

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

September 2008,
Krakk!

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 september 2008



SKAGEN Vekst i september	-20,0 %
Oslo Børs i september	-25,2 %
SKAGEN Vekst hittil i år	-31,8 %
Oslo Børs hittil i år	-35,1 %
Fondets norske aksjer hittil i år	-34,7 %
Fondets globale aksjer hittil i år	-26,6 %
Andel norske aksjer	53,8 %
Andel utenlandske aksjer	46,2 %
Kontanter 30/9	-2,6 %

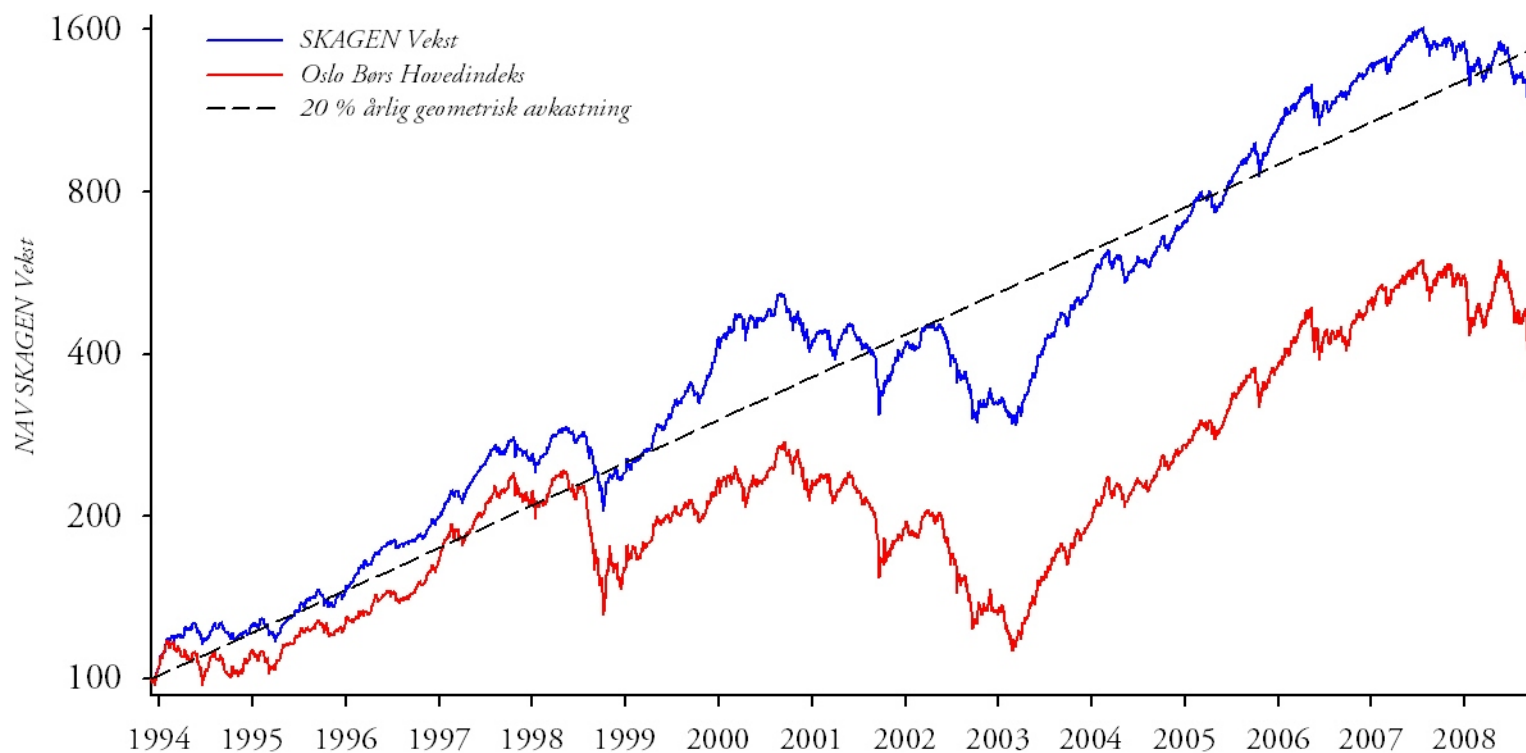
Resultater pr 30. september 2008 i NOK

	3.kvartal	Hittil i år	Siste 3 år	Siden oppstart*
SKAGEN Vekst	-25,5 %	-31,8 %	1,8 %	17,1 %
Oslo Børs Hovedindeks	-31,3 %	-35,1 %	-1,0 %	9,1 %
Meravkastning	5,8 %	3,4 %	2,8 %	8,0 %
Verdensindeks (NOK)	-1,7 %	-17,6 %	-2,6 %	7,6 %
Meravkastning	-23,7 %	-14,2 %	4,4 %	9,5 %

*01. desember 1993

Alle avkastningstall utover 12 måneder er annualisert (geometrisk avkastning)

Kursutvikling SKAGEN Vekst



Oppdatert pr 30 September 2008

Alle avkastningstall er etter forvaltningshonorar

Resultater delporteføljer i NOK

	3.kvartal	Hittil i år	Siste 3 år
Norsk del av SKAGEN Vekst	-31,0 %	-34,7 %	-1,3 %
Oslo Børs Hovedindeks	-31,3 %	-35,1 %	-3,0 %
Meravkastning	0,3 %	0,4 %	1,6 %
Global del av SKAGEN Vekst	-17,1 %	-26,6 %	27,2 %
Verdensindeks (NOK)	-1,7 %	-17,6 %	-7,5 %
Meravkastning	-15,4 %	-9,1 %	34,8 %

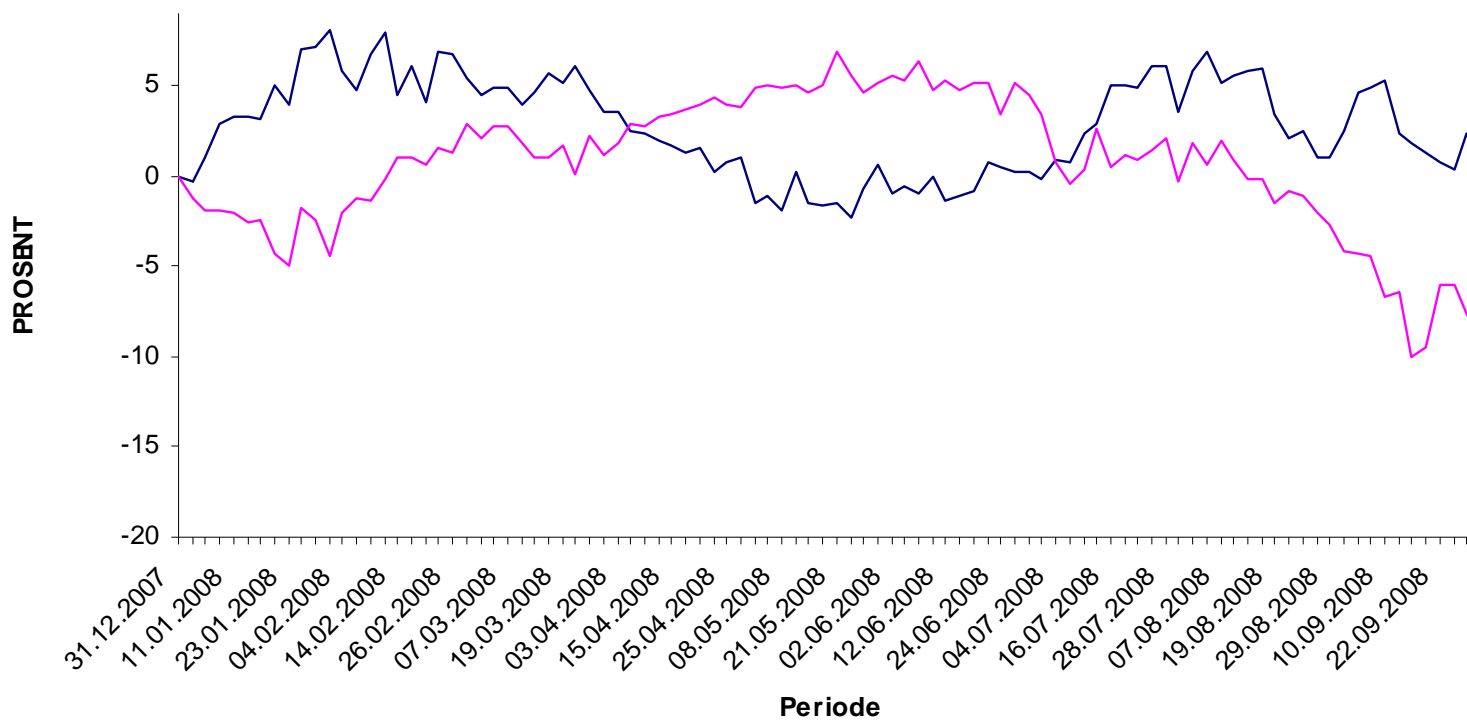
Avkastningstall er brutto (eks. forvaltningshonorarer, agio/disagio og netto rente)

Alle avkastningstall er oppdatert per 30. september 2008.

SKAGEN Vekst

Relativ prestasjon Norge/utland hittil i 2008

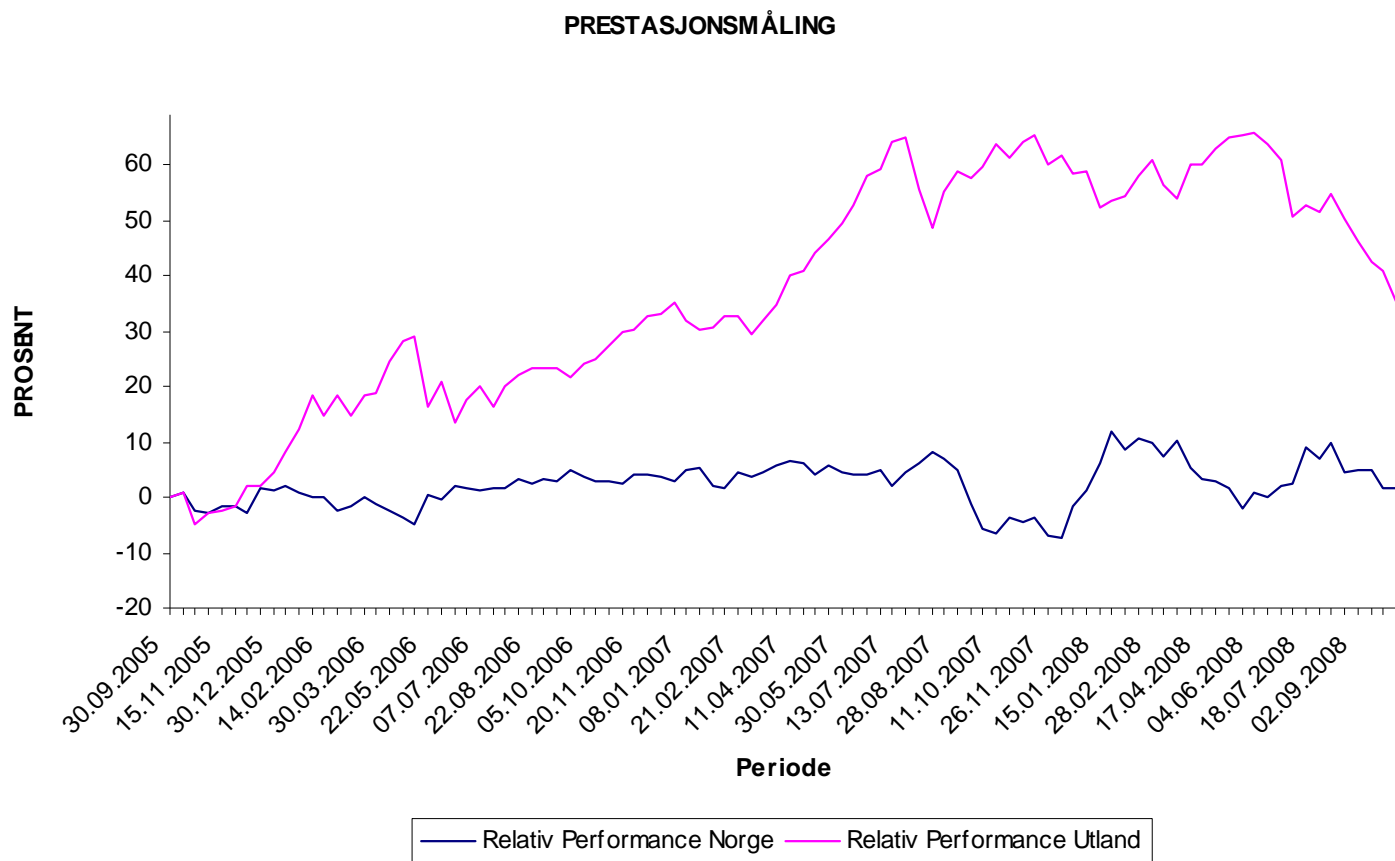
PRESTASJONSMÅLING



— Relativ Performance Norge — Relativ Performance Utland

SKAGEN Vekst

Relativ prestasjon Norge/utland siste 3 år



Største bidragsytere i 3. kvartal 2008

• Sabanci Holding	+ 17	• Yara	- 185
• Pfizer	+ 16	• Bonheur	- 145
• DSG International	+ 13	• Pride International	- 129
• Chiquita Brands	+ 10	• Ganger Rolf	- 109
• Air France KLM	+ 9	• Petrobras	- 104
• Yapi Kredi Bank	+ 8	• StatoilHydro	- 95
• Dof Subsea	+ 7	• Lerøy Seafood Group	- 83
• Royal Caribbean Cruises	+ 4	• Norsk Hydro	- 78
• Charoen Pokphand Foods	+ 4	• Stolt-Nielsen	- 76
• Mahindra & Mahindra	+ 4	• Solstad Offshore	- 66

• **Sum verdiskapning i 3. kvartal: - 2 424 MNOK**

• **Tall i millioner kroner**

Største bidragsytere hittil i 2008

• Nabors Industries	+ 24	• Stolt Nielsen	- 143
• Fast Search & Transfer	+ 21	• Solstad Offshore	- 130
• Eletrobras	+ 19	• Lerøy Seafood Group	- 105
• Deep Ocean	+ 15	• Wilh Wilhelmsen	- 95
• Hercules Offshore	+ 13	• Bonheur	- 91
• Nutreco Holding	+ 12	• Ganger Rolf	- 81
• Scorpion Offshore	+ 8	• Dof	- 79
• Axis-Shield	+ 8	• Norske Skog	- 75
• Odfjell Invest	+ 5	• LG Corp	- 70
• Furukawa Electric	+ 4	• Norwegian Air Shuttle	- 69

- **Sum verdiskapning hittil i 2008: - 3 375 MNOK**
- **Tall i millioner kroner**

Endringer i 3. kvartal

Kjøpt

- Norwegian Property
- Royal Caribbean Cruises

Solgt

- Premuda (ut)
- Nabors Industries
- Old Mutual

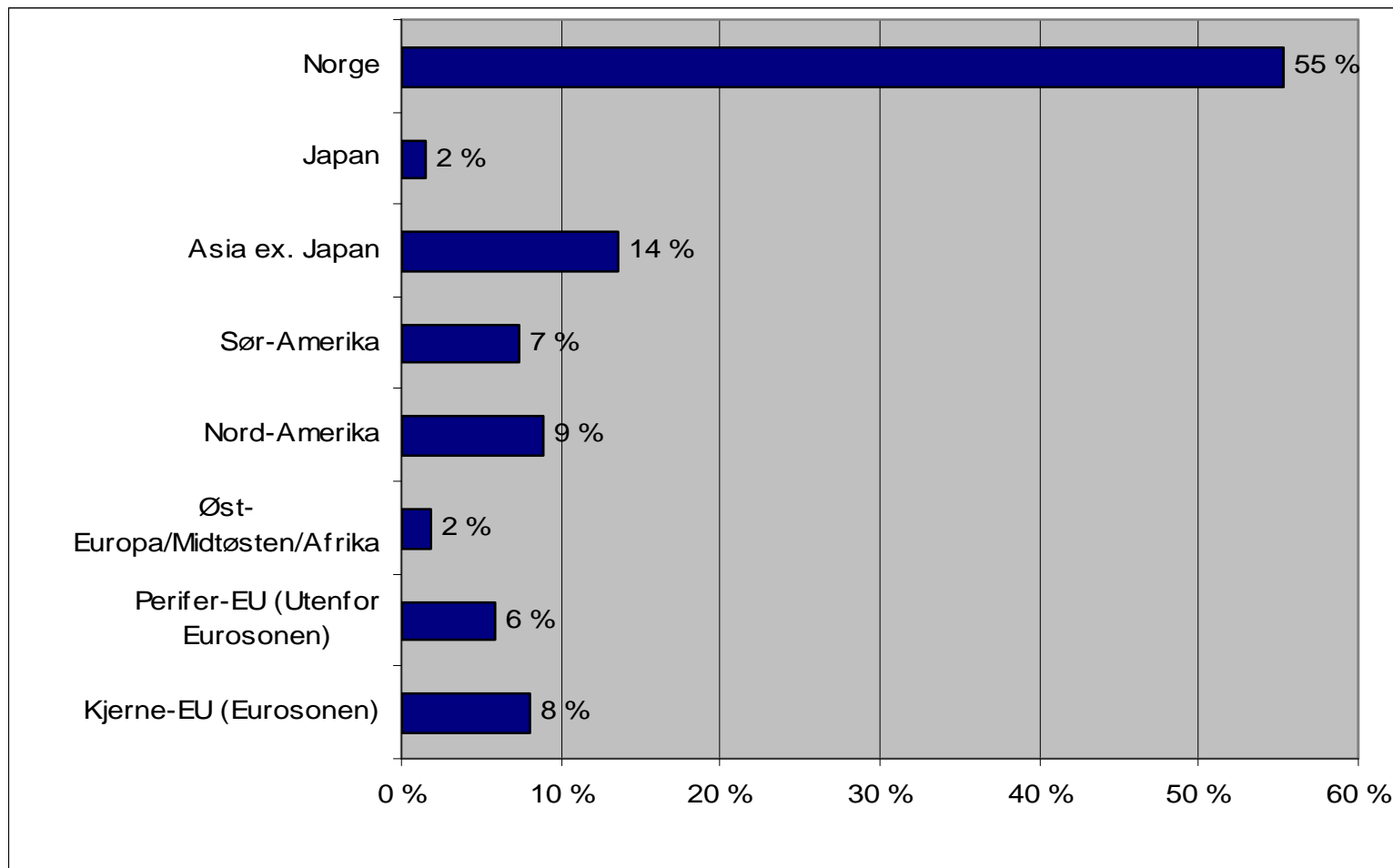
Netto endringer > NOK 20 millioner

SKAGEN Vekst

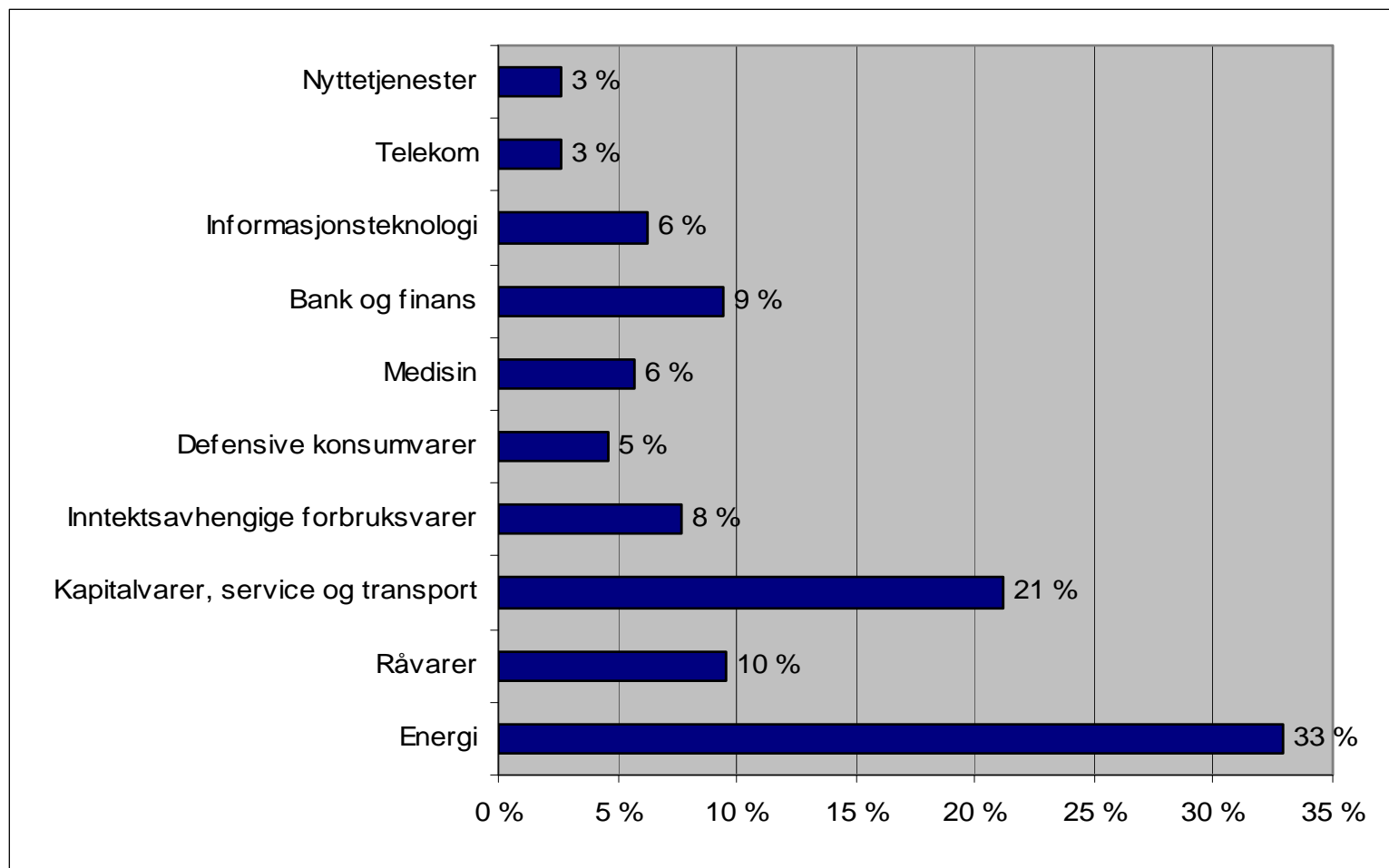
12 største poster pr. 30. september 2008

	Postens størrelse	Kurs	P/E 07	P/E 08E	P/E 09E	P/B siste	Kurs- mål
Pride International	3,9 %	29,6	12,0	8,0	7,1	1,3	50
StatoilHydro	3,7 %	138,9	10,1	6,6	7,7	2,5	250
Kongsberg Gruppen	3,3 %	300,0	18,5	12,5	8,6	3,2	500
Petrobras	3,2 %	35,1	14,3	10,0	8,4	2,4	50
Bonheur	3,0 %	159,5	4,3	4,3	5,1	1,2	350
Samsung Electronics	2,8 %	371,5k	8,5	7,4	6,8	1,0	600k
Elektrobras	2,6 %	24,1	12,1	8,0	6,9	0,3	65
Ganger Rolf	2,6 %	140,0	4,1	3,8	4,5	1,1	320
Solstad Offshore	2,5 %	87,0	3,3	5,4	4,4	0,9	180
LG Corp	2,5 %	60,9k	12,7	7,5	7,0	1,8	100k
DOF	2,4 %	41,0	6,2	7,5	6,2	1,1	80
Yara International	2,2 %	203,0	9,9	4,1	4,1	2,1	500
Median	34,5 %		10,0	7,4	6,8	1,3	88 %

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 30. september)

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

Markeder i 3. kvartal 2008 i NOK

Venezuela	18 %	Kina (lokal)	-11 %
Tyrkia	13 %	Thailand	-11 %
USA (S&P 500)	5 %	Kina (Hong Kong)	-12 %
India	1 %	Singapore	-12 %
Sveits	1 %	Sør-Korea	-12 %
USA (Nasdaq)	0 %	Belgia	-13 %
Verdensindeksen	-2 %	Indonesia	-14 %
Japan	-3 %	Danmark	-15 %
Hong Kong	-5 %	Sør-Afrika	-15 %
Spania	-6 %	Vekstmarkedsindeksen	-16 %
Frankrike	-6 %	Finland	-16 %
Tyskland	-6 %	Estland	-17 %
Polen	-6 %	Taiwan	-17 %
Ungarn	-7 %	Nederland	-20 %
Mexico	-8 %	SKAGEN VEKST	-25 %
Canada	-10 %	Brasil	-27 %
Storbritannia	-10 %	Østerrike	-27 %
Sverige	-10 %	Norge (OSEBX)	-31 %
Italia	-10 %	Rusland	-39 %

Hva skjedde?

Tillitskrise

Systemkrise

Reprising av penger

Bankkollaps

Råvarpriser
stuper

Utilstrekkelige
krisepakker

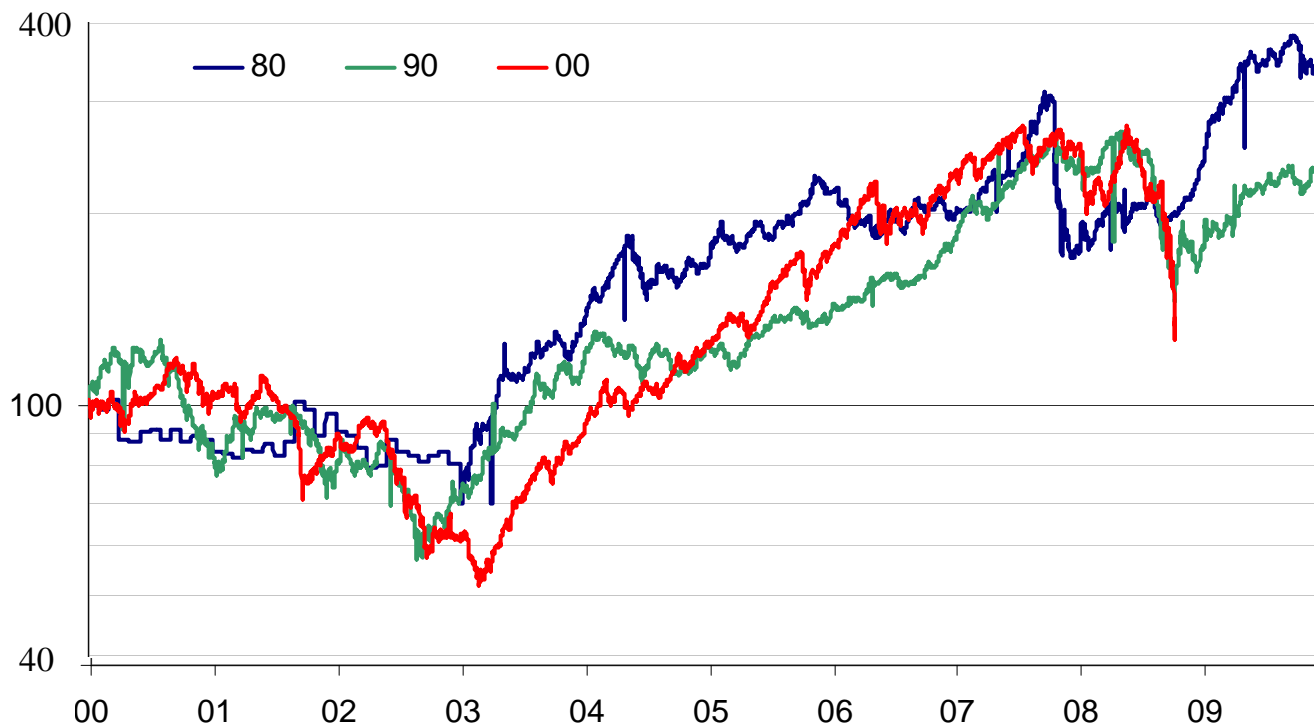


Fraktrater
stuper

Aksjemarkedet stuper

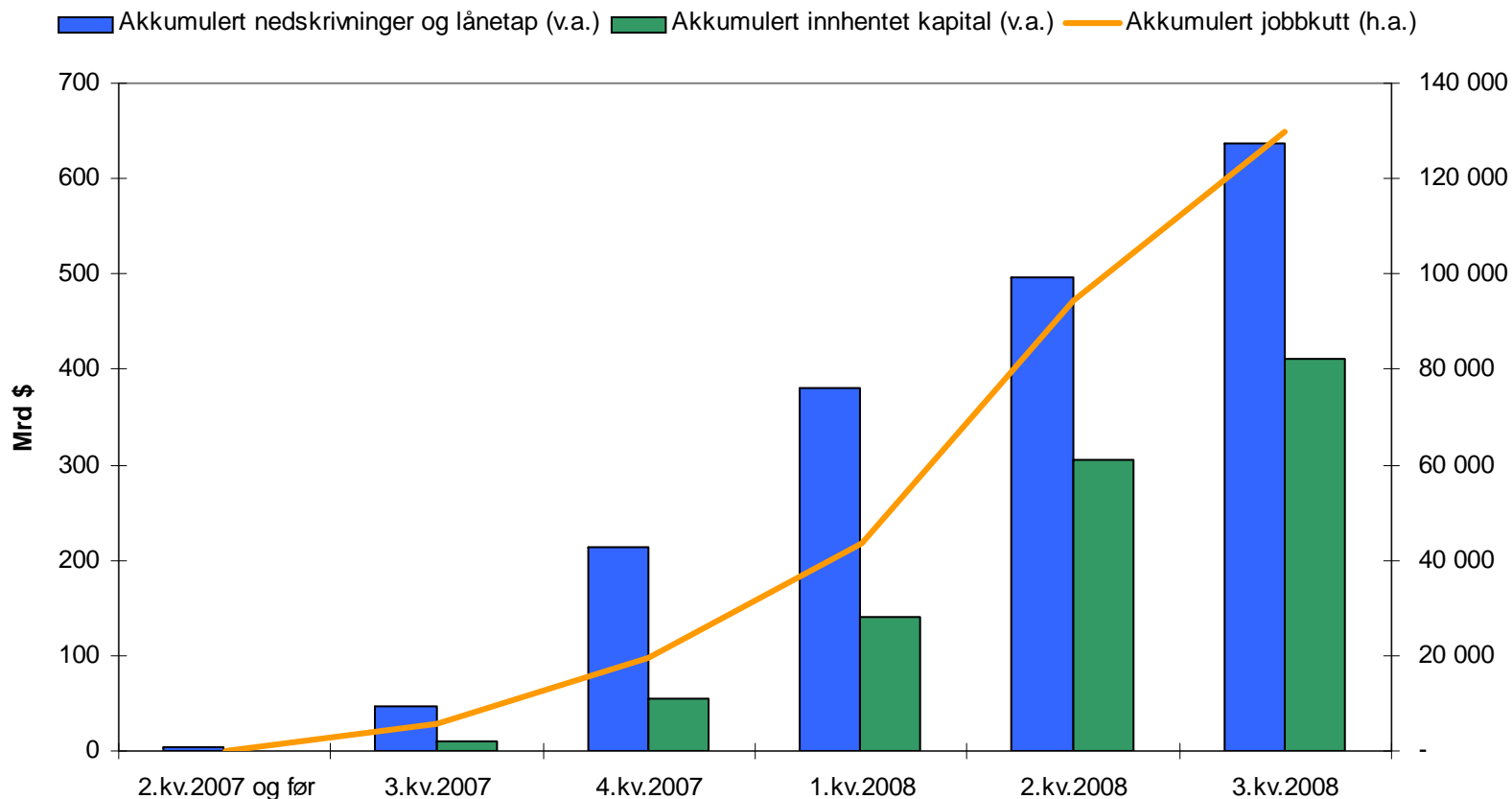
10 års syklene gjentar seg?

Indeksert kursutvikling Oslo Børs (OSEBX/Totalindeks) logaritmisk skala



Kilde: Bloomberg

Kredittkrisen fortsetter

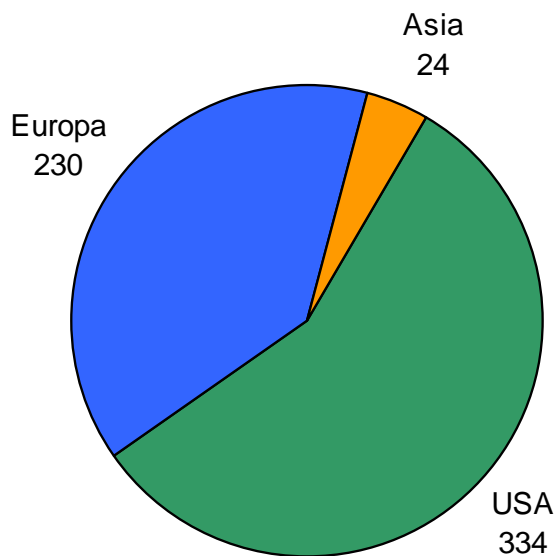


Kilde: Bloomberg

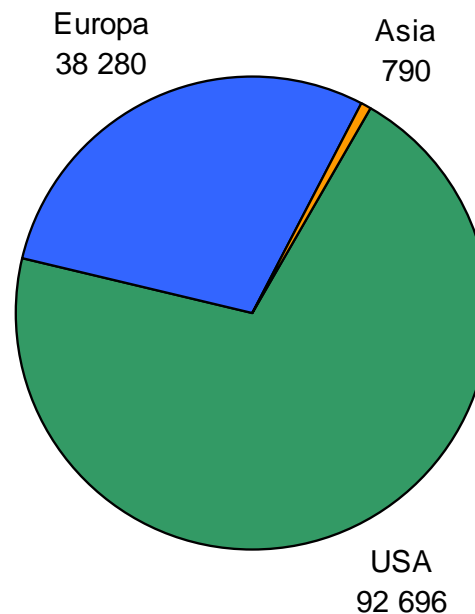
På grunn av etterslep i tallmaterialet er bare deler av tap og nedskrivninger med i grafen.
(AIG, Fannie Mae og Freddie Mac er ikke inkludert i tallene).

For de som skulle være i tvil – denne gangen er det den vestlige verden som har problemer

Akkumulert nedskrivninger og lånetap
(tall i \$ mrd)



Akkumulert jobbkutt
(tall i antall personer)



Kilde: Bloomberg

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

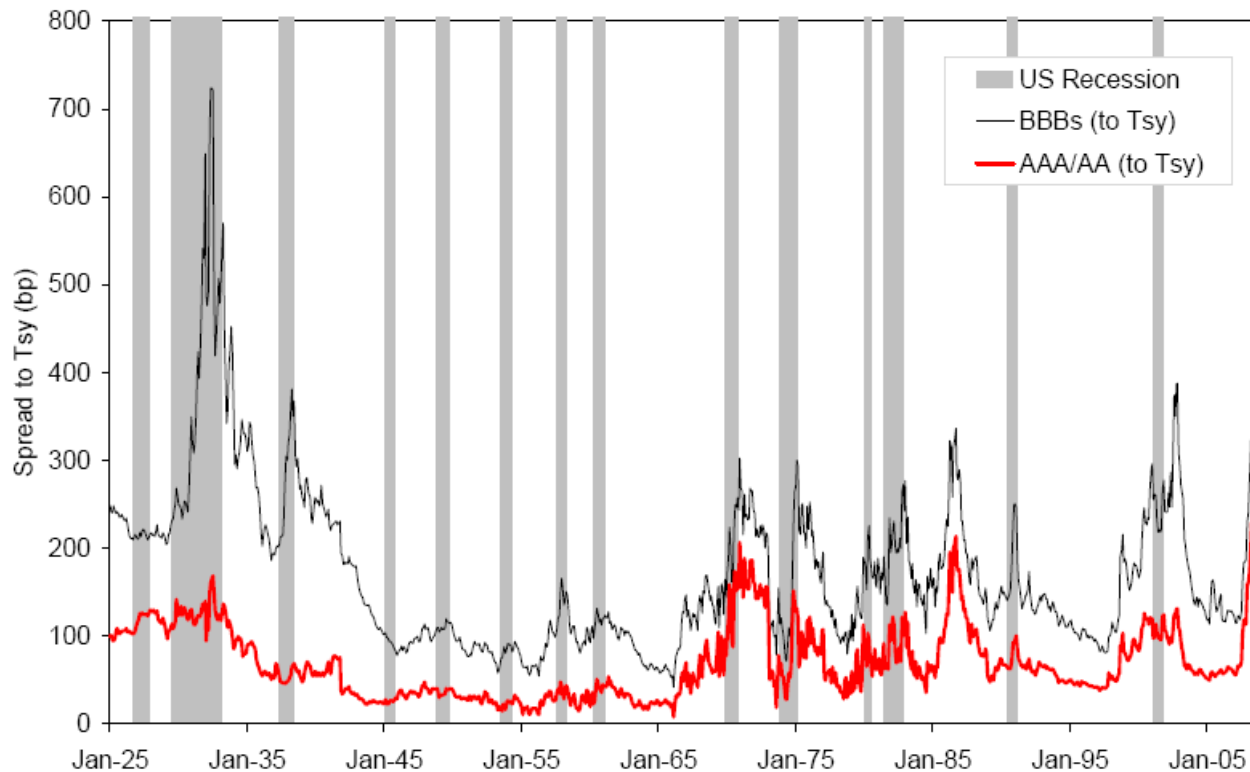
Kredittrisiko i interbankmarkedet



Kilde: Reuters EcoWin

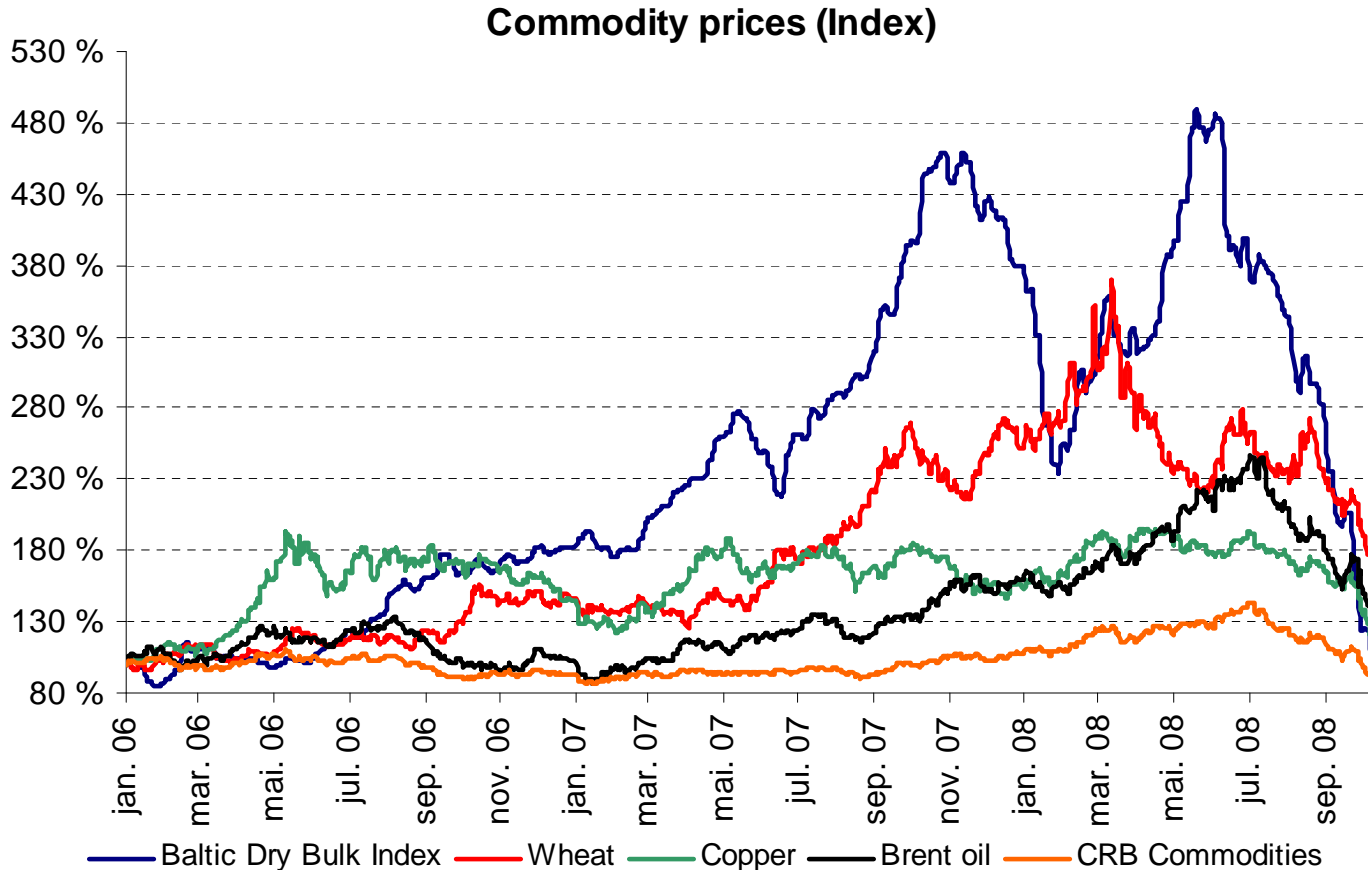
Risikopåslaget på høykvalitets obligasjoner er nå på historisk høyt nivå og de med høyest rating (AAA/AA) har aldri vært priset høyere => vitner om tillitskrise

Credit Spreads At All-Time Highs



Source: Company data, Morgan Stanley Research

Råvareprisene har falt kraftig – i det minste positivt for inflasjonsutsiktene

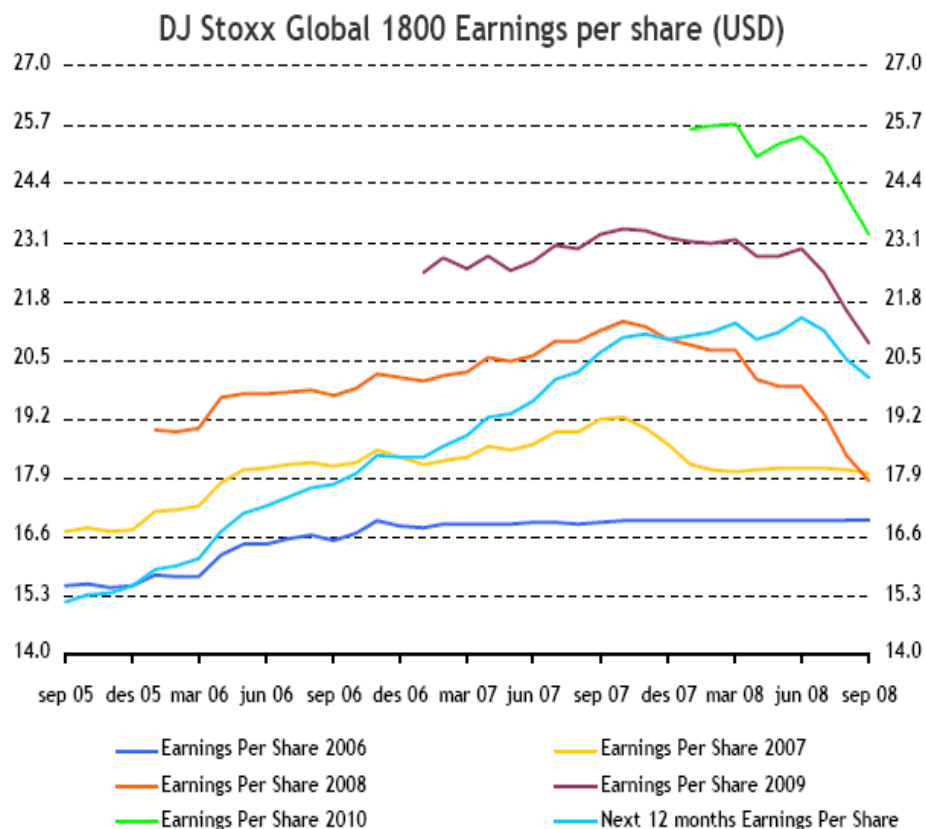


Kilde: Bloomberg



Verdsettelse

Selv om inntjeningsforventning er kommet ned er nok ytterligere nedjusteringer retningen

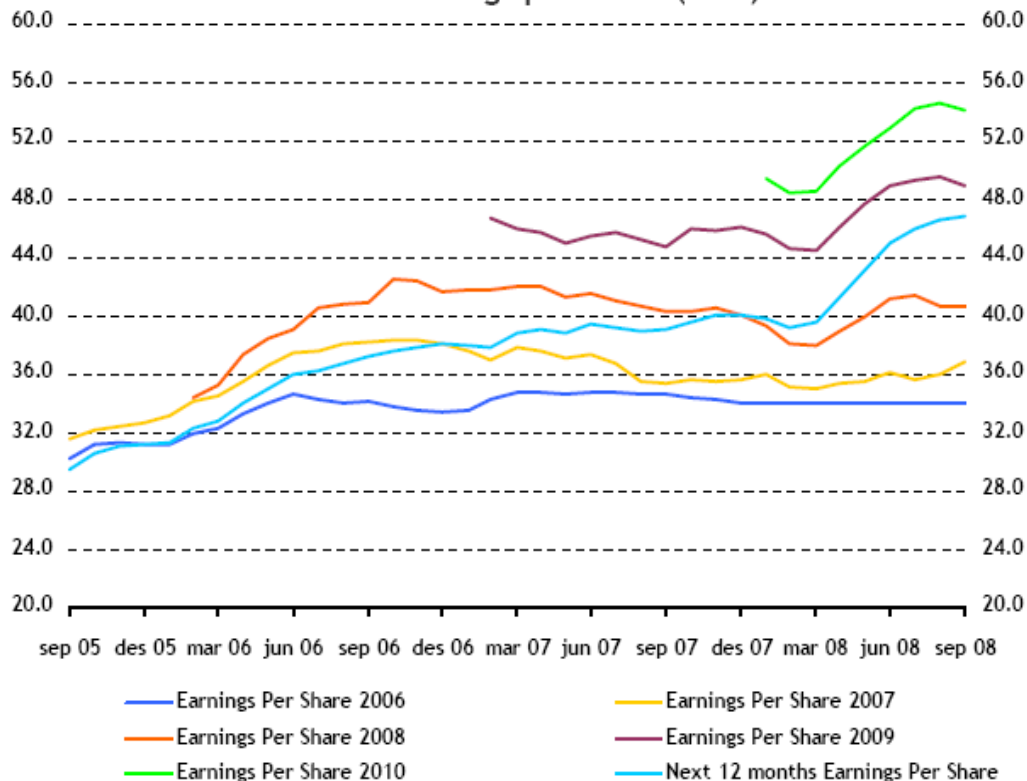


Year	EPS	Growth Y/Y	1m chg
2001			
2002		nm	
2003		nm	
2004		nm	
2005	14.20	nm	0.0 %
2006	16.97	19.5 %	0.0 %
2007	17.98	6.0 %	-0.5 %
2008	17.84	-0.8 %	-3.1 %
2009	20.90	17.2 %	-3.2 %
2010	23.29	11.4 %	-3.5 %
12m FWD	20.13		-2.0 %

Kilde: DnBNOR Markets/Factset

Inntjeningsestimaterne for selskapene på Oslo Børs er fremdeles høye. Har analytikerne tatt 5 måneders sommerferie???

OSEBX Earnings per share (NOK)



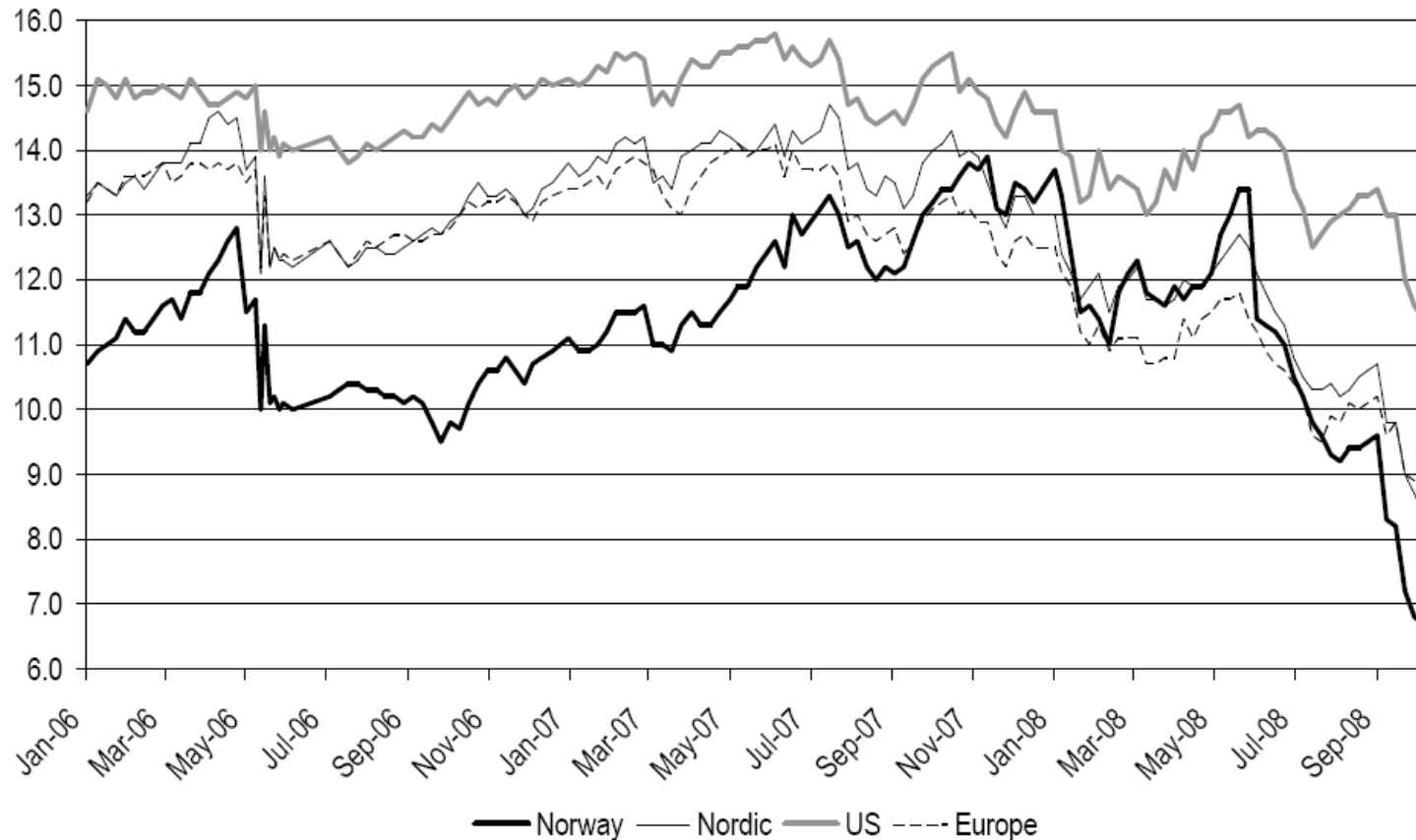
Year	EPS	Growth Y/Y	1m chg
2001	-1.22		0.0 %
2002	10.36	nm	0.0 %
2003	15.50	49.6 %	0.0 %
2004	22.26	43.7 %	0.0 %
2005	28.87	29.7 %	0.0 %
2006	33.97	17.7 %	0.0 %
2007	36.80	8.3 %	2.2 %
2008	40.63	10.4 %	-0.3 %
2009	48.88	20.3 %	-1.2 %
2010	54.13	10.7 %	-0.8 %
12m FWD	46.80		0.5 %

Current Factset consensus estimates imply a healthy 20% 2009 y/y EPS growth. Last month this figure was 21%.

Kilde: DnBNOR Markets/Factset

I forhold til inntjening er børsene priset lavt. En kraftig inntjeningsforverring er priset inn.

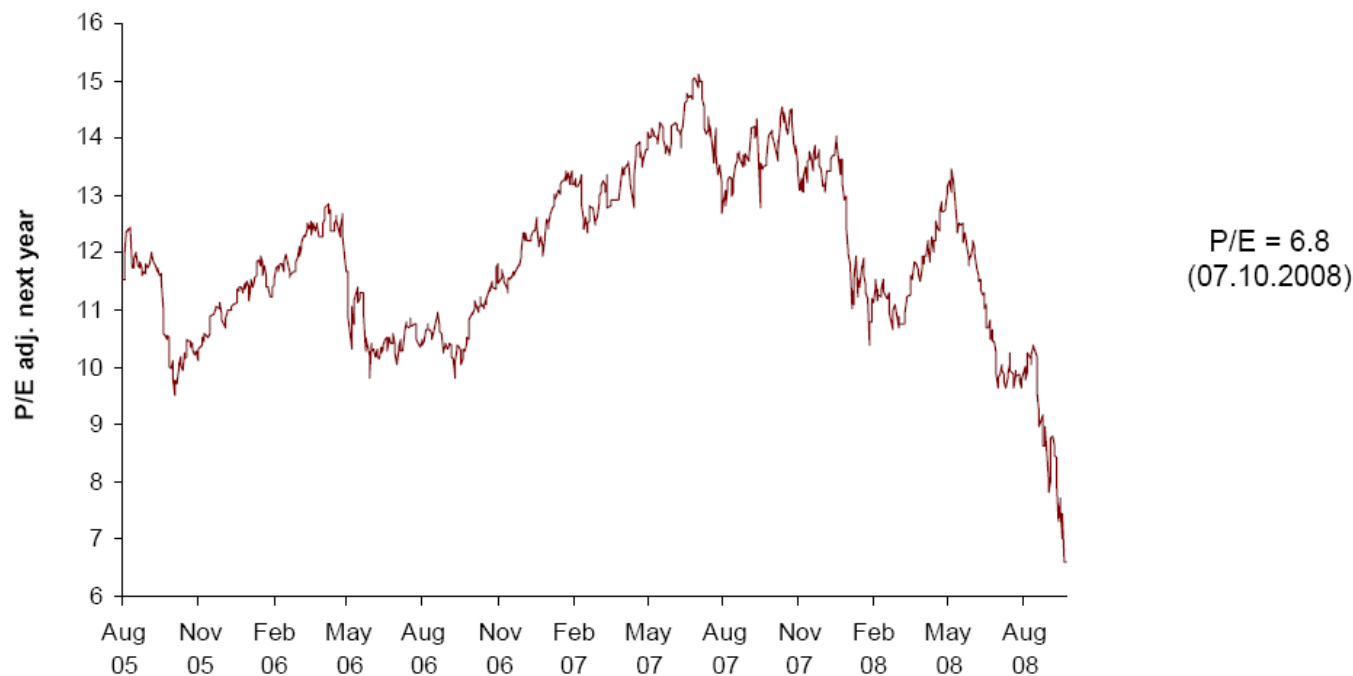
Development of 12M forward P/E ratios



Kilde: Enskilda

Pris i forhold til inntjening på Oslo Børs er svært lav

Historical P/E relationship: 2005 - YTD



Kilde: Bloomberg/Fondsfinans

Pris i forhold til bokført egenkapital på Oslo Børs er nå lav

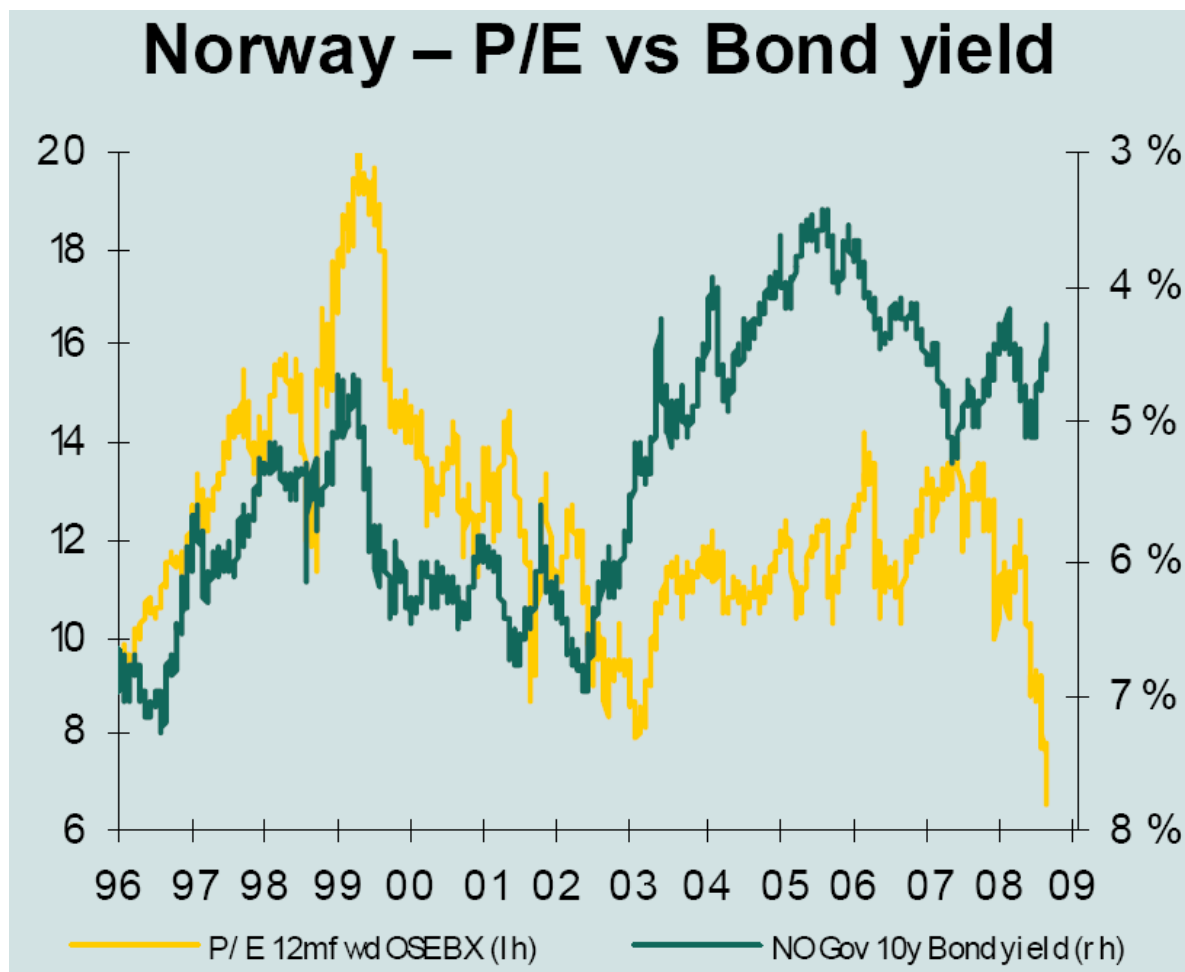
Historical price book relationship: 1995 - YTD



P/B = 1.33
(07.10.2008)

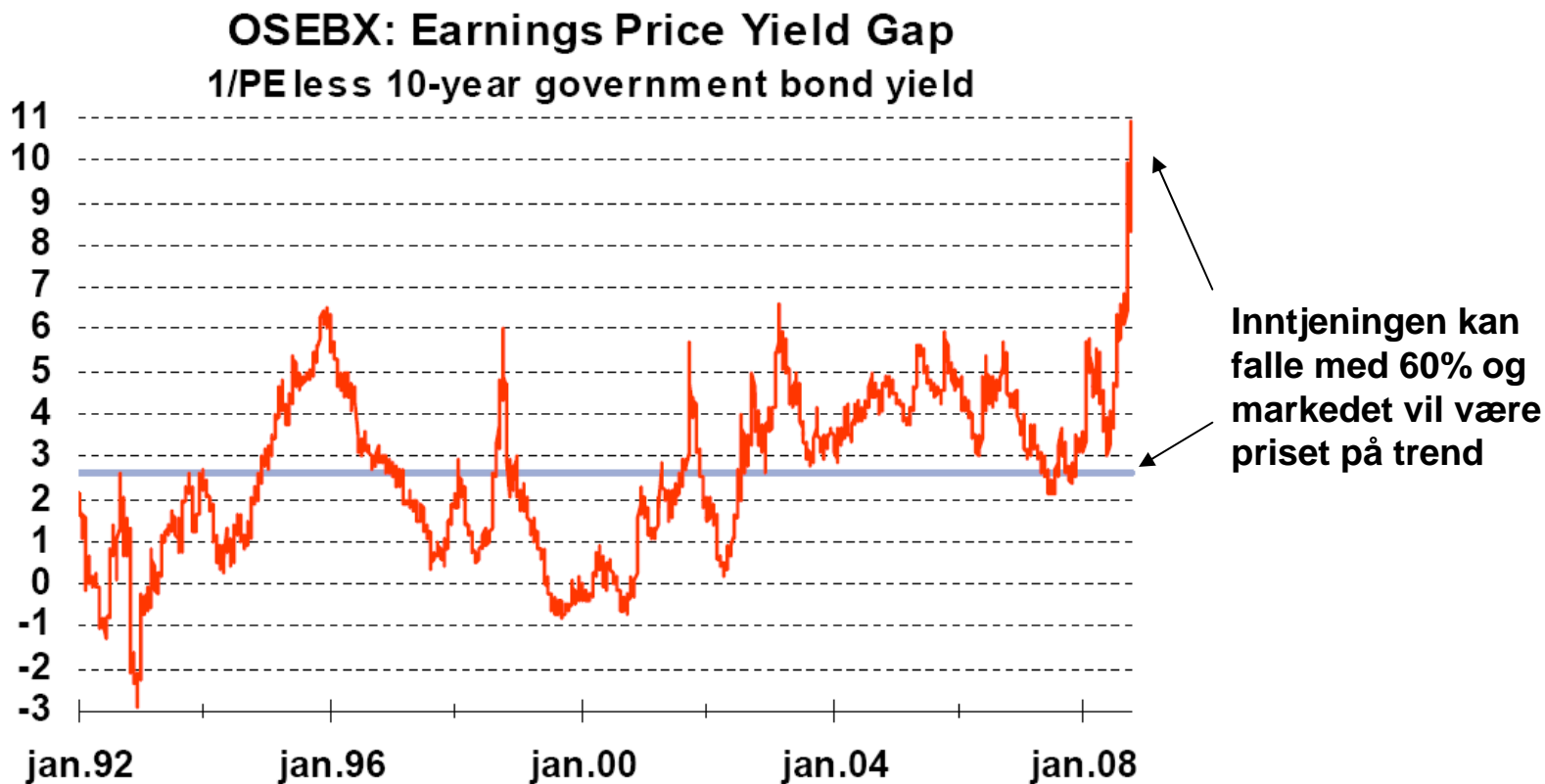
Kilde: Bloomberg/Fondsfinans

Historisk har vi hatt en sammenheng mellom lange renter og prising av aksjemarkedet. Denne sammenhengen har nå opphørt!



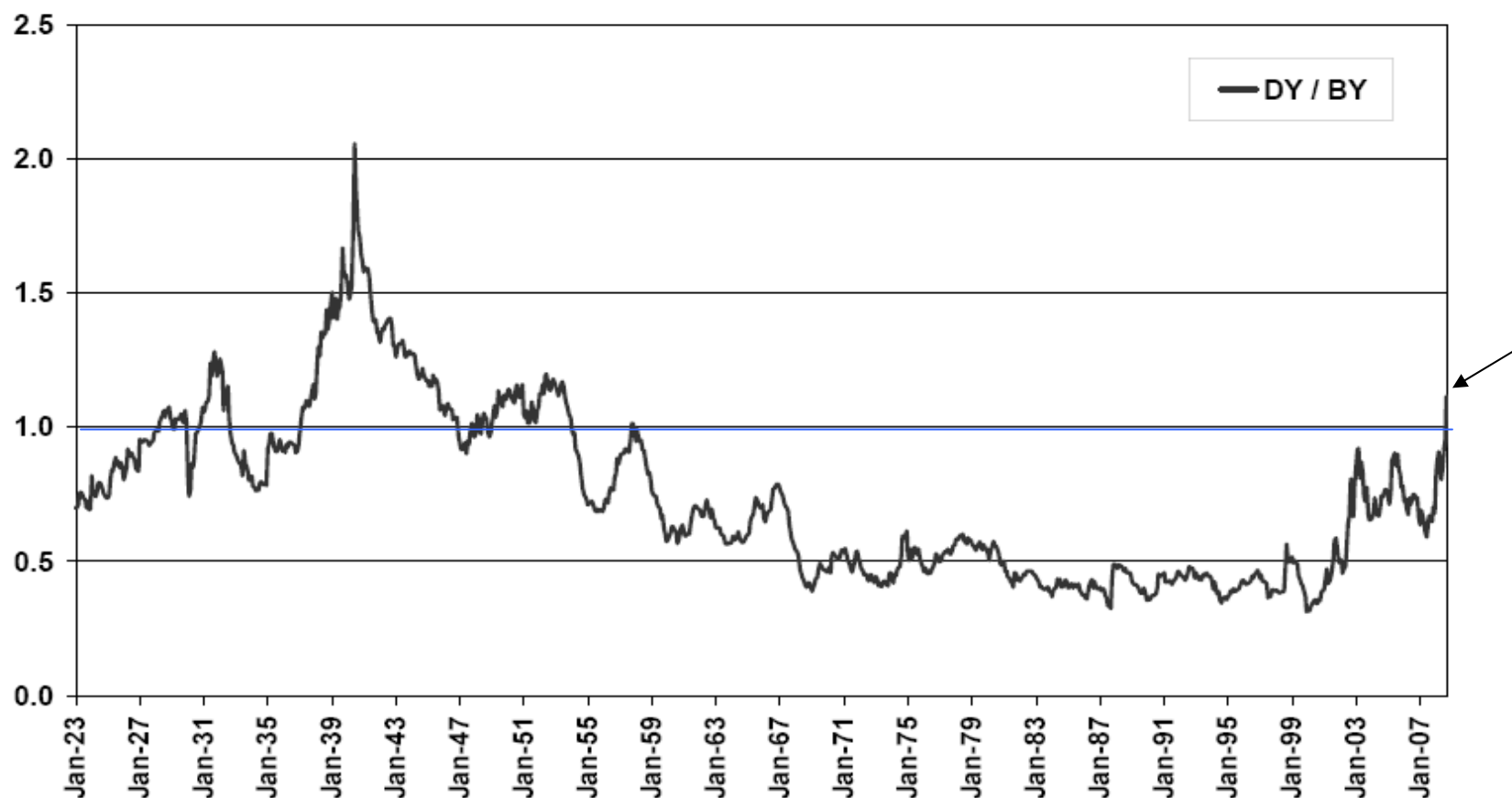
Kilde: First Securities

I forhold til inntjening og rentenivå (Earnings Price Yield Gap) er Oslo Børs priset lavt. Et kraftig inntjeningsfall er priset inn.



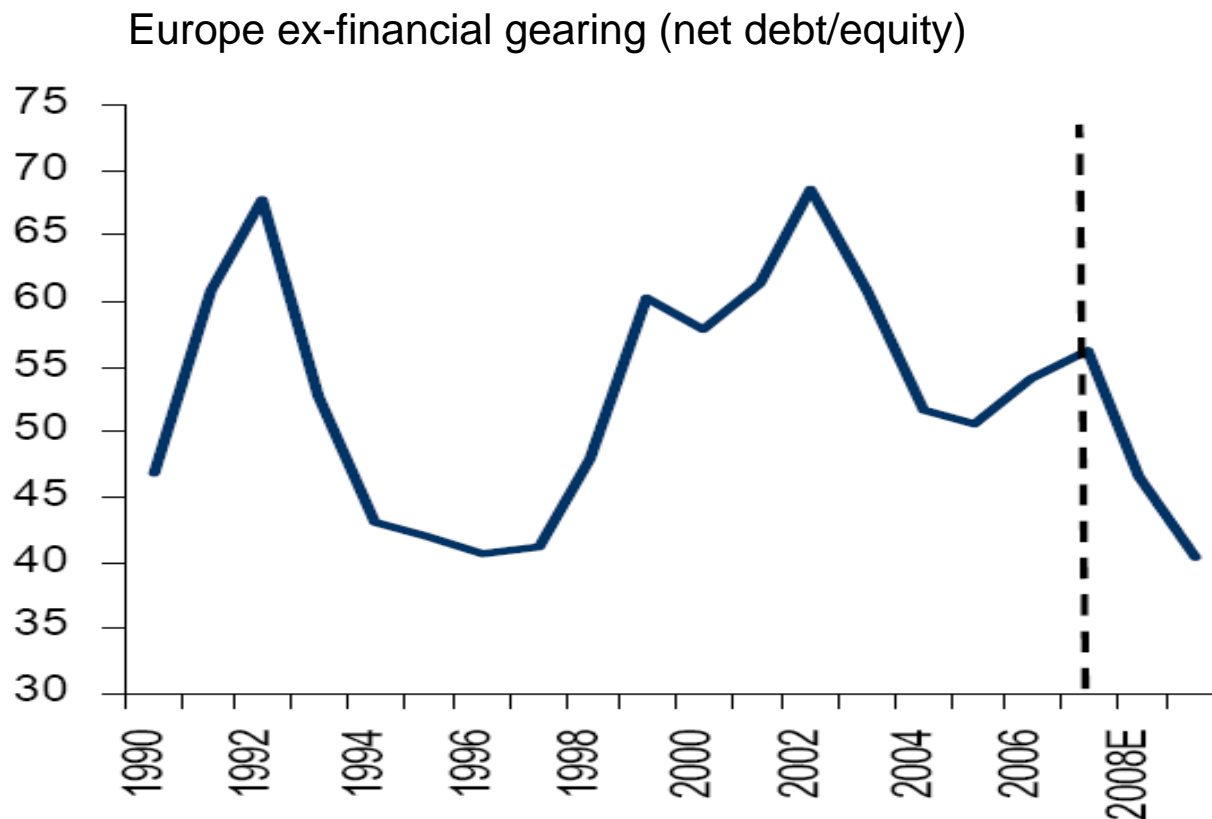
Kilde: DnBNOR Markets

Utbytteavkastning i fra aksjemarkedet (her vist ved Europa) er alene høyere enn lange obligasjonsrenter - for først gang siden 1957!



Source: Global Financial Data, MSCI, Morgan Stanley Research

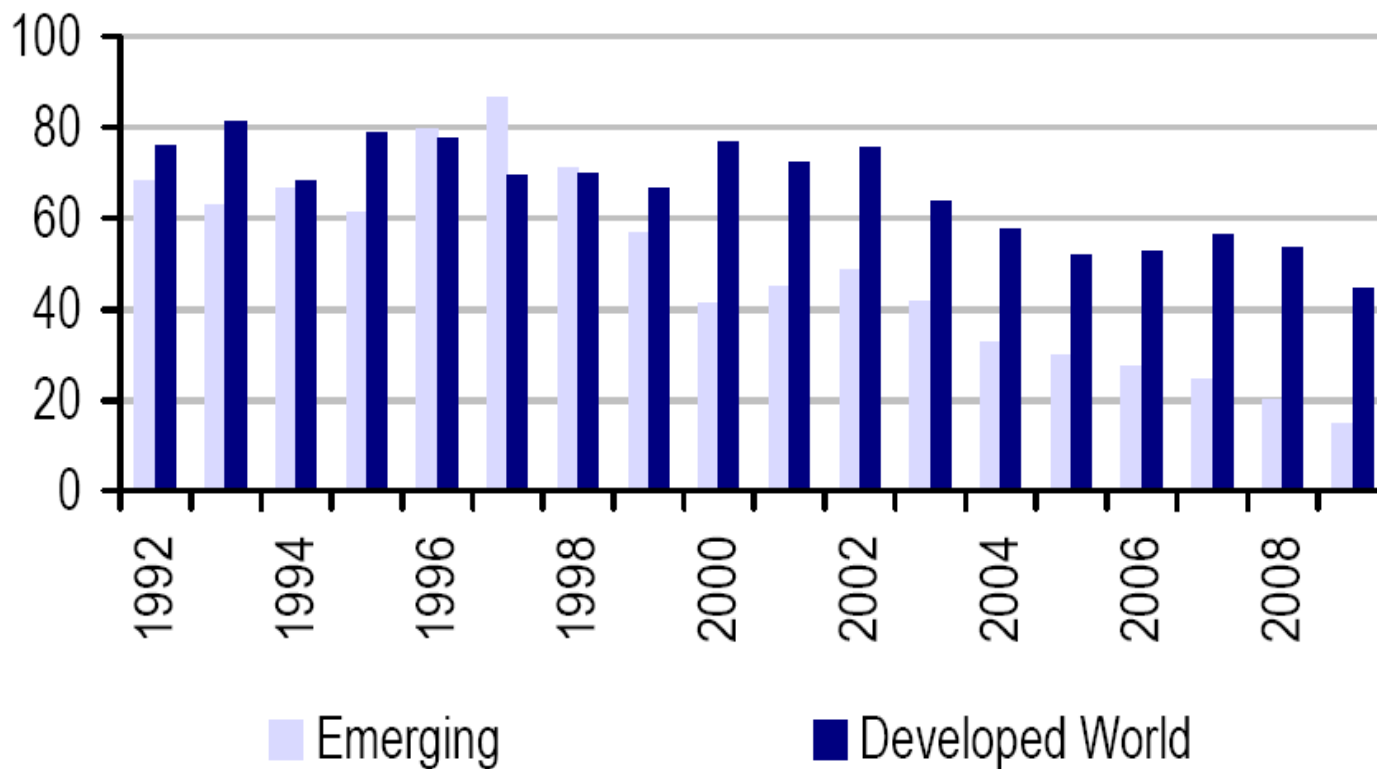
Utenom bank og finans ser selskapenes balanser ut til å være mye sunnere enn ved tidligere nedgangsperioder (her vist ved Europa)



Source: MI Equity strategy, Worldscope

Og igjen ser de globale vekstmarkeder ut til å være sunnere enn den vestlige del av verden

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



Kilde: DnBNOR Markets

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: kostnadsinflatjon, 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 (okt 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.