

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



Viser vei i nytt  
farvann

Kunsten å bruke sunn fornuft

## SKAGEN Kon-Tiki

September 2008: **Flukt til sikkerhet og vesentlig svakere globale vekstutsikter drepte de Globale Vekstmarkedene**

# Innholdsfortegnelse

- Hovedtrekk i september 2008 3
- Investeringsresultater 7
- Globale vekstmarkeder 26
- Utsikter for globale vekstmarkeder 34
- Konklusjon SKAGEN Kon-Tiki 45
- Selskaper i SKAGEN Kon-Tiki 46
- Selskapsutvelgelse 52


## Hovedtrekk i september 2008

- SKAGEN Kon-Tiki falt med 10,1% i september mot et fall i vår referanseindeks på 9,9 %. Avkastningen hittil i år er -23,3%, som er klart bedre enn referanseindeks som er ned 29,9%. Vår sterke undervekt i finans, samt Kina og Russland har understøttet våre relative resultater i år. I september var Brasil og energi de viktigste negative bidragsyterne våre i september sammen med lav vekt i kinesiske finansaksjer som stabiliserte seg i måneden
- I september har vi solgt oss ut av Bank of East Asia, Cemex, C&Merchant Marine, Handsome, Samsung Heavy Machinery og Tandberg. Vi har investert i to nye selskaper; Banrisul og Efes Breweries International. Vi har prioritert selskaper med forutsigbar inntjeningsmodell og lav gjeld
- De 12 største selskapene i porteføljen, som utgjør 59% av porteføljeverdien, ble ved utgangen av september handlet til en median P/E for 2008e på 8,8x mot 10,4x for 12 måneder siden og 9,2x ved inngangen til 2008. Våre 30 største poster som utgjør 84% av fondet handles til en median P/E på 7,7x for 2008e. Dette er betydelig lavere enn for globale vekstmarkeder under ett på 9,9x.
- For 2008 forventer vi en inntjeningsvekst for våre 30 største selskaper på 37% og 13% for 2009. Dette er betydelig høyere enn forventet resultatvekst for globale vekstmarkeder generelt på 10% for 2008.

## 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

<b>Fondsrangering</b>	<b>SKAGEN Kon-Tiki</b>
<b>Morningstar</b> (5 = Beste kvantitative rating)	★★★★★
<b>Wassum</b> (5 = Beste kvantitative rating)	W W W W W
<b>Standard &amp; Poor's</b> (AAA = Beste kvalitative rating)	<b>AAA</b> Nr. 1 av 480
<b>Citywire (3 års periode)</b> Porteføljeforvalter rating (juni 2008)	Nr. 4 av 111
<b>Lipper</b>	Europe 2008 Beste fond 5 år Aksjefond vekstmarkeder
<b>Dine Penger (DP terning)</b>	 Nr. 1 av 11

Oppdatert per 31. juli 2008.

# Investeringsresultater

## Resultater i NOK pr. 30. september 2008

	3.kvartal	Hittil i år	Siste 3 år	Siden oppstart*
SKAGEN Kon Tiki	-15,4 %	-23,3 %	8,3 %	21,1 %
Vekstmarkedsindeks (NOK)	-15,3 %	-29,9 %	4,8 %	9,2 %
Meravkastning	-0,1 %	6,7 %	3,5 %	11,9 %
Verdensindeks (NOK)	-1,7 %	-17,6 %	-2,6 %	2,8 %
Meravkastning	-13,7 %	-5,7 %	10,9 %	18,2 %

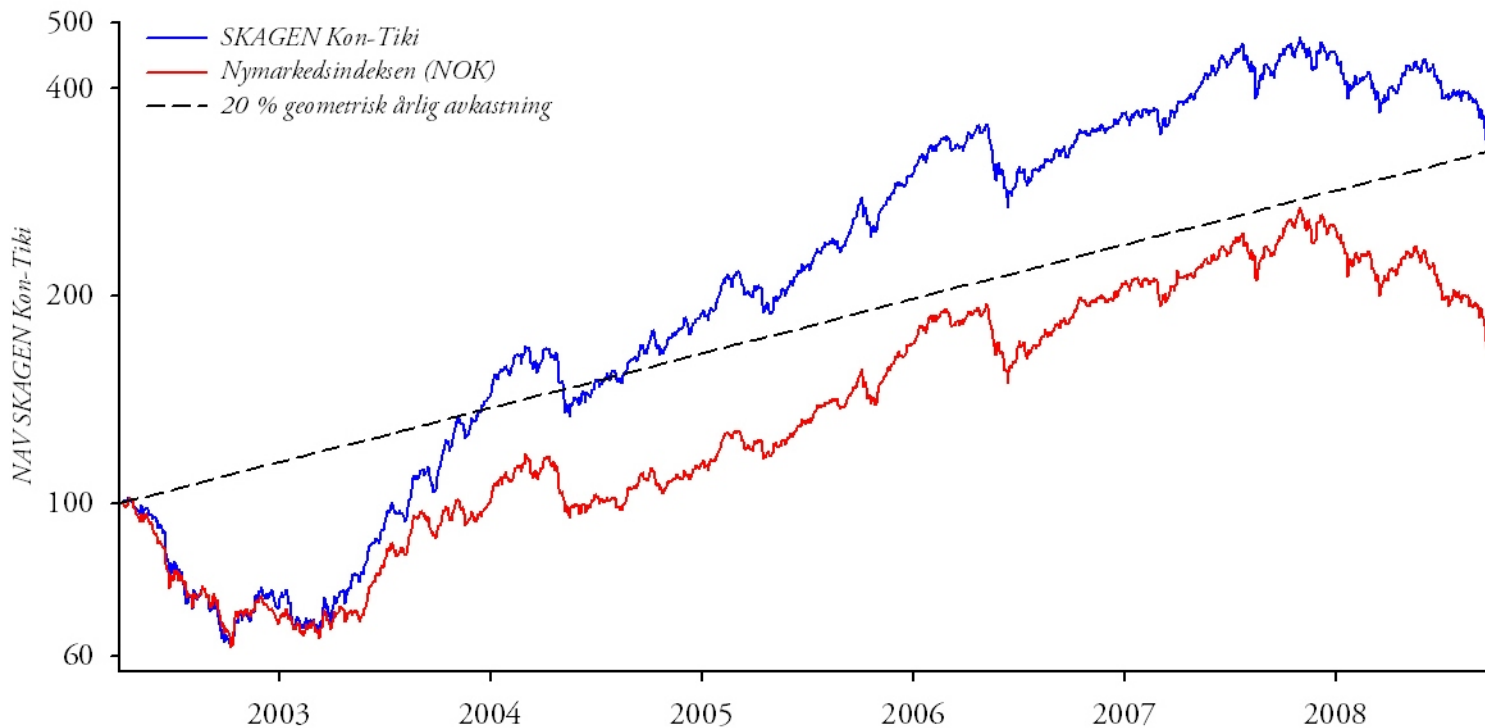
*\*) 5. april 2002. Alle avkastningstall utover 12 måneder er annualisert (geometrisk avkastning)*

## Kon-Tiki mot verdensindeks og vekstmarkedsindeks siste år





# Kursutvikling i SKAGEN Kon-Tiki siden oppstart



Oppdatert pr. 30. september 2008

**Alle avkastningstall er etter forvaltningshonorar**

## Globale vekstmarkeder pr 30. september 2008 (i NOK)

• Ghana	48 %	• Indonesia	- 30 %
• Mexico	- 9 %	• Hong Kong	- 30 %
• Chile	- 12 %	• <b>Vekstmarkedsindeksen</b>	<b>- 30 %</b>
• USA (S&P 500)	- 15 %	• Peru	- 31 %
• <b>Verdensindeksen</b>	<b>- 18 %</b>	• Filippinene	- 33 %
• Argentina	- 20 %	• Thailand	- 34 %
• Nigeria	- 20 %	• Sør-Korea	- 35 %
• Ungarn	- 14 %	• Tyrkia	- 35 %
• Brasil	- 22 %	• Kroatia	- 39 %
• <b>SKAGEN Kon-Tiki</b>	<b>- 23 %</b>	• Kina (internasjonal)	- 39 %
• Polen	- 24 %	• India	- 42 %
• Tsjekkia	- 25 %	• Russland	- 43 %
• Singapore	- 27 %	• Slovenia	- 43 %
• Sør-Afrika	- 27 %	• Pakistan	- 45 %
• Malaysia	- 27 %	• Vietnam	- 49 %
• Taiwan	- 27 %	• Ukraina	- 66 %
• Kenya	- 28 %	• Kina (lokal)	- 52 %

## Globale vekstmarkeder i 3. kvartal 2008 (i NOK)

• Ghana	14 %	• Kina (lokal)	- 7 %
• Tyrkia	14 %	• Ungarn	- 7 %
• USA (S&P 500)	7 %	• Mexico	- 8 %
• India	2 %	• Nigeria	- 11 %
• Chile	0 %	• Kroatia	- 13 %
• Sør-Korea	0 %	• Sør-Afrika	- 15 %
• Vietnam	- 1 %	• <b>SKAGEN Kon-Tiki</b>	<b>- 15 %</b>
• Malaysia	- 1 %	• <b>Vekstmarkedsindeksen</b>	<b>- 15 %</b>
• Singapore	- 1 %	• Argentina	- 16 %
• Indonesia	- 1 %	• Kenya	- 17 %
• Hong Kong	- 1 %	• Tsjekkia	- 18 %
• Kina (internasjonal)	- 1 %	• Slovenia	- 19 %
• Taiwan	- 1 %	• Peru	- 21 %
• Thailand	- 1 %	• Pakistan	- 25 %
• Filippinene	- 1 %	• Brasil	- 27 %
• <b>Verdensindeksen</b>	<b>- 2 %</b>	• Russland	- 40 %
• Polen	- 6 %	• Ukraina	- 50 %

## Største bidragsytere pr. 30. september 2008 (i NOK)

• Banco Nossa Caixa	+ 357	Samsung Electronics	- 384
• Eletrobras	+ 162	Harbin Power Equipment	- 330
• Tandberg	+ 59	Vale (Rio Doce)	- 243
• Tullow Oil	+ 26	Sistema	- 239
• Banrisul	+ 17	Mahindra & Mahindra	- 177
• Ghana Commercial Bank	+ 13	Bharti Airtel	- 176
• Tekfen Holding	+ 9	China Oilfield Services	- 145
• China Shineway	+ 9	LG Electronics	- 143
• Continental Engineering	+ 9	First Quantum Minerals	- 140
• Nordic American Tankers	+ 6	Yazicilar Holding	- 137
• Hitachi	+ 5	Enka Insaat	- 126
• Yung Shin Pharma	+ 1	Hamni Pharmaceutical	- 126
• East African Breweries	+ 1	Indosat	- 120
• Kokusai Kogyo	+ 1	Cemex	- 118

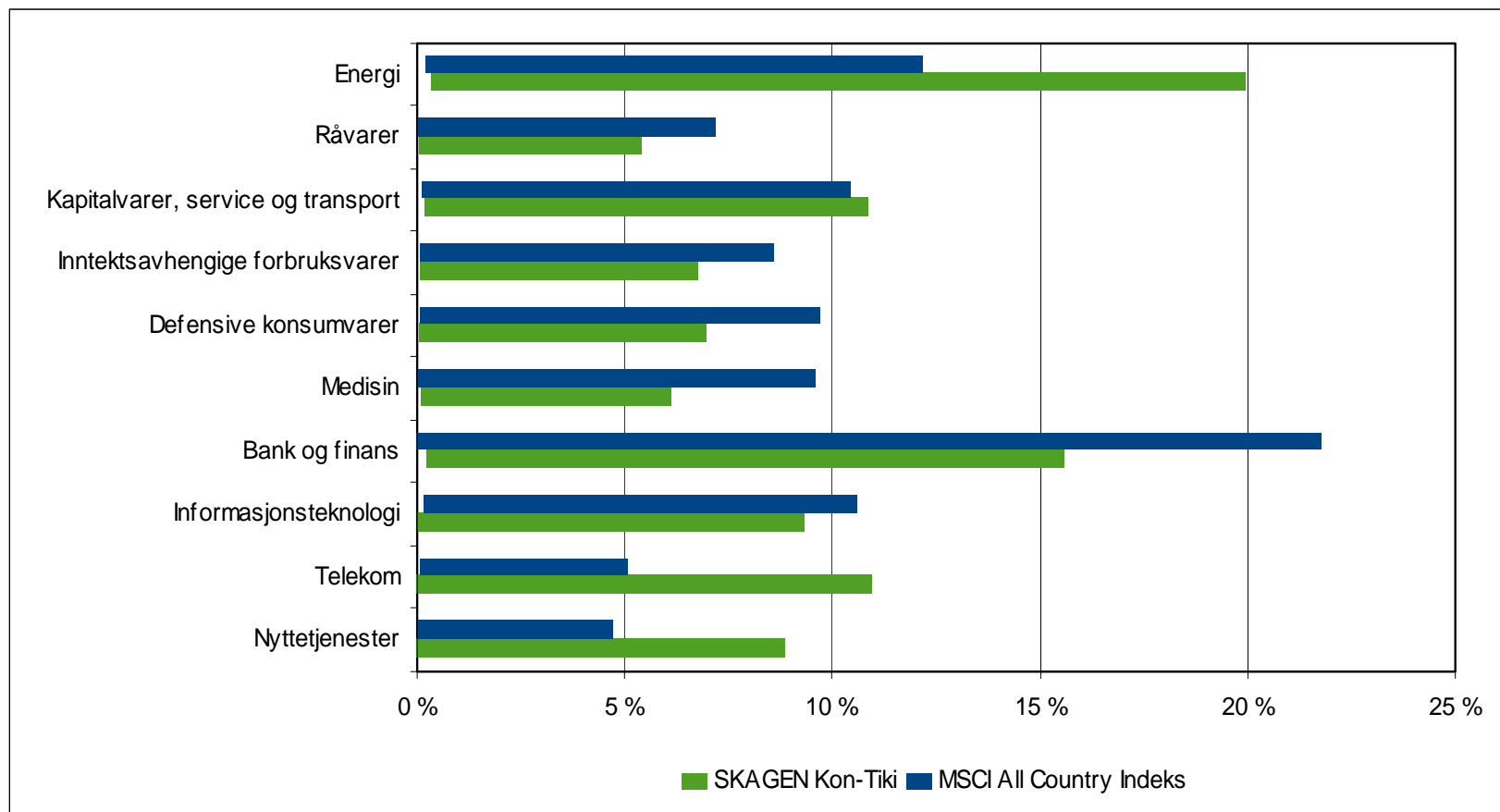
Sum verdiskapning pr. 30. september 2008: -4 224 mill. NOK

## Største bidragsytere i 3. kvartal 2008 (i NOK)

• Bharti Airtel	+ 80	Pride International	- 445
• Sabanci Holding	+ 73	Vale (Rio Doce)	- 258
• Indosat	+ 39	Samsung Electronics	- 217
• Hitachi	+ 38	Elektrobras	- 170
• Tandberg	+ 38	Petrobras	- 145
• Mahindra & Mahindra	+ 31	Seadrill	- 140
• PKN Orlen	+ 22	Harbin Power Equipment	- 130
• Provida	+ 21	Sistema	- 130
• Banrisul	+ 17	Tullow Oil	- 108
• Shoprite	+ 16	First Quantum Minerals	- 94
• Yapi Kredit Bank	+ 15	Satyam Computer Services	- 84
• PZ Cussons	+ 8	Cemex	- 79
• China Shineway Pharma	+ 7	China Oilfield Services	- 74
• Aberdeen Asset Mgt.	+ 3	Enka Insaat	- 72

Sum verdiskapning hittil i 3. kvartal 2008: -2 759 mill. NOK

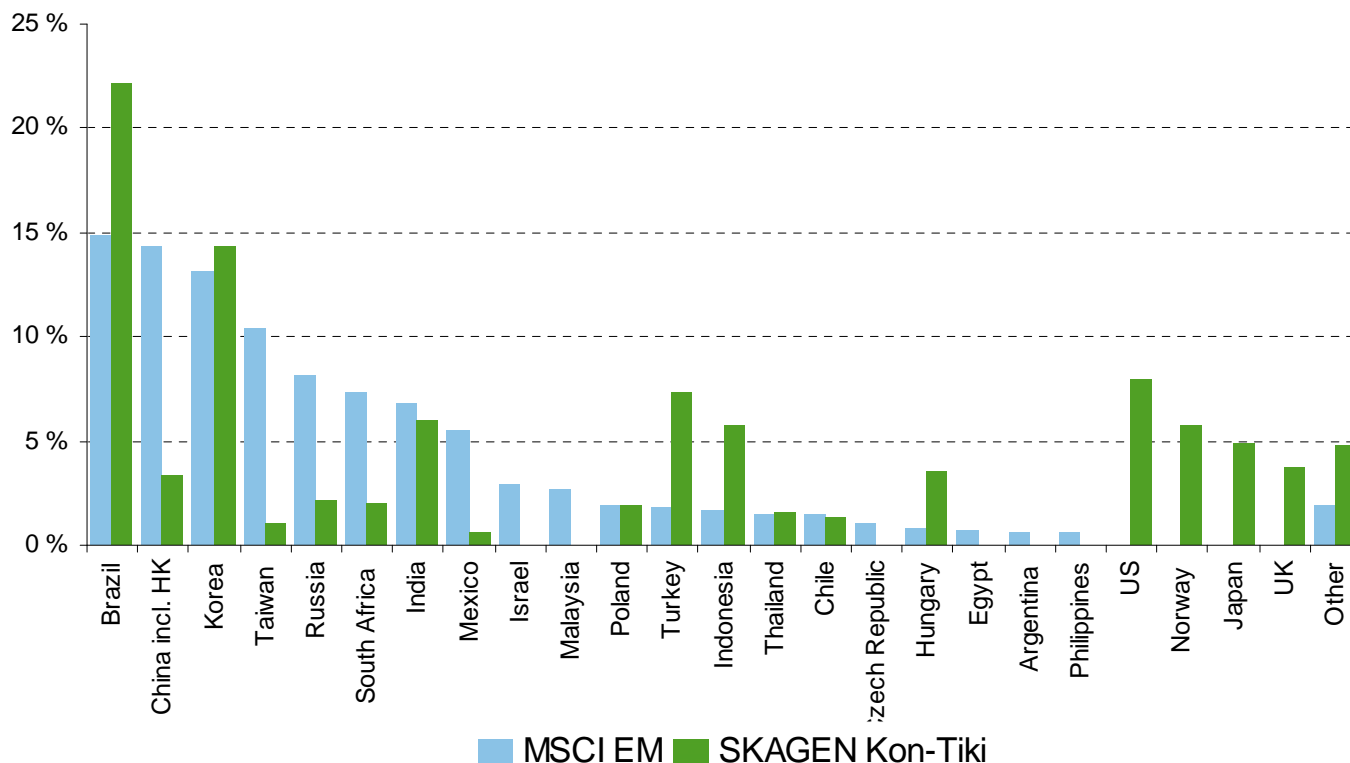
# Bransjefordeling i SKAGEN Kon-Tiki i forhold til MSCI All World Index (som inkluderer industrialiserte markeder)



\*) MSCI indeks og SKAGEN Kon-Tiki oppdatert pr. 30. september 2008

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

## SKAGEN Kon-Tiki country weighting



Source: MSCI, SKAGEN Funds

\*) MSCI EM indeks oppdatert pr. 1. oktober 2008. SKAGEN Kon-Tiki oppdatert pr 30. september 2008

## Største endringer i SKAGEN Kon-Tiki i september 2008

### Kjøpt

- Efes Breweries Int' (ny)
- Banrisul (ny)
- Great Wall Motor (ny)
- LG Electronics
- Sistema

### Solgt

- Cemex (ut)
- C&Merchant Marine (ut)
- Samsung Heavy Machinery (ut)
- Bank of East Asia (ut)
- Handsome (ut)
- Tandberg (ut)

*Netto endringer >NOK 20 millioner for eksisterende poster*



## Hvorfor investerte vi i de nye selskapene?

- **Banrisul;** Banken har en ledende posisjon i en brasiliansk region med god økonomisk vekst og demografi. Til tross for en klar overkapitalisering (22% kapitaldekning) og minimal balanserisiko ligger egenkapitalforrentningen på 20%. Med en utlånsvekst på 30%, 20% rabatt til bokført egenkapital, en P/E på 4x og 8% utbytteavkastning er dette et røverkjøp. I tillegg forventer vi videre bankkonsolidering i Brasil og Banrisul og med den lokale stat som hovedeier, er dette en klar overtakelseskandidat.
- **Efes Breweries International:** Vi kjenner selskapet godt gjennom vårt langsiktige eierskap i Yazicilar. Med et kursfall på 43% i år prises nå selskapet til 58 USD pr. hl. kapasitet på øl som kan sammenliknes med den pris Carlsberg nylig betalte for tilsvarende eiendeler i Russland på godt over 400 USD. Volumvekst vil øke kapasitetsutnyttelsen fremover, noe som vil ha betydelig positiv effekt på marginer. Vi betaler 5,6x kontantstrøm for 2009e som er 40% rabatt i forhold til en europeisk sektor med vesentlig lavere vekst.

## Hvorfor solgte vi oss ut av eksisterende selskaper?

- **C&Merchant Marine:** Vi tok et tap. Selskapet klarte å tape penger i 2Q08 i et veldig godt tørrbulkmarked. Vi er urolige for finansieringssituasjonen samt ledelsen operasjonelle kontroll.
- **Samsung Heavy Machinery:** Vi realiserte en betydelig gevinst. Stor overkapasitet på skipsbygning etter 2011; vi er på slutten av syklus. Kompleks finansiering.
- **Cemex:** Vi realiserer et betydelig tap. Selskapet har historisk gjort det meget bra på finansieringssiden. Vi har satt store spørsmålstegn ved den finansielle risiko.
- **Handsome:** Vi realiserte et mindre tap. Selskapet er billig men vi ser bedre verdi i andre konsumorienterte selskaper som Sistema.
- **Tandberg:** Vi solgte våre siste aksjer etter en gevinst på 55% i løpet av 6 måneder. På kurser over 110 NOK var selskapet ikke lenger undervurdert og det var risiko med hensyn til et eventuelt bud.
- **Bank of East Asia:** Vi ble vi nervøse over finansiering og balansekvalitet noe som ble bekreftet etter vårt salg ved korrigerings av historiske resultater.

## 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 59% (49% ved inngangen til 2008) av verdiene mens de 30 største står for 84% (77% ved inngangen til 2008). Vår portefølje består nå av 84 selskaper som er ned fra 87 ved utgangen av august og 100 ved inngangen til 2008.

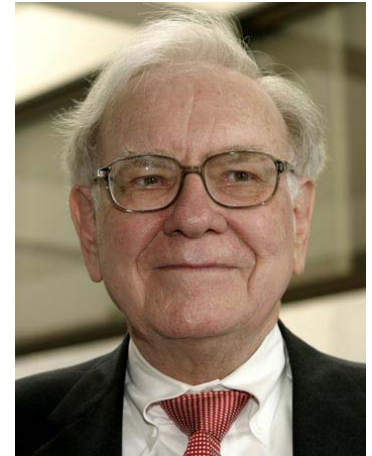
## Nyheter fra våre største porteføljeselskaper (1)

- **Eletrabras** offentliggjorde at selskapet har mottatt godkjenning for full ADR notering ved New York Stock Exchange med forventet notering 31. oktober. Dermed er en viktig katalysator utløst.
- **Seadrill** sikret finansieringen av gjenværende del av sitt nybyggprogram ved en 15 års sale-lease-back for West Hercules og West Taurus avtale med Ship Finance som gir 1,7 mrd. USD i proveny. Seadrill betalte et utbytte på 0,3 USD pr. aksje som følge av transaksjonen. Selskapet sikret også en forlengelse av kontrakten på West Alliance med 5 år fra 01/2010 til 310 mill. USD.
- **Samsung Electronics** annonserte et mulig bud på den amerikanske NAND minneprodusenten Sandisk for ca. 6 mrd. USD. Sandisk sitter på en rekke lisenser innenfor minne og Samsung betaler årlig ca. 300 mill. USD i lisenser til Sandisk. Samsung vil finansiere et eventuelt oppkjøp med kontantbeholdning.
- **PKN Orlen** fikk igjen ny toppsjef. I et intervju bekreftet han at andelen i mobilselskapet Polkomtel og petrokjemiprodusenten Anwill skal selges. Vi estimerer at disse er hvert 10 PLN pr aksje eller 30% av aksjekursen.

## Nyheter fra våre største porteføljeselskaper (2)

- **Sistema** rapporterte konsoliderte tall for 2Q. Mens resultatene fra de børsnoterte aktiva var kjent fortsatte de ikke-børsnoterte selskapene å vise solid fremgang med en totalt salgsvekst på 77% i forhold til 2Q07.
- **Richter Gedeon** annonserte positive klinisk fase II data for antipsykotisk medisinen RGH-188 som kan bli introdusert i 2012. Markedet for denne type medisin er på 18 mrd. USD eller 14x selskapets omsetning for 2008e. Richter opplyser ikke detaljer om sin forskningsportefølje, men vi mener at denne nyheten er et bevis på en robust portefølje av potensielle nye medisiner.

***“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

- **Elektrobras** har netto kontanter tilsvarende nær 2x årlig kontantstrøm fra drift
- **Pride** har netto gjeld på 200 mill. USD tilsvarende et kvartal med kontantstrøm fra drift. Nybyggingsprogram dekkes av løpende kontantstrøm.
- **Samsung Electronics** har netto kontanter tilsvarende 10% av egenkapital
- **Indosat** har netto gjeld på 1,1x årlig kontantstrøm fra drift
- **Vale** har netto gjeld på 13% av egenkapital etter emisjonen i juli tilsvarende et kvartal kontantstrøm fra drift
- **LG Electronics** har netto gjeld tilsvarende 77% av egenkapital og 0,7x årlig kontantstrøm fra drift. Justert for 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 et kvartals kontantstrøm. Det meste av gjelden ligger i tårnselskapet hvor Bharti eier 42%. Her er finansiering sikret.
- **Petrobras** har netto gjeld lik 23% av egenkapital og to kvartalers kontantstrøm
- **Hitachi** har netto gjeld tilsvarende 1,8x kontantstrøm fra drift. Selskapet har betydelige verdier i børsnoterte aksjer.

# SKAGEN Kon-Tiki: nøkkeltall pr. 30. september 2008

	Postens størrelse	Kurs	P/E 08E	P/E 09E	P/B siste	Kurs-mål	EK forr. 08E	Utbytte-avk. 08E
Elektrobras	8,9 %	24,1	8,0	6,9	0,3	70	4 %	7,1 %
Pride International	8,0 %	29,61	7,2	6,4	1,3	50	18 %	-
Samsung Electronics	7,7 %	371,5k	7,4	6,8	1,0	600k	13 %	2,7 %
Indosat	5,3 %	6100	13,6	10,2	2,0	10k	15 %	3,7 %
Banco Nossa Caixa	5,3 %	39,9	8,9	8,0	1,3	50	15 %	3,9 %
Cia Vale do Rio Doce	4,0 %	33	7,3	5,9	2,5	50	34 %	2,8 %
LG Electronics	3,9 %	47,5k	3,4	3,8	0,8	70k	23 %	2,5 %
Seadrill	3,5 %	119,5	10,9	8,0	2,3	170	21 %	12,6 %
Richter Gedeon Nyrt	3,5 %	31,1k	12,5	11,5	1,9	50k	15 %	2,1 %
Bharti Airtel	3,2 %	784,9	15,7	13,1	6,2	1000	40 %	-
Petroleo Brasileiro	3,2 %	35,1	8,8	7,8	2,4	50	27 %	3,4 %
Hitachi	2,9 %	718,0	19,9	10,3	1,1	1100	5 %	1,1 %
<b>Median topp 12</b>	<b>59,3 %</b>		<b>8,8</b>	<b>7,9</b>	<b>1,6</b>	<b>53 %</b>	<b>16 %</b>	<b>2,7 %</b>
<b>Median topp 30</b>	<b>84,3 %</b>		<b>7,7</b>	<b>7,0</b>	<b>1,3</b>	<b>61 %</b>	<b>19 %</b>	<b>2,6 %</b>



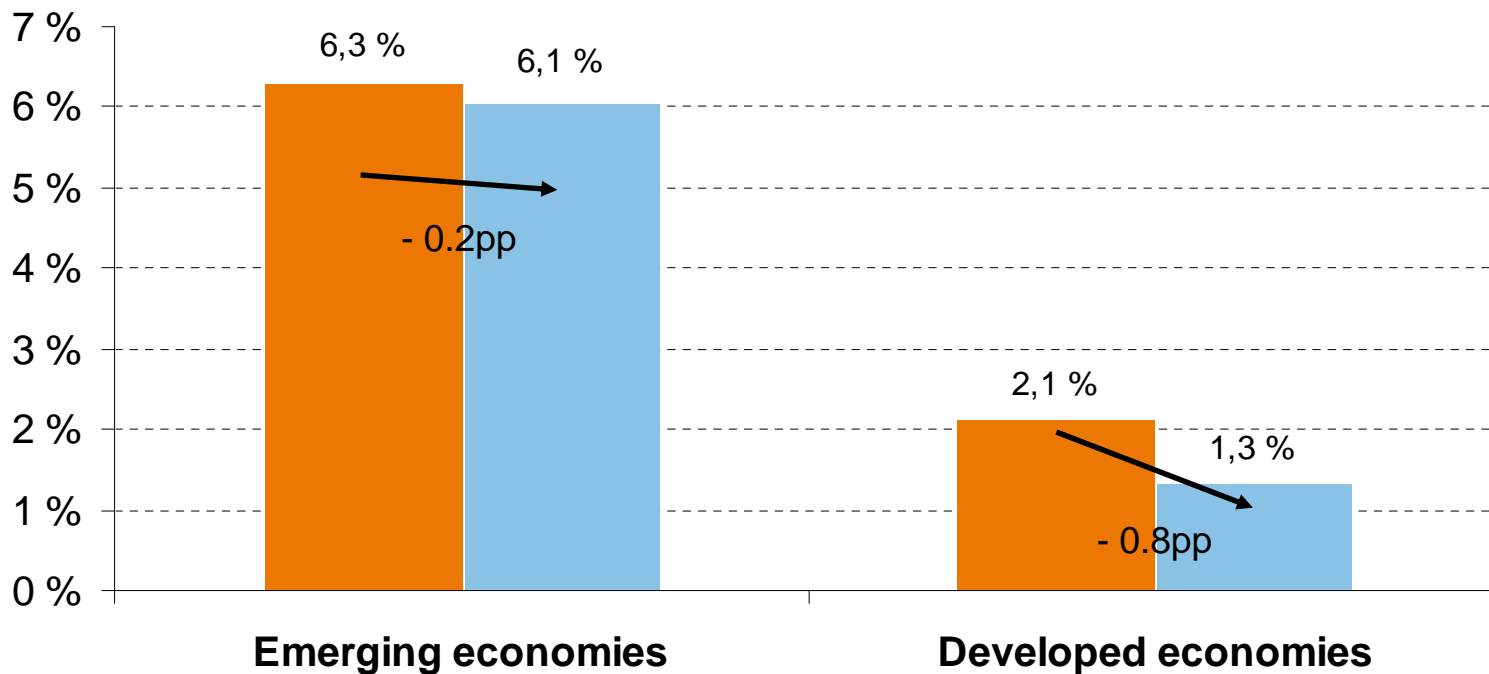
## Kommentarer til verdivurderingen av selskapene i SKAGEN Kon-Tiki

- For 2. kvartal var median vekst i fortjeneste pr. aksje for våre 12 største poster 44% mot 50% i 1. kvartal. Vi har gjennomgått våre estimater etter at de fleste selskaper nå har rapportert tall for 2. kvartal. For 2008 forventer vi nå en median vekst i fortjeneste pr. aksje på 37% for de 30 største selskapene i vår portefølje. Disse selskapene utgjør 84% av verdien i porteføljen. Vekstforventningen er klart høyere enn forventningene for globale vekstmarkeder generelt på 10%. For 2009 forventer vi en vekst for de samme selskapene på 13%.
- Våre 12 største poster som utgjør 59% av porteføljeverdien handles til en median P/E for 2008e på 8,8x mot 10,4x for et år tilbake og 9,2x ved inngangen til 2008. P/E for de 30 største selskapene for 2008e er 7.7x. Det er en betydelig rabatt i forhold til P/E for globale vekstmarkeder totalt sett på 9,9x.
- Median P/B for de 12 største poster ligger på 1,6x mot 2,2x for 12 måneder siden og ved inngangen til 2008. Dette er lavere enn globale vekstmarkeder generelt på 1,9x. For de 30 største selskapene er P/BV 1,3x.
- Vi ser i snitt en oppside på våre 30 største selskaper på 61% som da vil prises til en P/E for 2008e på 11,3x og P/B på 2,1x.

# Globale vekstmarkeder

# Vekstforventningene i globale vekstmarkeder har så langt holdt seg noenlunde stabile

## Change in GDP growth forecasts 2008

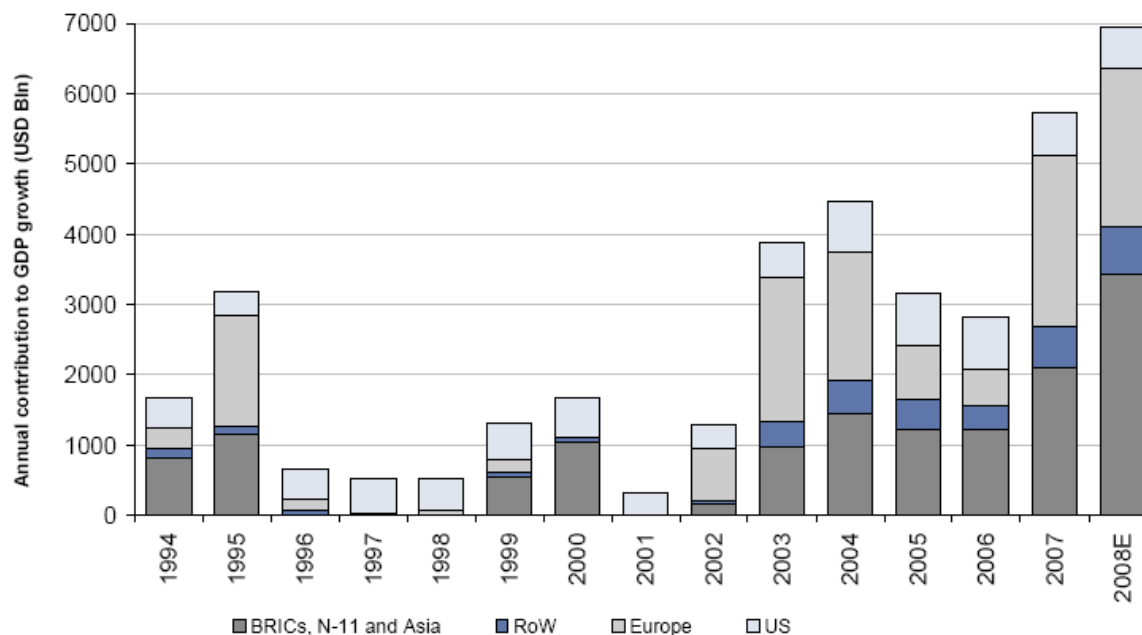


Source: JPMorgan Markets

■ December 2007 ■ September 2008

# Landene i globale vekstmarkeder forventes å bidra med mer enn 50% til global BNP vekst i 2008

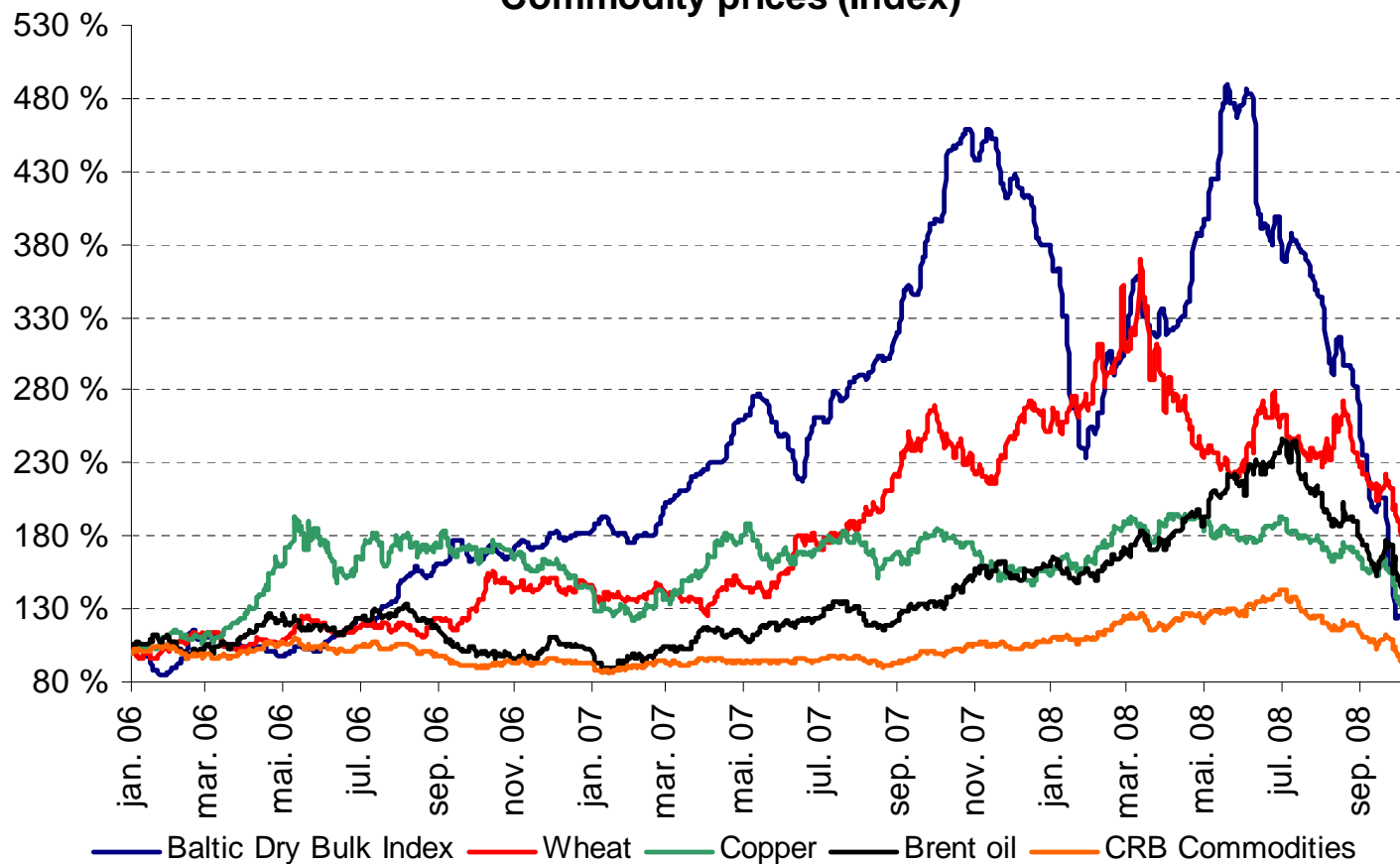
Regional contribution to incremental global GDP growth



Source: Goldman Sachs Economic Research estimates, ERWIN database.

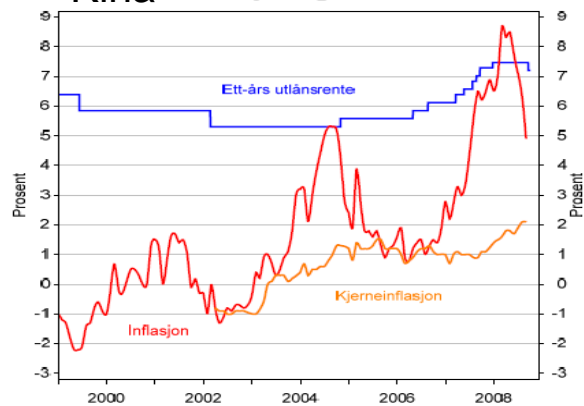
# Råvareprisene har falt kraftig – positivt for inflasjonsutsiktene spesielt i Asia

Commodity prices (Index)



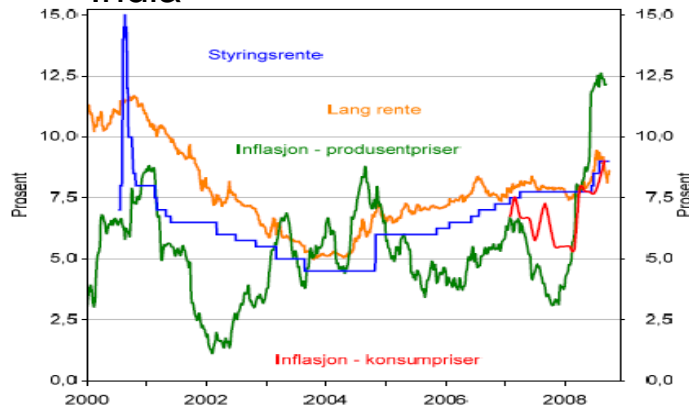
# Inflasjonen har toppet ut og er på vei ned i globale vekstmarkeder; en viktig katalysator

## Kina



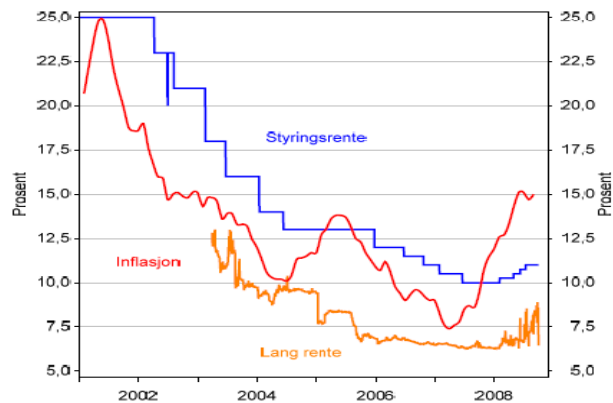
Kilder: EcoWin og Skagen

## India



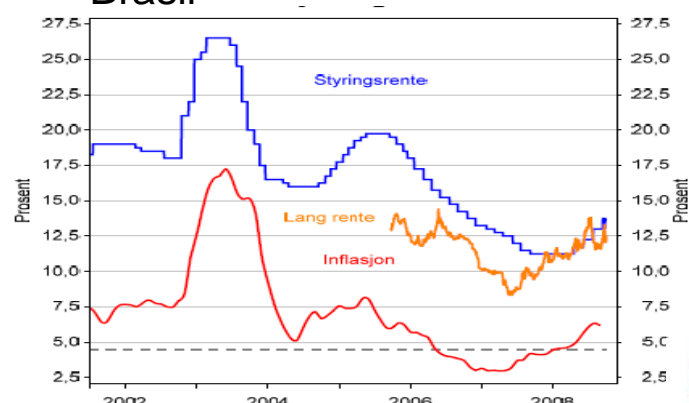
Kilde: EcoWin

## Russland



Kilde: EcoWin

## Brasil

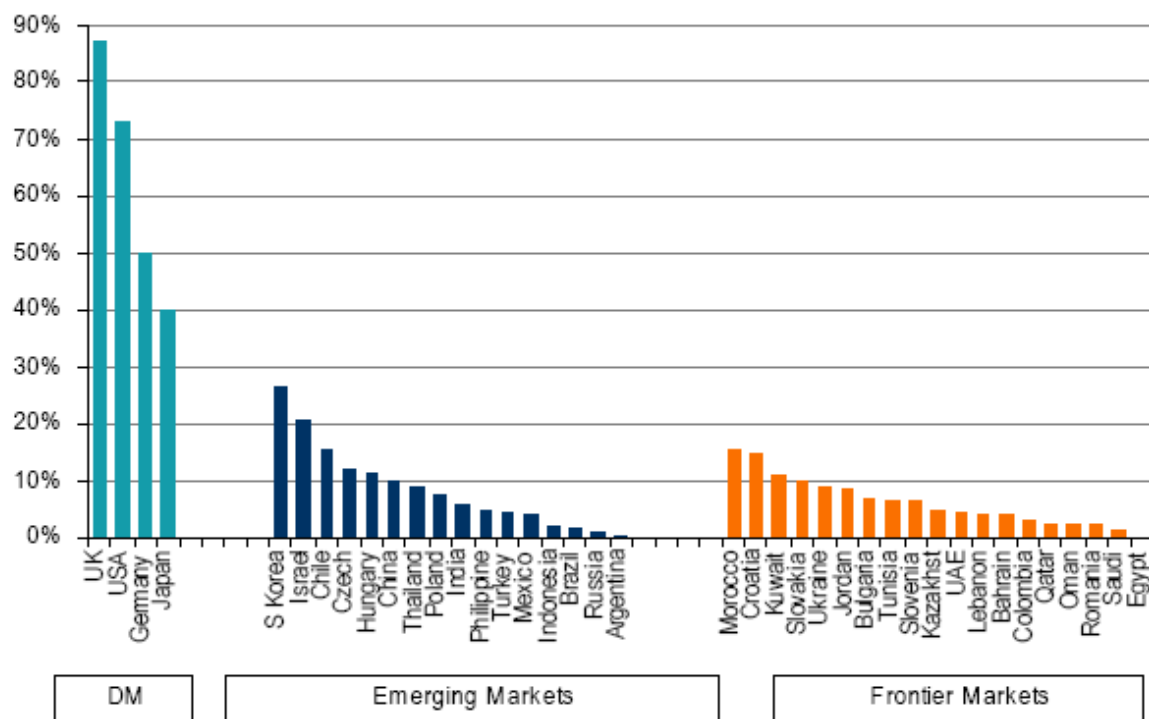


Kilde: EcoW



# Gjeldsetningen blant konsumentene i globale vekstmarkeder er mye lavere enn vestlige verden

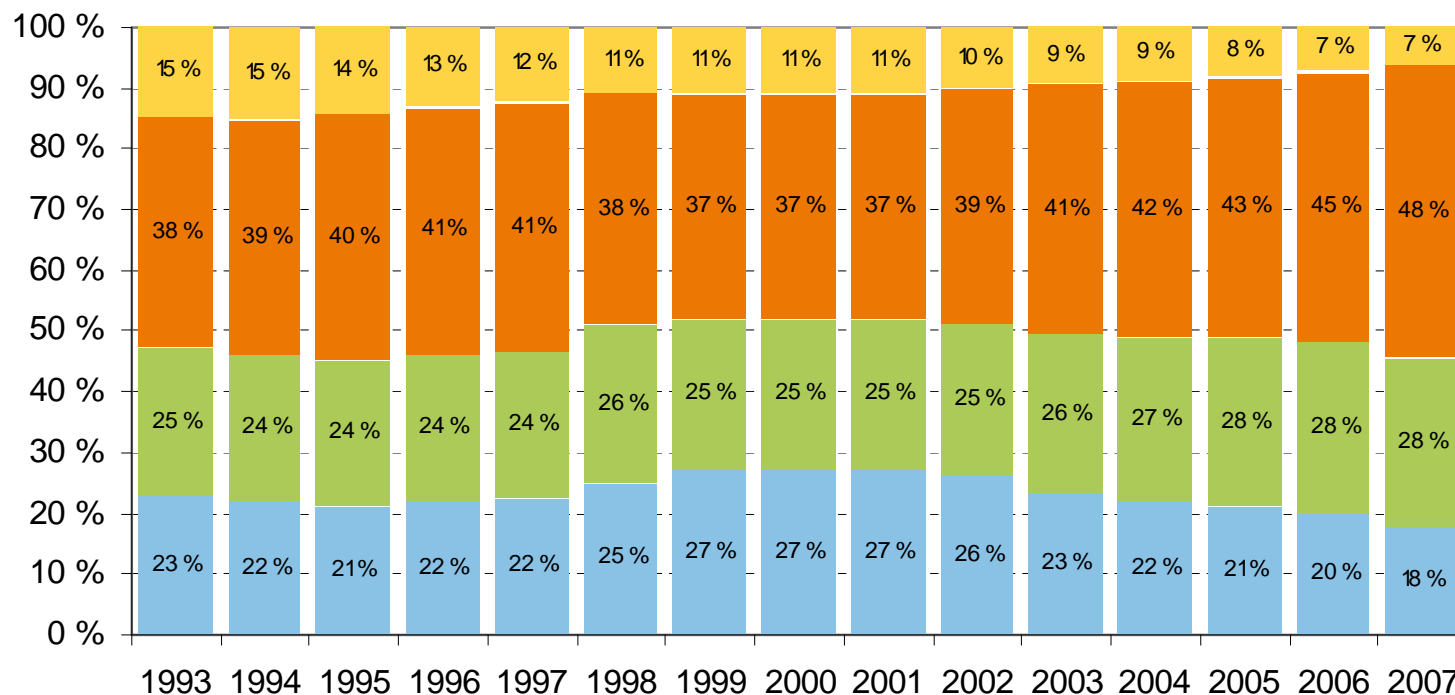
Mortgage penetration: mortgage loans as a percentage of GDP (%)



Source: Merrill Lynch calculations, Central Bank data, Data as of 2006.

## 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



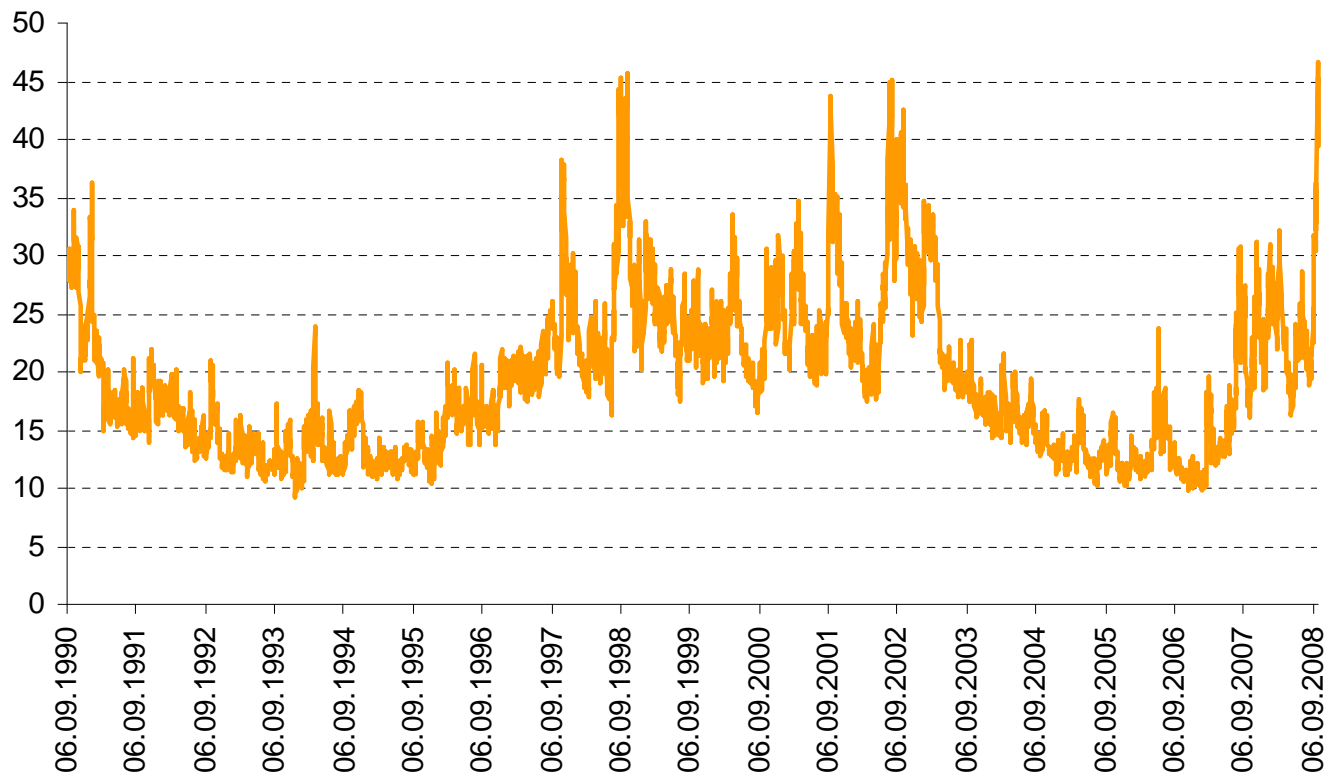
# Fortsatt dekobling av økonomiene i globale vekstmarkeder?

- 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

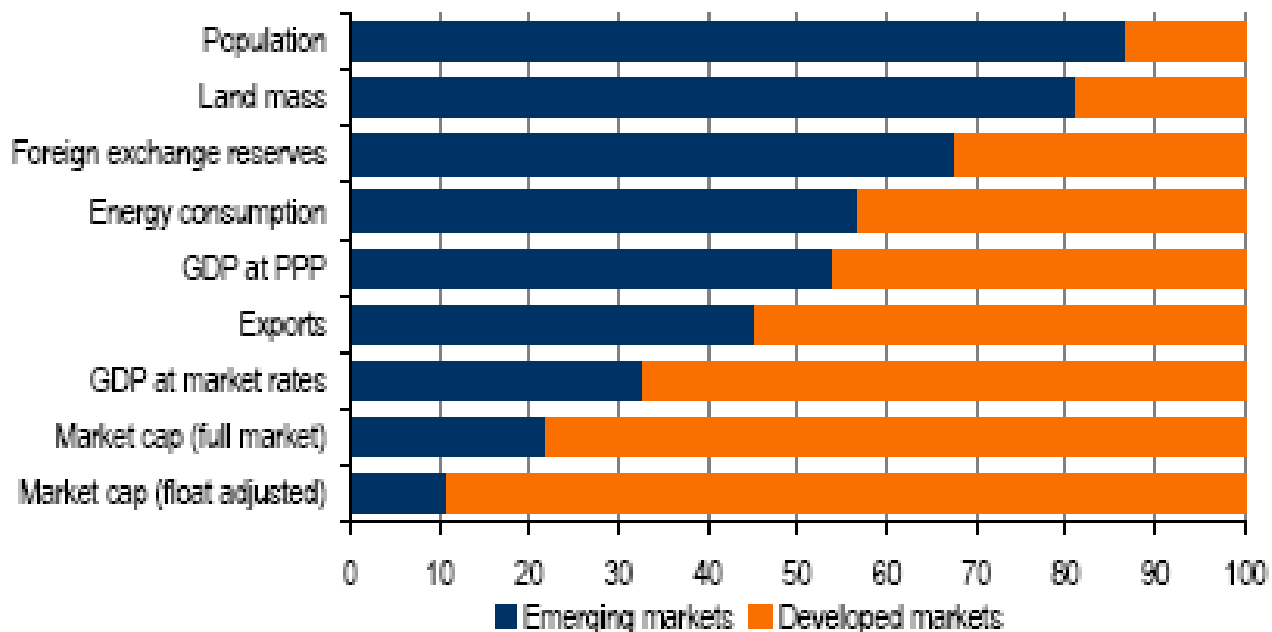
# Volatiliteten i aksjemarkedene er steget til historiske rekordnivåer; frykten er høy

VIX (volatility) Index on S&P 500



# Globale vekstmarkeder er underkapitalisert relativt til utviklede aksjemarkeder

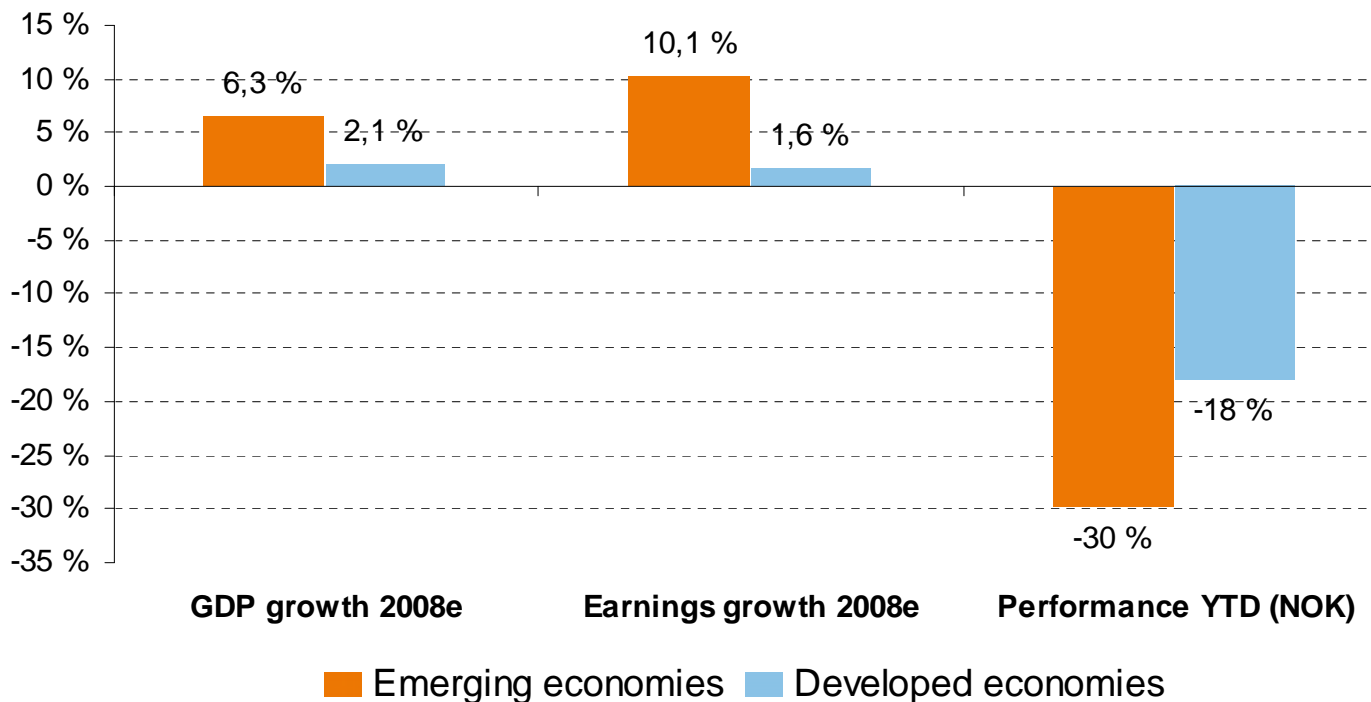
## Emerging economies as % of total world



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

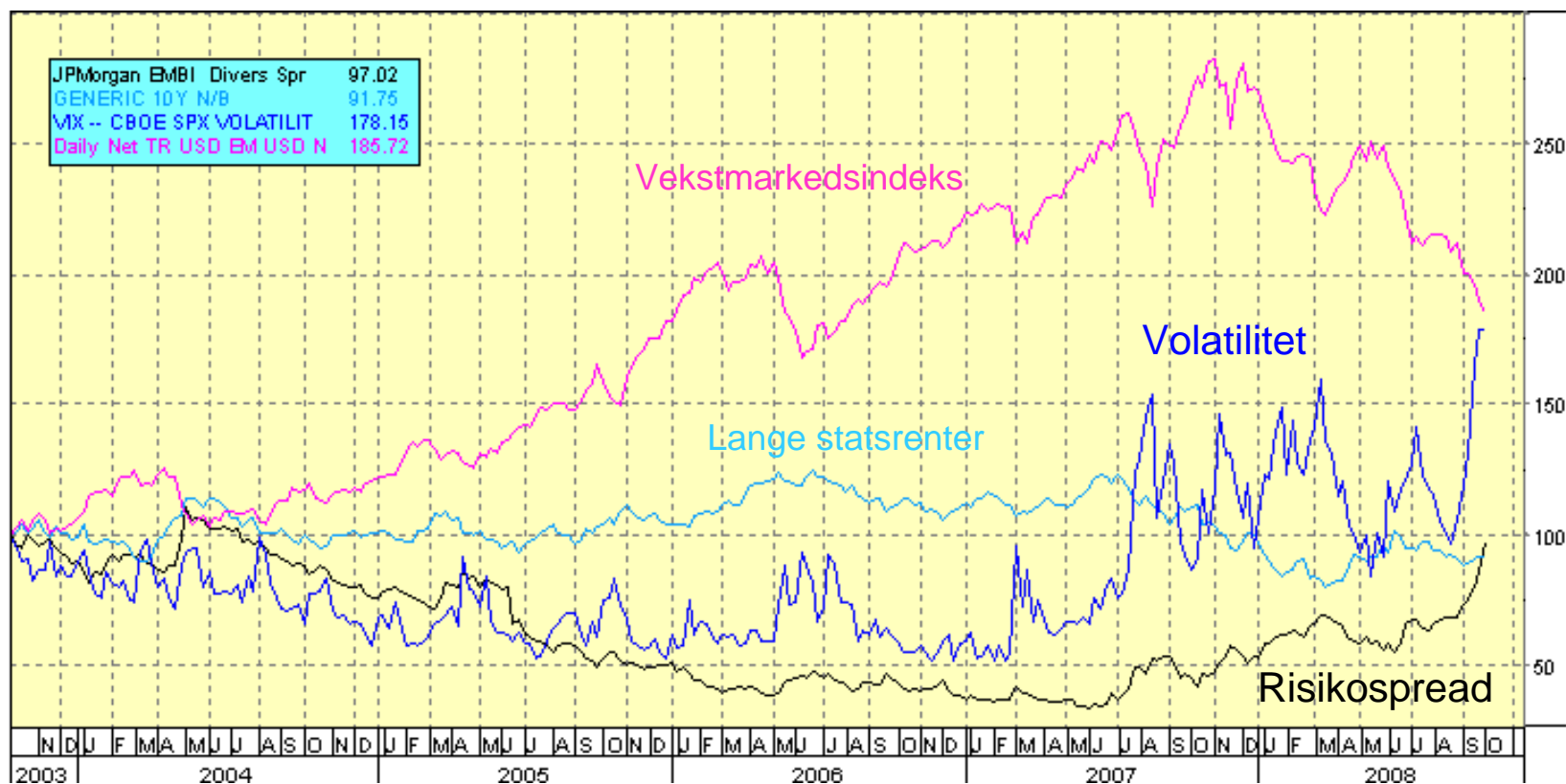
# Den relative kursutvikling for globale vekstmarkeder i år harmonerer ikke med fundamentale forhold

## Emerging- versus Developed markets performance

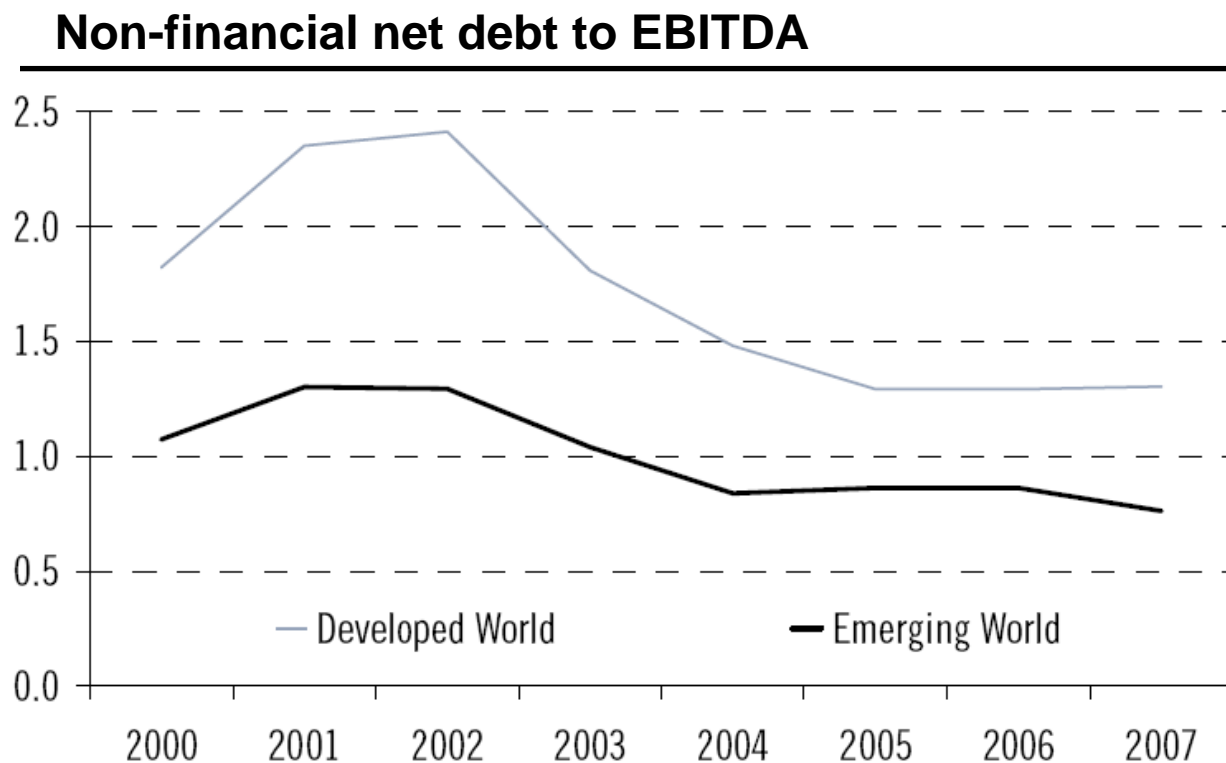


Source: JPMorgan Markets, Morgan Stanley

# Kanarifugler – ekstrem volatilitet, eksploderende risikopremier knuste vekstmarkedene tilbake til 2005/2006 nivå

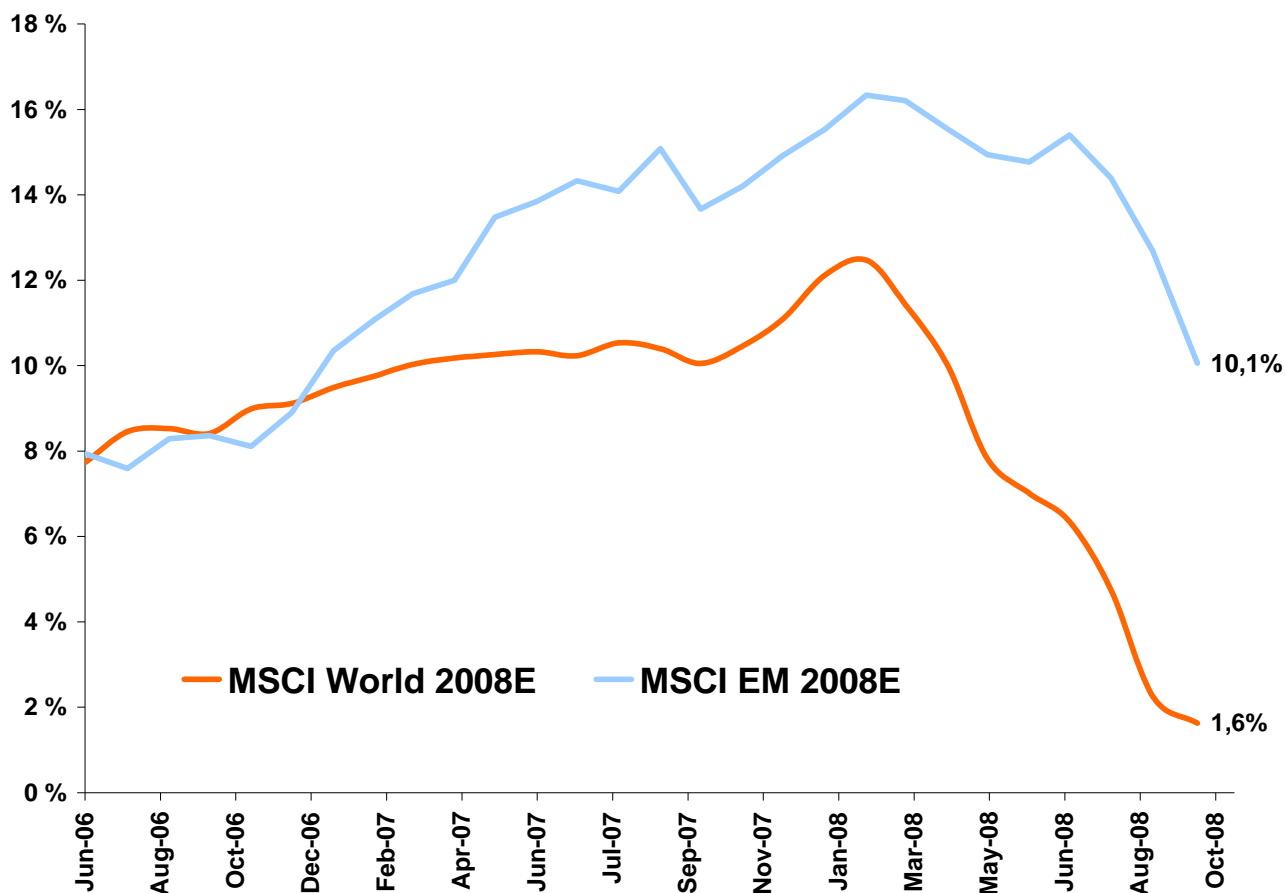


## Vesentlig lavere gjeldsetning blant selskaper i globale vekstmarkeder enn industrialiserte land



Source: Citi Investment Research

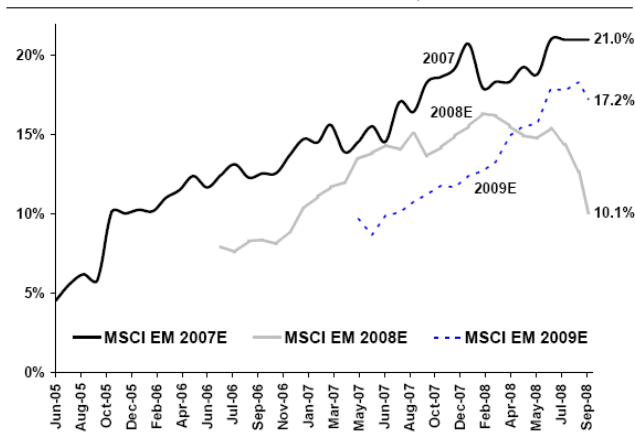
## Inntjeningsforventninger er fallende men fortsatt noenlunde gode i globale vekstmarkeder





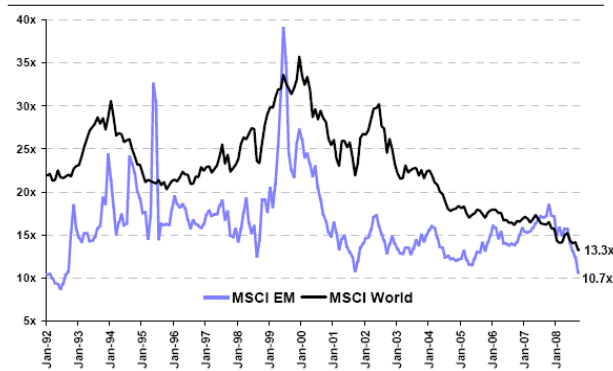
# Inntjeningsforventninger og verdivurdering

Consensus EPS Growth MSCI EM, 2007e & 2008e



e = IBES Aggregates estimate. Source: IBES, FactSet, Morgan Stanley Research.

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



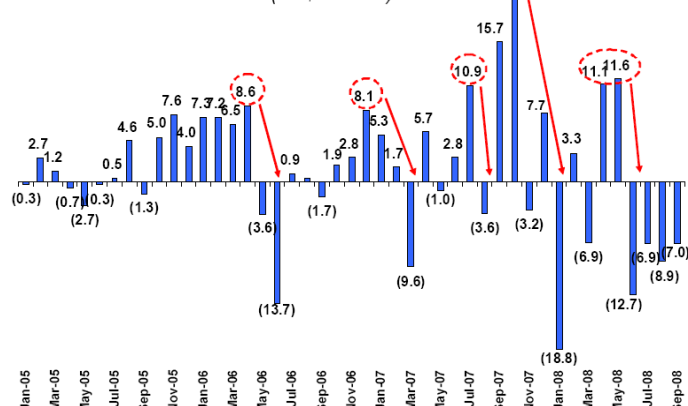
Source: MSCI, FactSet, Morgan Stanley Research. Data as of Oct 01 2008.

- 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 10% er betydelig høyere enn vestlige markeder på under 2%
- Fra å være handlet med en premie på 10% målt på historisk inntjening handles globale vekstmarkeder nå med en P/E rabatt på 20% 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 9,9x mot et snitt for 1992-2007 på 13x og en P/E for industrialiserte markeder på 11,2x.

# Store uttak fra globale vekstmarkedsfond de siste måneder

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

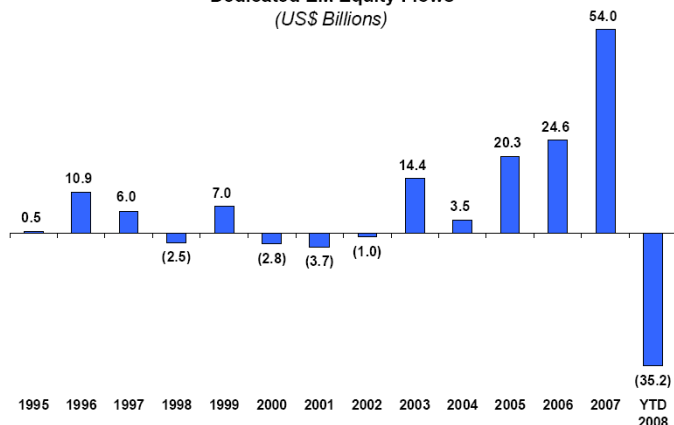
Dedicated EM Equity Flows - Monthly  
(US\$ Billions)



Source: EPFR Global. Both US and non-US domiciled funds. All Dedicated EM: GEM, Asia ex JP, LatAm, EMEA. (\*) August figures restated. Monthly numbers restated based on consolidated data provided by EPFR Global (do not necessarily add to weekly flows).

YTD outflows amount to 30% of all inflows during 2003-2007 period

Dedicated EM Equity Flows  
(US\$ Billions)



Source: EPFR Global. Both US and non-US domiciled funds. All Dedicated EM: GEM, Asia ex JP, LatAm, EMEA. (\*) August figures restated. Monthly numbers restated based on consolidated data provided by EPFR Global (do not necessarily add to weekly flows).

- 36 mrd. USD i netto uttak av globale vekstmarkedsfond siden mai er betydelig i historisk målestokk
- Netto uttak hittil i år tilsvarer nær totalt netto tegning for 2005 og 2006 til sammen
- Det store uttak fra globale vekstmarkedsfond er et resultat av "flukt til sikkerhet" og vi tror dette er en avgjørende årsak til den svake relative utviklingen for aksjer i vekstmarkedene siden mai

## Sør-Korea omklassifisert til utviklet marked av FTSE

- FTSE Index har omklassifisert Sør-Korea til utviklet marked med virkning fra september 2009. Sør-Korea er verdens 13. største økonomi, og har vært ventet en stund.
- SKAGEN Kon-Tiki har en vekt i Sør-Korea på 14,5% hvor Samsung Electronics og LG Electronics vekter henholdsvis 7,6% og 3,9% eller totalt 79% av vår portefølje av Sør-koreanske aksjer.
- FTSE er en lite anvendt indeks i forhold til MSCI og omklassifiseringen vil ha liten praktisk betydning. Men, MSCI følger sannsynligvis etter.
- **Hvordan vil dette påvirke våre investeringer?**
  - De større selskapene i Sør-Korea vil bli positivt påvirket av dette da de vil få en betydelig vekt i en indeks med klart større investert kapital enn globale vekstmarkeder
  - Mindre og høyt verdsatte selskaper kan oppleve et salgspress, da disse vil få liten eller ingen vekt i det globale indeks
  - SKAGEN Kon-Tiki har mandat til alle globale markeder, aktivitet teller mer enn noteringssted

## Hvorfor være investert nå ?

- Lav Risiko (selv om avisene sier noe annet)
- 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 i september gitt et sterkt fallende globalt vekstmomentum.
  - Kredittkrisen sprer seg nå hurtig til realøkonomien
- **Den svake utviklingen i september har gitt billige selskaper**
  - Igjen betydelig rabatt mot industrialiserte land – og billigst noen gang innen sin egen historikk
  - Fortsatte nedjusteringer av inntjeningen vil etter hvert minske som følge av lave valutaer.
  - Fallende råvarepriser gir større handlekraft til å stimulere økonomien i viktige land som Kina, Korea og India.
  - 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

# Banrisul (BRSR6 BS) 5,60 BRL



- Regional sparebank basert i Rio Grande do Sul. 20. største bank i Brasil. Lokale stat eier 53%. Fri flyt er 43%.
- Har over 2,9 mill. kunder fordelt på 700 filialer/servicesentre. Ca. 30% av statens befolkning med bankkonto har kundeforhold.
- Har 31% av filialer, 32% av innskudd og 18% av utlån i staten
  - Lån: privat 35%, bolig 9%, industri 22%, handel/service 24%, annet 10%
  - Private lån hovedsakelig lønnslån (71%). 74% av næringslån generelle
- Børsnotert i juli 2007. 174 mill. aksjer til kurs på 12 BRL (67 mill. nye). "Level 1" selskapsledelse og notert på "Novo Mercado".
- Innlånsdekning 184% og 22% Basel kapitaldekning (2x lovkrav). A+ rating (oppgradert i mai). NPL 3,2% med 287% dekning. Fallende misligholdsgrad men stigende tap. All likviditet i BRL (mest stat).
- **Doblingskandidat; og da fortsatt billig gitt vekst/avkastning**
- **Triggere:**
  - Fallende inflasjon vil gi rentefall som vil a) stimulere utlånsvekst, b) bedre sikkerhet i lånebok og c) redusere avkastningskrav
  - Sektorkonsolidering i gang; svært interessant for en av de store bankene
  - Sterk vekst; utlån +12% QoQ og 45% YoY i 2Q 2008 - vil stimulere RoE
  - Minimal analysedekning; de 2 tilretteleggerne og 1 lokal analytiker
- **Risiko:** kostnader, marginfall, mislighold

## Nøkkeltall:

Børsverdi:	BRL 2,3 mill. NOK 6,8 mrd.
Antall aksjer:	409,0 mill.
P/E (08e):	4,3x
Pris/Bok:	0,8x
RoE (08e):	20%
Utbytteavk:	10,7%

# Efes Breweries International (EBID LI) 18,0 USD



- Internasjonale bryggerivirksomhet i Anadolu Efes (eier 70,2%)
- 12 bryggerier med 28,3 mill hl. kap. (23,8 mill. på 100% basis).
  - Russland; #4 med 9%. 20,2 mill hl. kapasitet (75 liter pr. kapita)
  - Kazakhstan; #2 med 26%. 2,7 mill. hl. kapasitet (34 liter pr. kapita)
  - Moldova; 73% markedsandel, 1,7 mill. hl kapasitet (32 liter pr. kapita)
  - Serbia; #3 med 13%. 2.9 mill hl. kap. (32 liter pr. kapita). 28% eid
  - Georgia; #1 med 42%. 0,8 mill. hl. Kapasitet (19 liter pr. kapita)
- Russland utgjør c. 80% av volum, salg og EBITDA. Fusjon med Heineken i Kazakhstan og Serbia.
- Utnyttelse på kun 60% utvanner margin. EBITDA margin på 23% (som 2005/2006) reduserer EV/EBITDA til 4,3x.
- Nytt malthus (nå 5) øker selvforsyningsgrad fra 65 til 85%
- Netto gjeld på 614 mill. USD eller 3,4x EBITDA 2008
- EV/hl. på 58 USD mot Carlsbergs BBH kjøp i 2008 til +400 USD
- Klart billigere enn Carlsberg og sektoren (8-9x EBITDA for 2009e)
- **Triggere:**
  - Fusjon med Heineken i Russland etter samarbeid i andre land
  - Marginoppgang; bedre utnyttelsesgrad, fall i råvarepriser, synergier
  - Innfusjonering i Anadolu Efes på grunn av dårlig likviditet i aksjen
- **Risiko:** politisk, råvarepriser

## Nøkkeltall:

Børsverdi:	USD 761 mill. NOK 4,3 mrd.
EV:	USD 1375 mill.
Antall aksjer:	42,3 mill.
P/E (09e):	9,1x
EBITDAx (09e):	5,6x
Pris/Bok:	0,8x
RoE (09e):	9%
Utbytteavk:	0,0%



# Sistema (SSA LI) 13,49 USD



JOINT-STOCK FINANCIAL CORPORATION  
**SISTEMA**

- Vekstfokuset konsumorientert konglomerat med CEE fokus kontrollert av oligarken Vladimir Evtushenkov som eier 62%.
  - 52,8% av børsnoterte MTS; ledende mobiloperatør i Russland (36% andel), Ukraina og CIS med 91 mill. abonnenter. 65% av NAV
  - 51% av børsnoterte Comstar (telefon, internett). 7% av NAV
  - 70% av børsnoterte Sistema HALS (eiendom). 1% av NAV
  - 74% av børsnoterte Sitronics (IT/teknologi). 3% av NAV
  - Andeler i 6 mindre børsnoterte oljeselskaper. 6% av NAV
  - Ikke-noterte verdier: handel, telecom, bank, media. 20% av NAV
  - Har 75% andel av mobillisens i India (Shyam Telelink)
- God historikk på oppkjøp, salg og restruktureringer. Vil øke andel ikke-børsnotert verdier fra 20% til 50%.
- 52% substansrabatt gir implisitt negativ verdi på unoterte og 49% rabatt på børsnoterte aktiver. Burde være kontrollpremie.
- 1,1 mrd. USD i netto gjeld i holdingselskapet (8% av verdier). Godt finansiert.
- **Triggere:**
  - Restrukturering av telekom synliggjør verdier
  - Oppsplitning av selskapet (børs/privat) og salg av aktiviteter
  - Tilbakekjøp; stor rabatt og god soliditet gjør dette attraktivt
  - Oppkjøp; stor rabatt gjør at Evtushenkov har sterkt insentiv
- **Risiko:** selskapsledelse, regulatorisk, India investeringer

## Nøkkeltall:

Børsverdi:	USD 6,5 mrd. NOK 36,4mrd.
Antall aksjer:	482,5 mill.
1 GDR=	20 aksjer
P/E (08/09e):	4,5x
Pris/Bok:	0,9x
ROE (08/09e):	20%
Utbytteavk:	1,9%











**SKAGEN**  
Fondene




*Established, publicly-held companies*

<b>Telecoms</b>	<b>Technology</b>	<b>Real Estate</b>
 <ul style="list-style-type: none"> <li>• Wireless</li> <li>• GSM</li> <li>• Fixed-line</li> <li>• ILEC &amp; CLEC</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>• Telecom solutions</li> <li>• IT solutions</li> <li>• Microelectronic solutions</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>• Class A offices</li> <li>• Class A retail</li> <li>• Premium residential housing</li> </ul>

*Fast-growing, privately-held companies*

<b>Banking</b>	<b>Media</b>	<b>Retail</b>	<b>Health Care</b>	<b>Radar &amp; Aerospace</b>	<b>Travel</b>	<b>Pharma</b>
 <ul style="list-style-type: none"> <li>• Corporate banking</li> <li>• Retail banking</li> <li>• Leasing</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>• Pay-TV</li> <li>• Content</li> </ul>  <p>Movie production</p>	 <p>Toys &amp; children goods retailer</p>	 <p>Private health care facilities</p>	 <p>Radar and communication solutions for B2G and B2B</p>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>• Tour operator</li> <li>• Hotels</li> <li>• Retail</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>• Manufacturing</li> <li>• Distribution</li> </ul>

*Strategic projects*

<b>Telecoms</b>	<b>Oil &amp; Petrochemicals</b>
 <p>Wireless in India    CDMA    Long-distance</p>	 <p>25%+ stakes (Bashkiria, Russia)</p>

## Sistema sum-of-parts valuation

Asset	Activity	Holding	Valuation	Value (USDm)	%	Per share
Mobile TeleSystems	Mobile operator	52,8 %	Market value	9 639	65 %	20,0
Comstar UTS	Fixed line/Internet	51,0 %	Market value	1 023	7 %	2,1
Other telecom assets	Fixed and mobile	-	Fair value	1 105	7 %	2,3
Sistema Hals	Real estate	78,0 %	Market value	182	1 %	0,4
Sitronics	Technology/IT	64,0 %	Market value	415	3 %	0,9
Concern RTI Systems	Aerospace	100,0 %	10x EBITA 2008e	400	3 %	0,8
Detsky Mir	Children stores	75,0 %	10x EBITDA 2008e	190	1 %	0,4
Intourist	Travel agent	65,1 %	7x EBIT 2008e	182	1 %	0,4
Sistema Mass Media	Pay-TV	100,0 %	Fair value	200	1 %	0,4
Banking	Two banks	-	P/BV 1,5x	576	4 %	1,2
Medsis	Medical centers	67,0 %	1x sales 2008e	60	0 %	0,0
Energy	6 listed companies	-	Market value	904	6 %	1,9
Net debt (-)	Holding company	-	2Q 2008	-1 108	-	-2,3
<b>Total</b>	-	-	-	<b>13 769</b>	-	<b>28,4</b>
<i>Listed assets less debt</i>	-	-	-	<i>11 551</i>		<i>23,9</i>
<i>Non-listed assets</i>	-	-	-	<i>2 218</i>		<i>4,1</i>

# 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;** Hitachi, Yazicilar Holding, Samsung Electronics

- **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.