

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

August 2008

En verden av
muligheter



Oppsummering

- Porteføljen leverte sterk underliggende verdiskapning i 2007 og selskapsrapporteringer hittil i 2008 har vært tilfredsstillende; vi forventer solid inntjeningsvekst for porteføljen i år.
- SKAGEN Global hittil i 2008: - 15,25 % (MSCI World Indeks; - 14,36%)
- Globale inntjeningsestimater faller generelt sett, men flere bransjer har både god inntjening og gode prognoser.
- Råvarepriser er fortsatt på høye nivåer hvilket er en trussel for det generelle vekstpotentialet
- 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 til å ha en deflatorisk effekt, mens råvarer drar i motsatt retning



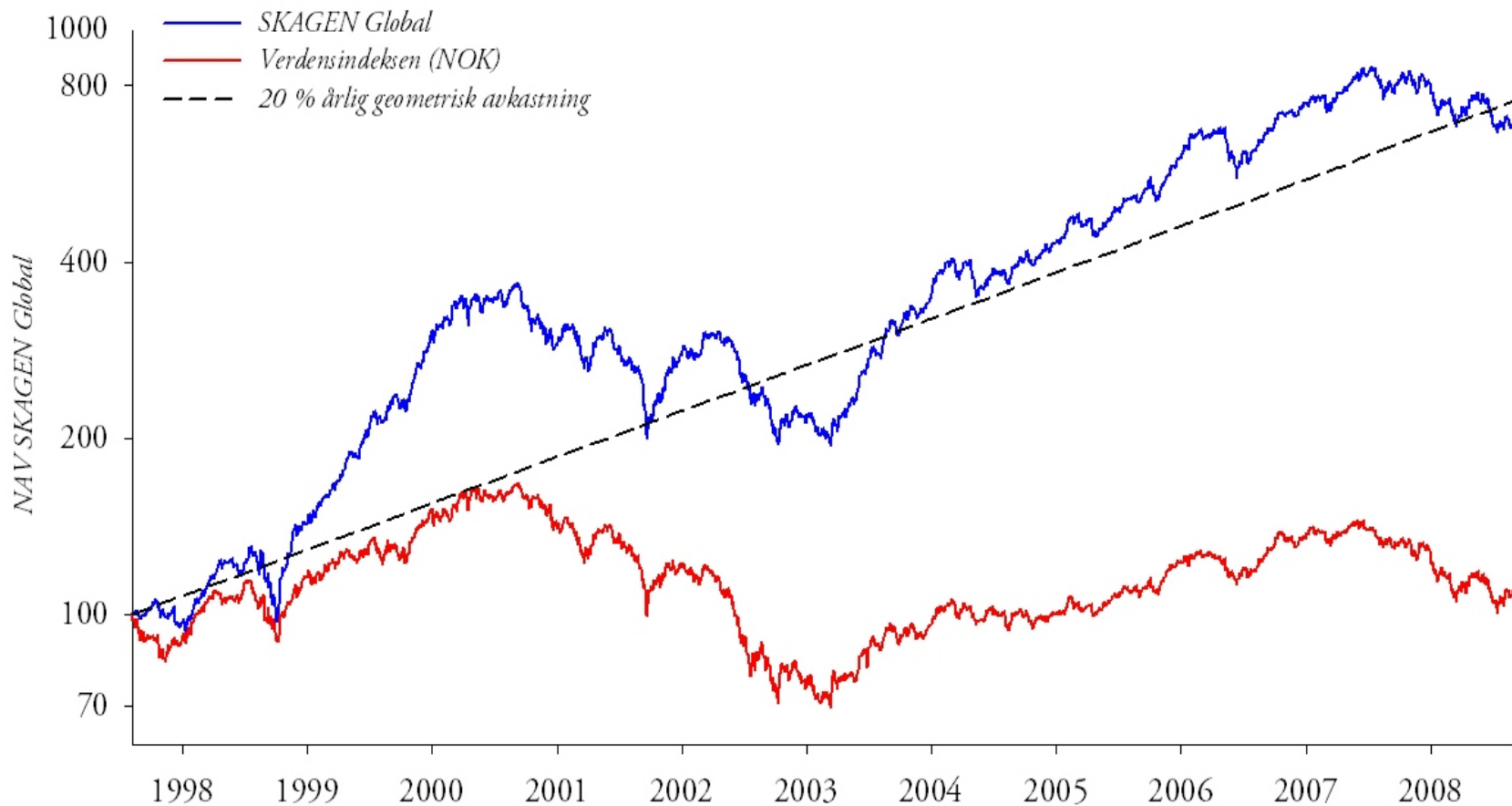
Resultater per 31 august 2008 i NOK

	Hittil i kvartal	Hittil i år	Siste 3 år	Siden oppstart*
SKAGEN Global	-3,7 %	-15,3 %	10,5 %	19,0 %
Verdensindeks (NOK)	2,1 %	-14,4 %	0,2 %	0,9 %
Meravkastning	-5,9 %	-0,9 %	10,3 %	18,1 %

* 08. august 1997

Alle avkastningstall utover 12 måneder er annualiserte

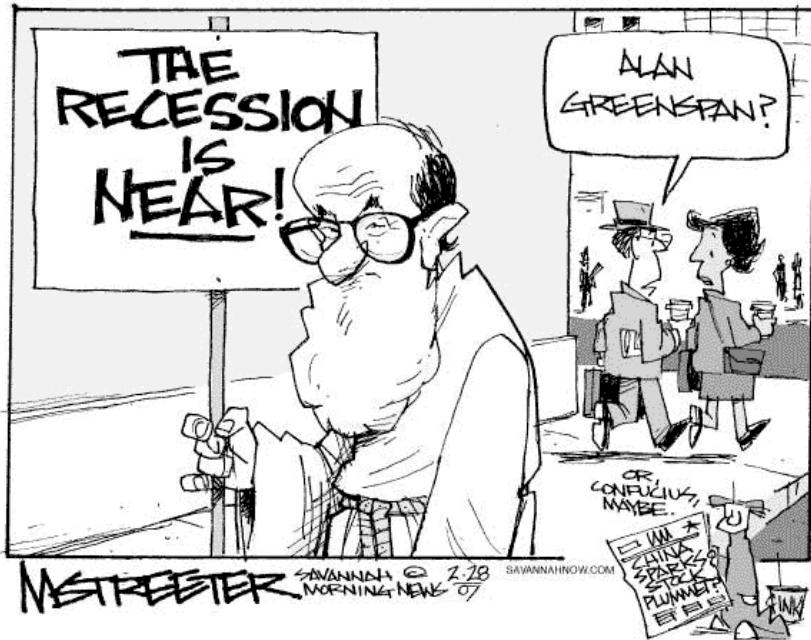
Kursutvikling SKAGEN Global vs. indeks



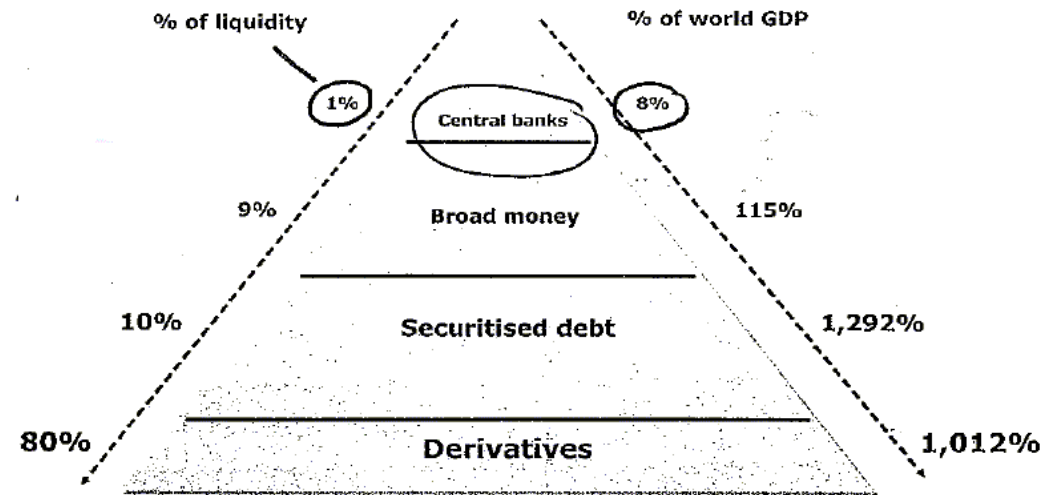
Oppdatert per 31 august 2008

Igjen er det et stort problem i finanssektoren – for et rot

- Nedskrivninger hos Merrill Lynch kan nå \$15 milliarder
- NEW YORK: Merrill Lynch er forventet å ha et \$15 milliarder tap fra sure eiendomsinvesteringer. Dette er nesten det dobbelte av det opprinnelige estimatet og fikk selskapet til å hente tilleggskapital fra en utenforstående investor.....



The new liquidity factory

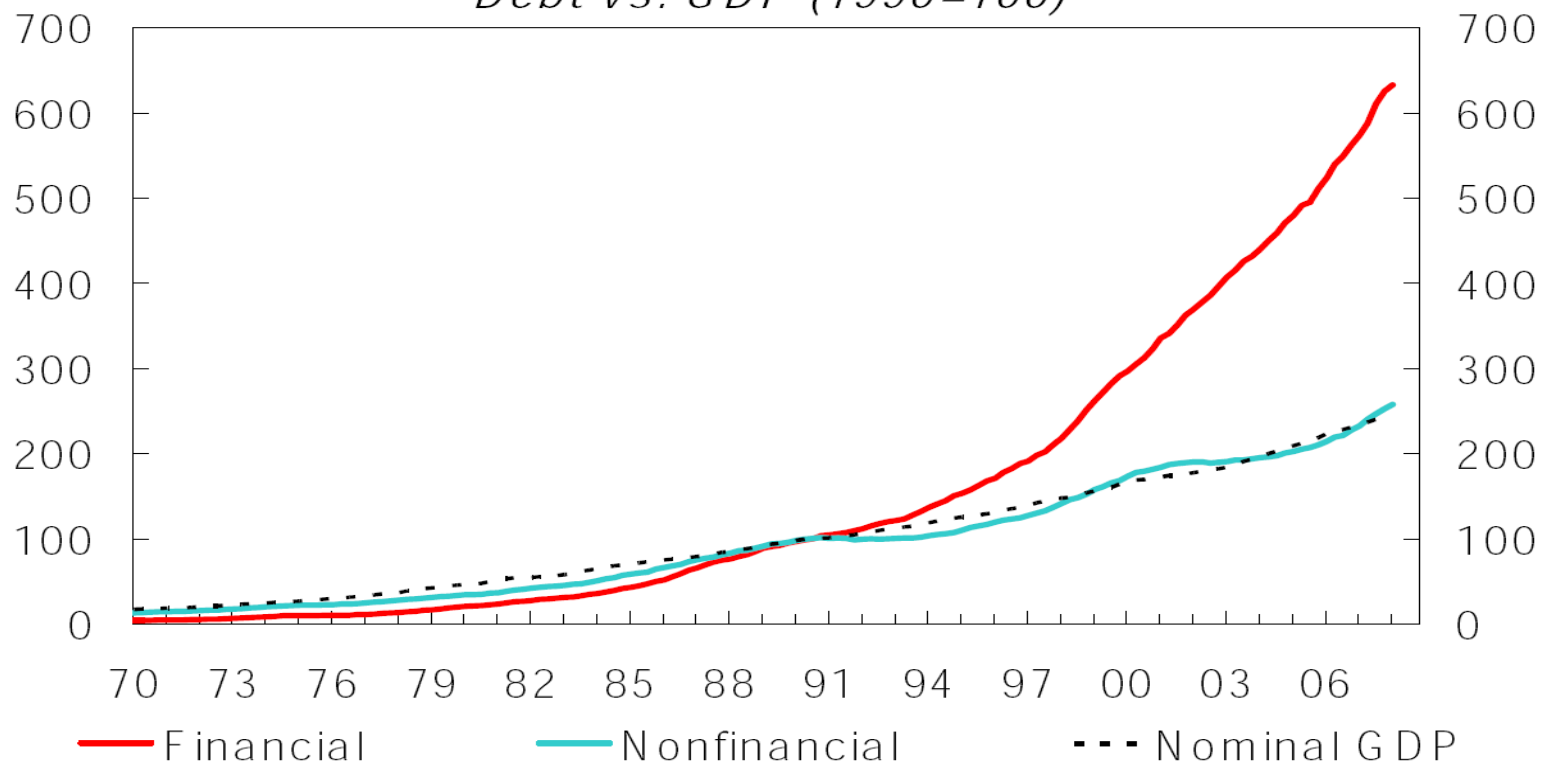


... "I hope that the Fannie and Freddie opponents will give the new GSE legislation a chance to work. The Congress heard the critics' arguments and decided that using the companies to intervene in the financial markets to increase homeownership was worth the economic risks. That is the way it works in a democracy."

Franklin Raines, Former Chairman, Fannie Mae

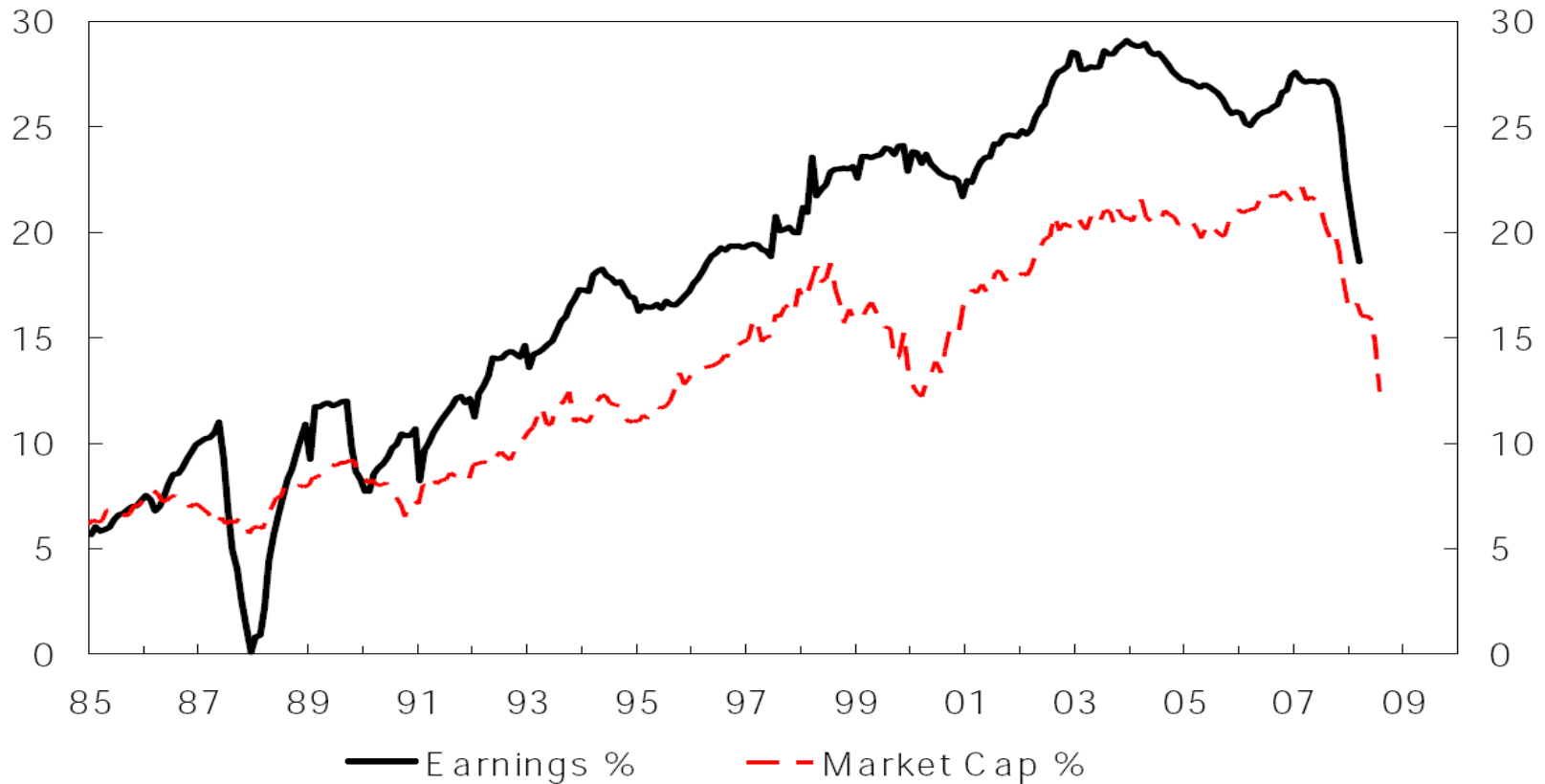
Ekstrem opplåningsgrad gir lite rom for skuffelser

Gross Outstanding Financial and Nonfinancial Debt vs. GDP (1990=100)



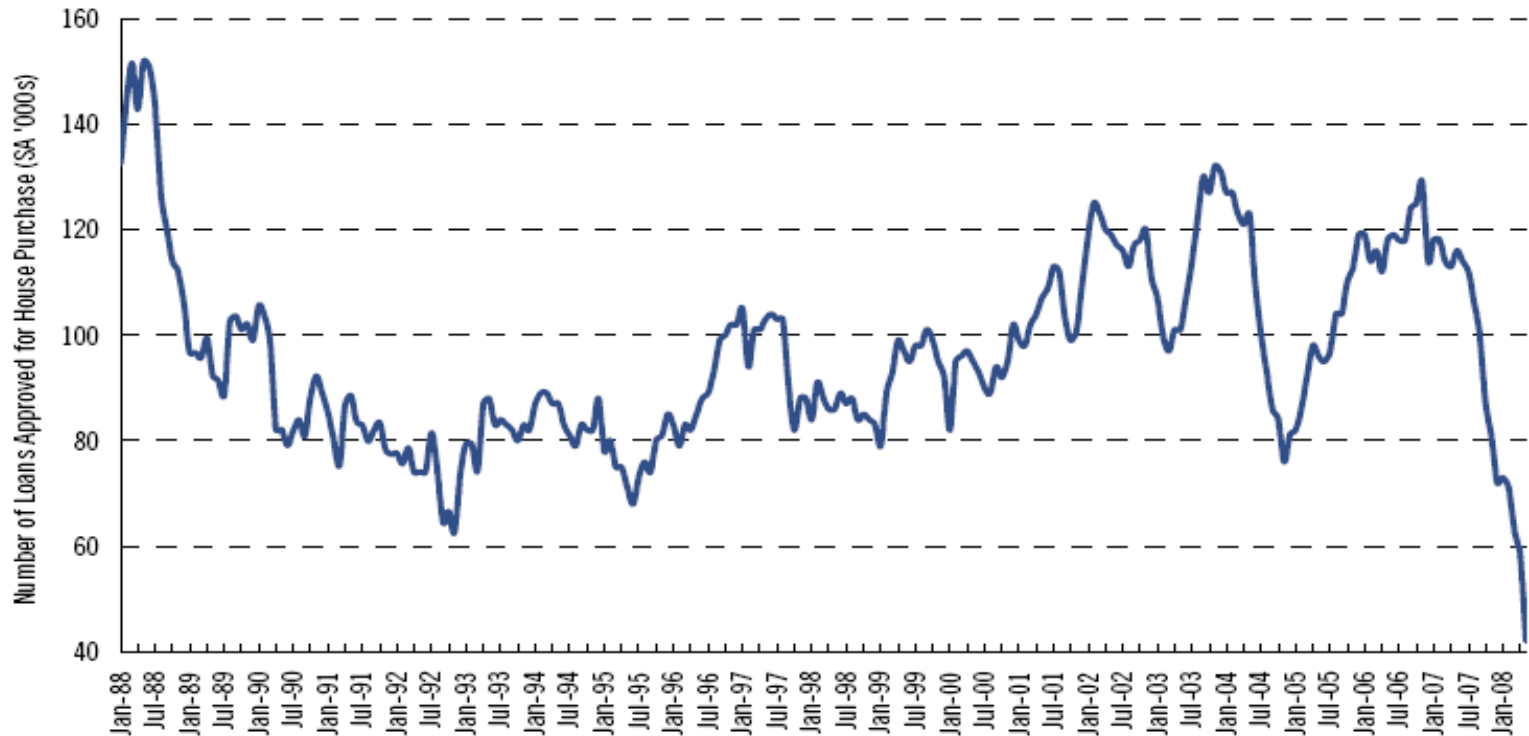
Lånefinansierte tap eroderer raskt multipler av inntjening og kapital.

Financial Sector Market Cap & Earnings as % of S&P Total



Og pass deg for forretningsmodeller som er avhengig av "fremmedes snillhet" (utstedelse av papirer/lån)

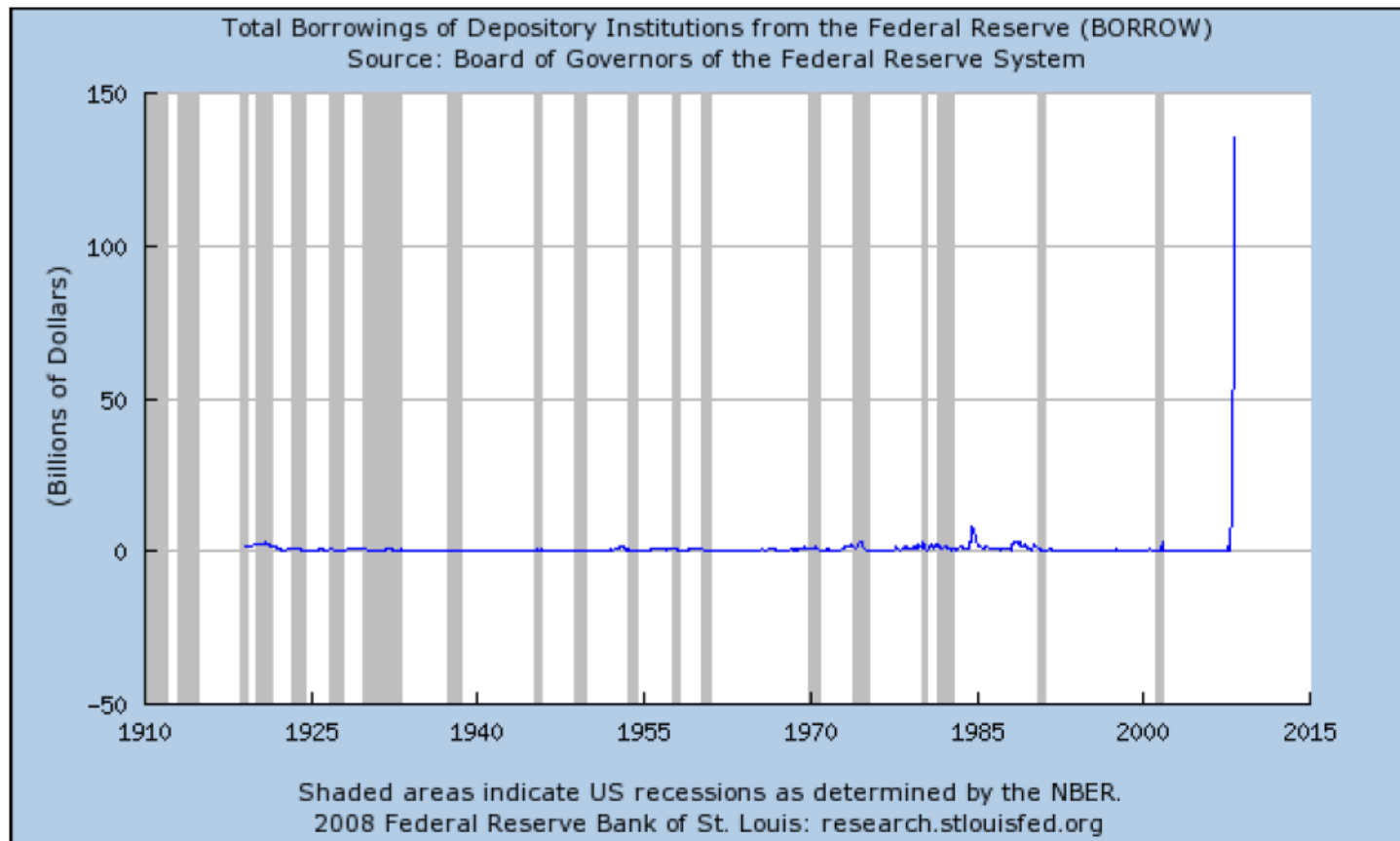
Når bankene blør er det vanskeligere å få lån



Source: DataStream & Citi Investment Research

Godkjente lån til huskjøp i USA, 1988-2008

Så, regjeringen trer inn for å støtte opp om systemet, noe som er positivt i det korte bildet



Denne gangen er det imidlertid en de facto sosialisering av eiendomsmarkedet, og vil få konsekvenser i fremtiden.

Asiatiske konsumenter bruker banken til sparing og ikke til lån! Dette er i sterk kontrast til noen land i vesten, og enda en indikasjon på kjøpekraftsstyrken til konsumentene i Asia-regionen.

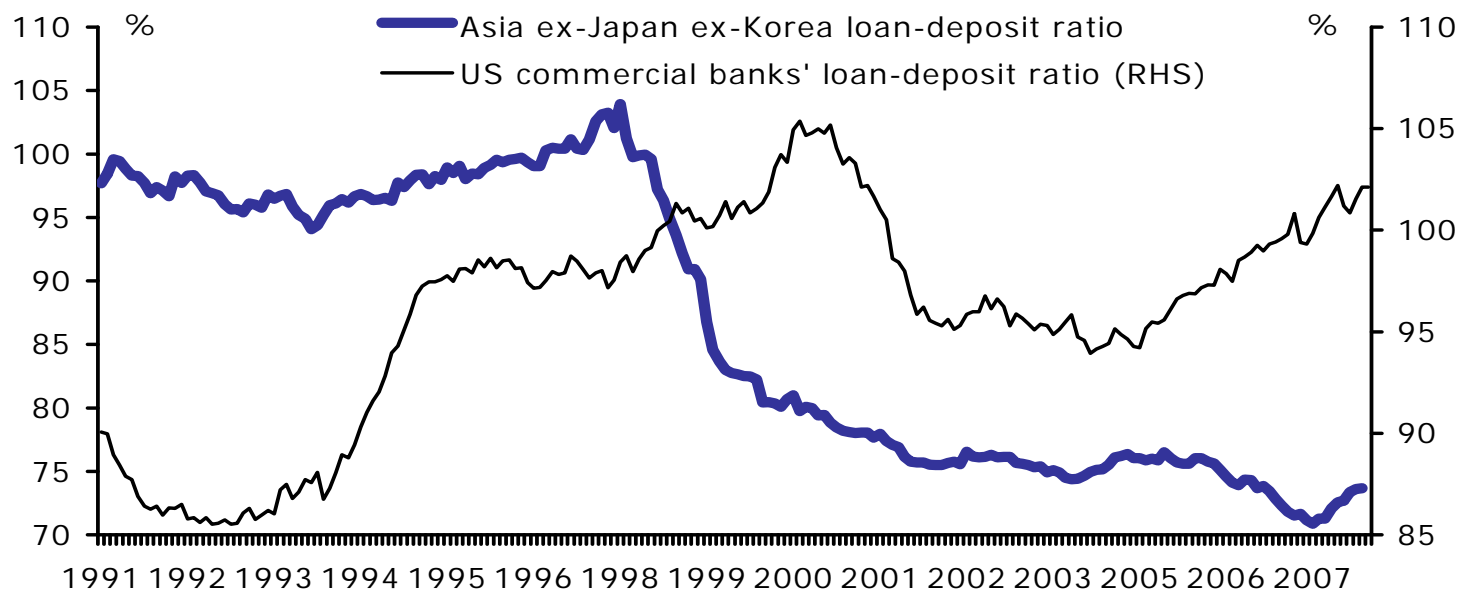
**Per capita consumer debt and deposits (US\$)
As of Sep 06**

	Borrowings	Deposits	Borrowings /deposits (%)
United States	42 124	21 533	196
Korea	7 303	12 609	58
Malaysia	3 735	8 626	43
Singapore	13 396	38 392	35
Taiwan	8 811	31 866	28
Indonesia	161	597	27
Japan	7 553	34 754	22
Thailand	504	2 908	17
India	72	426	17
Hong Kong	13 809	90 640	15
Philippines	58	646	9
China	269	3 259	8

Kilde: CLSA Asia-Pacific Markets

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

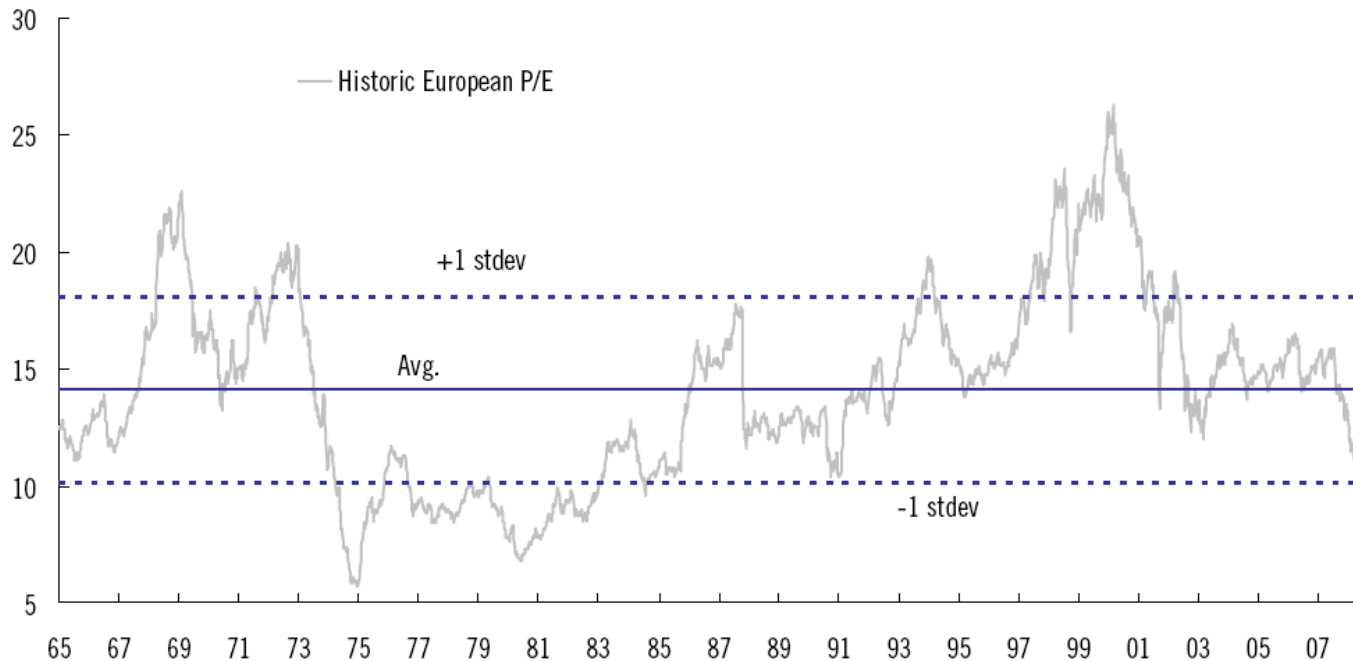
Asia vs US loan-deposit ratio



Source: CEIC Data, CLSA Asia-Pacific Markets

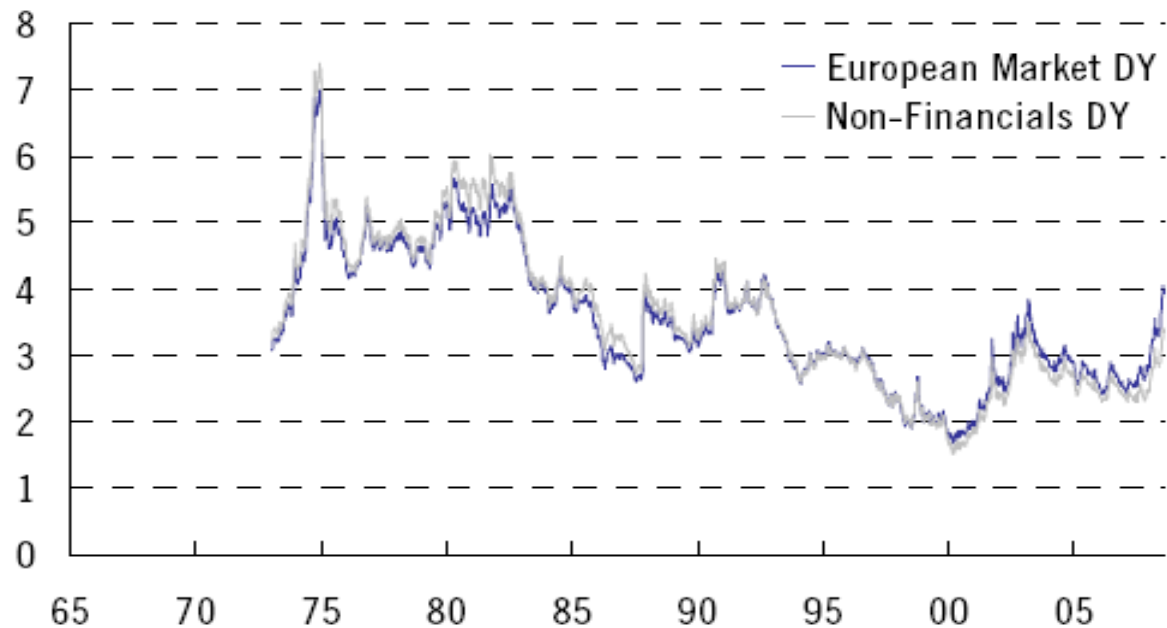
Dette ser ut til å være reversen av Asia-krisen i '97!

Billigere enn på tidlig 1990-tall – historisk P/E for europeiske aksjer siden 1965 – mye dårlige nyheter er priset inn.



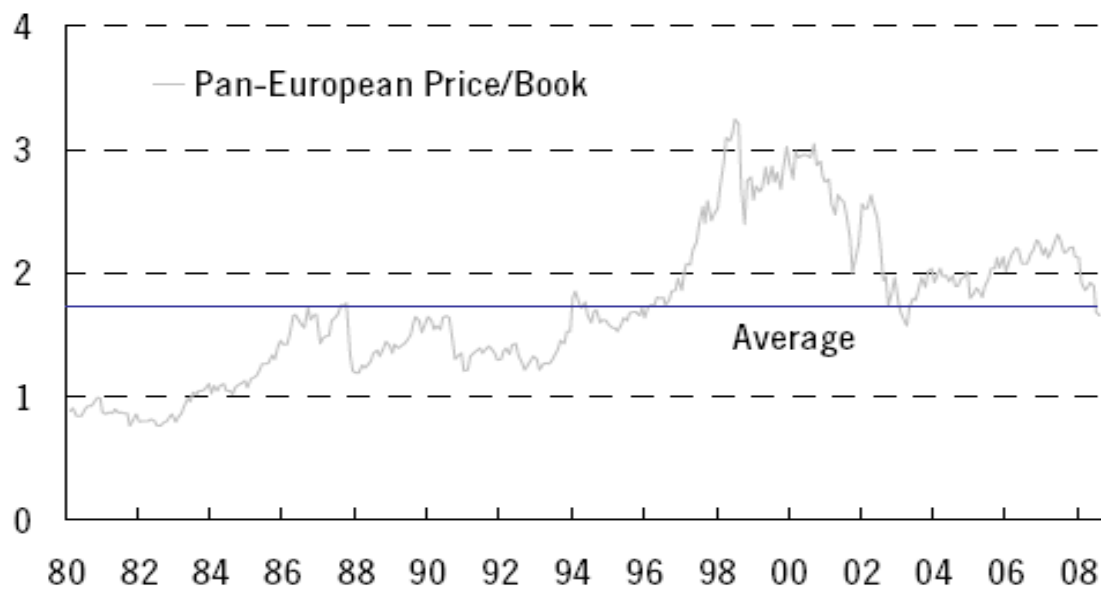
Source: DataStream. Note: UK data pre-1973 and long-term average/standard deviations.

Paneuropeisk direkteavkastning siden 1965



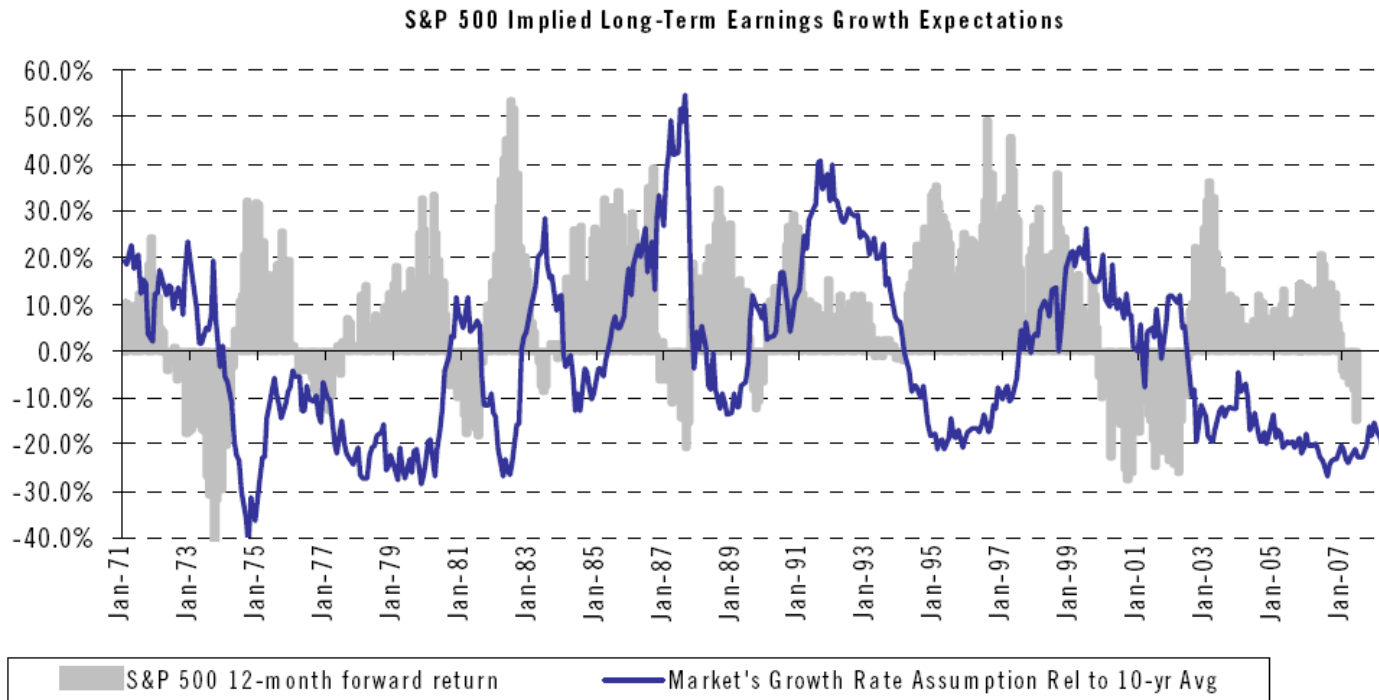
Source: DataStream

Paneuropeisk pris/bok siden 1980



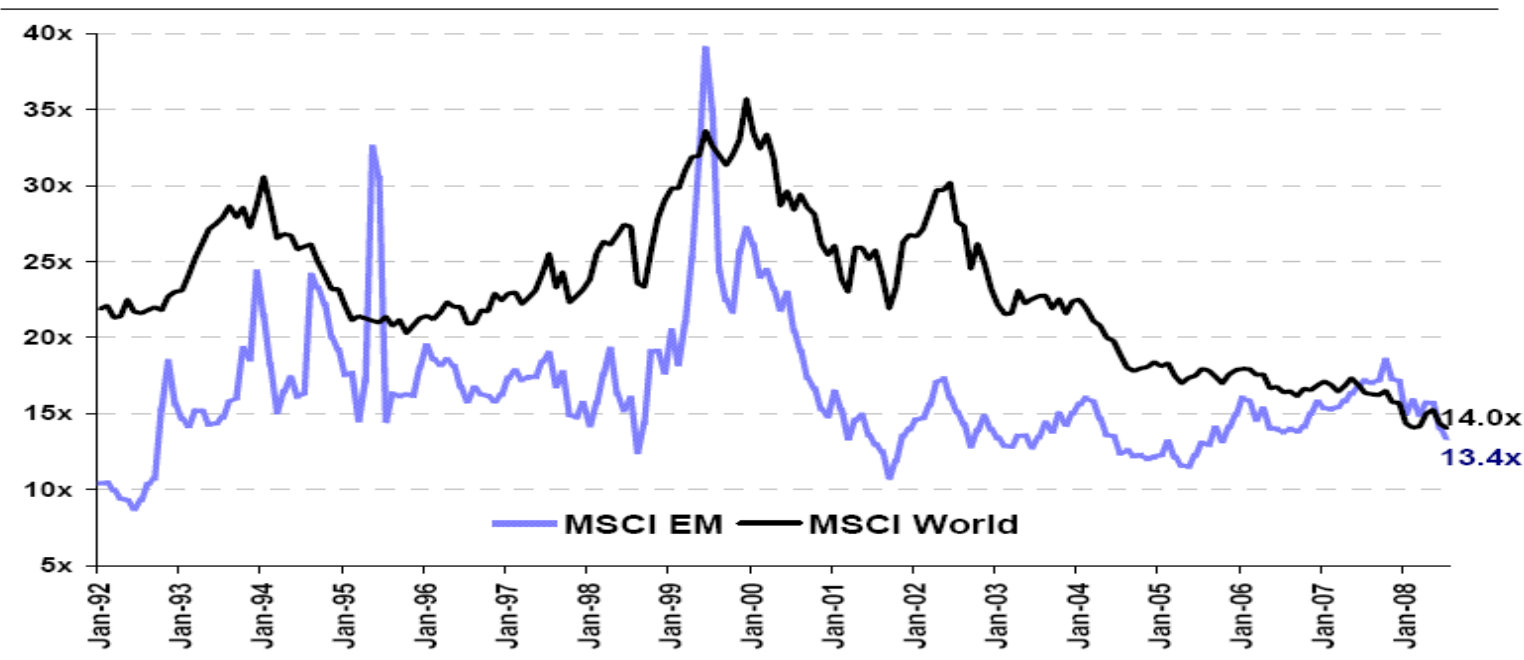
Source: DataStream

Implisitt langsiktig inntjeningsvekstforventninger i USA



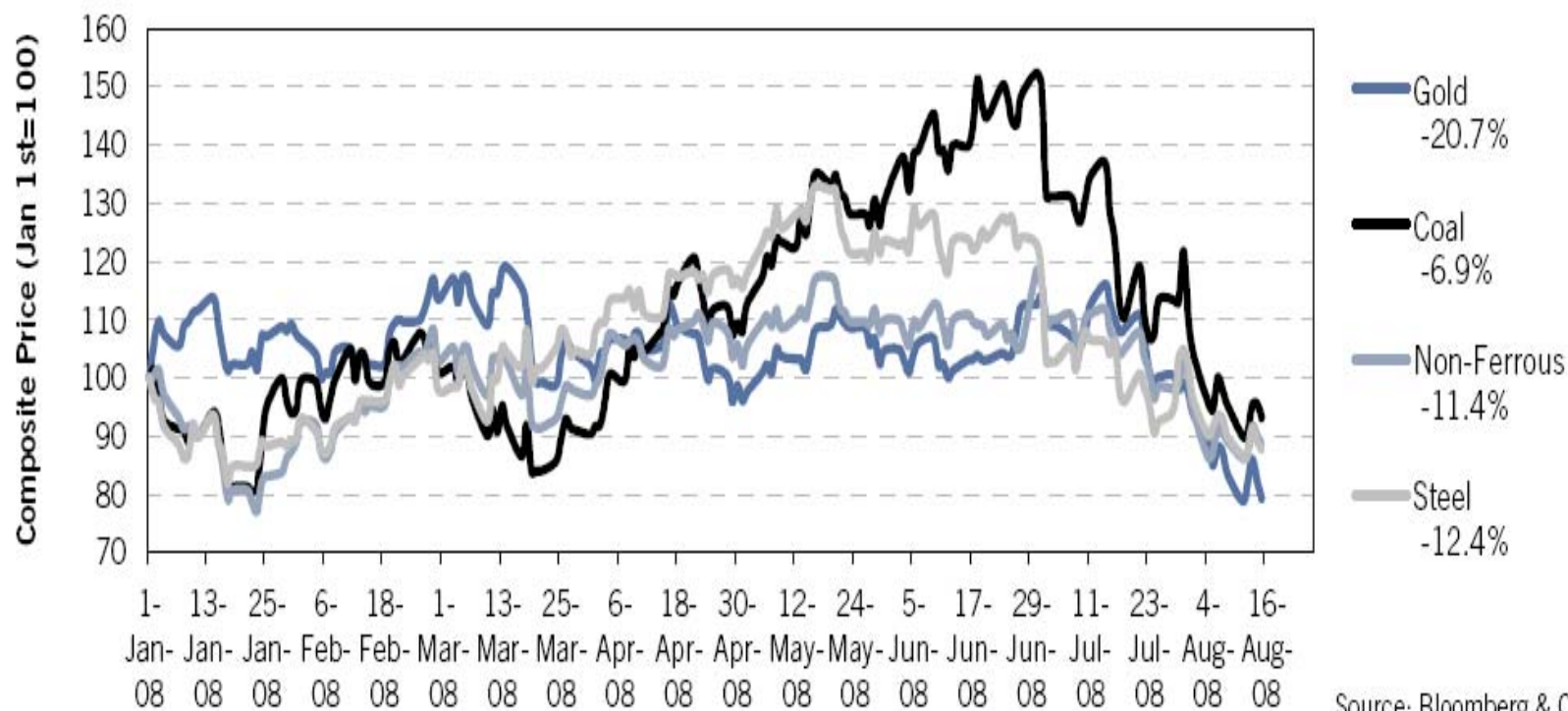
Estimater versus Prislapp; estimater kan komme til å nedjusteres, men er dette allerede redusert på aksjeprisingen?

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



Source: MSCI, FactSet, Morgan Stanley Research. Data as of 07/30/08.

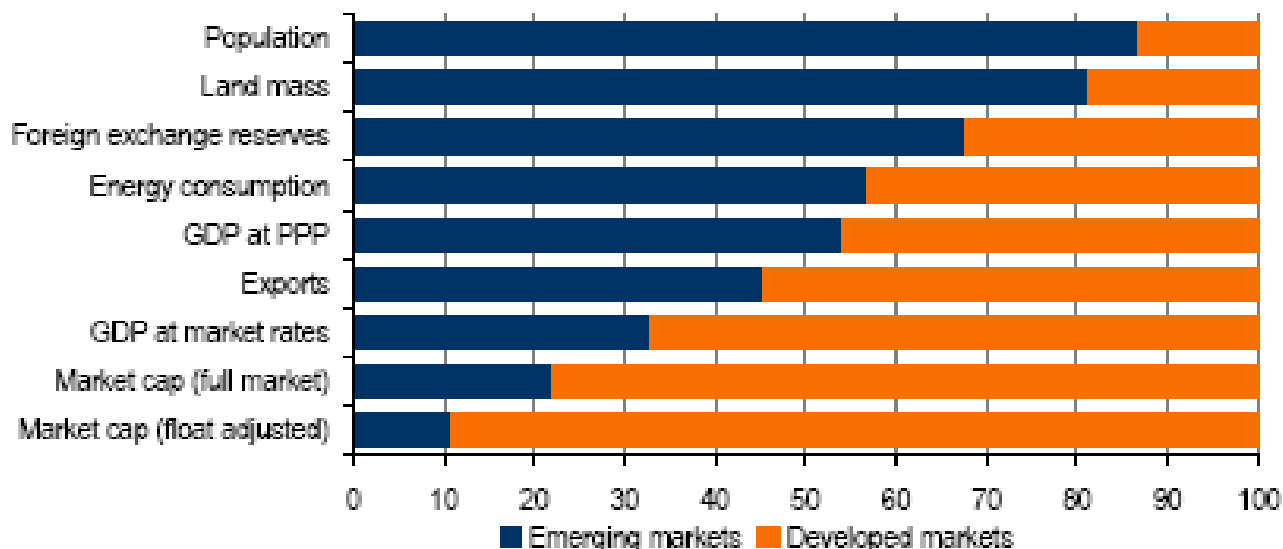
Råvarer har korrigert vesentlig i det siste



Source: Bloomberg & CIR

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

Emerging economies as % of total world



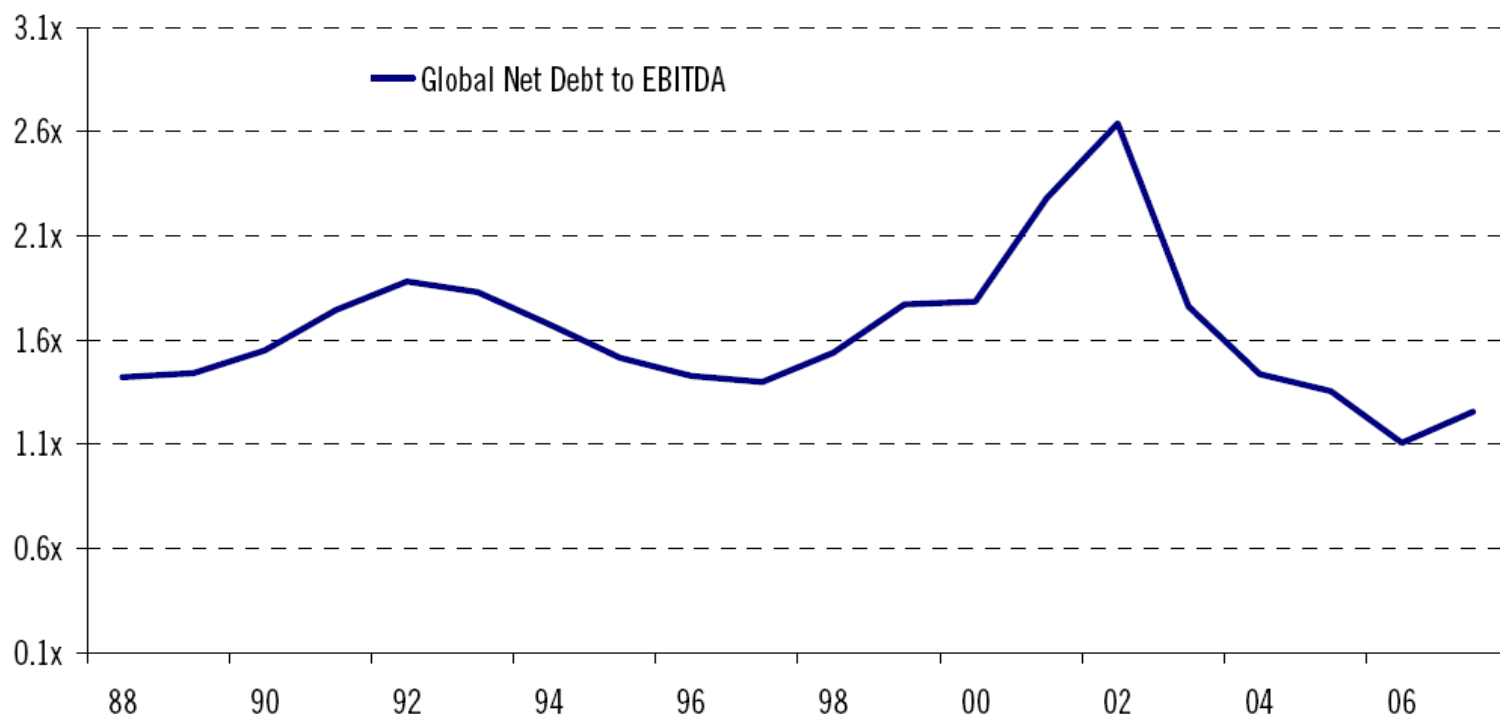
Source: Merrill Lynch, BP, CIA World Factbook, Factset, IMF World Economic Outlook, Thomson Datastream, Bloomberg

I USA, har vi sett en fallende innenlandsk økonomisk aktivitet, mens eksporten er sterkt voksende

Chart 2 – Robust export demand offsets sluggish domestic demand to some extent



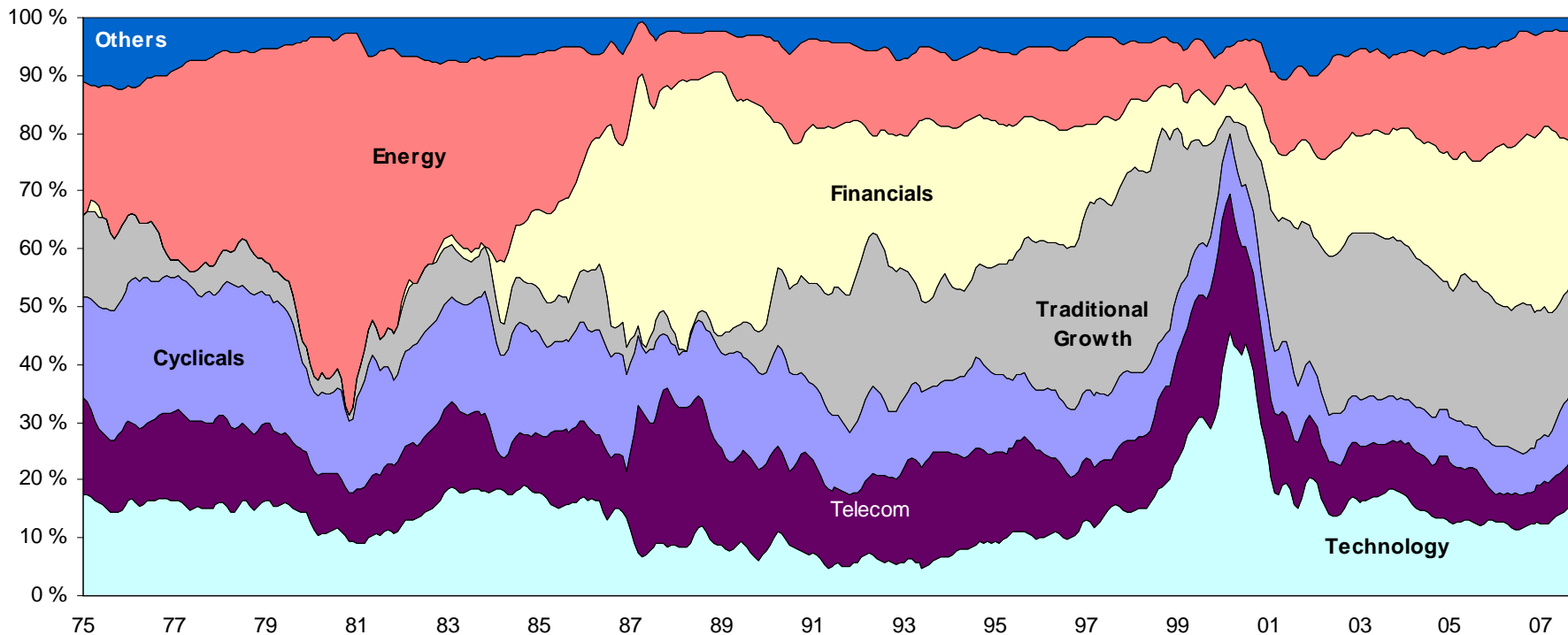
Utenfor bank og finans ser selskapenes balanser ut til å være mye sunnere enn ved tidligere nedgangsperioder



Source: MSCI

På bransjenivå har vi erfart et markant skifte i sektorvurdering til å bli mer balansert

Developed Markets: Sectoral Composition of Mega-Cap Universe¹
(1975 to Mid-December 2007)



¹ By capitalization; data smoothed on a trailing three-month basis.

Source: MSCI and Bernstein Analysis

De største selskapene representerer ca. 25 prosent av den totale markedsverdien

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 gjødding 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. Ordreboken var \$10 milliarder inkludert bonuser, som er 150% av markedsverdi.
- **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.

Bidragstere hittil i 2008 in MNOK

Elektrobras	+202	Siemens	-528
Pride	+130	Samsung Electronics	-406
Nabors	+79	LG Corp	-280
Covidien	+55	Air France	-154
Eramet	+54	Bank Asya	-153
Tyco International	+40	Cheung Kong	-152
Nutreco	+36	Albaraka Turk	-148
Cleveland-Cliffs	+36	Boliden	-148
Mariner Energy	+22	Samsung Heavy Industries	-139
Magyar Telekom	+18	IVG Immobilien	-127

Sum verdiskapning i 2008: -4,421 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

Solgt

- Louisiana-Pacific
- Tyco International
- Enka Insaat
- Covidien
- Kikkoman (ut)
- Aareal Bank
- Bank Austria (ut)
- RTX (ut)

Markeder hittil i 2008 i NOK (pr 31.august)

Venezuela	8 %	Singapore	-20 %
Brasil	-5 %	Frankrike	-20 %
Mexico	-6 %	Østerrike	-20 %
Canada	-7 %	Storbritannia	-20 %
Danmark	-9 %	Tyskland	-20 %
USA (Nasdaq)	-10 %	Vekstmarkedsindeksen	-22 %
Japan	-11 %	Spania	-23 %
Sveits	-13 %	Hong Kong	-24 %
USA (S&P 500)	-13 %	Belgia	-24 %
Verdensindeksen	-14 %	Italia	-25 %
Ungarn	-14 %	Estland	-26 %
Skagen Global	-15 %	Finland	-27 %
Sør-Afrika	-15 %	Kina (Hong Kong)	-28 %
Taiwan	-15 %	Russland	-28 %
Indonesia	-19 %	Tyrkia	-29 %
Polen	-19 %	Thailand	-30 %
Sverige	-20 %	Sør-Korea	-33 %
Nederland	-20 %	India	-36 %
		Kina (lokal)	-52 %

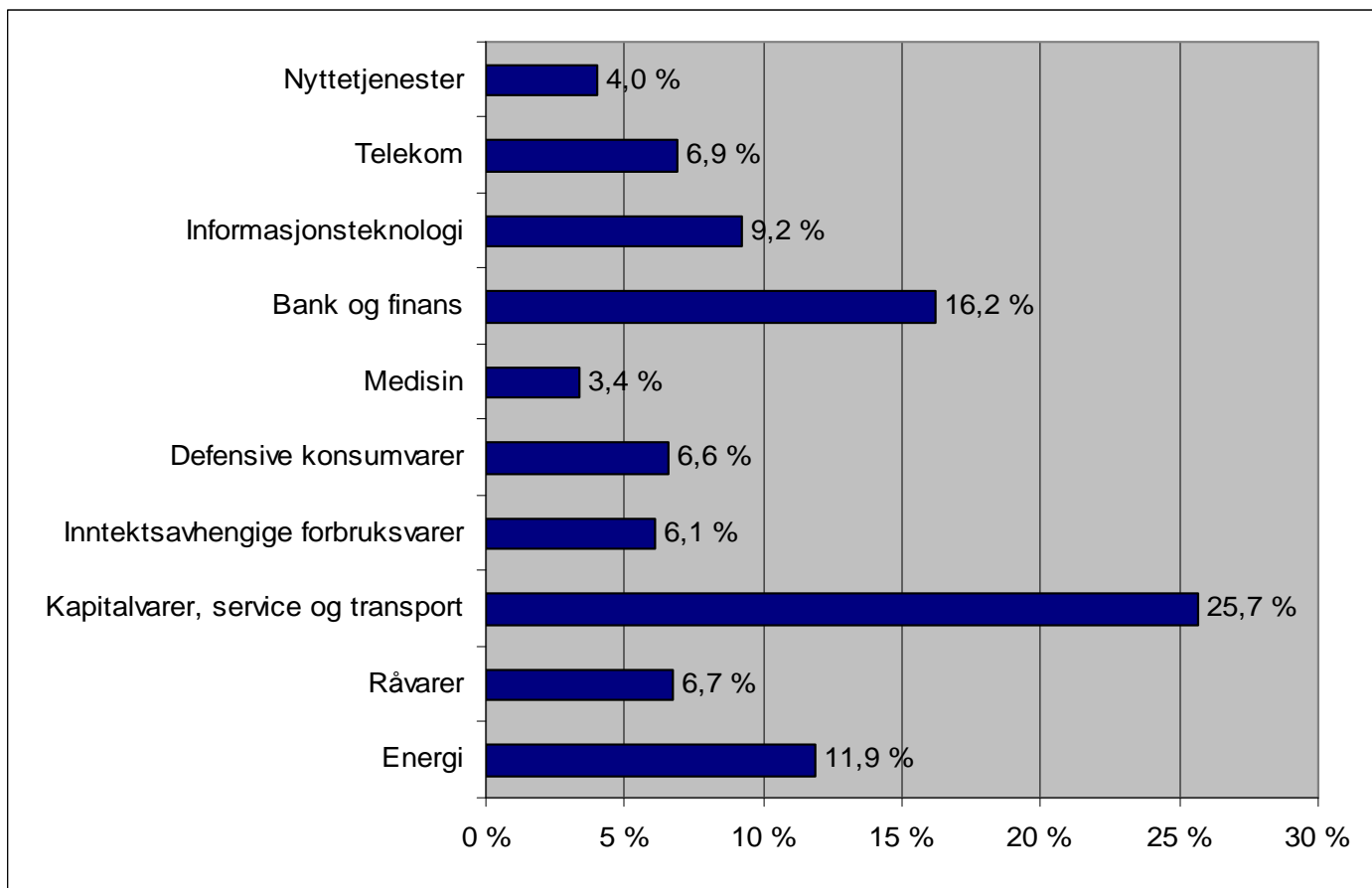
SKAGEN Global

Største poster pr 31 august 2008

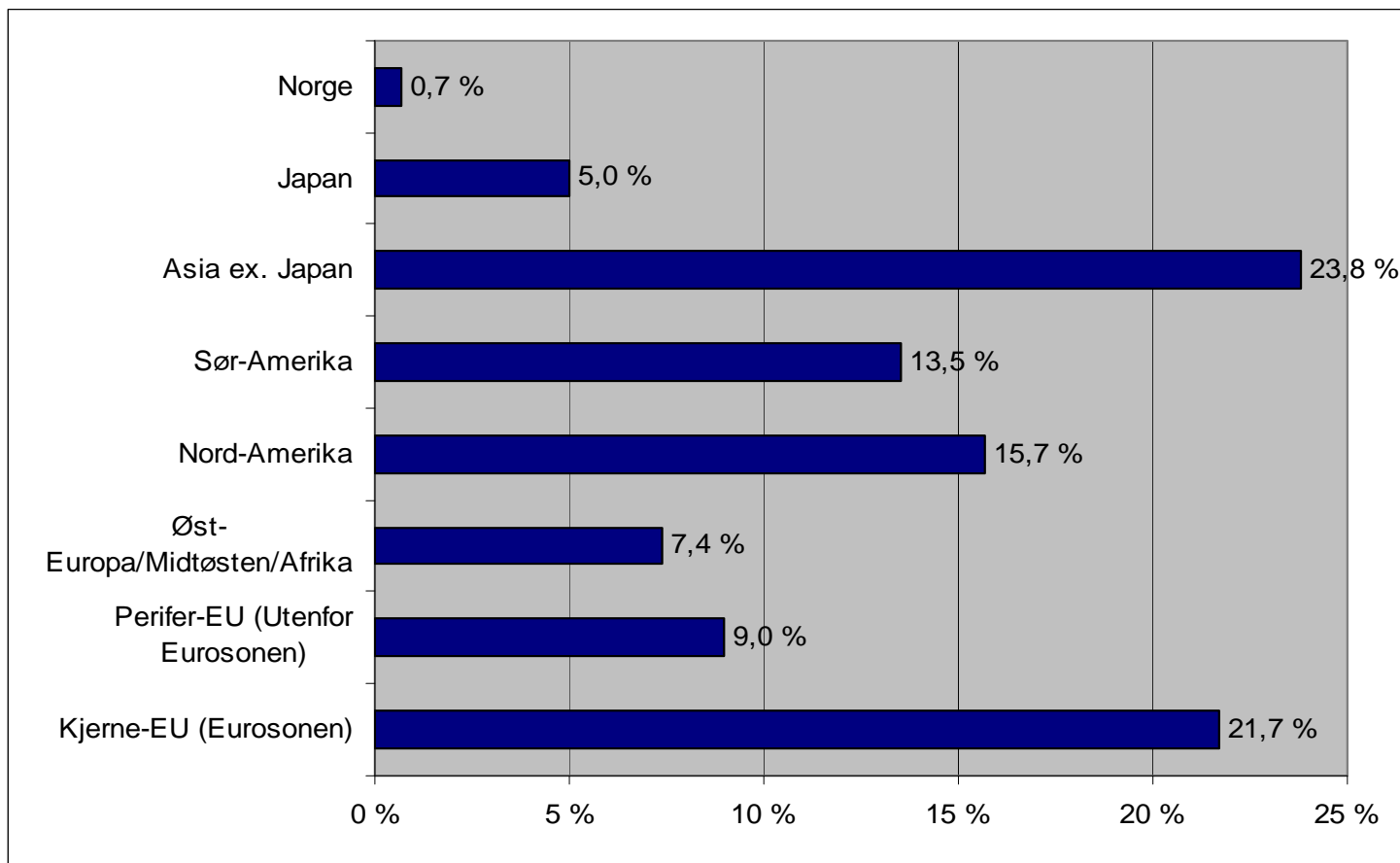
	Postens størrelse	Kurs	P/E 08E	P/E 09E	P/B siste	Kurs- mål
Samsung Electronics	5,6 %	365k	7,3	6,6	1,0	600k
Siemens	5,1 %	74,2	7,4	9,3	2,1	140
Nestle	4,5 %	48,6	16,2	14,5	3,5	65
Pride International	4,5 %	38,4	9,4	8,3	1,7	50
Elektrobras	4,4 %	25,0	8,3	7,1	0,3	60
Petrobras	3,8 %	34,9	8,7	7,8	2,4	50
LG Corp	3,8 %	62,7k	6,6	6,6	1,8	100k
Cheung Kong Holdings	3,6 %	112,2	13,6	11,5	1,1	160
Kyocera Corp	2,3 %	9230,0	17,4	17,4	1,2	14,5k
Pfizer Inc	1,6 %	19,1	8,1	7,6	1,9	25
Median topp 10	39,1 %		8,5	8,1	1,7	50 %

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

Bransjefordeling i SKAGEN Global



Geografisk fordeling i SKAGEN Global



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.