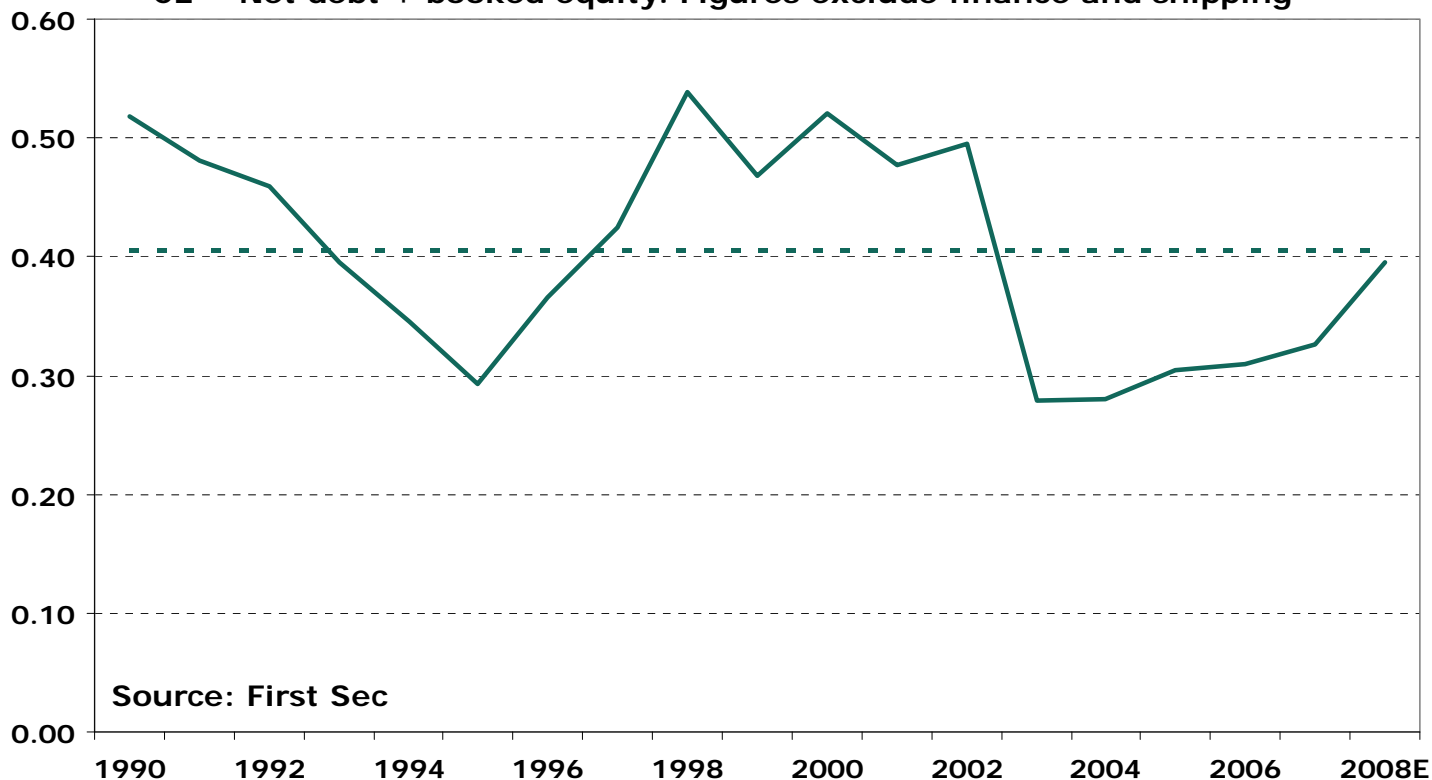


Kilde: DnBNOR Markets

# Selskapenes gjeldsetting på Oslo Børs er heller ikke avskrekkende og har vært langt høyere ved inngangen til tidligere kriser

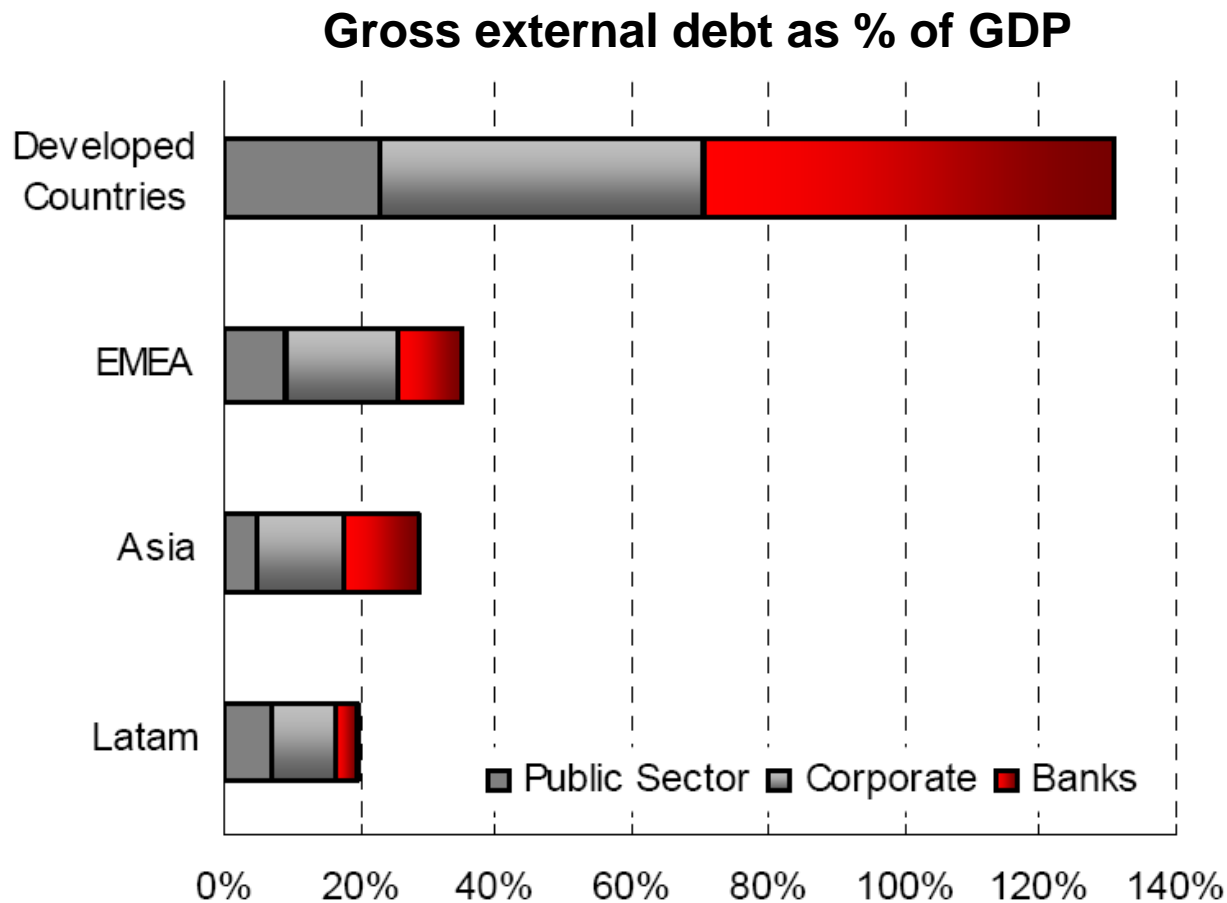
## Net Debt/CE OSEBX

CE = Net debt + booked equity. Figures exclude finance and shipping





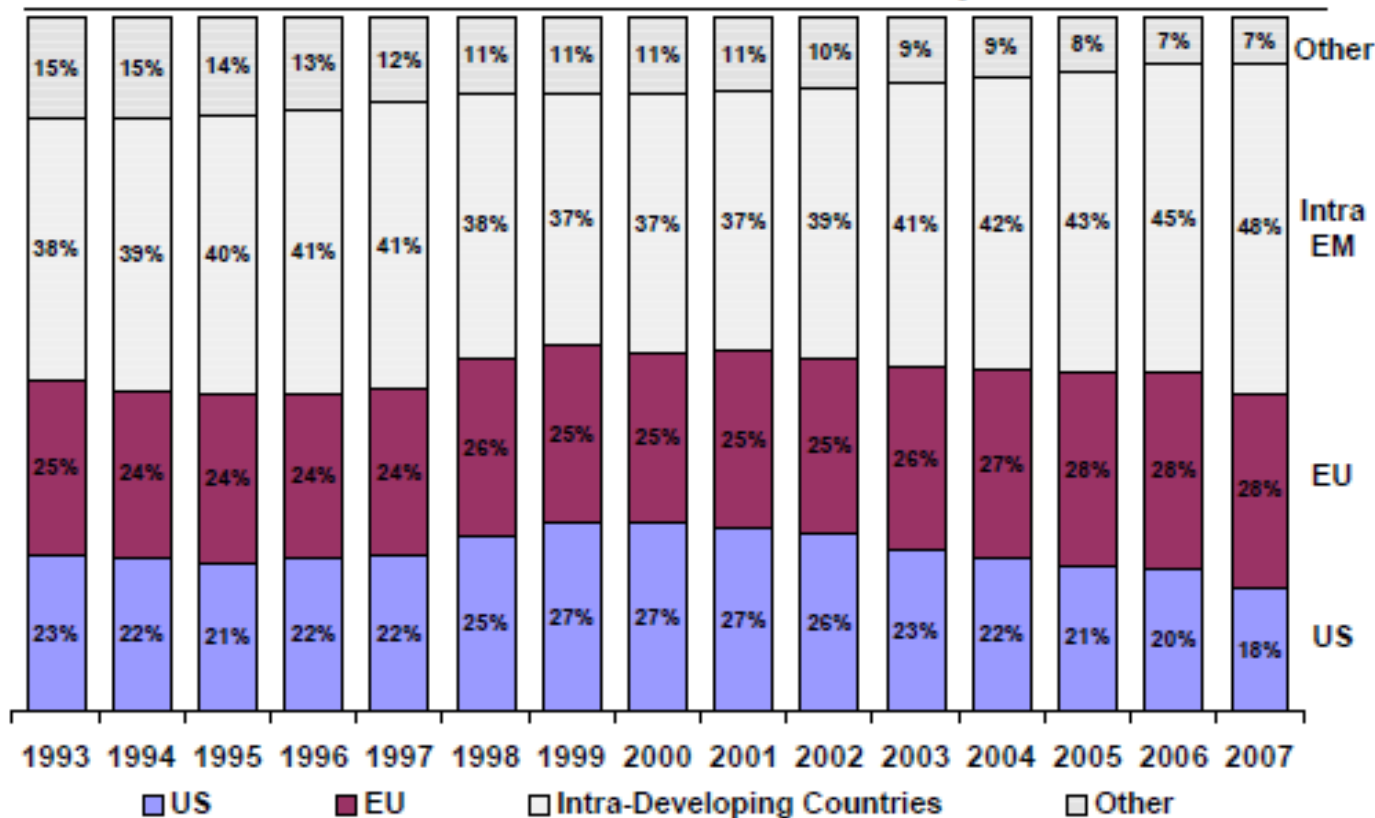
# Det er ikke vekstmarkedene som er forgjeldet; gjeldsettingen der er relativt marginal



Source: Santander

# Den vestlige del av verden er nå en langt mindre viktig eksportregion for de globale vekstmarkedene enn tidligere

## EM Countries - Share of Total Exports, %



Source: IMF, Morgan Stanley Research. Based on MSCI EM constituents. Includes: Argentina, Brazil, Chile, China, Colombia, Czech Republic, Egypt, Hungary, India, Indonesia, Israel, Jordan, Korea, Malaysia, Mexico, Morocco, Pakistan, Peru, Philippines, Poland, Russia, South Africa, Thailand, Turkey.

## Og som alltid setter SKAGENs investeringsfilosofi agenda for vår utvelgelse av selskaper

- Selskapsanalyse rettet mot verdier
  - vi leter etter verdiskapning til billig penge
- Selskapet skal:
  - ha en velprøvd forretningsmodell og/eller et unikt ressursgrunnlag
  - ha eller være på vei mot sunn forretningsstruktur
  - ha en fornuftig sammenheng mellom risikoen i driften av selskapet og gjeldsgraden
  - jobbe for aksjonærene slik vi jobber for andelseierne!!
- Vi søker høy kvalitet og store rabatter
- Vi er tålmodige eiere og tåler støy
- Vi stoler på vår egen analyse

## Og husk:

- Kort sikt – umulig å spå markedssvingninger
- Lang sikt – markedet går mot verdier og verdiskapning
- Aksjemarkedet snur alltid før realøkonomien
- Det er på bunn en skaper grunnlag for fremtidig høy avkastning

**Og hvor vil du være når risikoen oppleves som ekstrem høy?**

# Hva med en håndplukket bukett i fra SKAGEN Vekst?

## SKAGEN Vekst - 12 største poster pr. 28. november 2008

	Postens størrelse	Kurs	P/E 08E	P/E 09E	P/B siste	Kurs- mål
Kongsberg Gruppen	3,8 %	305,0	13,3	9,5	3,4	400
StatoilHydro	3,5 %	118,1	6,7	8,4	1,9	180
Pride International	3,3 %	16,2	4,5	4,8	0,7	50
Elektrobras	3,1 %	24,4	8,1	8,1	0,3	60
Bonheur	2,9 %	122,5	4,3	3,8	0,9	250
Revus Energy	2,8 %	105,0	26,3	52,5	2,5	110
Ganger Rolf	2,7 %	123,0	4,3	3,8	0,8	220
Samsung Electronics	2,7 %	333,5k	8,3	9,5	0,7	600k
Solstad Offshore	2,6 %	70,0	5,8	4,4	0,7	160
DOF	2,5 %	36,5	6,6	5,2	1,0	65
Petrobras	2,2 %	20,1	5,0	5,6	1,3	40
LG Corp	2,0 %	41,5k	5,5	5,5	1,1	80k
<b>Median</b>	<b>34,1 %</b>		<b>6,2</b>	<b>5,6</b>	<b>0,9</b>	<b>86 %</b>

Vi har aldri opplevd  
fondet billigere!

**Hva sa vi ved inngangen til 2008?**

## Markedsutsikter 2008 (jan 2008)

- Kredittkrisen har ført til større svingninger i finansmarkedene og lavere styringsrente i USA – mer edruelig prising av risiko
- Kredittkrisen/eiendomsmarkedet er katalysator for en periode med lav vekst i USA. Eksportindustrien kan overraske positivt (lav USD)
- Fortsatt høy vekst i ”u-land” tilsier at den globale veksten også i 2008 vil være over trend, men trolig klart lavere enn i 2004-2007.
- Fortsatt dårlige nyheter fra bank/-eiendomssektoren i 2008
- Høy volatilitet i aksjemarkedene bør påregnes også i 2008.
- Den generelle prisingen av aksjer er på et lavt nivå i forhold til selskapenes inntjening
- Viktig å være selektiv ved valg av selskaper
- Risiko: kostnadsinflasjon, tilbudsoverskudd i ”populære sektorer”

## Det norske aksjemarkedet i 2008 (jan 2008)

- Stramt oljemarked tilsier en fortsatt høy oljepris i 2008, men risikoen for tilbudsoverskudd er økende (ny kapasitet fra OPEC)
- Risiko for marginskvis som følge av kostnadspress – høy lønnsvekst i mange sektorer
- Inntjeningsforventningene til 2008 synes moderate til tross for at oljeprisen er 75% høyere enn ved inngangen til 2007
- Mange "særnorske" næringer vil merke høy kapasitetsvekst (tank, bulk, seismikk, oppdrettslaks (Chile ?))
- Gryende tap i norske banker (effekt av høyere rente og boligprisfall)
- Norges Banks styringsrente topper ut i 2008
  
- → Bør gi volatil utvikling, men lave forventninger bør tilsi at potensialet for at 2008 ender opp med å bli et godt år for aksjeinvestorer er absolutt til stede



**Hva sier vi nå?**

## Dagens markedsutsikter (nov 2008)

- Vestlig finansnæring blir overtatt av myndighetene
- ”Investeringsbank” opphører som begrep/bransje
- Utlånskapasitet på historisk lavt nivå
- Ingen lysninger å se i realøkonomien
- Økonomisk vekst globalt blir antakelig lavere i 2009 enn i 2008
- Inntjeningsestimatene skal nedjusteres betydelig, spesielt i konjunkturutsatte næringer (inkl. råvarebedrifter)
- Vi vil se omfattende rentekutt fra sentralbankene
- Trigger for bedring i aksjemarkedene vil være en stabilisering av finanssektoren og normalisering av prising av risiko – ikke bevis for positive konjunkturutsikter

## Ønsker du mer informasjon?

- For mer informasjon, vennligst se:
  - Siste [Markedsrapport](#)
  - Siste rapport om makroøkonomisk utsikter, "[Verden sett fra SKAGEN](#)"
  - Informasjon om [SKAGEN Vekst](#) 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.