

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

Kunsten å bruke sunn fornuft

SKAGEN Global

September 2008

En verden av
muligheter



Oppsummering

- Selskapsrapporteringer hittil i 2008 har vært tilfredsstillende og med få skuffelser; markedet derimot er skeptisk til fremtidig inntjening.
- SKAGEN Global hittil i 2008: - 22,4 % (MSCI World Indeks; - 17,6%)
- Et de facto stopp i det finansielle systemet har dramatisk endret den anglosaksiske bankindustrien. Dette har påvirket økonomisk aktivitet globalt utenfor finanssektoren. Stater rundt i verden tilfører nå stimulans og prøver på å øke tilliten til systemet. Sentralbanker globalt tilfører kapital og likviditet.
- Globale inntjeningsestimater faller generelt sett; fokus bør ligge på solide balanseregnskaper
- Råvarepriser har falt betydelig, hvilket er positivt for framtidige rentenivåer og stimulerende for økonomien.
- Det er fortsatt turbulens og usikkerhet i det finansielle systemet, og vi forventer fortsatt volatilitet i obligasjoner, aksjekurser, valuta og økonomiske forventninger. MEN, det er et par store solglimt mellom skyene;
 - Selskaper generelt sett og spesielt i porteføljen har veldig lav gjeldsgrad
 - Store finanskonstellasjoner (Sovereign Wealth Funds) øker aksjeinvesteringene kraftig
 - Sentralbanker og Regjeringer fører en stimulerende politikk og er nå systemets "buyer of last resort"
 - Selskapsvurderingen er lav
- Inflasjon kan bli en trussel på lengre sikt. Finansrelaterte tap kommer dog til å ha en kraftig deflatorisk effekt en god tid framover



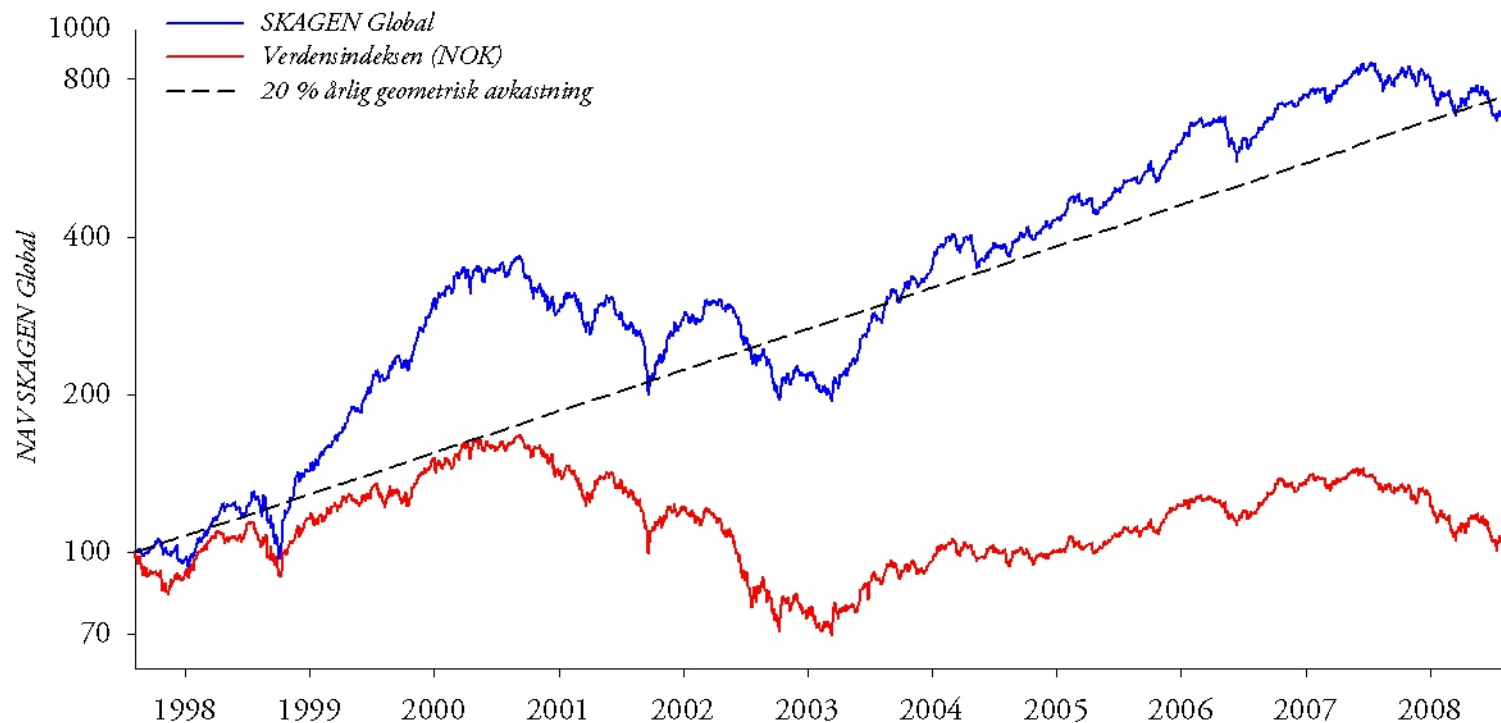
Resultater per 30 september 2008 i NOK

| | 3. kvartal | Hittil i år | Siste 3 år | Siden oppstart* |
|---------------------|------------|-------------|------------|-----------------|
| SKAGEN Global | -11,8 % | -22,4 % | 4,3 % | 17,9 % |
| Verdensindeks (NOK) | -1,7 % | -17,6 % | -2,6 % | 0,5 % |
| Meravkastning | -10,1 % | -4,8 % | 6,8 % | 17,4 % |

* 08. august 1997

Alle avkastningstall utover 12 måneder er annualiserte

Kursutvikling SKAGEN Global vs. indeks



Oppdatert per 30 september 2008

Markeder hittil i 2008 i NOK (pr 30. september)

| | | | |
|------------------------|--------------|----------------------|-------|
| Venezuela | 9 % | Taiwan | -27 % |
| Mexico | -9 % | Sverige | -29 % |
| Canada | -14 % | Indonesia | -29 % |
| USA (S&P 500) | -14 % | Hong Kong | -30 % |
| Sveits | -14 % | Vekstmarkedsindeksen | -30 % |
| Japan | -15 % | Italia | -31 % |
| USA (Nasdaq) | -17 % | Belgia | -32 % |
| Verdensindeksen | -18 % | Thailand | -33 % |
| Danmark | -21 % | Nederland | -33 % |
| Ungarn | -21 % | Estland | -34 % |
| Skagen Global | -22 % | Sør-Korea | -35 % |
| Brasil | -22 % | Tyrkia | -36 % |
| Polen | -24 % | Østerrike | -36 % |
| Spania | -25 % | Finland | -38 % |
| Tyskland | -25 % | Kina (Hong Kong) | -39 % |
| Frankrike | -25 % | India | -42 % |
| Singapore | -26 % | Russland | -42 % |
| Storbritannia | -26 % | Kina (lokal) | -53 % |
| Sør-Afrika | -27 % | | |

Lilian Pang: ny porteføljeforvalter

- Lilian har kommet ombord som ny porteføljeforvalter på SKAGEN Global teamet. Hun har 13 års investeringserfaring fra Asia og bringer med seg nye synsvinkler til den globale porteføljen.
- Lilian er fra Singapore. Hun har studert Civil Engineering i Singapore og Business Administration i Storbritannia.

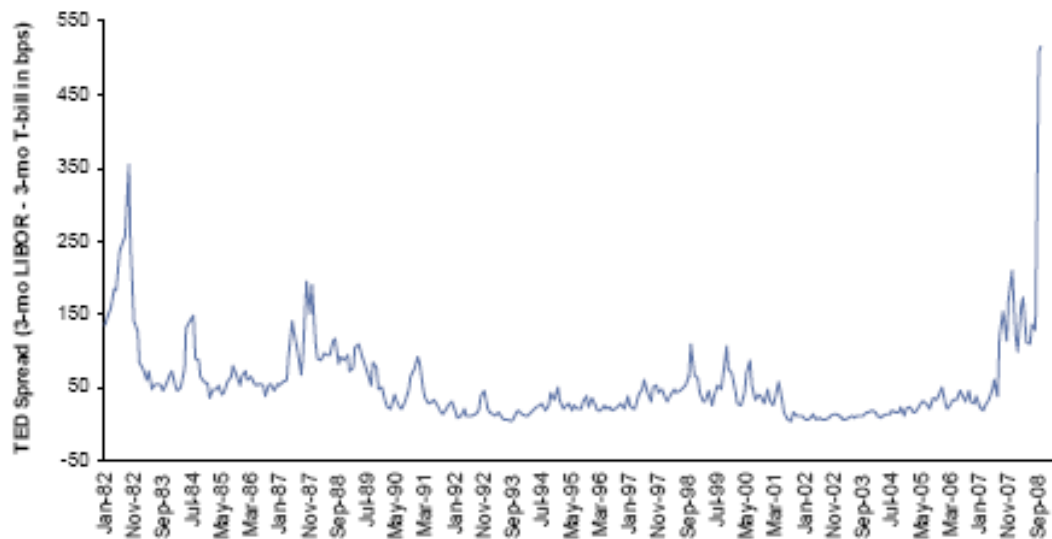
| | |
|-----------|--|
| 2003-2006 | Head of Asian Equities, Deutsche Asset Management Asia |
| 1997-2008 | Portfolio Manager, Deutsche Asset Management Asia |
| 1993-1997 | Portfolio Manager, Special Investments, Government of Singapore Investment Corporation |

”We welcome Lilian to the team. Her experience, background, and brutal honesty will be a great additional strength in our pursuit of superior long-term investment returns.” Filip

Det finansielle systemet

Markeder for kortsiktig finansiering er dysfunksjonelle

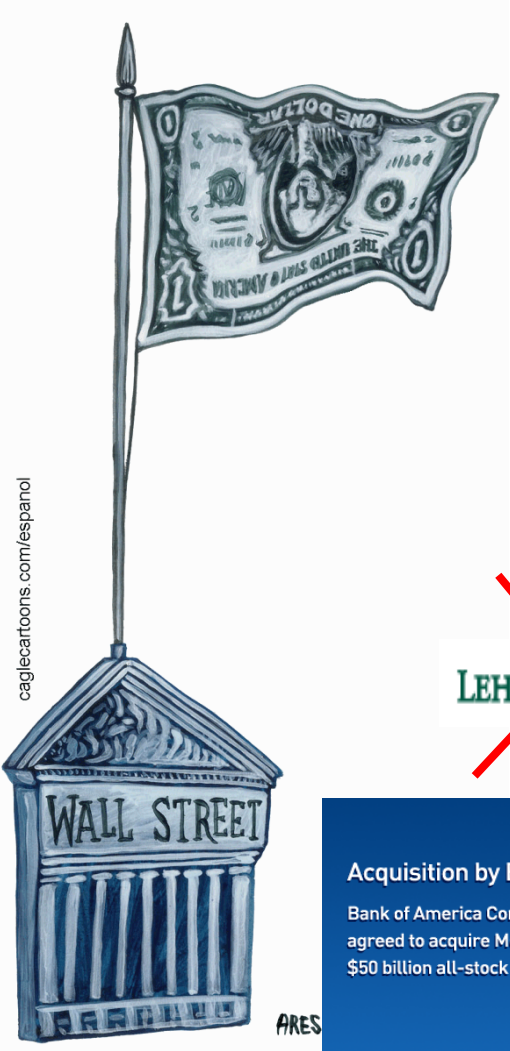
Exhibit 7: TED spread – funding markets under unprecedented strain
3-mo LIBOR over 3-mo T-bill, bps



Source: Federal Reserve, Goldman Sachs Research.

Banksystemet er ikke villig til å ta motpartsrisiko

USAs finansgiganter vakler



caglecartoons.com/espanol



New Banks;
Morgan Stanley



Acquisition by Bank of America

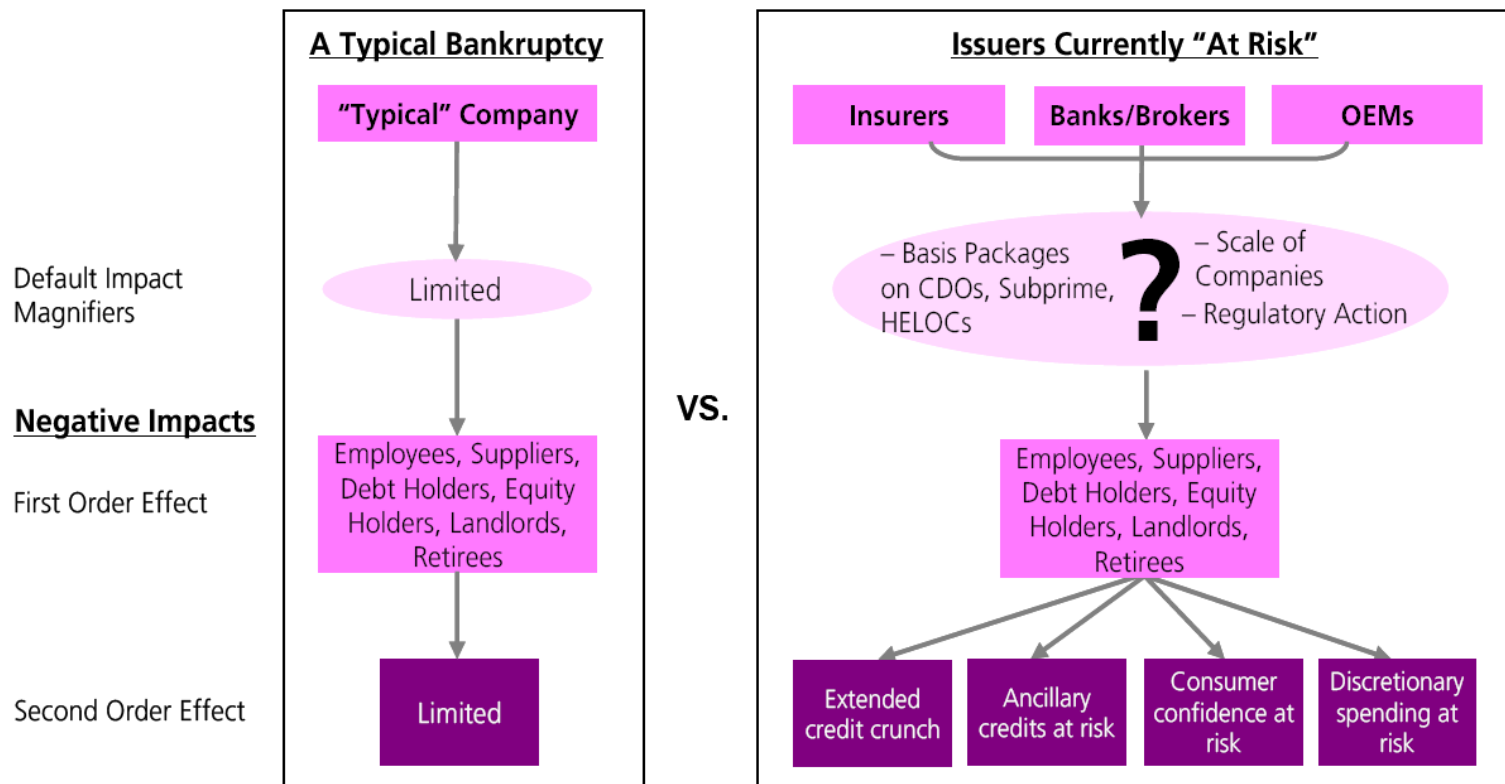
Bank of America Corporation announced it has agreed to acquire Merrill Lynch & Co., Inc. in a \$50 billion all-stock transaction.



[Read Full Press Release](#)

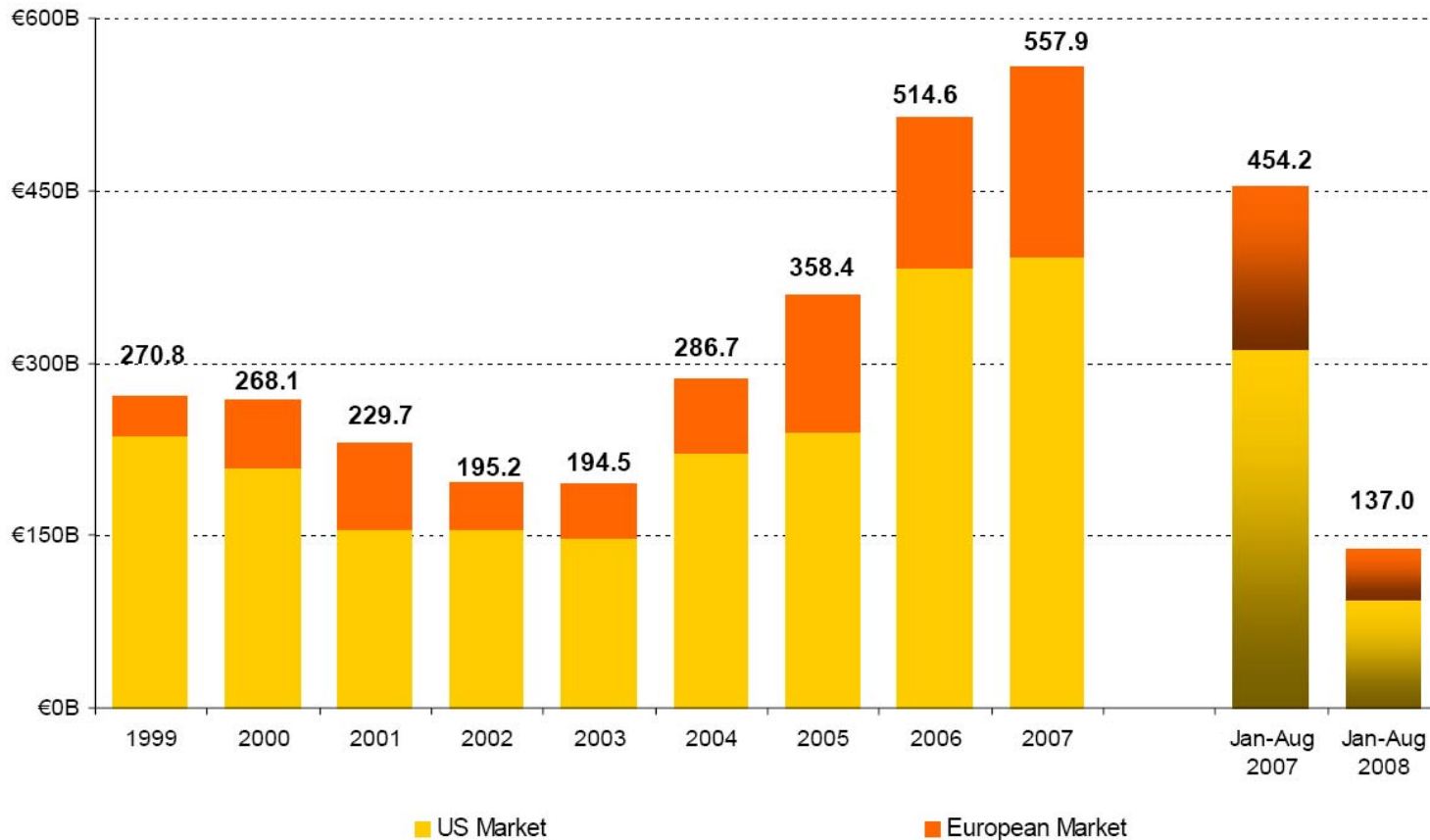


Ringvirkninger fra stress i banksystemet har andre-runde effekter



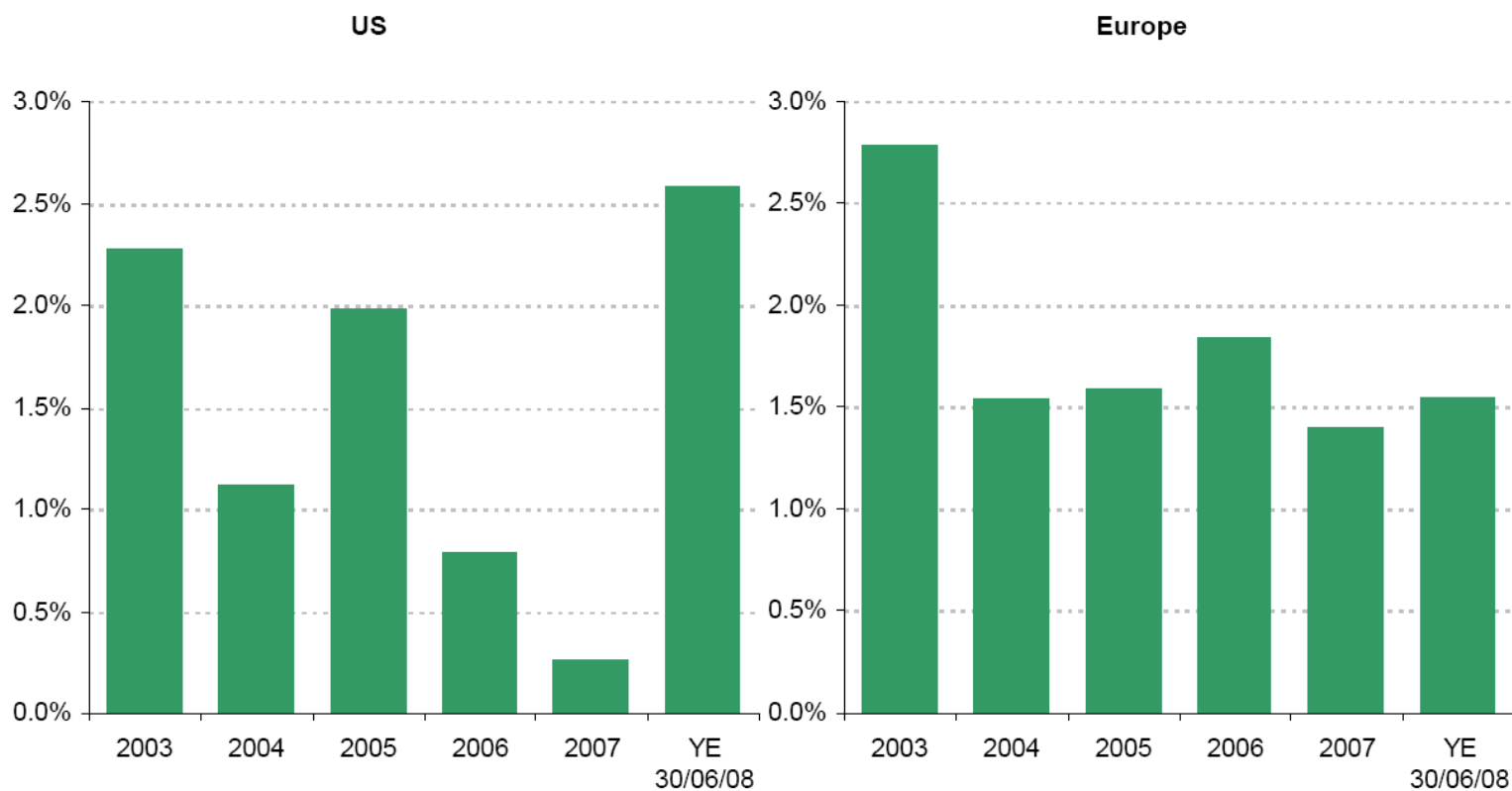
- Derfor kommer det nå redningspakker fra stater globalt

Nyemitteringer av amerikanske & europeiske lån



Banker er restriktive på utlån

Misligholdsratene er på vei opp

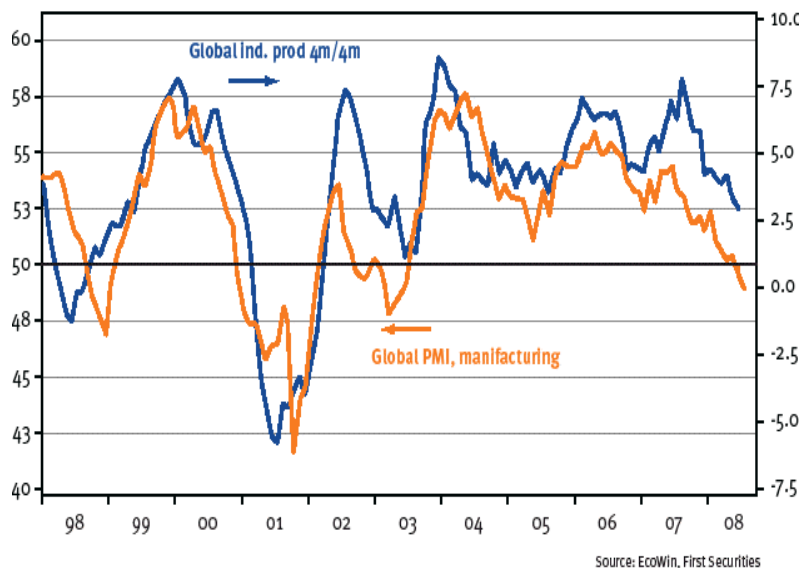


Effekten fra finansbransjens problemer har begynt og påvirke andre bransjer

Redningsaksjoner og monetære likviditetstilførsler skjer nå fra stater og sentralbanker i Europa, USA, og Asia

Industriproduksjonsveksten er fallende, kansellering og reduksjon av ordrebøker vitner om fallende etterspørsel

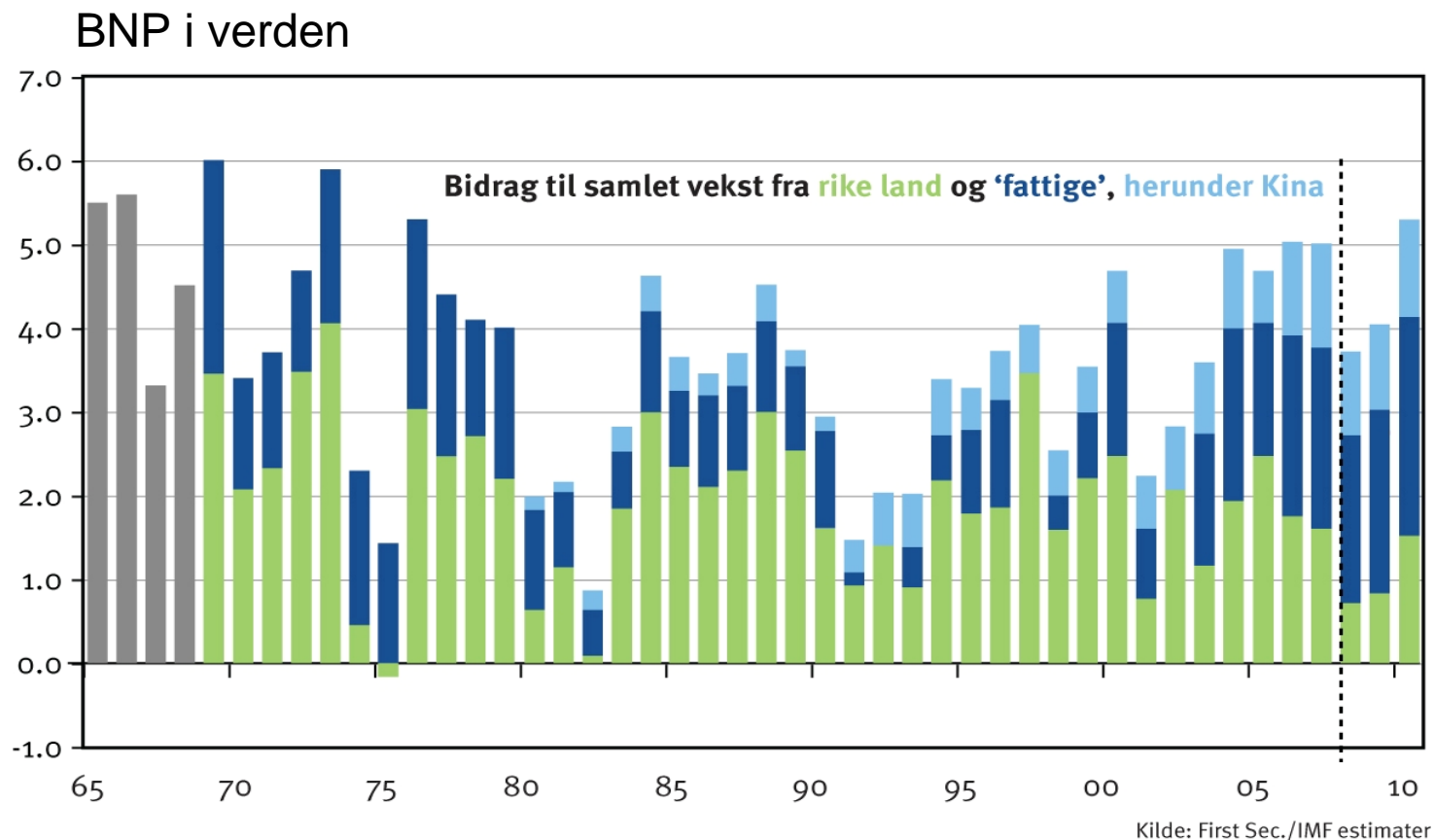
Global PMI vs. industriproduksjon



USA ISM – Nye ordre/ordrebok

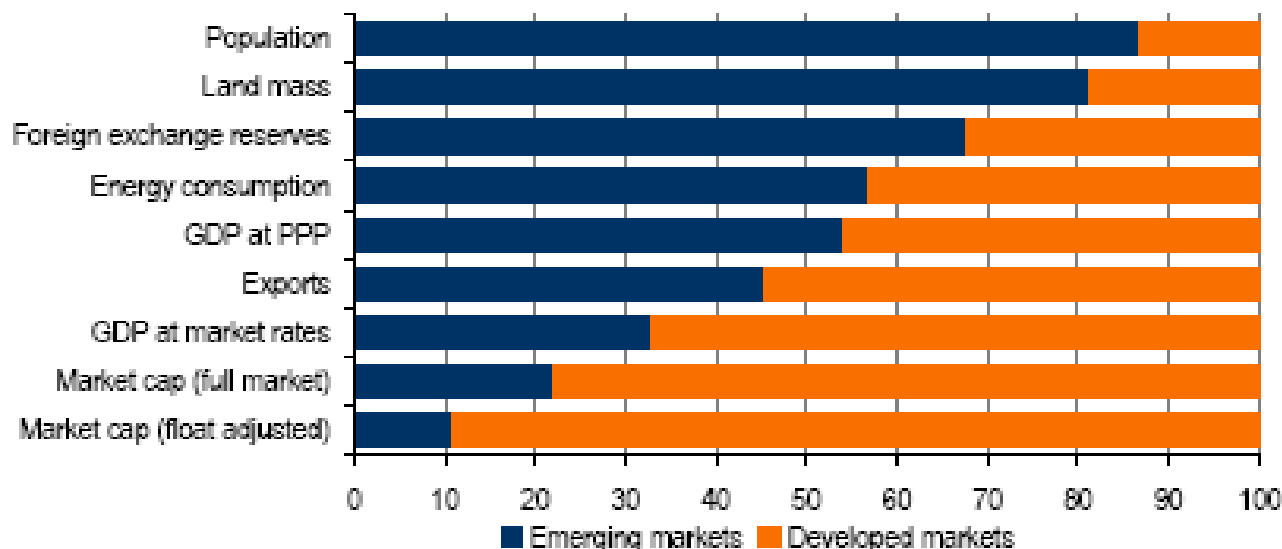


Betydningen av globale vekstmarkeder har derimot økt jevnt. I dette tiåret har de blitt svært viktige



Tross god utvikling er vekstmarkeder sannsynligvis fortsatt underrepresentert i finansmarkeder vis-a-vis potensiell verdiskapning

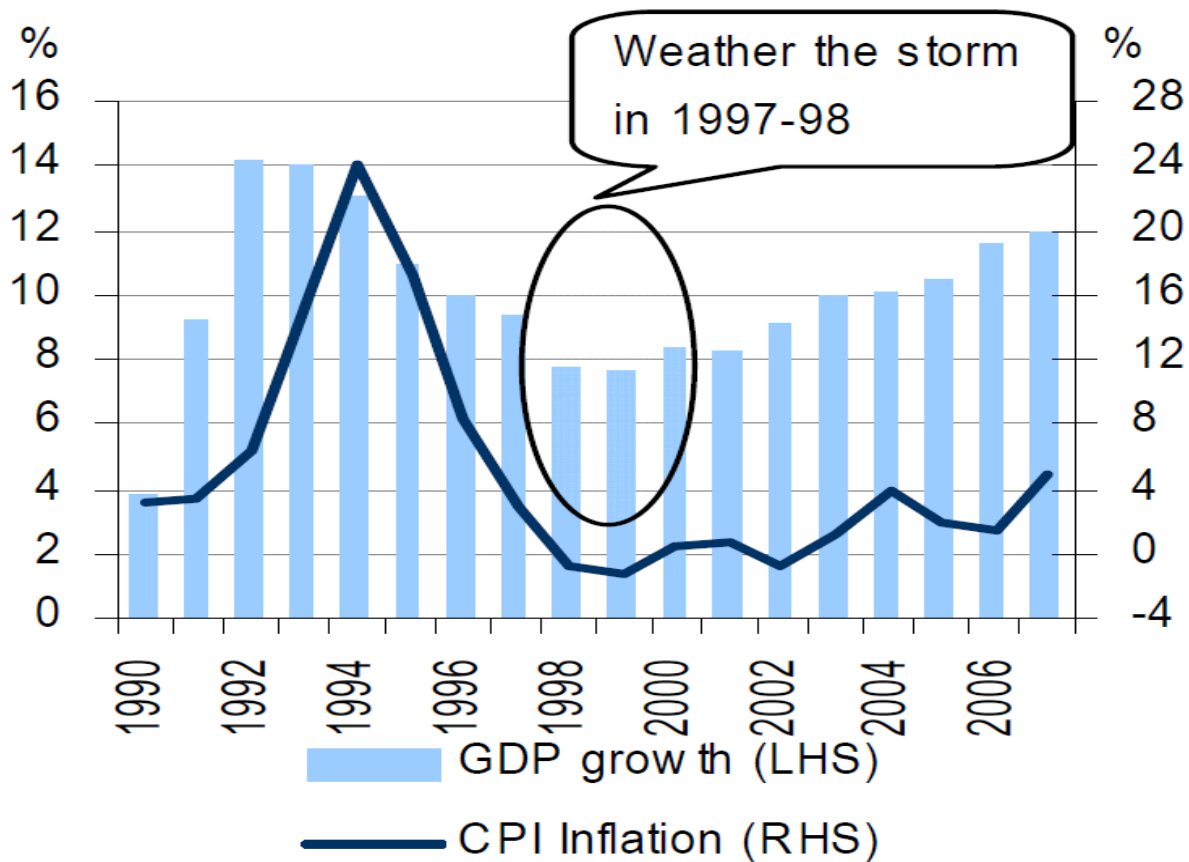
Emerging economies as % of total world



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

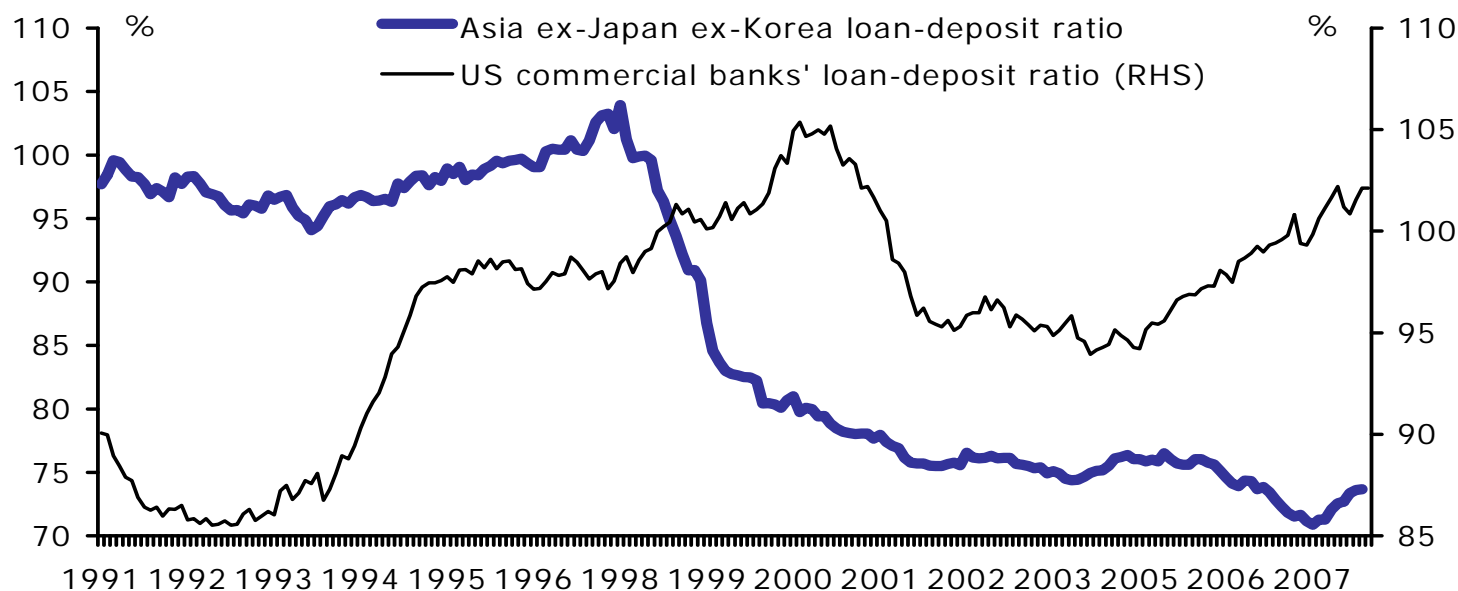
Kina har startet lettelser for å opprettholde veksten

....som de også gjorde under den asiatiske finanskrisen



De solide balansene og finansieringsstrukturene til Asiatiske banker burde også forhindre lignende finansielle problemer i øst og drive videre økonomisk vekst.

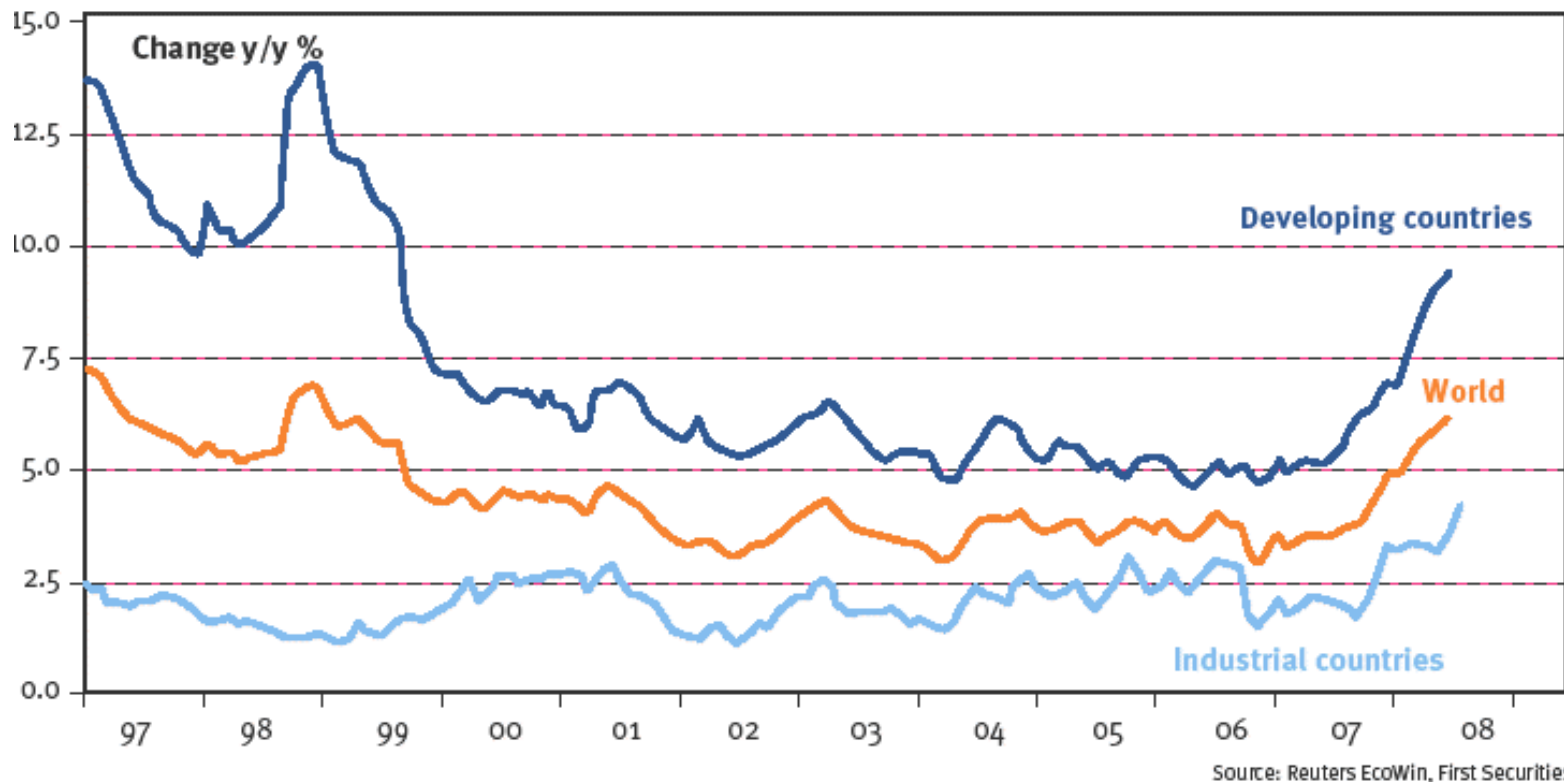
Asia vs US loan-deposit ratio



Source: CEIC Data, CLSA Asia-Pacific Markets

Økt inflasjon, drevet av matvarepriser og energi, var potensielt et uro-moment...

KPI Verden, utviklings- og industrialiserte land

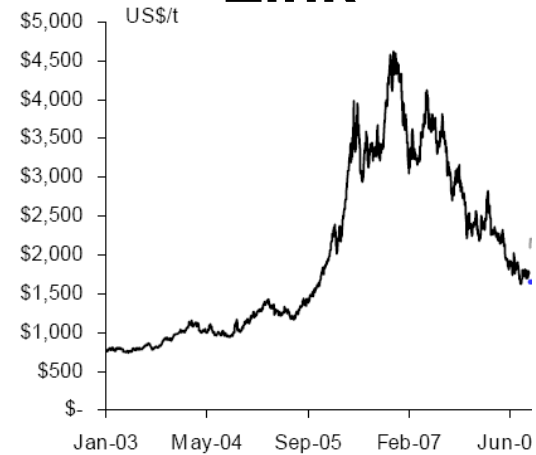


...men et klart lyspunkt for økonomien er sterke deflatoriske krefter fra fallende råvarepriser

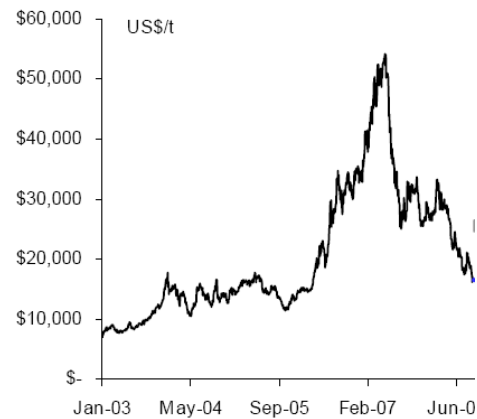
Copper



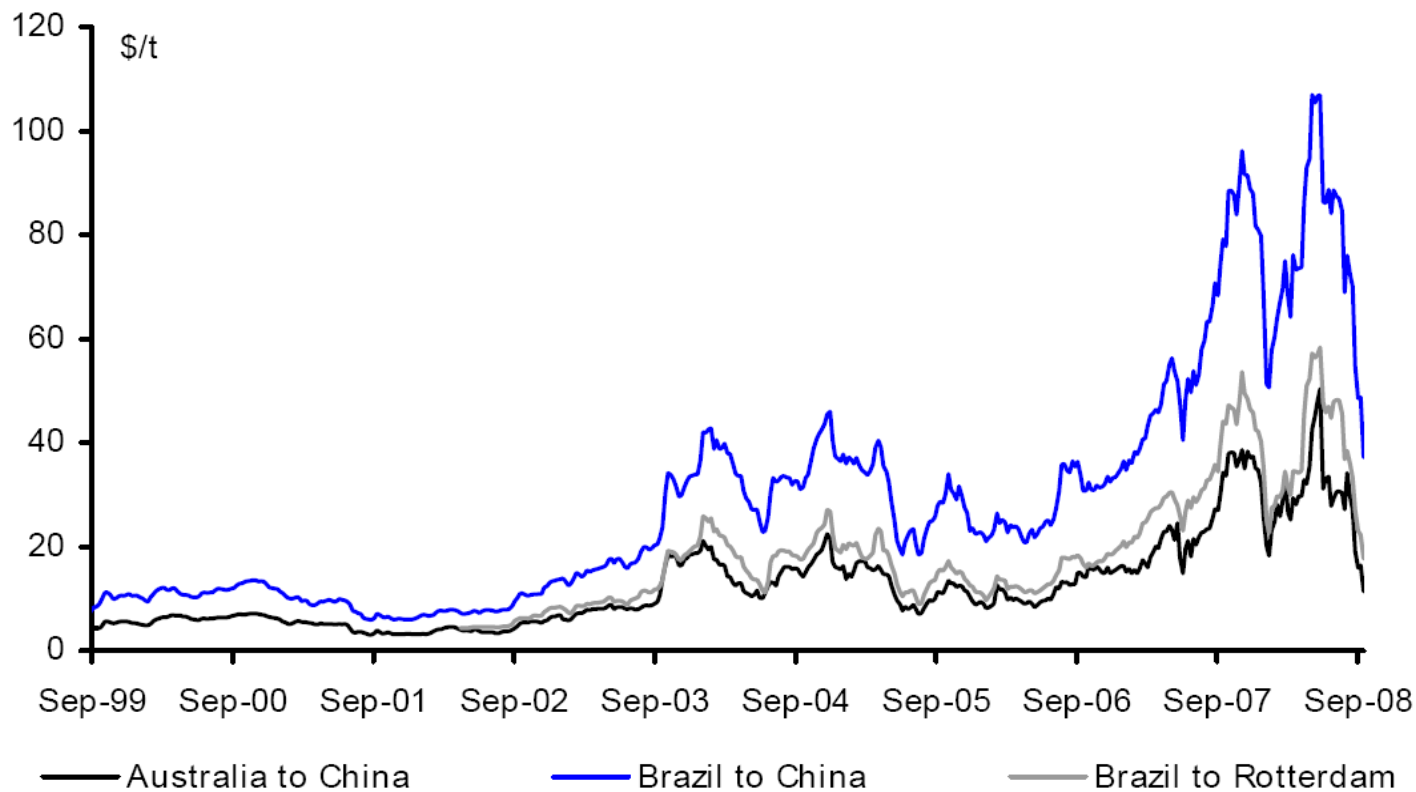
Zink



Nickel

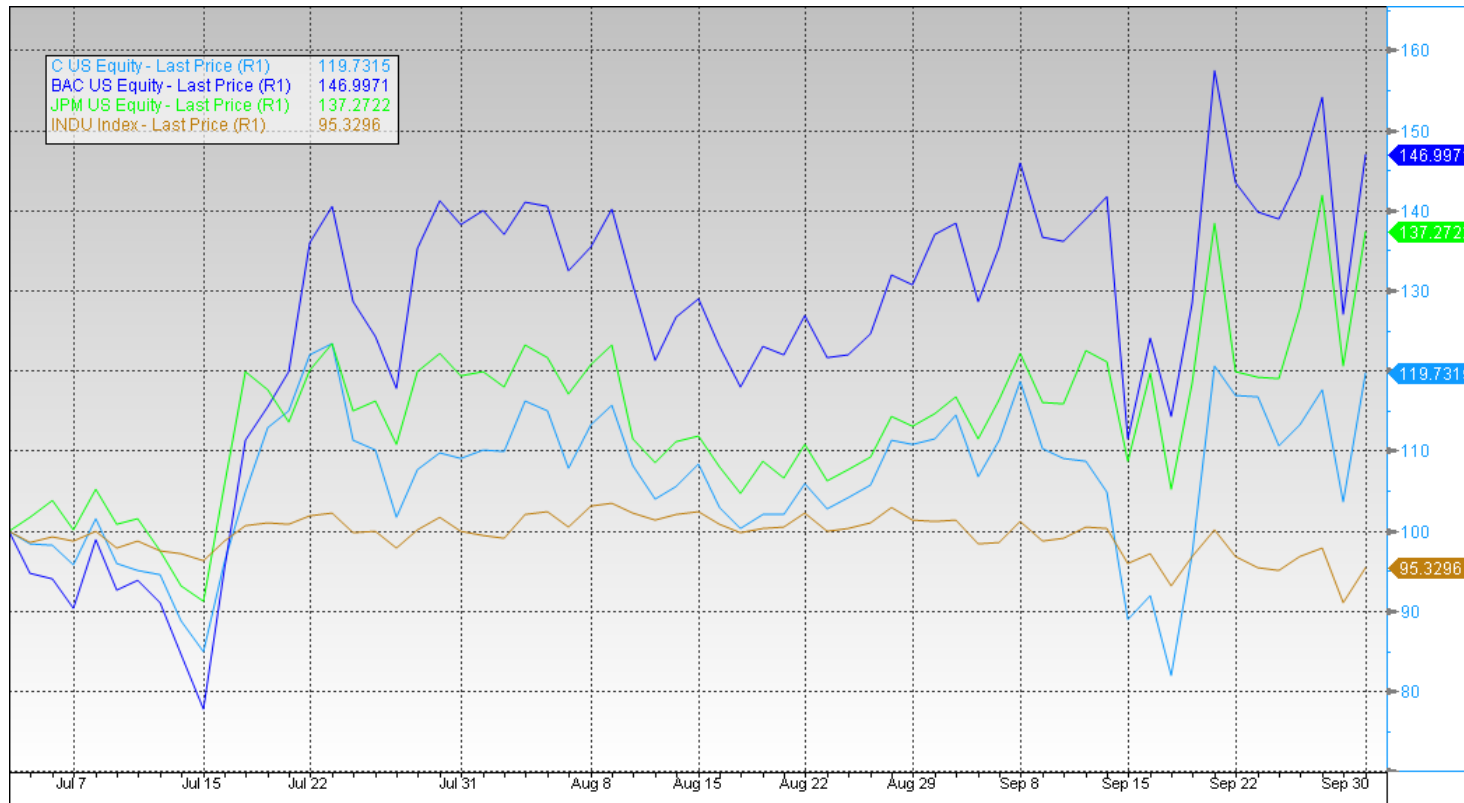


Fraktratene har fulgt råvareprisene



**Hva fungerte i relative termer i 3. kvartal
(i motsetning til vårt fond)?**

På tross av et dusin kollapser i finansielle institusjoner ble Bank of America, JP Morgan and Citigroup de største vinnerne i 3. kvartal



Vi investerer ***ikke*** i kompliserte forretningsmodeller og med alvorlige refinansieringsproblemer

Bransjeavkasting S&P 500 3.kartal 2008

Best Performing Groups

| | |
|------------|----------|
| Index: | SPX |
| Return: | -8.88 |
| Start Date | End Date |
| 6/30/08 | 9/30/08 |

| | |
|------------------------------|-------|
| 1) S&P 500 OTHR DV FN SC IX | 35.75 |
| 2) S&P 500 EDUCATION SVC IX | 33.97 |
| 3) S&P 500 HOME FURN INDEX | 29.94 |
| 4) S&P 500 HOMEBUILDING IDX | 25.58 |
| 5) S&P 500 CONST MATRLS IDX | 24.63 |
| 6) S&P 500 REGIONAL BANKS | 24.34 |
| 7) S&P 500 DIV BANKS INDEX | 21.22 |
| 8) S&P 500 FOREST PROD IDX | 18.46 |
| 9) S&P 500 SPECIAL REITS IX | 16.59 |
| 10) S&P 500 PAPER PACKNG IDX | 16.19 |

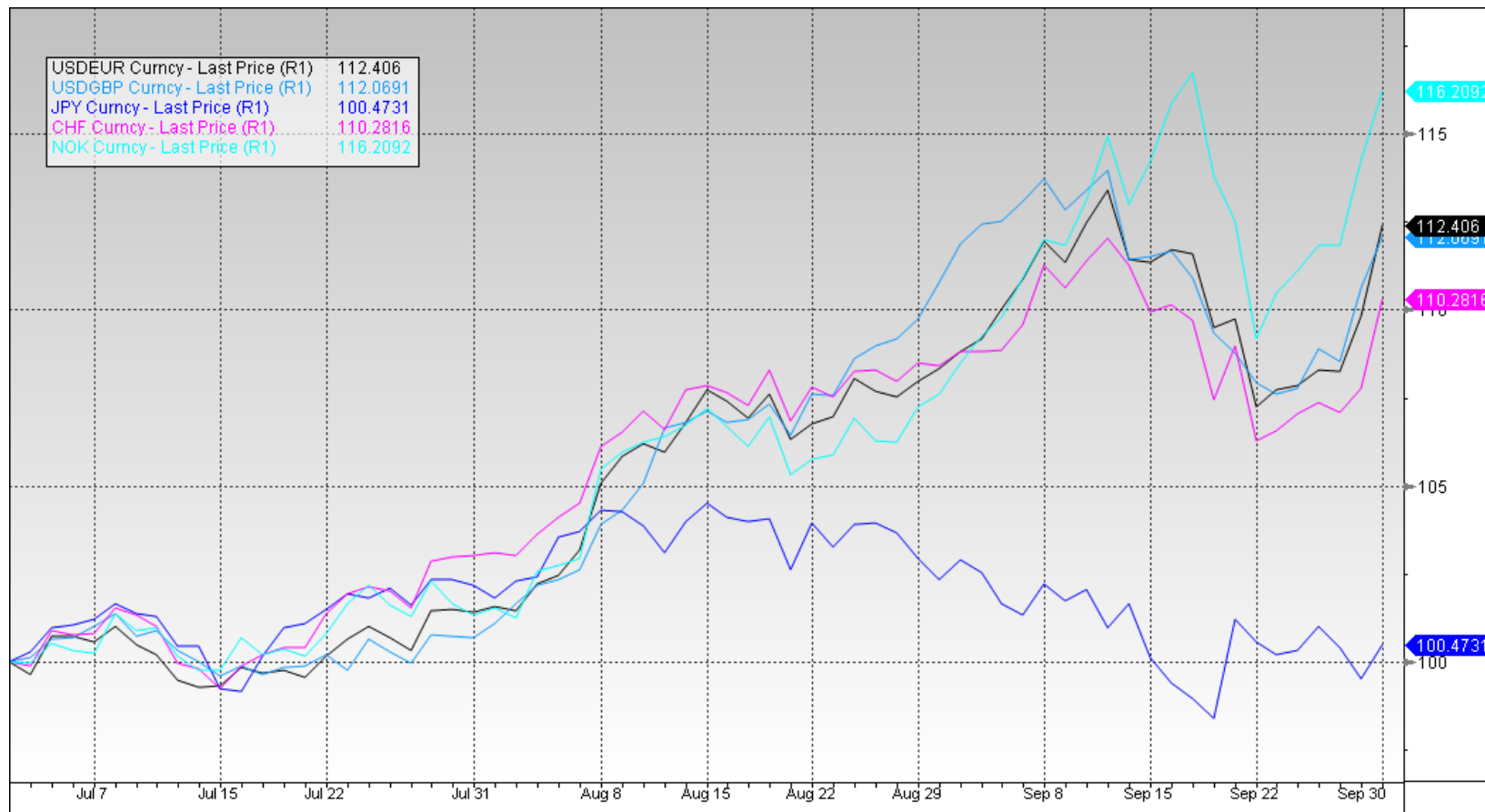
| |
|--------|
| -35.08 |
| -36.11 |
| -36.61 |
| -37.36 |
| -50.56 |
| -53.44 |
| -54.83 |
| -56.08 |
| -62.82 |
| -75.05 |

Worst Performing Groups

| |
|------------------------------|
| 11) S&P 500 AGRCUL PDCTS IDX |
| 12) S&P 500 GAS UTIL INDEX |
| 13) S&P 500 ALUMINUM INDEX |
| 14) S&P 500 CONST&ENGIN IDX |
| 15) S&P 500 DIV MTL&MIN IDX |
| 16) S&P 500 STEEL INDEX |
| 17) S&P 500 COAL&CON FUEL IX |
| 18) S&P 500 ID PW PRD EN TRD |
| 19) S&P 500 MLTILN INS INDEX |
| 20) S&P 500 THFTS & MRTGE IX |

Utenom Finans var andre ledende sektorer Eiendom og Eiendomsrelaterte sektorer – mens kapitalvarer var blant de svakeste.

USD har vært veldig sterk 3. kvartal



USAs aksjemarked er en av de sterkeste hittil i år, godt hjulpet av en stigende dollar

SKAGEN Global

Vi har ikke hatt noen selskapsspesifikke problemer av betydning blant porteføljeselskaper på grunn av finansierings eller likviditetsskvis, selv om finansieringskostnader for selskaper har økt generelt sett globalt.

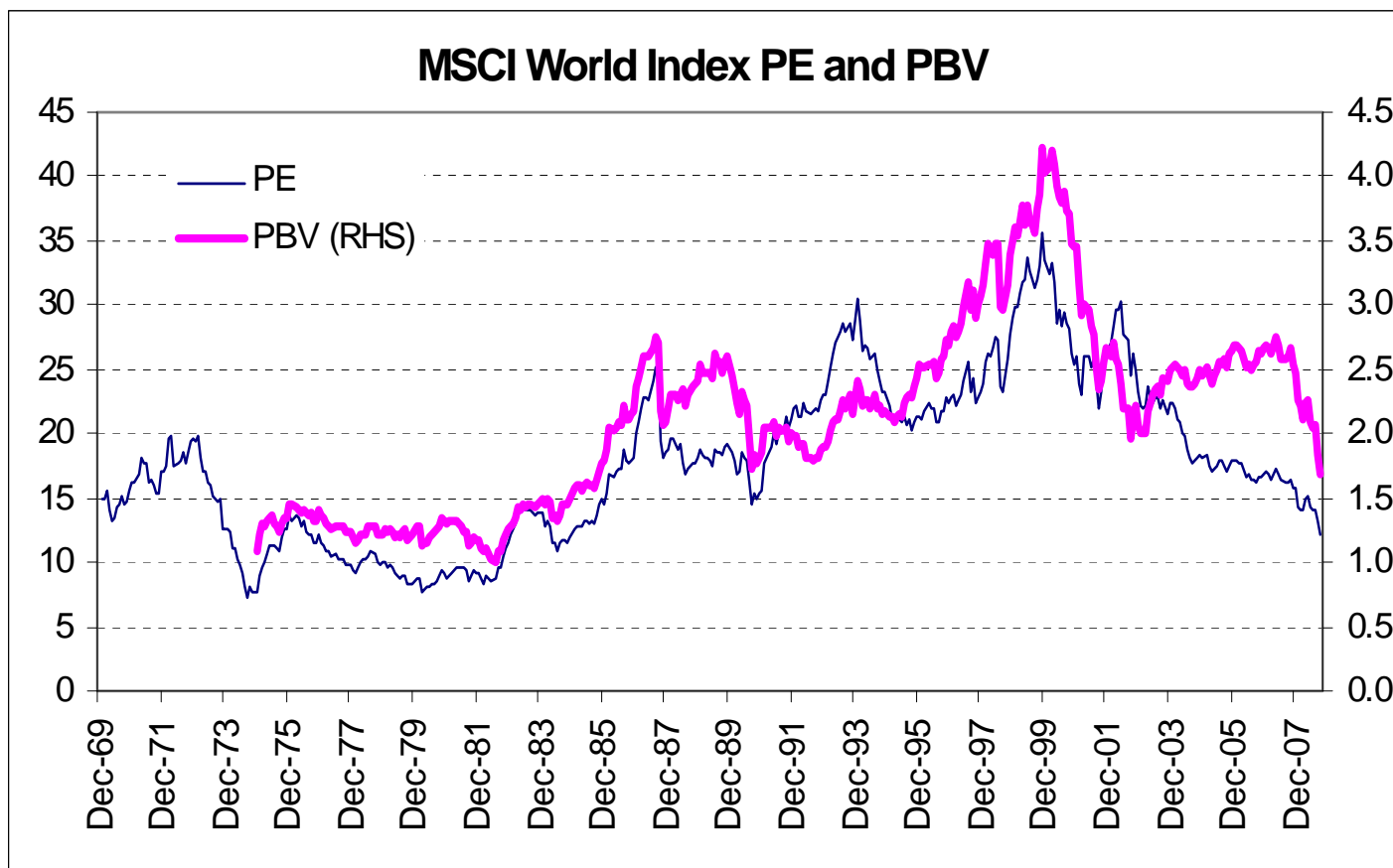
Vi har også siden våren likvidert posisjoner som muligens kan ha mer risiko om dagens kredittsituasjon fortsetter på lengre sikt. Dette har ikke hindret at valutabevegelser og et generell markedsfall har påvirket fondets verdi.

De 10 største selskapene i porteføljen, som utgjør 42% av totalverdien, ble ved utgangen av september handlet til en median P/E for 2008e på 7,9x mot 12,5x for 12 måneder siden. Tilsvarende aktuell median for Pris/bokført egenkapital er nå på 1,5x mot 2,0x for ett år siden.

Dette er betydelig lavere enn for globale markedene (MSCI World) som handles på P/E 13,3x og Pris/bokført egenkapital 1,8x

Selskapsvurderinger

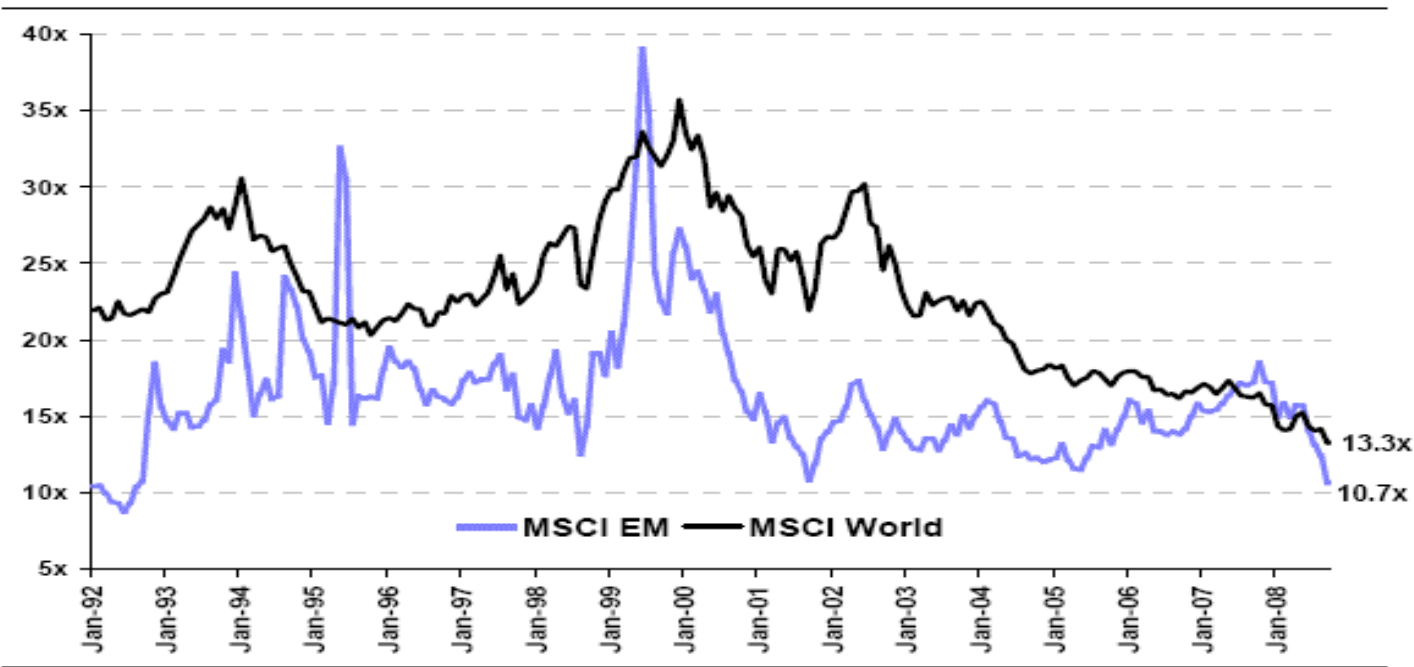
Verdsettelsen har nådd nivåer ikke sett på 20 år



Based on trailing multiples, we are approaching mid-80's valuations. There is major downside risk to earnings.

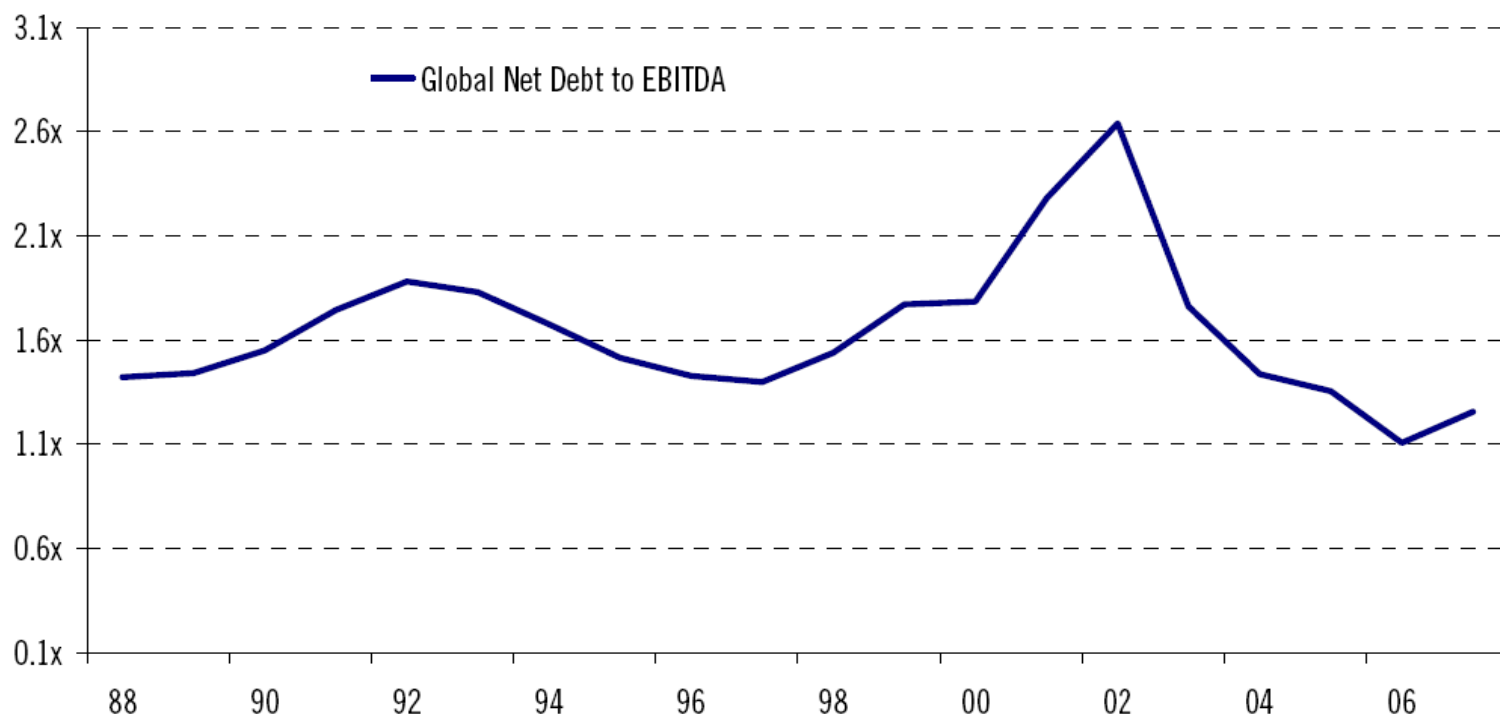
Estimater versus Prislapp; estimater kan komme til å nedjusteres, men er dette allerede redusert på aksjeprisingen?

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



Source: MSCI, FactSet, Morgan Stanley Research. Data as of Oct 01 2008.

Utenfor bank og finans ser selskapenes balanser ut til å være mye sunnere enn ved tidligere nedgangsperioder



Source: MSCI

Månedens sitat

”You want to be greedy when others are fearful and you want to be fearful when others are greedy. *In my adult lifetime I don’t think I’ve ever seen people as fearful, economically, as they are right now.*”

Warren Buffett speaking to Charlie Rose on October 1 after investments in Goldman Sachs and General Electric

Noen ser bare skyer
- vi ser glimt av sol

SKAGEN Global

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

Rapporter fra våre hovedselskaper i 3. kvartal 2008 (Juli)

Rapporteringer:

- **Siemens:** Tredje kvartal godt over forventningene. Nettoinntekt var 40% over analytikerkonsensus i markedet. Salg økte 10%, og industrimarginen var 12%. Ordreservene var spesielt sterke og steg 21%. Viktig var det at det ikke var noen belastninger fra gamle kontrakter. Selskapet forventer sterk utvikling fremover, til tross for en generell avmatning, og holdt på sin tidligere guidance.
- **Samsung Electronics:** Nettoinntekten økte 51%, men var fortsatt under forventningene. Salget steg 24%. Profitten fra minnebrikker falt mer enn forventet. Inntjeningen fra mobile håndsett ble doblet og forsendelsene økte 22%. Samsung Electronics økte sin 2008 CAPEX fra 11 til 12.5 trillion won for å klemme ut svakere konkurrenter av semi conductor markedet – store markedsandelsøkninger neste to år – men lønnsomheten burde være høy p.g.a kostnadsfordeler. Markedet reagerte negativt på mangelen av tilbakekjøp, noe som nå ser mindre sannsynlig ut etter CAPEX økningen.
- **Tyco International:** Nettoinntekten slo forventningen med 25% og salget steg 31% sammenlignet med fjoråret. Selskapet fortsatte med å forbedre marginene samtidig som det leverte topplinevekst. Det er fortsatt rom for marginforbedringer fremover, spesielt innen den europeiske sikkerhetsvirksomheten. Også positivt er det at fri kontantstrøm er høyere enn nettoinntekten.
- **Peugeot:** Profitten i første halvår steg 4%. Salget var opp 1,6%, marginene slo faktisk forventningene og selskapets egne mål takket være kostnadskutt (total arbeidsstyrke ble redusert med 6%). Selskapet er forsiktig med hensyn til salget i Europa i andre halvår. Salget i Vest-Europa falt 3,5%, mens resten av verden økte 20%. Estimaten for 2008 og målet om 6% margin i 2010 ble opprettholdt.
- **Kyocera:** Salget økte 5,2% sammenlignet med fjoråret, mens nettoinntekten var litt svakere p.g.a sterkere yen. Det ble ikke gjort noen forandringer i prognosene for helåret, og selskapet øker kapasiteten for sin alternativenergidivisjon.
- **Nabors:** Nettoinntekten falt 15% sammenlignet med fjoråret. Selskapet forventer at inntektene nå har bunnet ut og at andre halvår vil vise forbedringer raskere enn tidligere forventet.
- **Bunge:** Profitten i andre halvår mer enn firdoblet seg på rekordpriser for avlinger som økte etterspørselen etter selskapets gjødning og kornhåndtering. Selskapet økte sin 2008 guidance for 3dje gang i år.

Rapporter fra våre hovedselskaper i 3. kvartal 2008 (August)

Rapporteringer :

- **Pride:** Selskapet rapporterte bedre enn ventede resultater og annonserte at en skattefri spin-out av deres Gulf-of-Mexico jack-up vil være ferdig innen 4-6 måneder. Troen på positive utsikter for dyptvannssegmentet gjorde at selskapet annonserte at de vil bruke en opsjon på et fjerde drillskip for levering i 2011. En bedring i markedet for jack-up i Gulf-of-Mexico ga en øket utnyttelsesgrad for jack-up flåten i kvartalet.
- **Elektrobras:** Selskapet leverte nettoinntjening sammenlignet med et netto tap i fjor etter en bedring for strømgenereringsenhetene. Netto salg økte 22% til BRL 6,68 milliarder. Motvinden fra valuta hjalp faktisk selskapet fordi det ga lavere finanskostnader. (USD indekset gjeld falt.) I perioden leverte også selskapet første steg for en ADR level II listing til SEC, i tillegg til å signalisere intensjonen om å løse det overhengende spørsmålet om dividende.
- **Nestle:** Organisk vekst på 8,1% var bedre enn konsensusestimaterne, mens volum/miks var lavere enn ventet, prising var mye høyere enn ventet. Disse prisøkningene og kostnadsreduksjonene ledet til bedre EBIT marginer og en økning på 9% i nettoinntjening til CHF 5,21 milliarder til tross for 9% motvind på valuta sammenlignet med fjoråret. Selskapet akselererte sitt program for tilbakekjøp av aksjer, økte guidingen og annonserte at selskapet ønsker å avhende virksomheter med CHF 1 milliard i inntekter i 2008.
- **Petrobras:** Salget i andre kvartal steg 31% og profitten økte 29% på økt oljeproduksjon og høyere priser, og selskapet slo komfortabelt forventningsestimatene. Dette til tross for motvind fra valuta og fra spread mellom tung og lett olje. Det var også positivt at detaljmarkedssalget for bensin og diesel fikk lov til å øke for første gang siden 2005.
- **Cheung Kong:** Profitten i første halvår, ekskludert Hutchison, selskapets 49%-eide datterselskap, steg 80% til HKD 5,4 milliarder fordi selskapet bokførte høyere inntjening fra salg av leiligheter. Inkludert bidrag fra Hutchison, falt nettofortjenesten på grunn av salget av en telekommunikasjonsenhet et år tidligere. Hutchison reduserte tapet i sin 3G telefonenhet og ligger an til å gå i pluss innen 2009. De andre syv enhetene i Hutchison økte alle profitten sammenlignet med et år tidligere.
- **Hewlett Packard:** Selskapet slo estimatene og rapporterte en 14% økning i profitt til \$2,03 milliarder for tredje kvartal og en 10% økning i salget til \$28 milliarder. Computer salget steg 15% mye på grunn av sterk vekst i Brasil, Russland, India og Kina. Selskapet estimerer en fortsatt økning i inntektene for fjerde kvartal.
- **Bank Asya:** Nettoinntjeningen bedret seg med 34% til TRY 62 millioner, men ROE falt til 26,5% på grunn av en emisjon av tegningsretter tidligere i år (var ment for vekst og ikke for å dekke over tap). Nettoinntekt fra gebyrer steg 54% og illustrer fortsatt sterk internasjonal handel i området. Låneveksten var 24% og innskuddsgraden steg 23%. Misligholdte lån falt litt. Selskapet videreførte sin guiding for helåret.

Rapporter fra våre hovedselskaper i 3. kvartal 2008 (September)

Cemex reduserte guidance for EBITDA til \$4,6-4,7 milliarder fra \$5,3 milliarder annonsert i juni. Dette kom på grunn av svakhet i etterspørselen i USA, Mexico, Spania og UK. Selskapet sa i tillegg at nasjonalisering i Venezuela vil skade inntjeningen, men vil samtidig bli delvis motvirket av kostnadsreduksjoner.

Kinnevik annonserte tilbakekjøp av aksjer for å justere selskapets kapitalstruktur og redusere/utnytte en rabatt til NAV

LG Electronics setter opp en joint venture med tyske Conergy AG for å lage solceller. Dette gjøres gjennom å ta et 75% eierskap i en tysk Conergy fabrikk.

Hewlett Packard annonserte at de vil gjøre et \$8 milliarders tilbakekjøpsprogram for egne aksjer. Dette tilsvarer rundt 7% av selskapets utestående aksjer. Selskapet annonserte også at de vil kutte rundt 25 000 jobber, eller rundt 7,5% av den totale staben.

Petrobras annonserte et funn på rundt 3-4 milliarder boe i Lara feltet 230km utenfor kysten av Brasil og 6000-8000m under havoverflaten. Oljekvaliteten er sagt å være bedre enn for Tupi.

IVG Immobilien's Wolfgang Lechnitz gikk av som CEO etter et delsalg av selskapets business innen naturgasslagring forrige måned. Han sluttet av personlige grunner. Ny ledelse ventes annonsert.

Tui mottok bud på sin container shipping enhet Hapaq-Lloyd fra Neptune Orient Lines og en gruppe investorer fra Hamburg. Selskapet sa at de vil ta en avgjørelse i løpet av Oktober.

Peugeot bekreftet inntjeningsguidance, til tross for vanskelige markedsforhold for bilprodusenter, på grunn av fortsatt fremdrift og resultater fra omstrukturering og kostnadskutting.

Bidragstere hittil i 2008 in MNOK

| | | | |
|-------------------|-----|--------------------------|------|
| Elektrobras | +71 | Siemens | -615 |
| Covidien | +64 | Samsung Electronics | -395 |
| Nestle | +61 | LG Corp | -323 |
| Eramet | +33 | Cheung Kong | -287 |
| Magyar Telekom | +14 | Boliden | -199 |
| Nutreco | +13 | IVG Immobilien | -178 |
| Eisai | +10 | Albaraka Turk | -170 |
| Cleveland-Cliffs | +10 | Petrobras | -153 |
| Forest Oil | +7 | Air France | -149 |
| Furukawa Electric | +6 | Samsung Heavy Industries | -147 |

Sum verdiskapning i 2008: -6,567 MNOK

SKAGEN Global – endringer i 3. kvartal 2008

Kjøpt

- Mariner Energy
- Ternium
- Boliden
- Grupo Mexico
- Kone Corporation
- Bunge
- Nestle
- Pfizer
- Cheung Kong
- Hannover Re
- FFP
- Samsung Electronics
- Kyocera
- Indosat
- Eletrobras
- Pride
- Petrobras
- Nabors
- Cleveland Cliffs
- Siemens
- Calpine Corp
- Stolt Nielsen

Solgt

- Louisiana-Pacific
- Tyco International
- Enka Insaat
- Covidien
- Kikkoman (ut)
- Aareal Bank (ut)
- Bank Austria (ut)
- RTX (ut)
- Korea Line
- Ssangyong Motor
- Irsa
- Korean Reinsurance
- IVG Immobilien
- Hewlett Packard
- Samsung SDI(ut)
- Telekomunik Indonesia

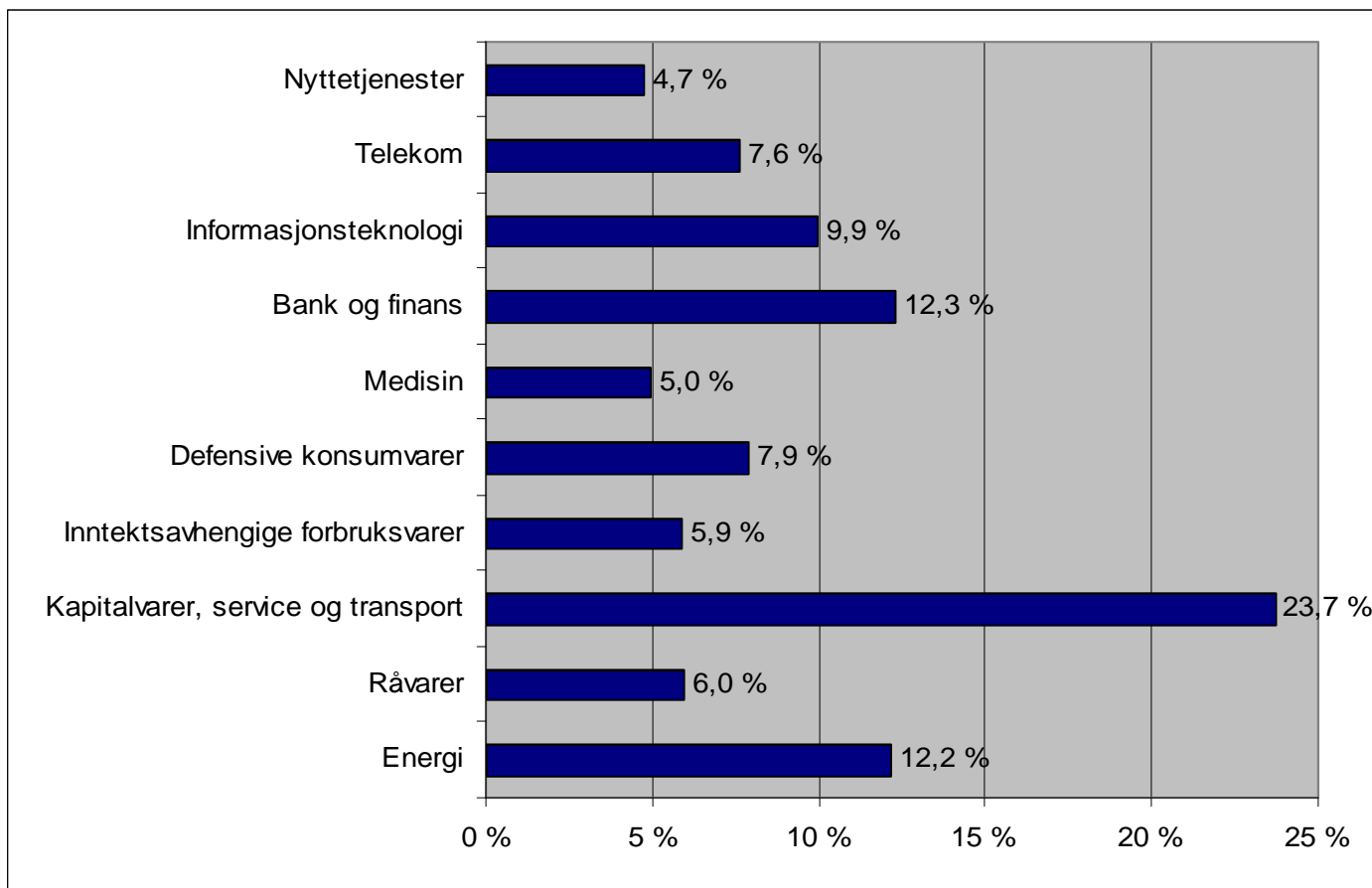
SKAGEN Global

Største poster pr 30 september 2008

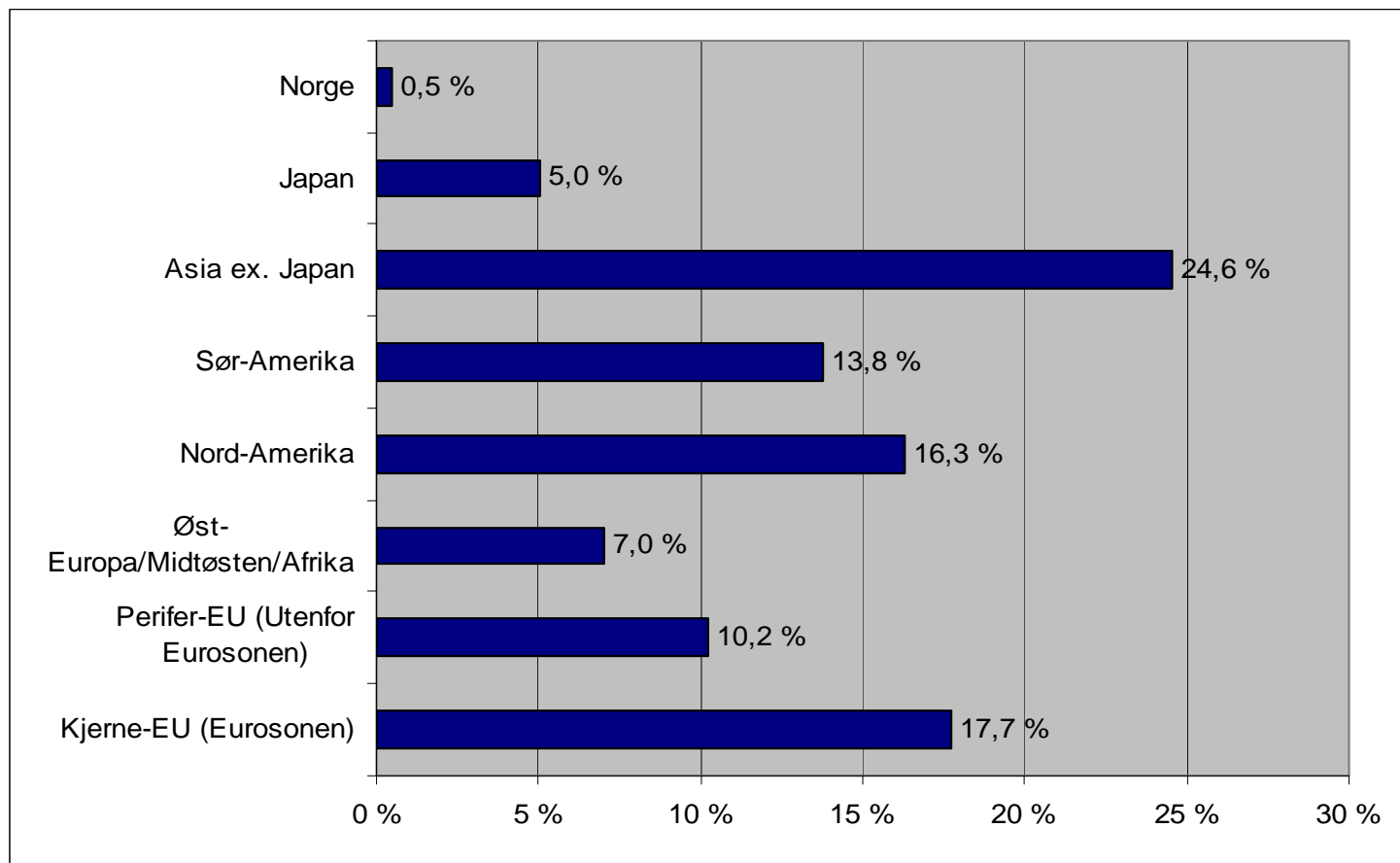
| | Postens størrelse | Kurs | P/E 08E | P/E 09E | P/B siste | Kurs- mål |
|-----------------------|----------------------|--------|------------|------------|--------------|--------------|
| Samsung Electronics | 6,3 % | 371,5k | 7,4 | 6,8 | 1,0 | 600k |
| Siemens | 5,3 % | 66,2 | 6,6 | 8,3 | 1,9 | 140 |
| Nestle | 5,3 % | 48,2 | 16,1 | 14,4 | 3,5 | 65 |
| Elektrobras | 4,7 % | 24,1 | 8,0 | 6,9 | 0,3 | 60 |
| Pride International | 4,3 % | 29,6 | 7,2 | 6,4 | 1,3 | 50 |
| LG Corp | 4,0 % | 60,9k | 6,4 | 6,4 | 1,8 | 100k |
| Petrobras | 3,9 % | 35,1 | 10,0 | 8,4 | 2,4 | 50 |
| Cheung Kong Holdings | 3,2 % | 86,3 | 10,5 | 9,0 | 0,9 | 160 |
| Kyocera | 2,4 % | 7880,0 | 15,8 | 15,2 | 1,0 | 14,5k |
| Pfizer | 2,1 % | 18,4 | 7,8 | 7,2 | 1,9 | 25 |
| Median topp 10 | 41,6 % | | 7,9 | 7,7 | 1,5 | 67 % |

NB: Estimaterne gjelder for perioden 08/09 (Tidligere 07/08)

Bransjefordeling i SKAGEN Global



Geografisk fordeling i SKAGEN Global



John M. Keynes

“The central principle of investment is to go contrary to the general opinion, on the grounds that if everyone agreed about its merit, the investment is inevitably too dear and therefore unattractive.”

Ønsker du mer informasjon?

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

- Historisk avkastning er ingen garanti for framtidig avkastning. Framtidig avkastning vil blant annet avhenge av markedsutviklingen, forvalters dyktighet, fondets risiko, samt kostnader ved kjøp og forvaltning. Avkastningen kan bli negativ som følge av kurstap.
- SKAGEN søker etter beste evne å sikre at all informasjon gitt i denne rapporten er korrekt, men tar forbehold for eventuelle feil og utelatelser. Uttalelsene i rapporten reflekterer porteføljeforvalterens syn på gitt tidspunkt, og dette synet kan bli endret uten varsel. Rapporten skal ikke forstås som et tilbud eller en anbefaling om kjøp eller salg av finansielle instrumenter. SKAGEN påtar seg intet ansvar for direkte eller indirekte tap eller utgifter som skyldes bruk eller forståelse av rapporten. Ansatte i SKAGEN AS kan være eiere av verdipapirer utstedt av selskaper som er omtalt enten omtalt i denne rapporten eller inngår i fondets portefølje.