

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



Viser vei i nytt  
farvann

## SKAGEN Kon-Tiki

August 2008:

- Lav vurdering av selskapene og dårlig sentiment gir nå gode kjøpsmuligheter

# Innholdsfortegnelse

- Hovedtrekk i august 2008 3
- Investeringsresultater 6
- Globale vekstmarkeder 23
- Utsikter for globale vekstmarkeder 34
- Konklusjon SKAGEN Kon-Tiki 42
- Selskaper i SKAGEN Kon-Tiki 43
- Selskapsutvelgelse 46


## Hovedtrekk i august 2008

- SKAGEN Kon-Tiki falt med 2,9% i august mot vår referanseindeks fall på 3,2 %. Avkastningen hittil i år er -14,6%, som er vesentlig bedre enn referanseindeksens nedgang med 22,2%. Vår sterke undervekt i finans, samt lavt vurderte selskaper med oppkjøpspotensial, har understøttet våre relative resultater.
- Vi har igjen kun gjort mindre endringer i porteføljen i måneden. Vi kjøpte oss opp i fem eksisterende selskaper og solgte oss ut av Bank Austria og Suhka Balka, samt betydelig redusert vår post i Tandberg etter annonseringen av et mulig bud. Vi reduserte også vår post i Bank of East Asia etter svake tall for 2. kvartal.
- De 12 største selskapene i porteføljen, som utgjør 55% av porteføljeverdien, ble i august handlet til en median P/E for 2008e på 9,0x mot 10,4x for 12 måneder siden og 9,2x ved inngangen til 2008. Dette er betydelig lavere enn for globale vekstmarkeder sett under ett med 11,2x. Våre 30 største poster som utgjør 81% av fondet handles til en median P/E på 8,7x for 2008e. For disse forventer vi en inntjeningsvekst på 37% for 2008 mot en vekst på 14% for globale vekstmarkeder generelt.
- Resultatene for porteføljeselskapene har stort sett vært bra, men guidingen har vært forsiktig. Blant de 30 største selskapene har vi etter halvårsresultatene gjort 7 oppjusteringer og 7 nedjusteringer for 2008. Vi har nå innlagt forventninger for 2009, som viser en resultatvekst på 13%.

## 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.

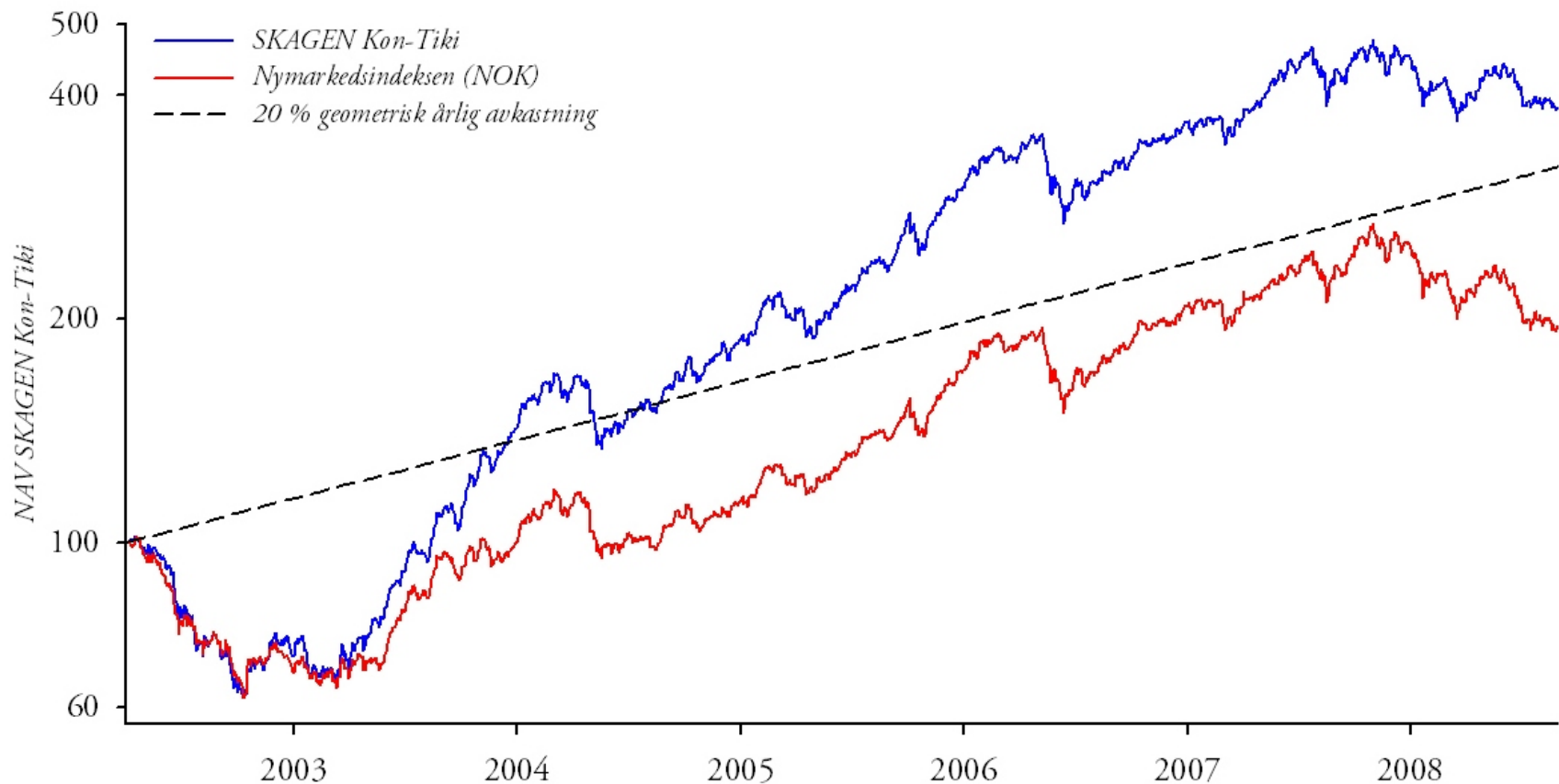
# Investeringsresultater

## Resultater i NOK pr. 29. august 2008

	Hittil i kvartal	Hittil i år	Siste 3 år	Siden oppstart*
SKAGEN Kon Tiki	-5,9 %	-14,6 %	17,9 %	23,4 %
Vekstmarkedsindeks (NOK)	-6,0 %	-22,2 %	12,5 %	11,1 %
Meravkastning	0,1 %	7,6 %	5,4 %	12,4 %
Verdensindeks (NOK)	2,1 %	-14,4 %	0,2 %	2,8 %
Meravkastning	-8,0 %	-0,3 %	17,7 %	20,6 %

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

# Kursutvikling i SKAGEN Kon-Tiki siden oppstart

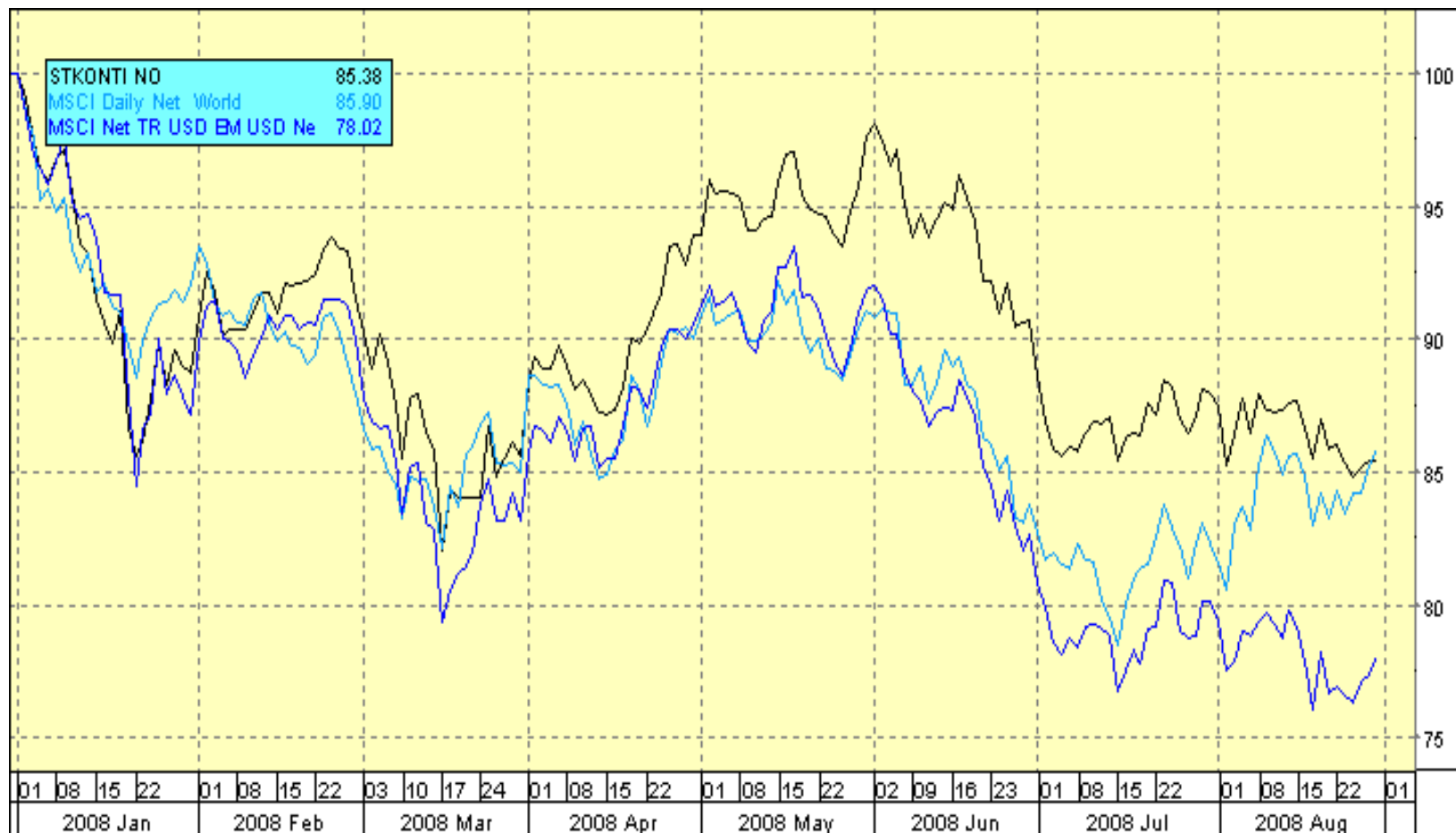


Oppdatert pr. 29. August 2008

**Alle avkastningstall er etter forvaltningshonorar**



# God relativ utvikling for SKAGEN Kon-Tiki hittil i år. Industrialiserte markeder nå bedre enn vekstmarkeder.



## Globale vekstmarkeder pr 29. august 2008 (i NOK)

• Ghana	36 %	• <b>Vekstmarkedsindeksen</b>	- 22 %
• Brasil	- 5 %	• Peru	- 23 %
• Mexico	- 6 %	• Hong Kong	- 24 %
• Chile	- 7 %	• Malaysia	- 26 %
• Tsjekkia	- 13 %	• Kina (internasjonal)	- 28 %
• Ungarn	- 14 %	• Russland	- 28 %
• USA (S&P 500)	- 13 %	• Tyrkia	- 29 %
• Argentina	- 14 %	• Thailand	- 31 %
• <b>SKAGEN Kon-Tiki</b>	- 15 %	• Kroatia	- 31 %
• <b>Verdensindeksen</b>	- 18 %	• Sør-Korea	- 33 %
• Sør-Afrika	- 15 %	• Filippinene	- 34 %
• Taiwan	- 18 %	• Slovenia	- 35 %
• Nigeria	- 18 %	• India	- 36 %
• Polen	- 19 %	• Vietnam	- 56 %
• Indonesia	- 19 %	• Pakistan	- 47 %
• Singapore	- 20 %	• Ukraina	- 51 %
• Kenya	- 21 %	• Kina (lokal)	- 52 %

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

• Vietnam	46 %	• Mexico	- 5 %
• Tyrkia	25 %	• Tsjekia	- 5 %
• Filippinene	13 %	• Singapore	- 5 %
• India	13 %	• Malaysia	- 5 %
• USA (S&P 500)	7 %	• <b>SKAGEN Kon-Tiki</b>	- <b>6 %</b>
• Chile	5 %	• <b>Vekstmarkedsindeksen</b>	- <b>6 %</b>
• Ghana	5 %	• Slovenia	- 7 %
• Kina (internasjonal)	4 %	• Thailand	- 7 %
• <b>Verdensindeksen</b>	<b>2 %</b>	• Kenya	- 9 %
• Hong Kong	2 %	• Nigeria	- 9 %
• Kina (lokal)	2 %	• Sør-Korea	- 10 %
• Ungarn	2 %	• Argentina	- 11 %
• Polen	0 %	• Brasil	- 11 %
• Indonesia	- 1 %	• Peru	- 13 %
• Sør-Afrika	- 2 %	• Russland	- 24 %
• Kroatia	- 2 %	• Ukraina	- 28 %
• Taiwan	- 4 %	• Pakistan	- 29 %

## Største bidragsytere pr. 29. august 2008 (i NOK)

• Banco Nossa Caixa	+ 392	Samsung Electronics	- 391
• Eletrobras	+ 333	Harbin Power Equipment	- 224
• Pride International	+ 162	Indosat	- 179
• Seadrill	+ 100	Mahindra & Mahindra	- 157
• Tandberg	+ 62	Bharti Airtel	- 155
• Tullow Oil	+ 56	Sistema	- 149
• Tekfen Holding	+ 20	Hanmi Pharmaceuticals	- 120
• Marine Harvest Group	+ 12	PKN Orlen	- 113
• Golden Ocean Group	+ 11	LG Electronics	- 108
• Continental Engineering	+ 9	China Oilfield Services	- 108
• Seawell	+ 9	Gedeon Richter	- 108
• Ghana Commercial Bank	+ 8	Vale (Rio Doce)	- 104
• Nordic American Tankers	+ 6	Cemex	- 104
• Hitachi	+ 5	Kiwoom	- 95

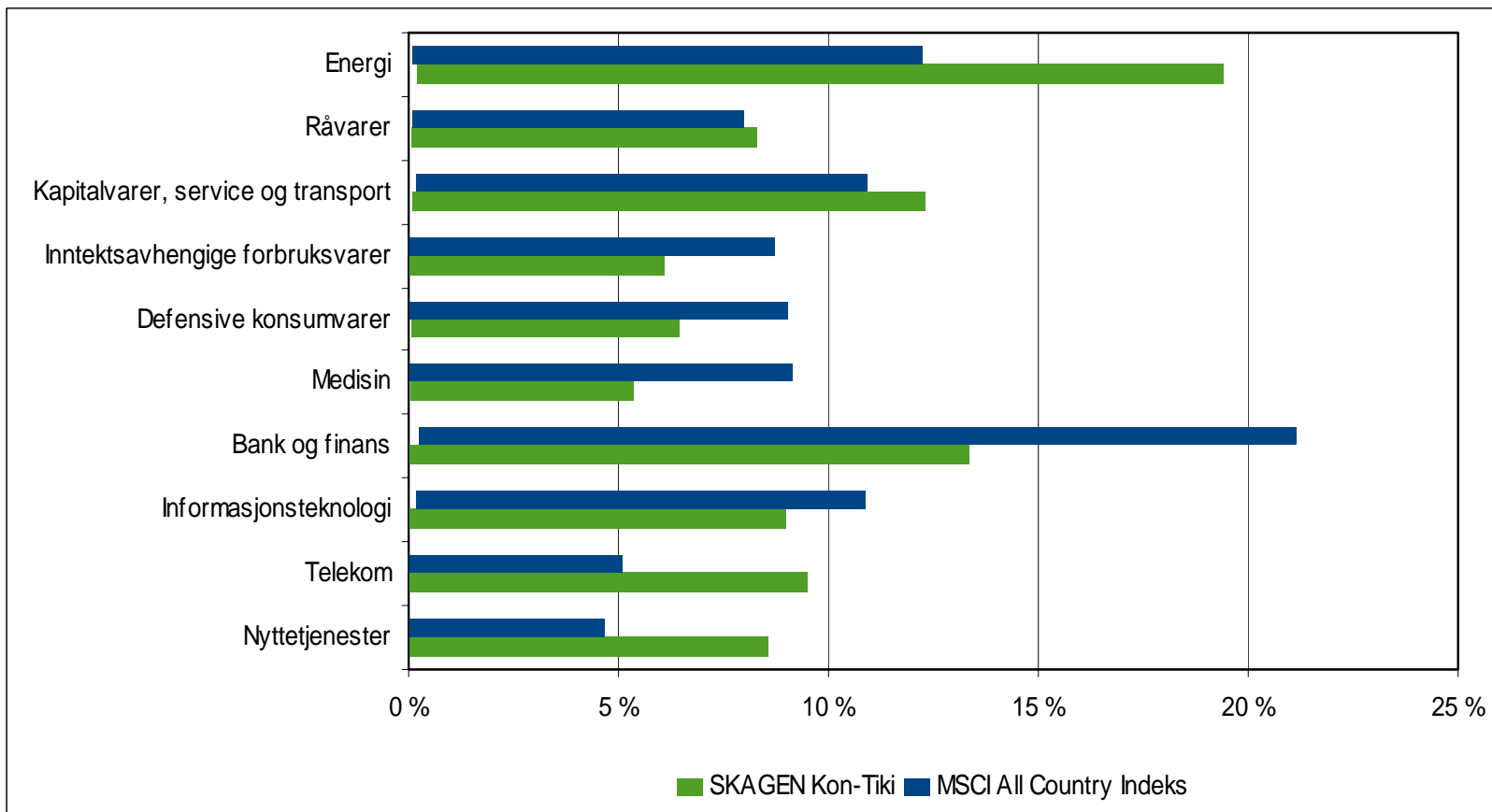
Sum verdiskapning pr. 29. august 2008: -2 518 mill. NOK

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

• Bharti Airtel	+ 91	Samsung Electronics	- 224
• Sabanci Holding	+ 80	Pride International	- 221
• Yacicilar Holding	+ 61	Petrobras	- 120
• Mahindra & Mahindra	+ 50	Vale (Rio Doce)	- 119
• Tandberg	+ 41	Tullow Oil	- 77
• Hitachi	+ 39	Cemex	- 66
• Provida	+ 32	Hanmi Pharmaceuticals	- 48
• Bank Asya	+ 30	Enka Insaat	- 40
• Eczacibaci Ilac	+ 18	Sistema	- 40
• Yapi Kredit Bank	+ 15	China Oilfield Services	- 37
• Shoprite	+ 12	Seadrill	- 31
• Gruma	+ 9	KGI Securities	- 30
• Eczacibaci Yatirim	+ 8	Hitachi Construction	- 27
• Aberdeen Asset Mgt.	+ 7	Samsung Heavy	- 25

Sum verdiskapning hittil i 3. kvartal 2008: -1 052 mill. NOK

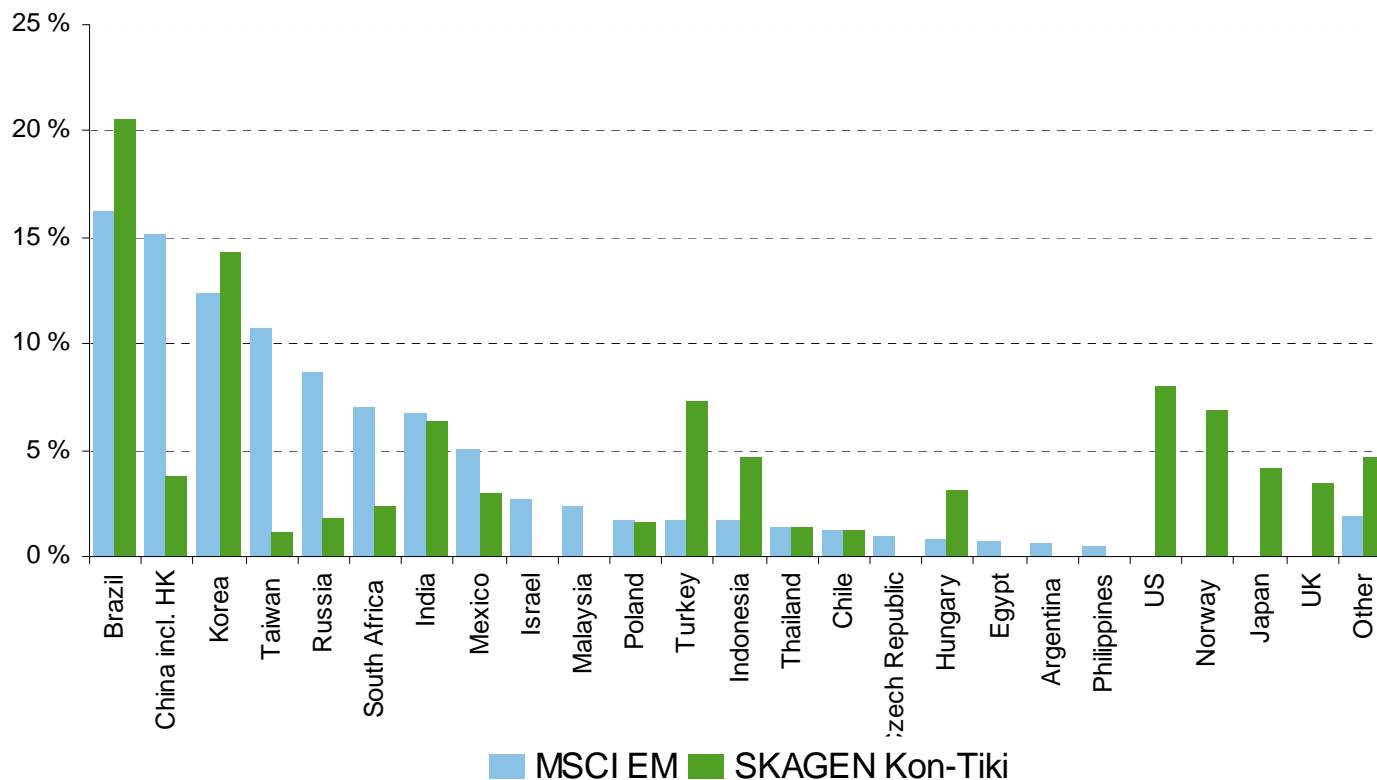
# Bransjefordeling i SKAGEN Kon-Tiki i forhold til MSCI All World Index (som inkluderer industrialiserte markeder)



\*) MSCI indeks oppdatert per 31. august 2008. SKAGEN Kon-Tiki oppdatert per 31. august 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 per 27. august 2008. SKAGEN Kon-Tiki oppdatert per 29. august 2008

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

### Kjøpt

- Petrobras
- Vale (Rio Doce)
- Nordic American Tankers
- Samsung Electronics
- Indosat

### Solgt

- Bank Austria (ut)
- Suhka Balka (ut)
- Bank of East Asia
- Tandberg

*Netto endringer >NOK 20 millioner for eksisterende poster*



## Porteføljesammensetning og endringer

- Selskapsfokus styrer porteføljesammensetning, men forsiktig med sektor- og landeksponering på mer enn 20% for å balansere porteføljerisiko
- Den siste tiden 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. Dette er i tråd med vår filosofi om å fokusere på våre absolutt beste investeringsideer. Våre 12 største selskaper representerer nå 55% av verdiene mens de 30 største står for 81%.
- Vi foretok igjen kun mindre endringer i porteføljen i august ved å kjøpe oss opp i fem eksisterende selskaper og selge oss ut av Bank Austria og Suhka Balka, samt redusere vår post i Tandberg betydelig etter annonseringen av et mulig bud. Vi reduserte også vår post i Bank of East Asia etter svake tall for 2. kvartal.

## Nyheter fra våre største porteføljeselskaper (1)

- **Eletrabras** leverte tall over forventningene i markedet. De annonserte også at de forventer å betale det akkumulerte utbyttet til ON aksjonærene i løpet av 2008. Dette sammen med den forestående ADR listing i USA er meget positivt.
- **Banco Nossa Caixa** kunne vise til en god underliggende utvikling i 2Q selv om kostnadene relatert til gamle rettsaker fortsatt preger tallene. En avklaring på det potensielle oppkjøpet fra Banco do Brazil forventes mot slutten av året.
- **Vale** annonserte bedre tall enn ventet for 2Q til tross for at noe av effekten fra prisstigningen på jernmalm er forskjøvet til 3Q. Ledelsen beroliget frykten for større oppkjøp etter emisjonen i august og prioriterer organisk vekst.
- **Indosat** rapporterte 2Q resultater på den noe svake side selv om EBITDA steg 9%. Prisfallet ser nå ut til å ha stoppet og med en abonnementsvekst på hele 23% i kvartalet og ny ledelse, er utsiktene positive.
- **Seadrill** rapporterte tall noe over forventningene og fortsetter å imponere med et utbytte på USD 0,60 for 2Q. Ingen store negative overraskelser for byggeprogrammet og markedet for moderne flytere strammer seg ytterligere til.
- **Gedeon Richter** annonserte svake tall for 2Q, hovedsakelig som følge av valutatap og en meget sterk HUF (87% av salg er utenfor Ungarn).

## Nyheter fra våre største porteføljeselskaper (2)

- **Petrobras** leverte 2Q tall klart over forventningene med en 30% resultatvekst. Fremgangen i raffinerivirkomheten var bedre enn ventet etter prisstigningene tidligere i år.
- **Tullow Oil** viste tall som forventet i 2Q. Selskapet skal bore et betydelig antall brønner i løpet av de nærmeste månedene i India, Uganda og Ghana.
- **Sabanci** – rapporterte som ventet – handles nå med 26% rabatt til underliggende verdier, vesentlig mer enn normalt
- **Pivovarna Lasko** – rapporterte 20% fall i driftsresultat, og vesentlig lavere finansinntekter enn året før. Prisreguleringer og god volumvekst gjør at operativt resultat vil nås på årsbasis
- **PKN Orlen** rapportere sterke tall for Q2 selv uten den positive effekten fra varelagerjusteringer på grunn av sterk volumvekst og bedre drift ved Mazeikiu raffineriet i Litauen.
- **First Quantum Minerals** annonserte tall som var på linje med forventningene med en resultatvekst på 69% i forhold til 2Q 2007. Som andre mineralselskaper sliter FM med stigende kostnader. På den positive siden er det tegn til at skattesituasjonen i Zambia kan bli bedre enn fryktet.

## Nyheter fra våre største porteføljeselskaper (3)

- **Provida** annonserte tall som var vesentlig bedre enn 1Q og akseptable tatt i betraktning av svake aksjemarkeder. Pensjonsforvalteren fortsetter å ta markedsandel og antall innskyttere steg 2% gjennom kvartalet.
- **Enka Insaat** leverte rekordvekst og –resultater, men inntjeningen i den viktige entreprenørdivisjonen stagnerte. Selskapet er fortsatt mer styrt av utviklingen i Russland og i Gulf-statene enn i Tyrkia.
- **Hanmi Pharmaceuticals** levde ikke opp til forventningene som følge av svakere salgsvekst (+13% YoY) og høye kostnader.
- **Golden Ocean** sjarmerte med gode 2Q resultater. Selskapet er en utbyttmaskin med forventede betalinger på USD 2 pr. aksje for 2008 (35% av aksjekurs). Markedet ser også ut til å styrke seg og forsinkelser i leveringer av ny tonnasje understøtter utviklingen.
- **China Oilfield Services** rapporterte inntjening opp 40%, og et større nybyggningsprogram enn ventet med 6 nye rigger samt overtagelsen av Awilco Offshore som gir 11 hypermoderne enheter for global anvendelse. Denne overtagelsen vil gi selskapet fra 1 mrd. USD netto cash til 2 mrd. nettogjeld ved utgangen av 3. kvartal, men gi 50% inntjeningsvekst p.a. de neste fire årene

# SKAGEN Kon-Tiki: nøkkeltall pr. 29. august 2008

	Postens størrelse	Kurs	P/E 08E	P/E 09E	P/B siste	Kurs- mål
Elektrobras	8,7 %	25,0	8,3	7,2	0,3	70
Pride International	8,0 %	38,41	9,4	8,4	1,7	50
Samsung Electronics	6,4 %	365k	7,3	6,6	1,0	600k
Banco Nossa Caixa	4,8 %	39,2	8,7	7,8	1,3	50
Cia Vale do Rio Doce	4,2 %	38,0	8,4	6,9	2,9	50
Indosat Tbk	4,2 %	6150	13,7	10,3	2,0	10k
Seadrill	3,8 %	149	13,5	9,9	2,8	170
LG Electronics	3,5 %	49,9k	3,6	4,0	0,8	70k
Richter Gedeon Nyrt	3,0 %	32k	12,8	11,9	1,9	50k
Petrobras	2,9 %	34,9	8,7	7,8	2,4	50
Bharti Airtel	2,9 %	837,5	16,8	14,0	6,6	1000
Hitachi	2,5 %	809,0	22,5	11,6	1,2	1100
<b>Median</b>	<b>54,8 %</b>		<b>9,0</b>	<b>8,1</b>	<b>1,8</b>	<b>38 %</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 81% av verdien i porteføljen. Vekstforventningen er klart høyere enn forventningene for globale vekstmarkeder generelt på 14%. For 2009 forventer vi en vekst for de samme selskapene på 13%.
- Våre 12 største poster som utgjør 55% av porteføljeverdien handles til en median P/E for 2008e på 9,0x mot 10,4x for et år tilbake og 9,2x ved inngangen til 2008. Det er en betydelig rabatt i forhold til P/E for globale vekstmarkeder totalt sett på 11,2x. P/E for de 30 største selskapene for 2008e er 8.7x.
- Median P/B for de 12 største poster ligger på 1,7x mot 2,3x for 12 måneder siden og 2,2x ved inngangen til 2008. Dette er lavere enn globale vekstmarkeder generelt på 2,0x. For de 30 største selskapene er P/BV 1,9x.
- Vi ser i snitt en oppside på våre 30 største selskaper på 49% som da vil prises til en P/E for 2008e på 13,0x og P/B på 2,8x.

# Globale vekstmarkeder

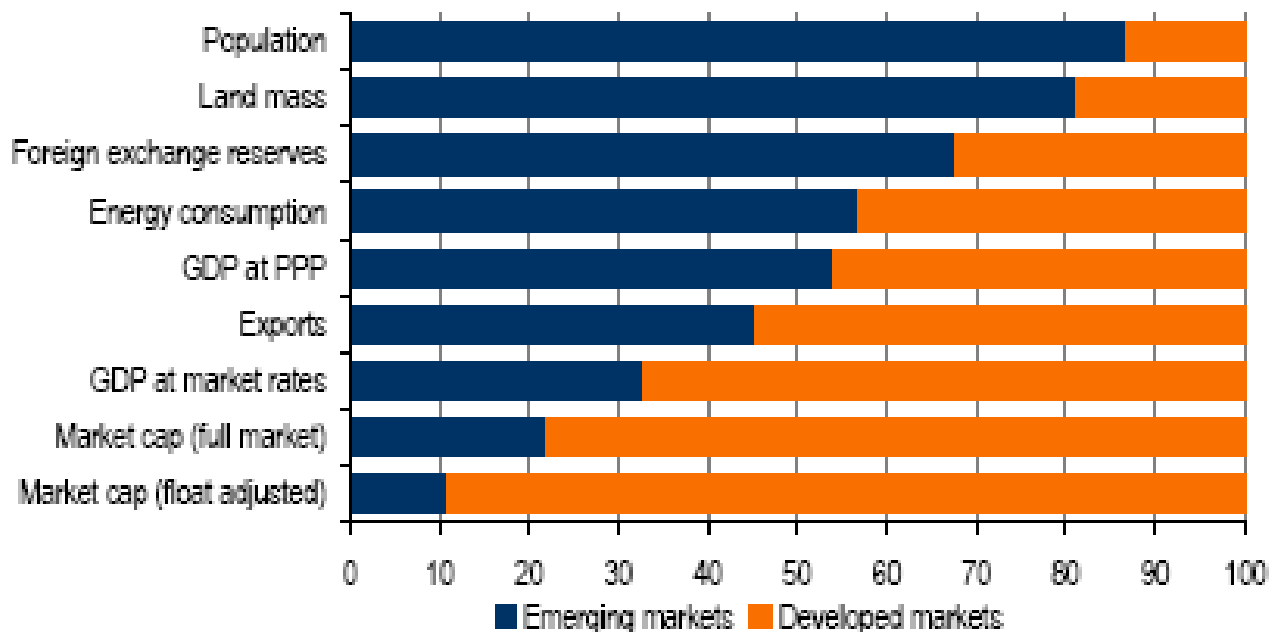
# Kanarifugler – Risikospreadene topper ut, lange renter stabile, volatiliteten – fallende ! Positivt





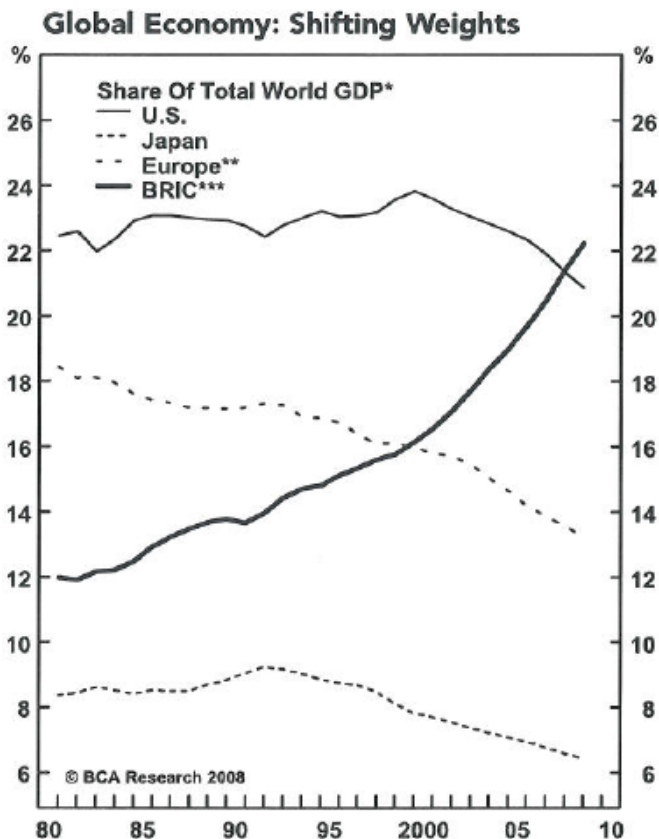
# Globale vekstmarkeder er underkapitalisert relativt til utviklede aksjemarkeder

## Emerging economies as % of total world

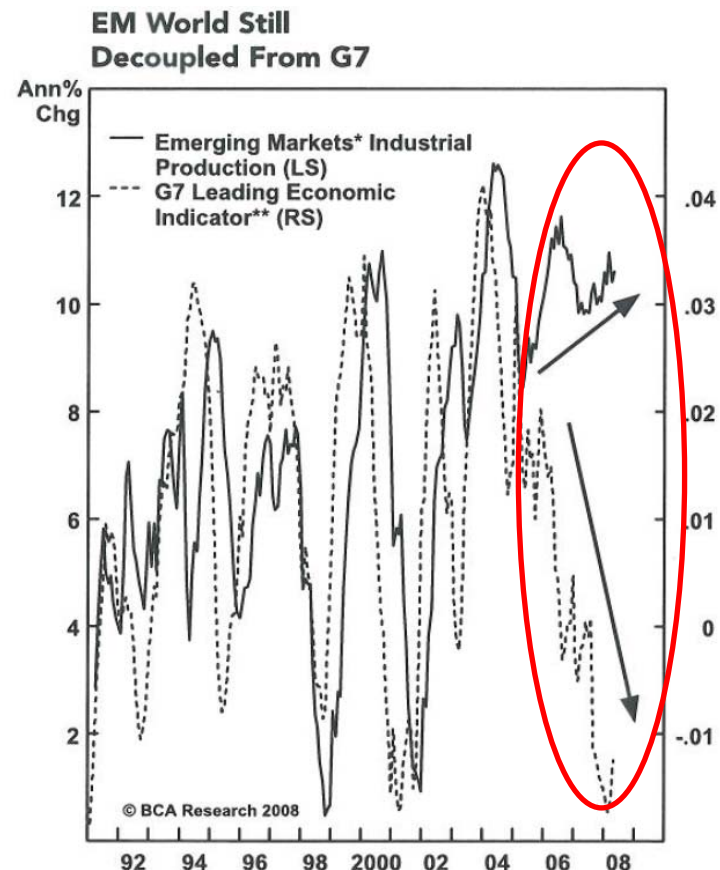


Source: Merrill Lynch, BP, CIA World Factbook, Factset, IMF World Economic Outlook, Thomson Datastream, Bloomberg

# Den økonomiske dekobling i globale vekstmarkeder fortsetter og BRIC landene er nå større enn USA



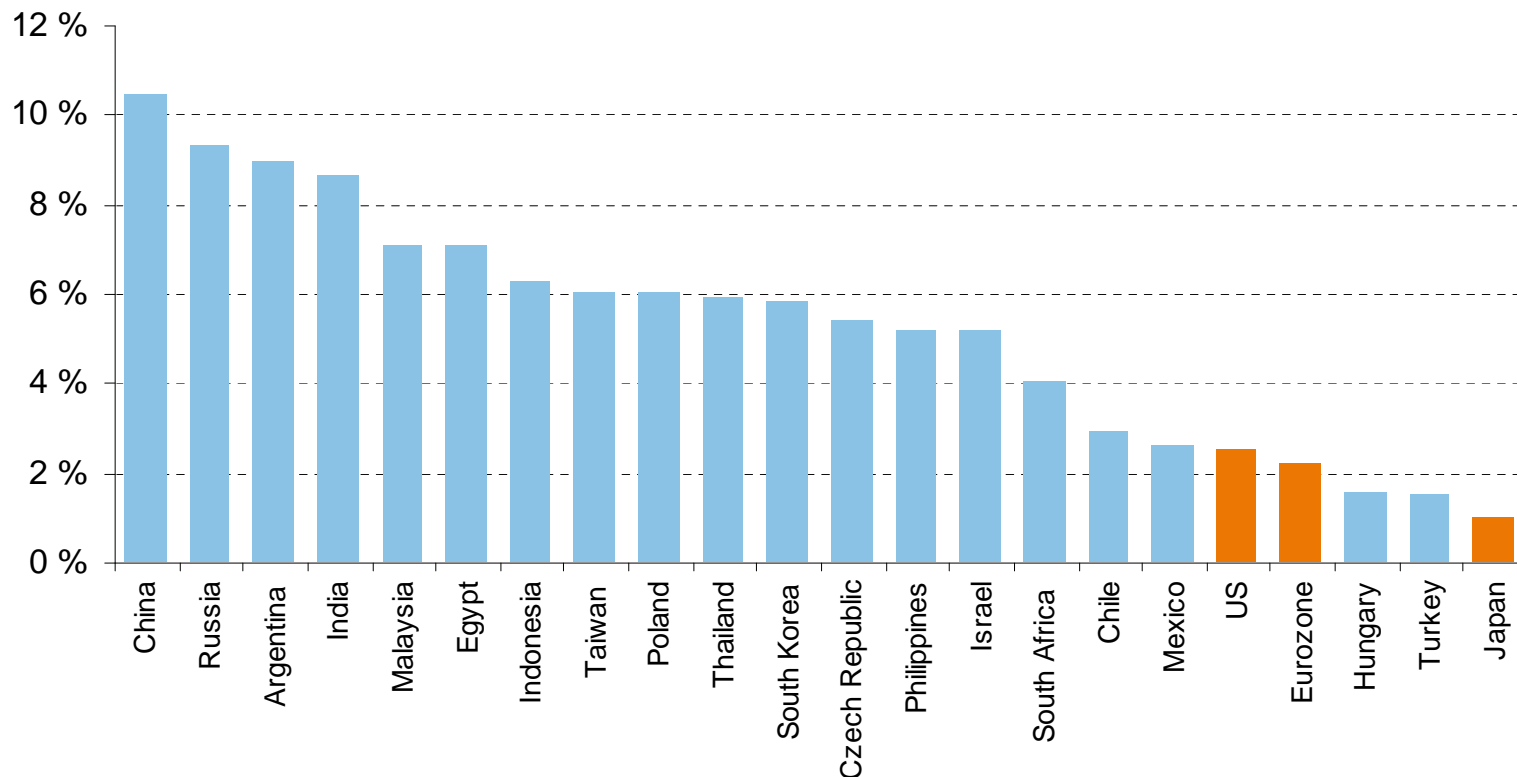
\* On Purchasing Power Parity basis, includes estimates. IMF data.  
 \*\* Includes France, Germany, Italy and the U.K.  
 \*\*\* Includes Brazil, China, India and Russia. BCA estimate for Russia prior to 1992.



\* Includes 21 countries, shown smoothed.  
 \*\* Shown as a deviation from trend.

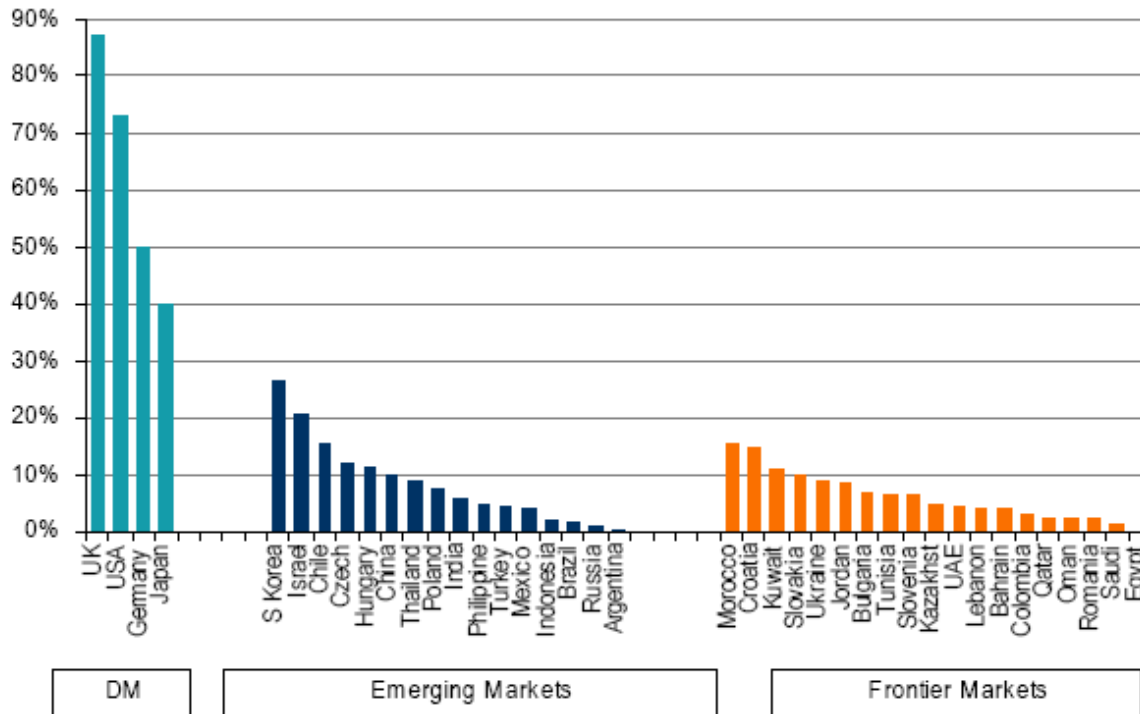
# Det er en grunn til at vi kaller det vekstmarkeder . . . .

## GDP growth last quarter for Emerging markets and developed countries



# Et fremvoksende marked for boligfinansiering i globale vekstmarkeder fra et meget lavt nivå gir stimulans til konsum

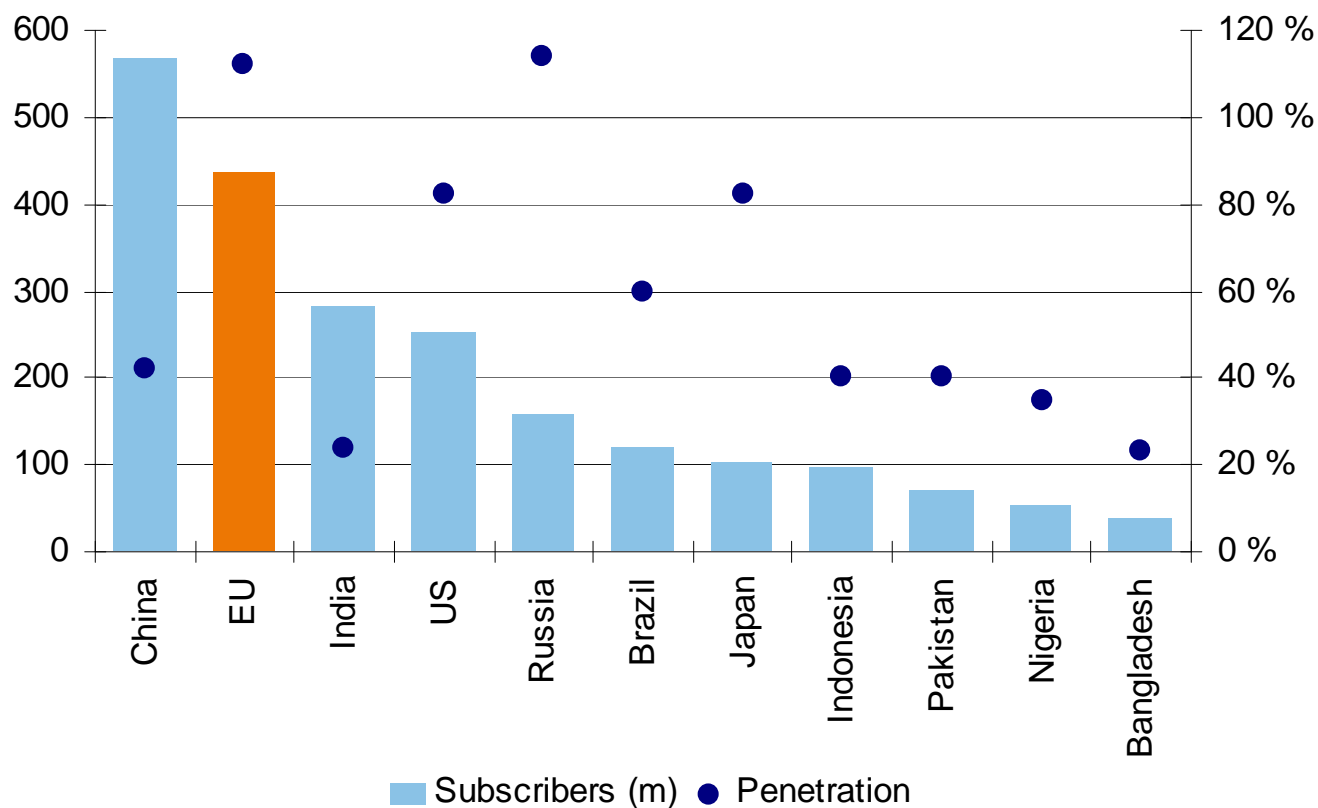
## Mortgage penetration: mortgage loans as a percentage of GDP (%)



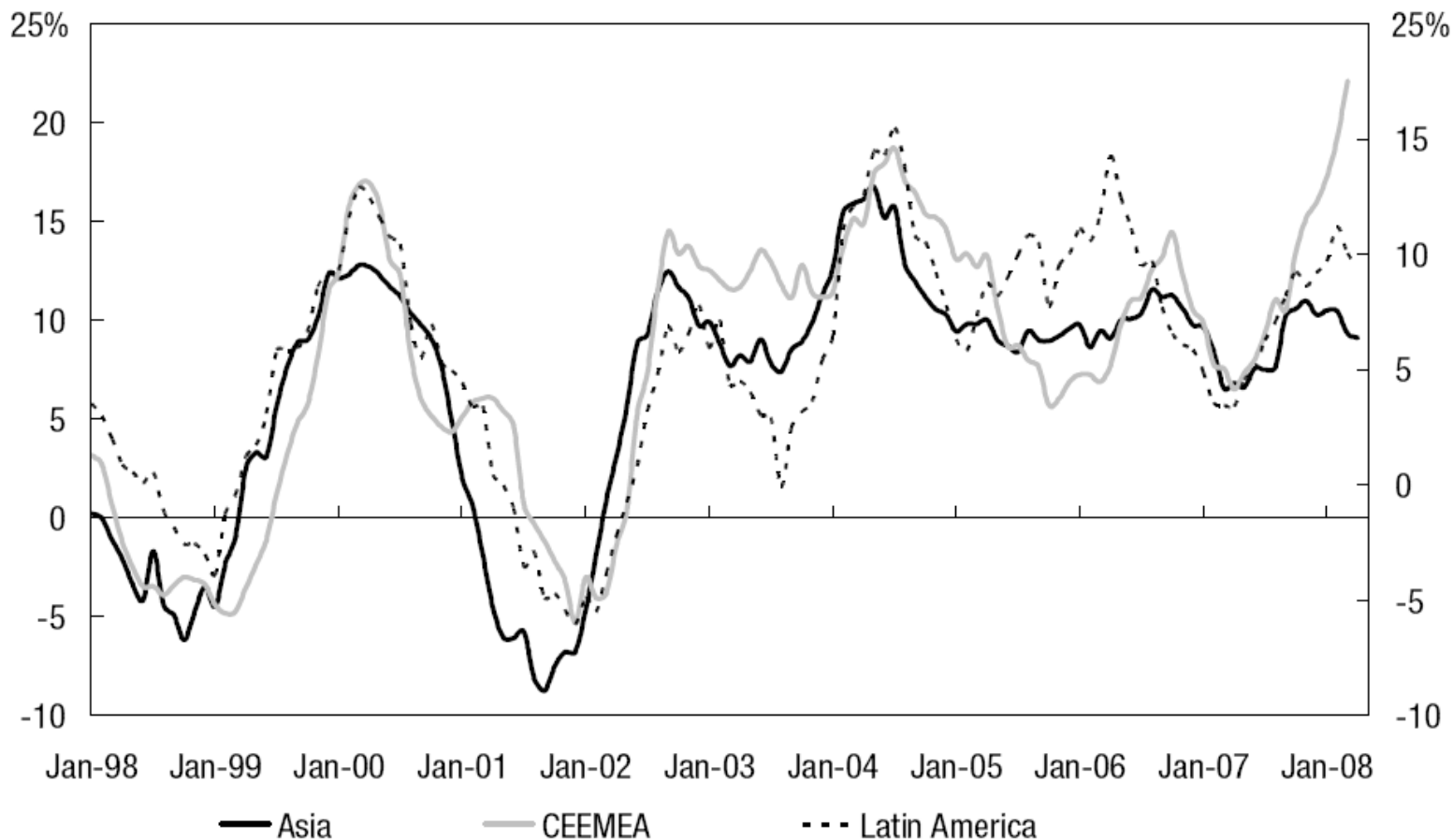
Source: Merrill Lynch calculations, Central Bank data, Data as of 2006.

## 8 av verdens 10 største mobilmarkeder er i globale vekstmarkeder og India er nå større enn USA selv med en penetrasjon på kun 24%

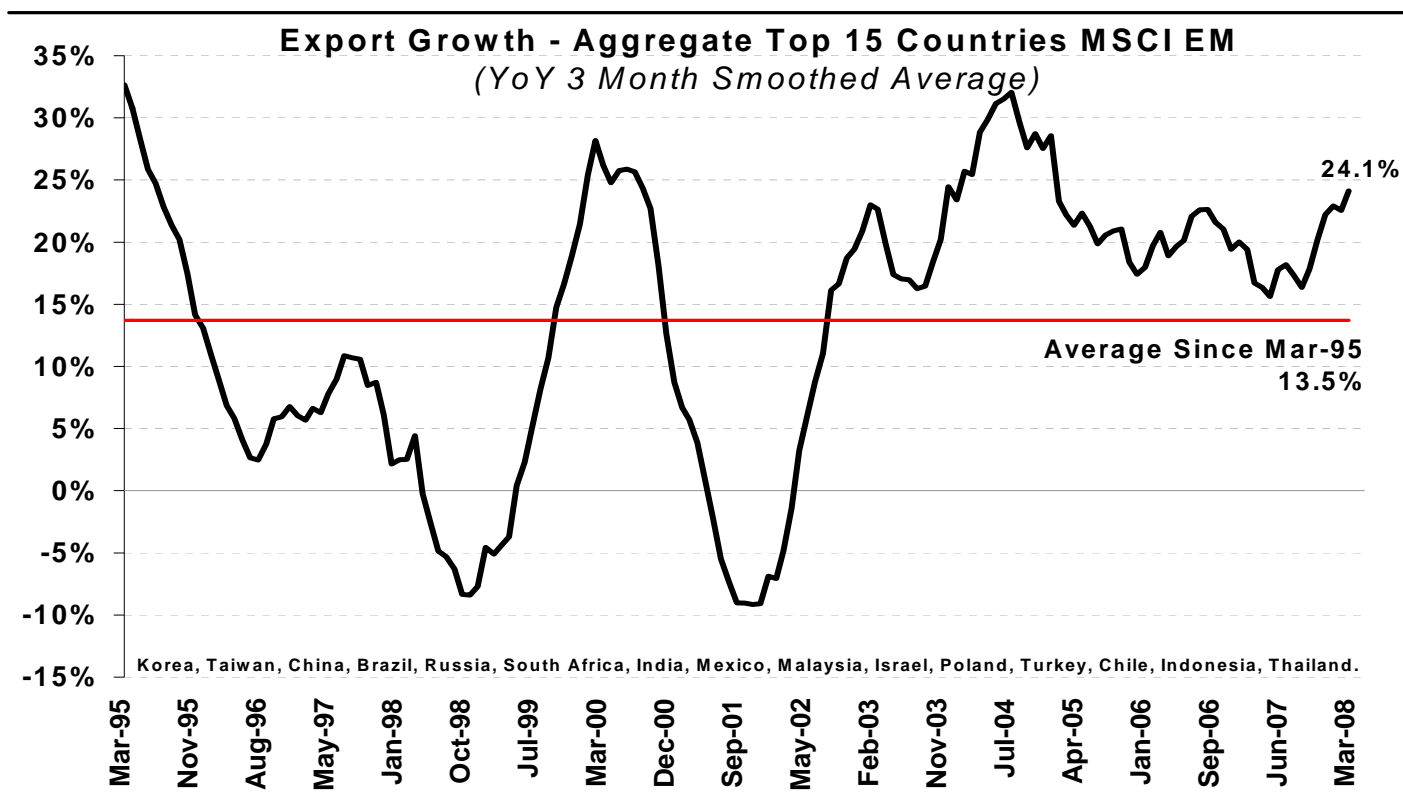
Subscribers and penetration in world's largest mobile markets



## Eksportveksten i globale vekstmarkeder er fortsatt robust, drevet av god etterspørsel internt i disse landene



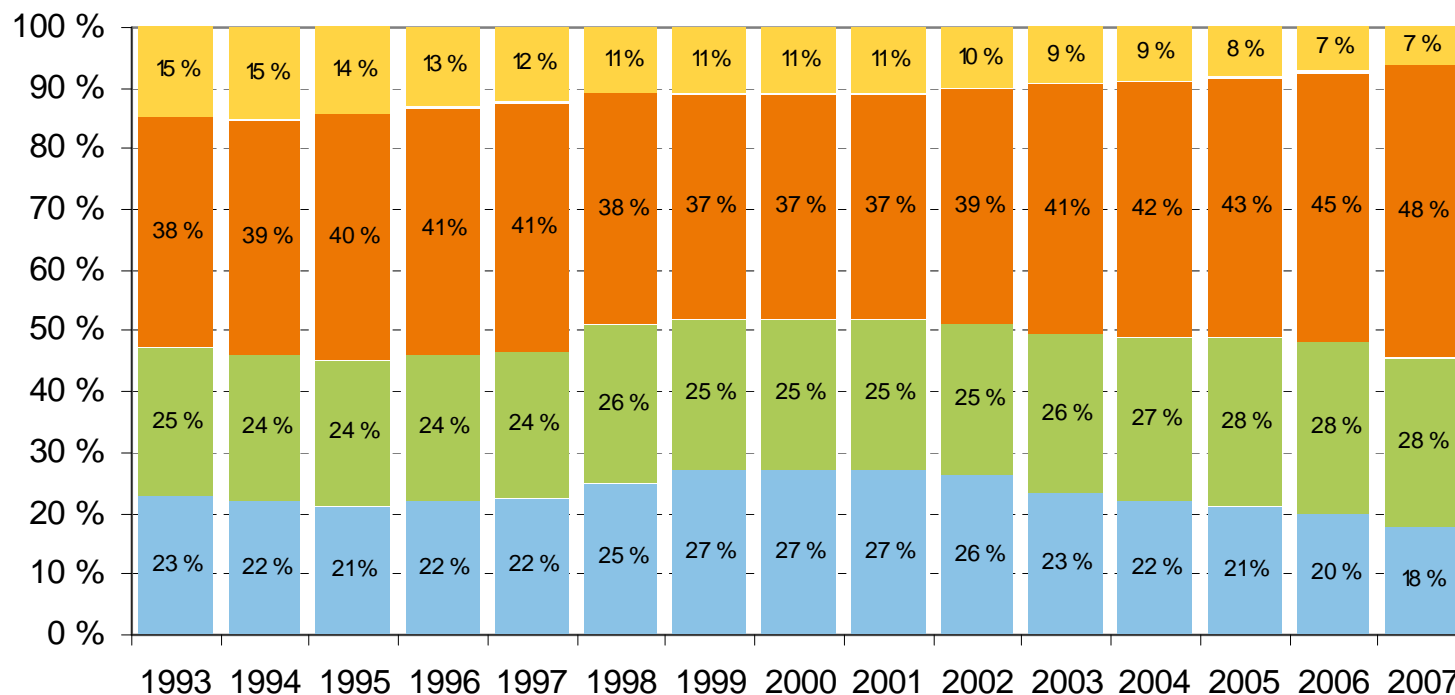
# Eksporthveksten i globale vekstmarkeder fortsetter å vise robuste tendenser til tross for avmatning i vestlige markeder



Source: Haver Analytics, Morgan Stanley Research. Includes: Korea, Taiwan, China, Brazil, Russia, South Africa, India, Mexico, Malaysia, Israel, Poland, Turkey, Chile, Indonesia, Thailand. Data as of April, 2008.

## 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



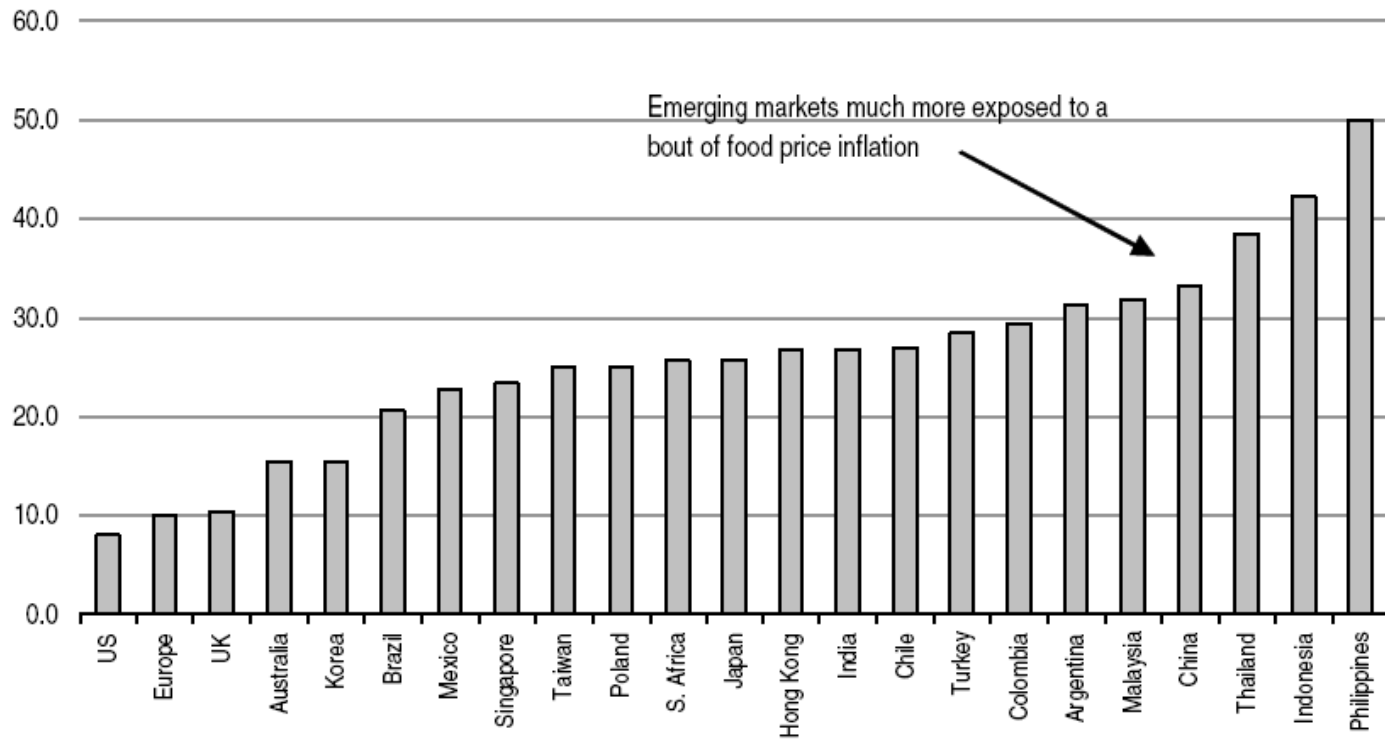
Source: IMF, Morgan Stanley

■ US 
 ■ EU 
 ■ Intra EM 
 ■ Other



# Stigende matvarepriser har større effekt i globale vekstmarkeder enn i utviklede land; inflasjon er en risiko

Figure 22: Weight of food in the CPI basket

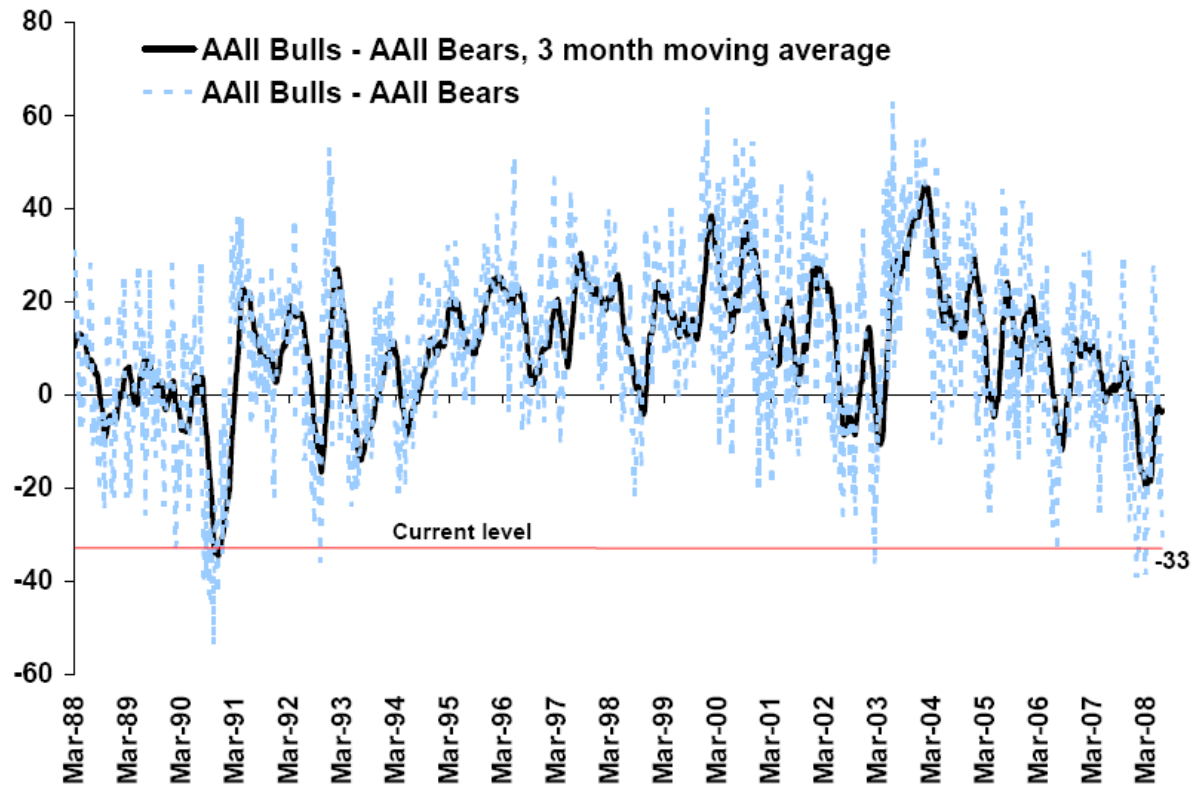


Source: OECD, National Accounts, Credit Suisse research

# Utsikter for globale vekstmarkeder

# Meget svakt investor sentiment – en vending på gang ?

## Traditional sentiment indicators close to extreme pessimism levels



Source: Bloomberg. Data as of 07/17/08.

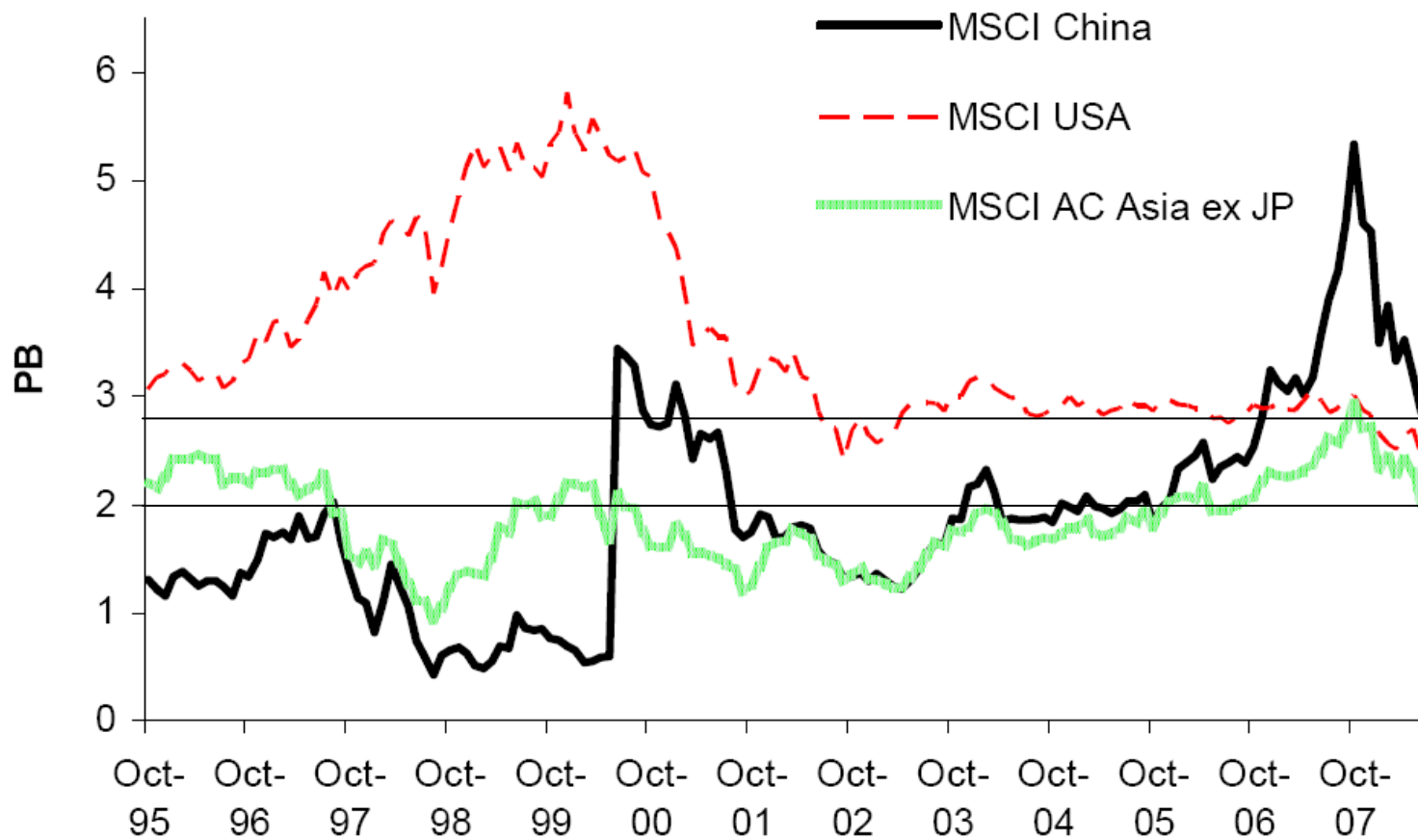
# Ingen økning i rentespread i globale vekstmarkeder i denne "krisen"

## EM vs. US investment grade corp. spreads, bps



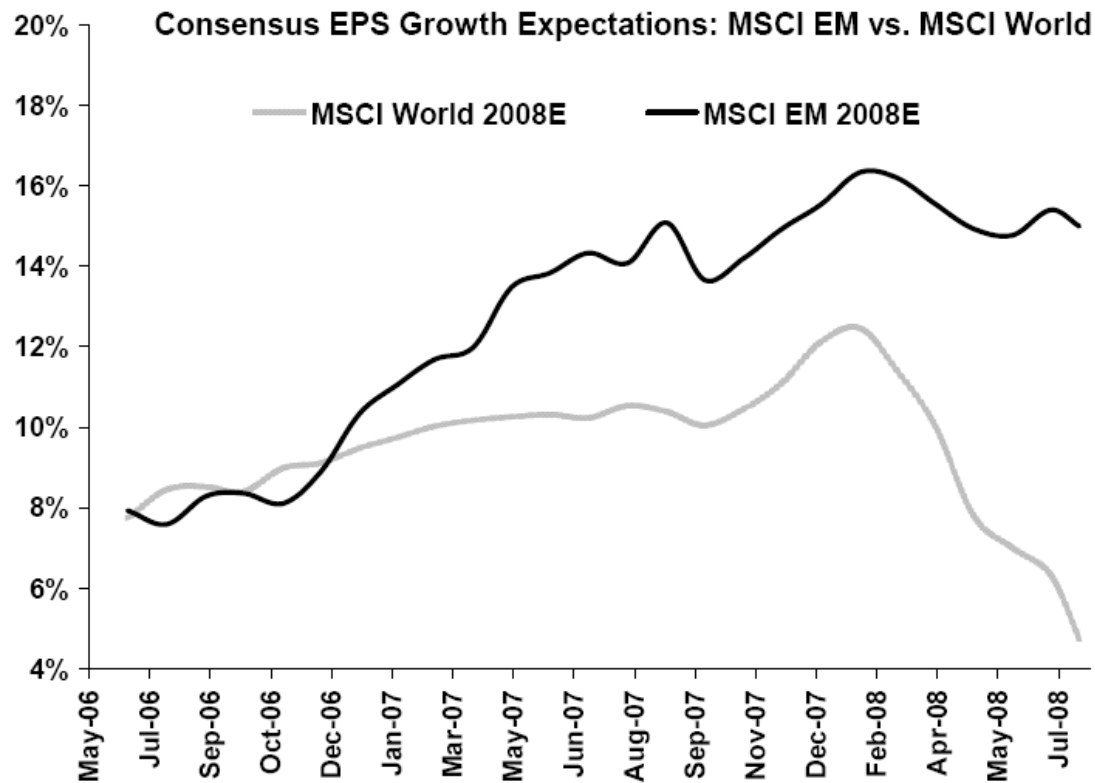
Source: Bloomberg, Merrill Lynch

## P/BV for Kina nærmer seg USA men ligger fortsatt et pent stykke over nivået i Asia



## Stabile inntjeningsforventninger i globale vekstmarkeder og videre nedjustering i modne markeder

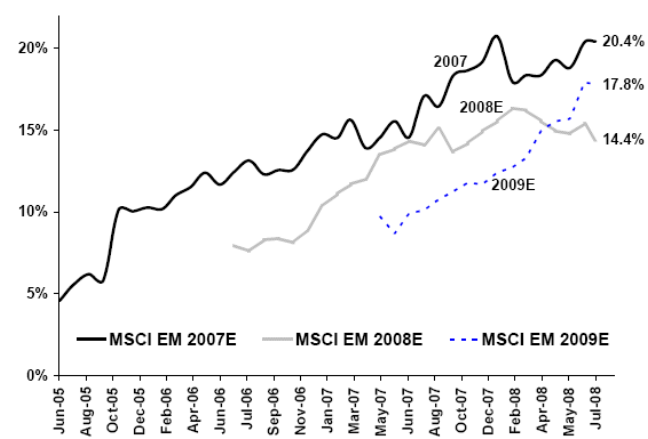
### MSCI EM vs. MSCI World EPS Growth Expectations



Source: Morgan Stanley Research

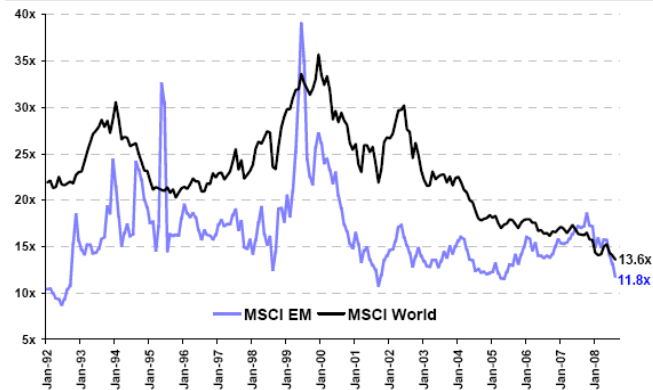
# Inntjeningsforventninger og verdivurdering

Consensus EPS Growth MSCI EM, 2007e & 2008e



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

Trailing P/E

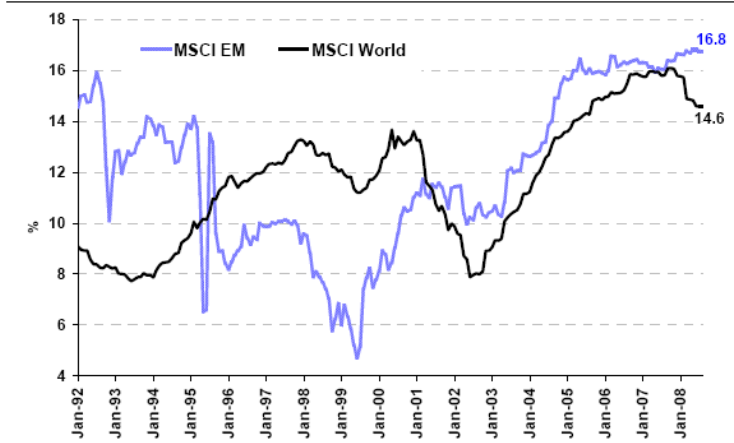


Source: MSCI, Morgan Stanley Research

- 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 er marginalt nedjustert de siste månedene, men en vekst på 14% er betydelig høyere enn vestlige markeder på under 5%
- Fra å være handlet med en premie på 10% målt på historisk inntjening handles globale vekstmarkeder nå med en P/E rabatt på 13% i forhold til globale markeder. Den relative endring i verdsettelse kan ikke forklares av endringer i forventet inntjening.
- Målt på forventet inntjening 12 måneder frem er P/E for globale vekstmarkeder nå 9,5x mot et snitt for 1992-2007 på 13x.

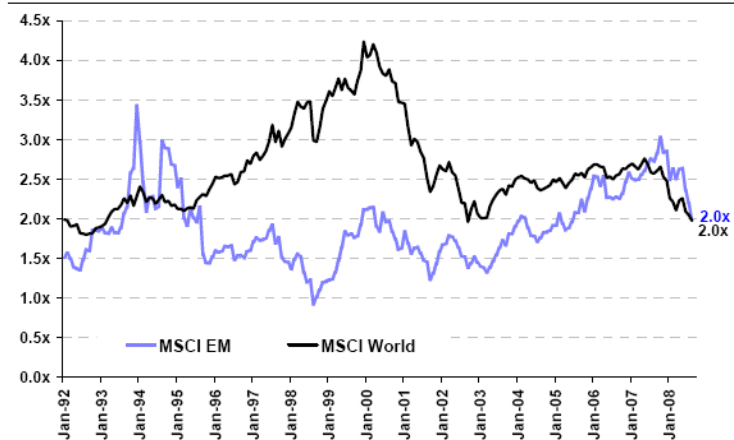
# Verdivurdering og inntjeningsforventninger

Trailing ROE (%)



Source: MSCI, Morgan Stanley Research

Trailing P/B



Source: MSCI, Morgan Stanley Research

- Historisk egenkapitalavkastning i globale vekstmarkeder ligger nå mer enn 2 prosent poeng høyere enn verden sett under et
- Forholdet mellom pris og bokført egenkapital i globale vekstmarkeder på 2,0x er nå tilbake på nivå med globale aksjer til tross for en historisk og forventet inntjeningsvekst betydelig høyere enn globale aksjer.



## En historisk P/E under 13,5x har sett tilbake alltid gitt positiv avkastning på 3 og 12 måneders sikt – vil dette holde også denne gang?

### Trailing P/E Below 13.5x Has Been Excellent Buying Opportunity Historically

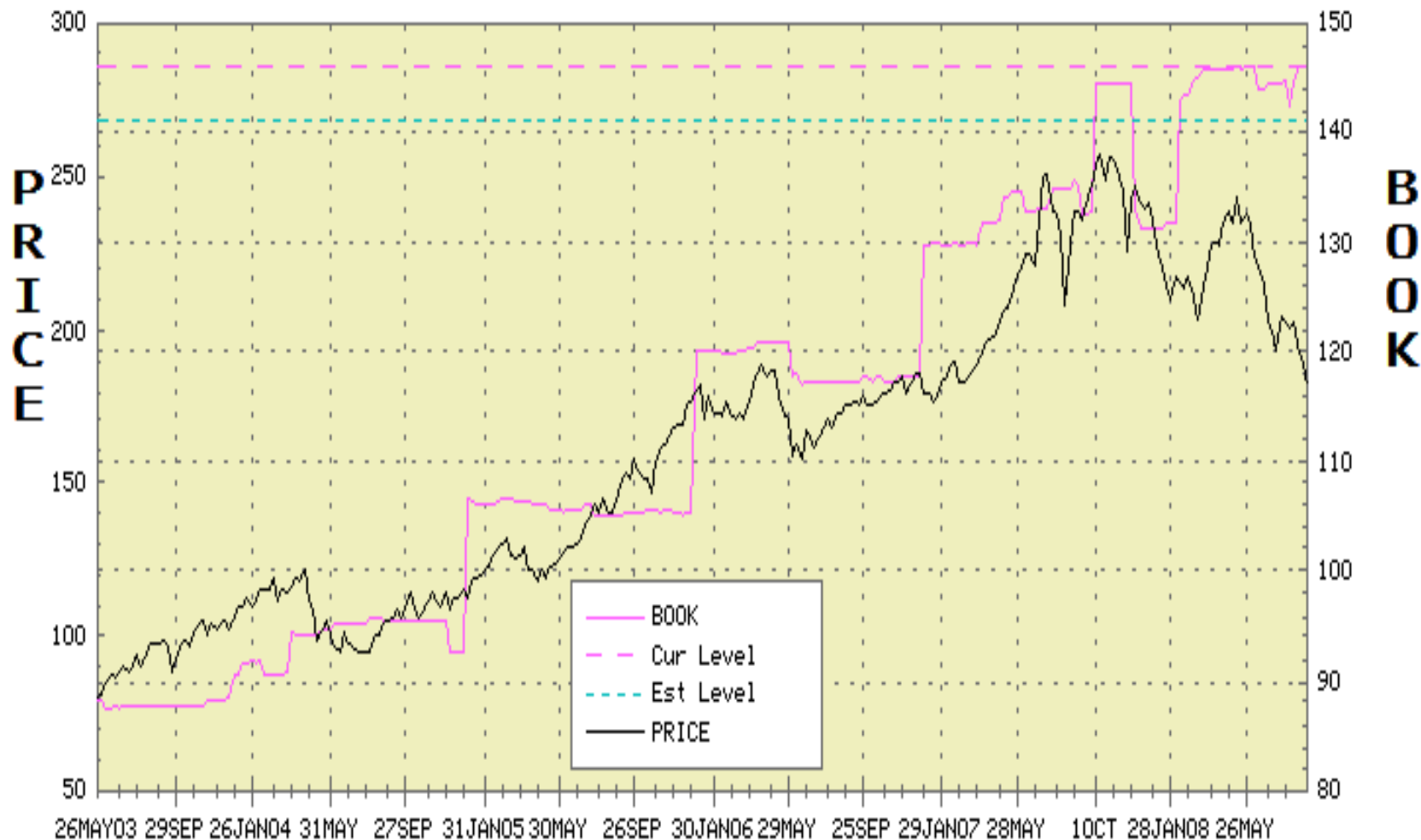
Dates	MSCI EM Trailing P/E	MSCI EM US\$ Performance:		
		3Mo Out	6Mo Out	12Mo Out
14-Oct-92	13.2x	10.9%	16.4%	51.6%
31-Aug-98	12.5x	28.9%	24.0%	68.7%
30-Mar-01	13.4x	2.0%	-19.7%	12.2%
30-Sep-02	12.9x	11.2%	2.3%	41.9%
14-Jun-04	13.0x	9.3%	23.1%	35.4%
14-Jun-06	12.6x	12.8%	30.1%	53.9%
9-Jul-08	13.2x	NA	NA	NA
<b>TOTAL</b>		<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
Positive		6	5	6
<b>Hit Ratio</b>		<b>100%</b>	<b>83%</b>	<b>100%</b>

Source: MSCI, Morgan Stanley Research, GEMs Strategy Team

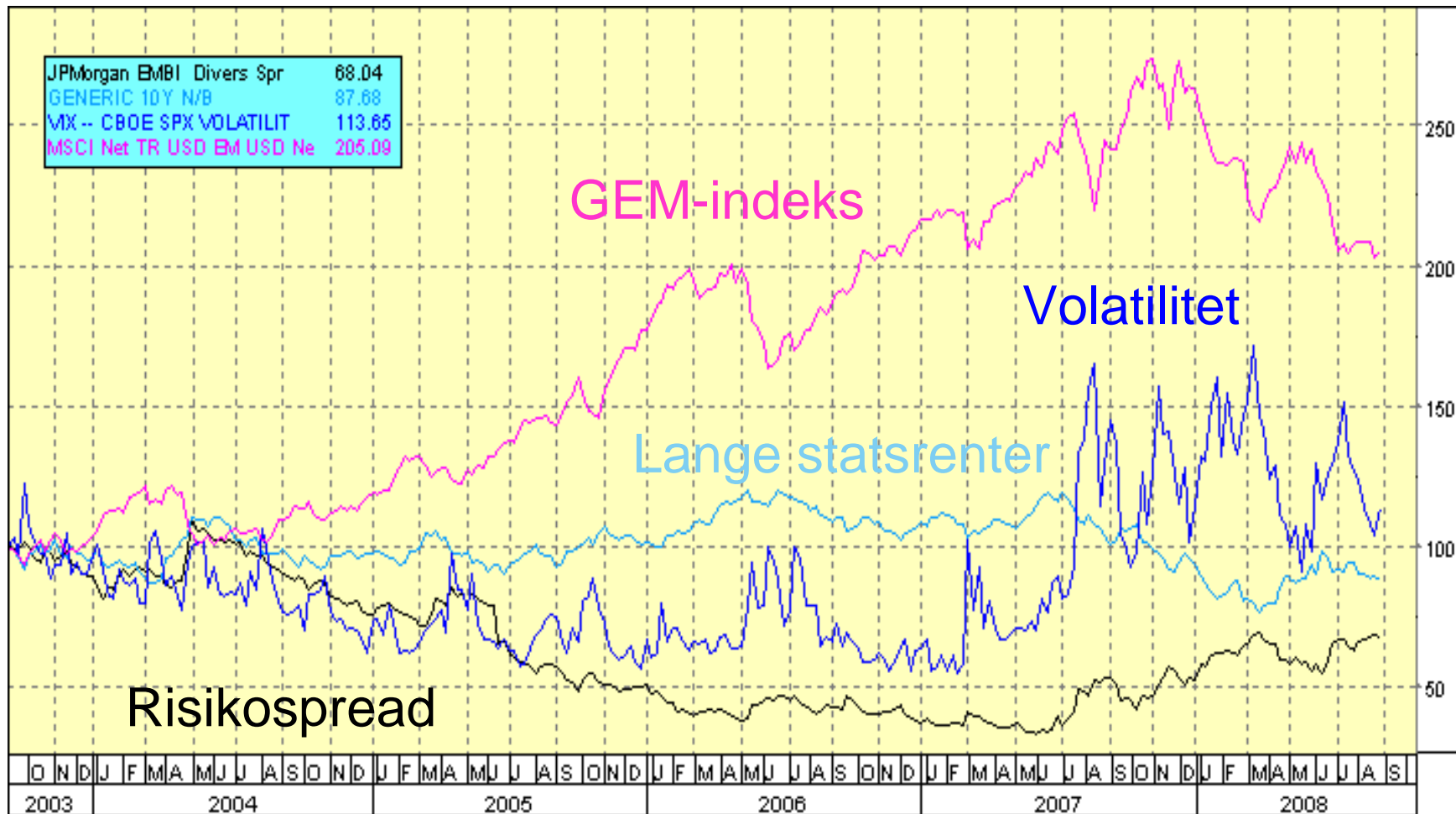
## Hvorfor være investert nå ?

- 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 KonTiki startet våren 2002

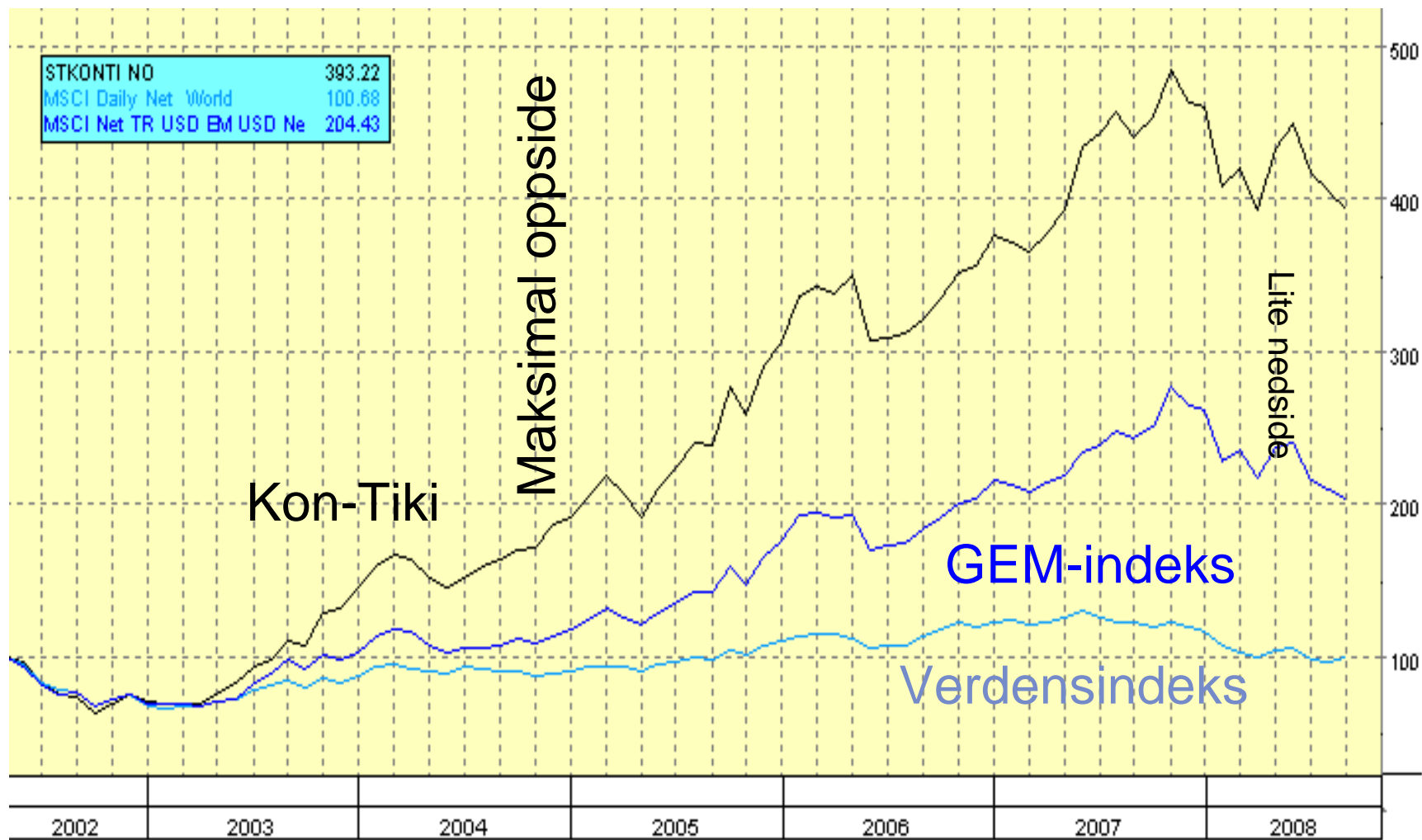
# Korea – billigst siden Asia-krisen



# Kanarifuglene – sier kjøp



# Hvorfor KON-TIKI ?



## Konklusjon SKAGEN Kon-Tiki

- Det gode investeringsklimaet i Globale Vekstmarkeder er overskygget av inflasjonstrusselen fra stigende mat og energipriser
  - Meget god inntjeningsutvikling i forhold til de industrialiserte land
  - Dekobling i 2008 fra industrialiserte land var basert på sterk forbruksutvikling og infrastrukturinvesteringer
  - Økonomien er frakoblet – Men finansmarkedene sammenkoblet
  - Ser ut til at vi har sett toppen av råvareprisene for denne gang
  - Råvareprisfall kan være trigger for omvurderinger
- Den svake utviklingen i 2008 har gitt rimelig prisede selskaper
  - Vi tror fortsatt GEM vil ha et forløp som i perioden 1990-93; påvirkningene fra den globale konjunkturen var kortvarig og finansmarkedene dekket seg.
- 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

# Indosat (ISAT IJ) 6 150 IDR



- Indonesias nest største mobiloperatør med 32 mill. abonnenter (65% vekst siste år) og 30% markedsandel av 108 mill. brukere
- God posisjon i fastlinje telefoni/data (25% av salg) god produktportefølje; konkurransemessig fordel via bundling
- Kun 43% mobilpenetrasjon i Indonesia (64% i Filippinene og 90% i Malaysia) som forventes å øke til 60-70% innen 2-3 år
- Høye priser har hemmet penetrasjon. Lavere priser har nå ført til eksplosjon i penetrasjon; priselastisitet er større enn 1
- Kostnadseffektiv i forhold til konkurrentene, lavest vurderte GEM mobiloperatør
- Økende FCF generering drevet av fallende relative investeringer
- EV på 145 USD pr. abonnent og EV/EBITDA på 4,0x 2008e
- **Triggere:**
  - Fortsatt overraskelser i abonnementsvekst og vekst i markedsandel
  - Bedre kapasitetsutnyttelse gir kraftig resultatvekst og forbedret kapitalavkastning med fortsatte inntjeningsoverraskelser
  - Qatar Telecom (ny ledelse) setter større fokus på resultater
  - Økning i utbytte og/eller tilbakekjøp
- **Risiko:** økende konkurranse, fallende marginer

## Nøkkeltall:

Børsverdi:	IDR 33 trl.
	NOK 20 mrd.
Antall aksjer:	5433,9 mill.
P/E (08e):	13,7x
EV/EBITDA (08e):	4,0x
P/Salg (08e);	1,8x
Pris/Bok:	2,0x
ROE (08e):	15%
Utbytteavk:	3,7%



# Satyam Computer Services (SCS IN) 420 INR



- Ledende (#4) IT outsourcing selskap i India med 52 000 ansatte
  - **Salg pr. region;** USA 60%, Europa, 21%, Japan 2%, Andre 17%
  - **Salg pr. produkt;** Software utvikling og vedlikehold 45%, Konsulent og løsninger (BPO) 45%, Ingeniørløsninger 7%, Infrastruktur/drift 4%
  - **Vertikalsalg;** Industri 23%, Telecom/media 22%, Bank/finans 21%, Handel/transport/logistikk/helse 15%, Service 6%, Andre 13%
  - **Salg pr. kontraktstype;** Timebasert 67%, Fastpris 33%
  - **Salg pr. lokalitet;** 47% hos kunde, 53% offshore
- Rundt 630 kunder; diversifisert base (topp 10 utgjør 31% av salg)
- Høy kundetilfredshet; eksisterende kunder står for 90% av salg
- IT lønninger i India ligger på 13% av USA og 35% av Europa
- Sterk vekst på 30-40% pr. år; hovedsakelig organisk
- Sterk balanse; 1,1 mrd. USD i netto kontanter (17% av børsverdi)
- Handles til laveste P/E siden 2005, på linje med vestlige IT selskaper (klart lavere vekst) og rabatt til India (historisk premie)
- **Triggere:**
  - Inntjeningsoverraskelser
  - Oppvurdering av indiske softwareselskaper etter kraftig nedvurdering siste år
- **Risiko:** lønnskostnader, INR styrking, IT budsjetter i USA

## Nøkkeltall:

Børsverdi:	INR 282 mrd. NOK 35 mrd.
Antall aksjer:	673,0 mill.
P/E (08e):	12,0x
P/Salg (08e):	2,5x
Pris/Bok:	3,6x
ROE (08e):	28%
Utbytteavk:	1,1%

# 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;** Cemex, 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.