



# SKAGEN Global

Juni 2008

# 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 i 1H 2008: - 12 % (MSCI World Indeks; - 16%)
- 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 fører en stimulerende pengepolitikk og er nå bankenes "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



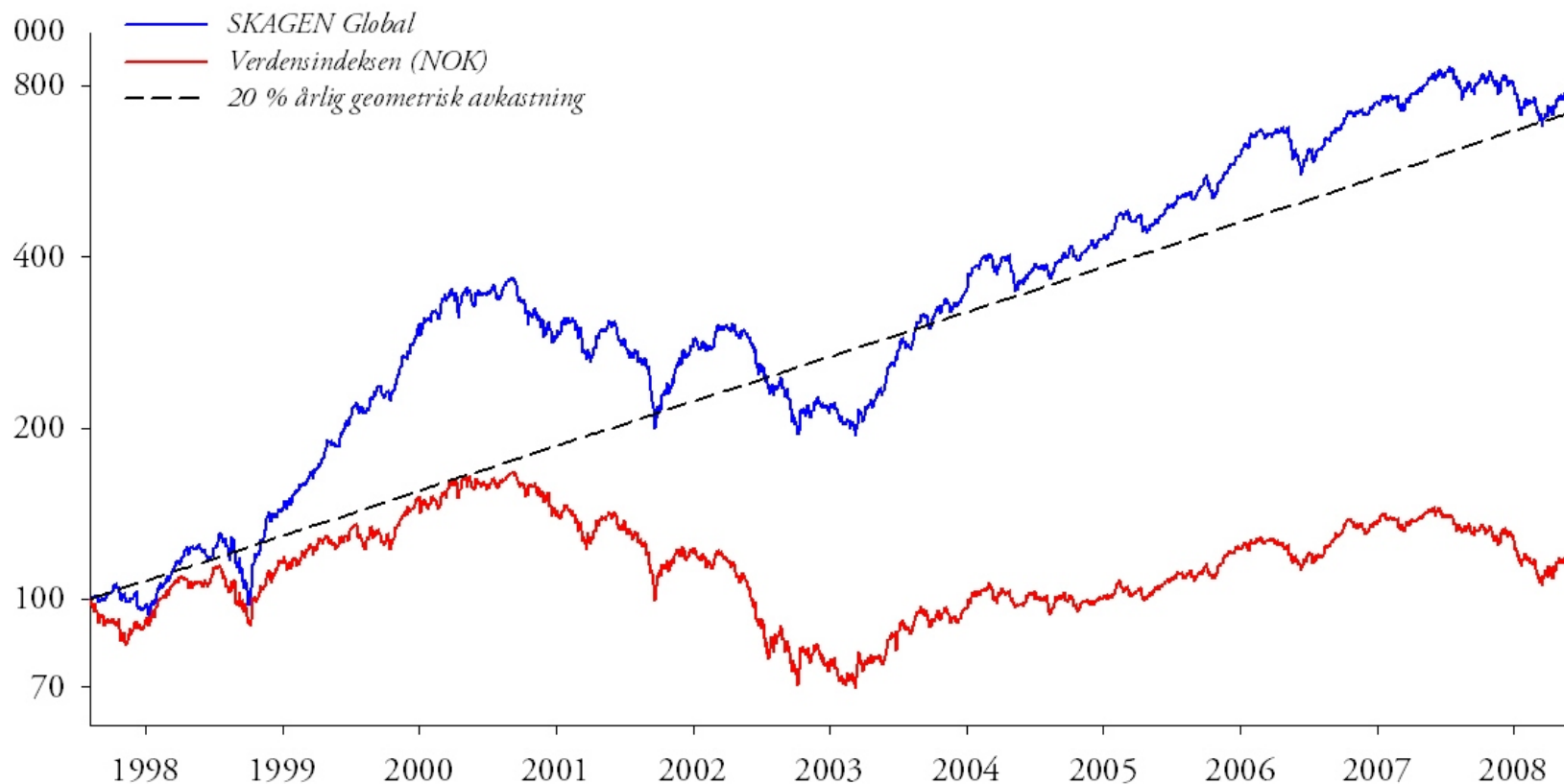
# Resultater per 30 juni 2008 i NOK

	2. kvartal	Hittil i år	Siste 3 år	Siden oppstart*
SKAGEN Global	0,6 %	-12,0 %	13,2 %	19,7 %
Verdensindeks (NOK)	-1,6 %	-16,1 %	0,2 %	0,7 %
Meravkastning	2,2 %	4,2 %	13,1 %	19,0 %

\* 08. august 1997

Alle avkastningstall utover 12 måneder er annualiserte

# Kursutvikling SKAGEN Global vs. indeks



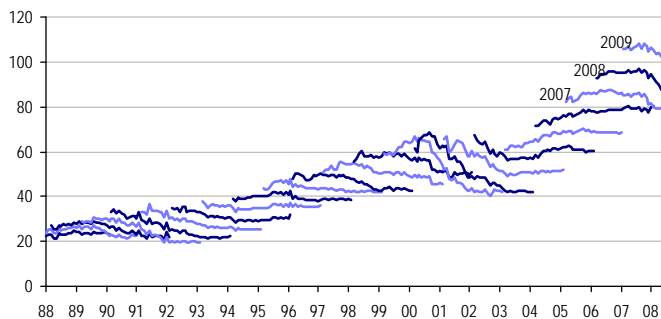
Oppdatert per 30 juni 2008



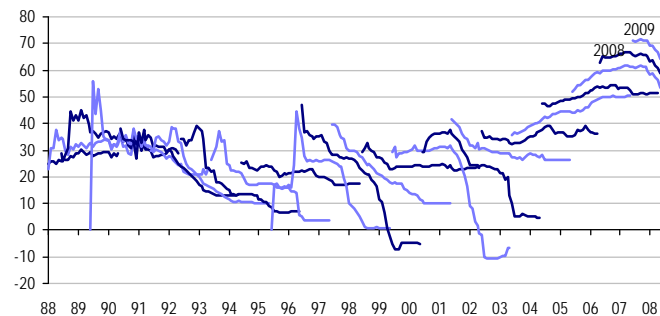
## Forventninger vs Realiteter

# Globale trender i inntjening – en saga om to verdener: vekstmarkeder versus modne markeder I

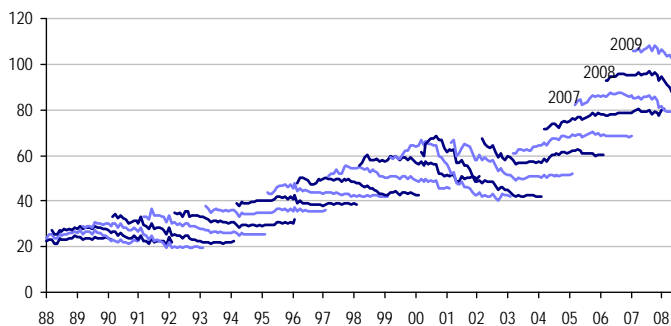
## USA



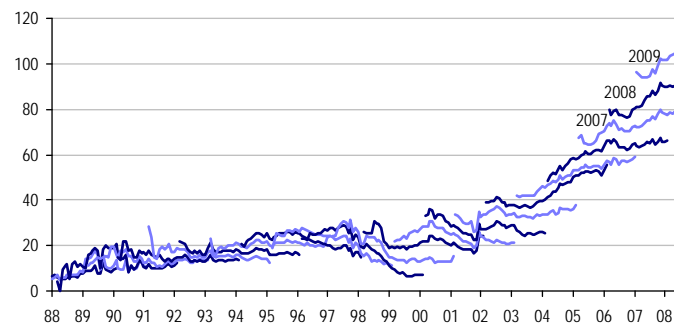
## Japan



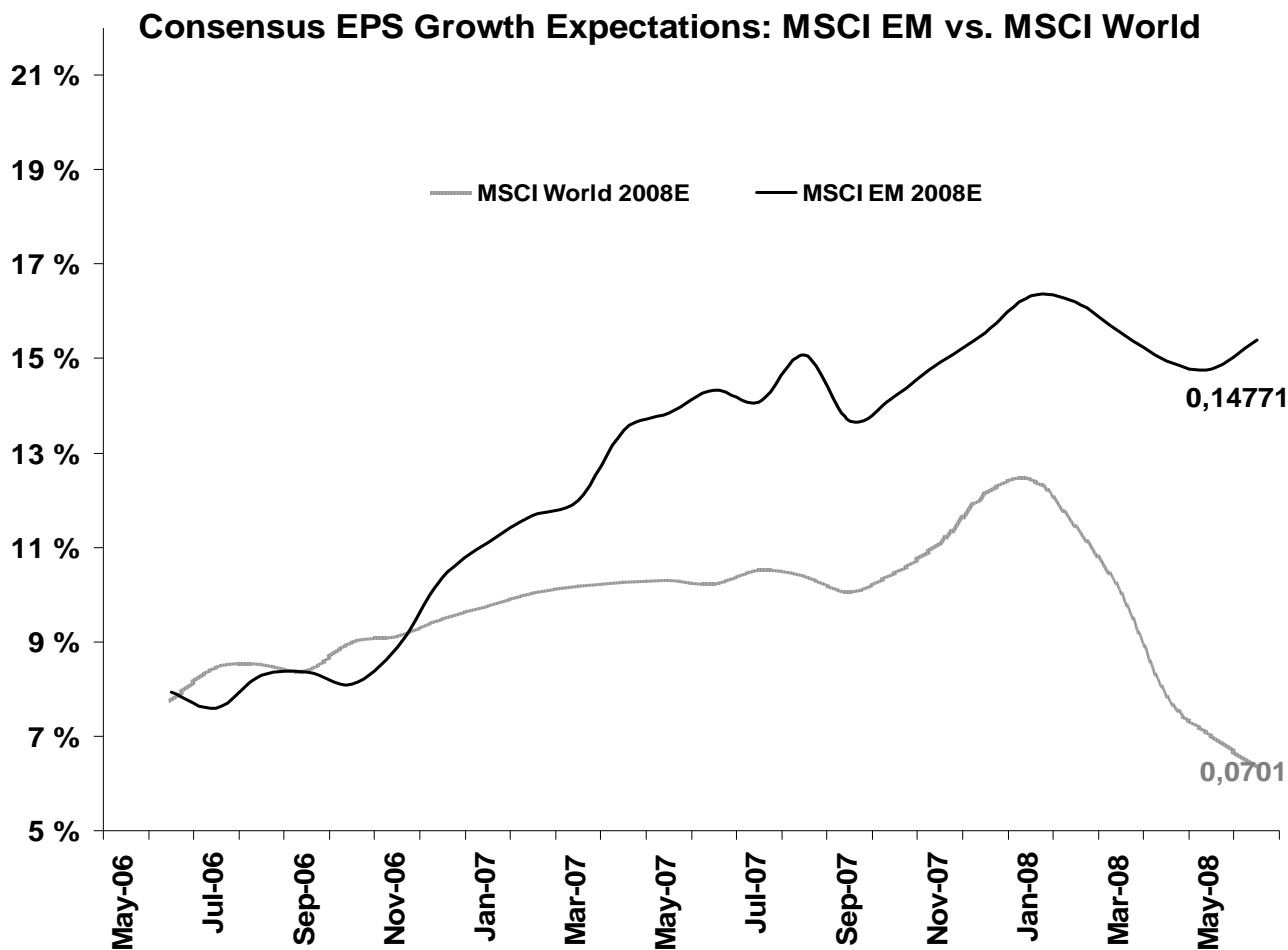
## Europa



## Vekstmarkeder



# Globale trender i inntjening – en saga om to verdener: vekstmarkeder versus modne markeder II



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

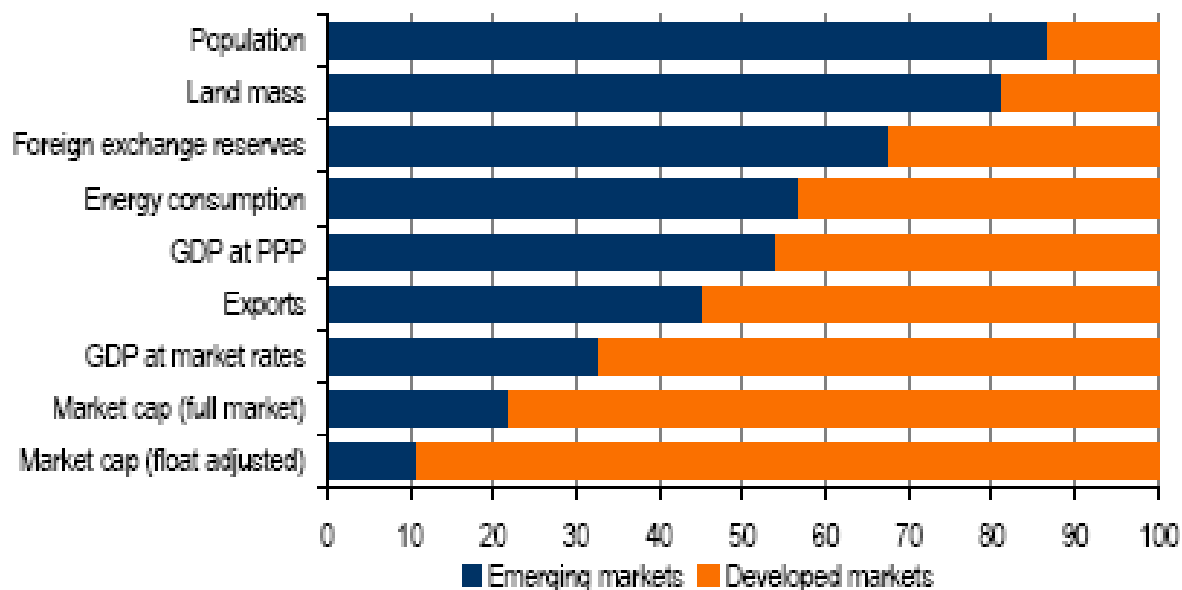
Chart 2 – Robust export demand offsets sluggish domestic demand to some extent





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

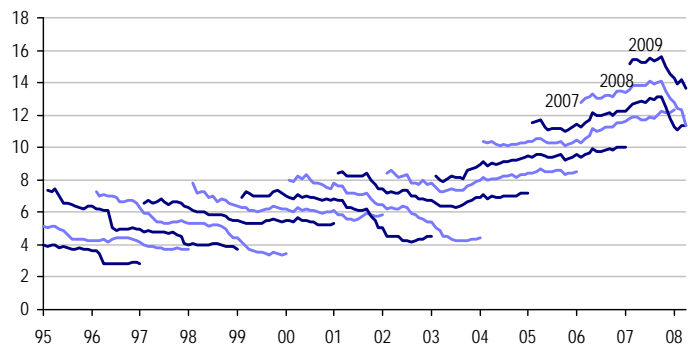
## Emerging economies as % of total world



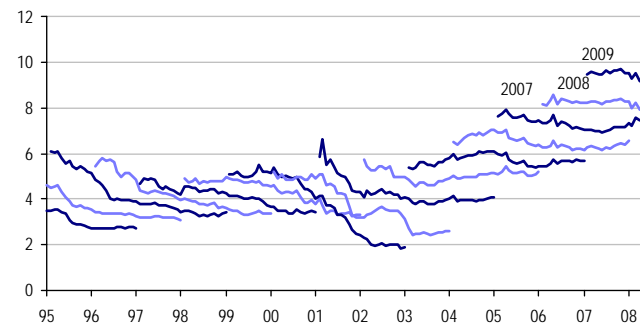
Source: Merrill Lynch, BP, CIA World Factbook, Factset, IMF World Economic Outlook, Thomson Datastream, Bloomberg

# Sektortrender i inntjening – en saga om to verdener: råvarer versus ”annet”

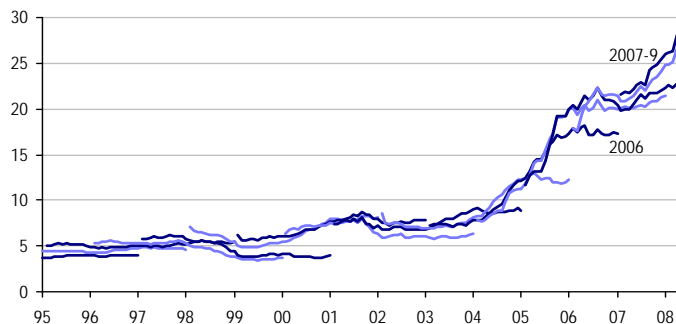
Bank og finans



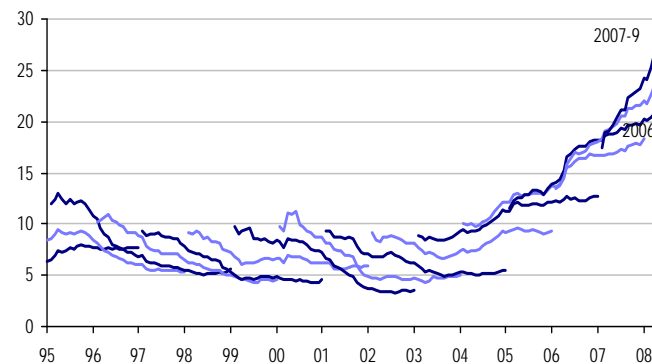
Inntektsavhengige forbruksvarer



Energi



Råvarer



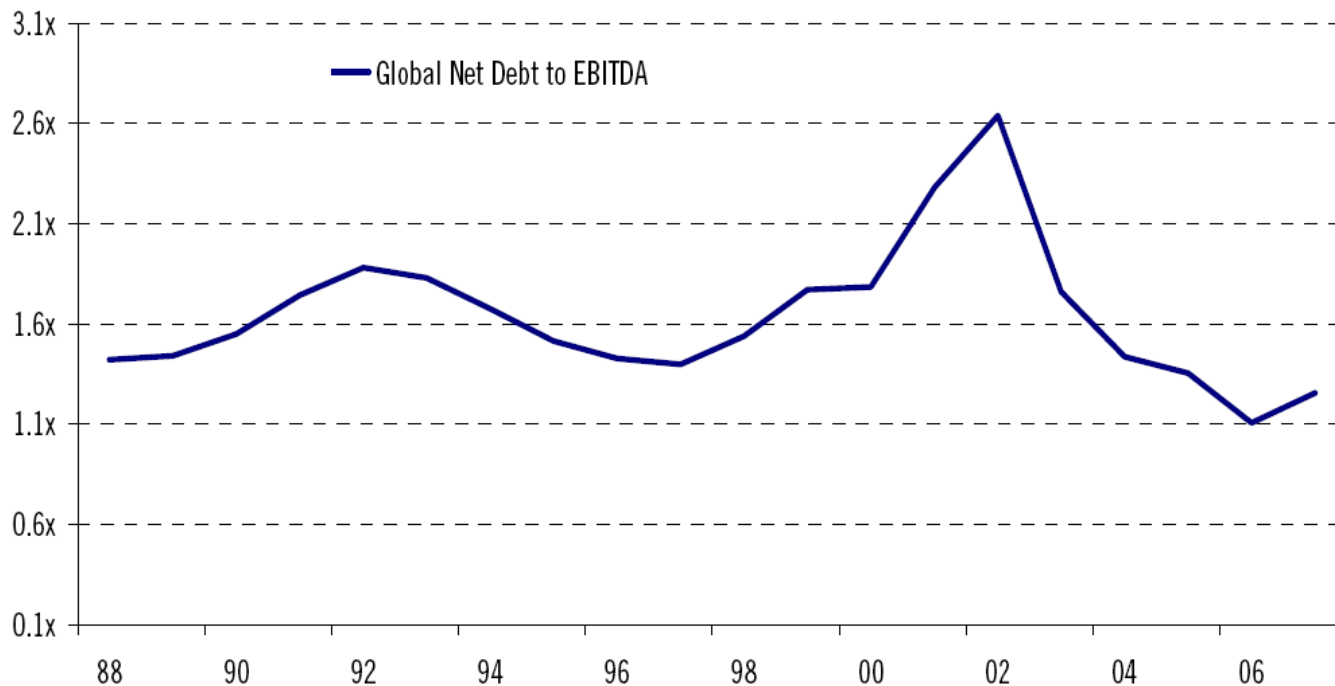
# Råvarer er fortsatt på historisk høy nivå (Reuters/Jefferies CRB Index)



Kilde: Bloomberg

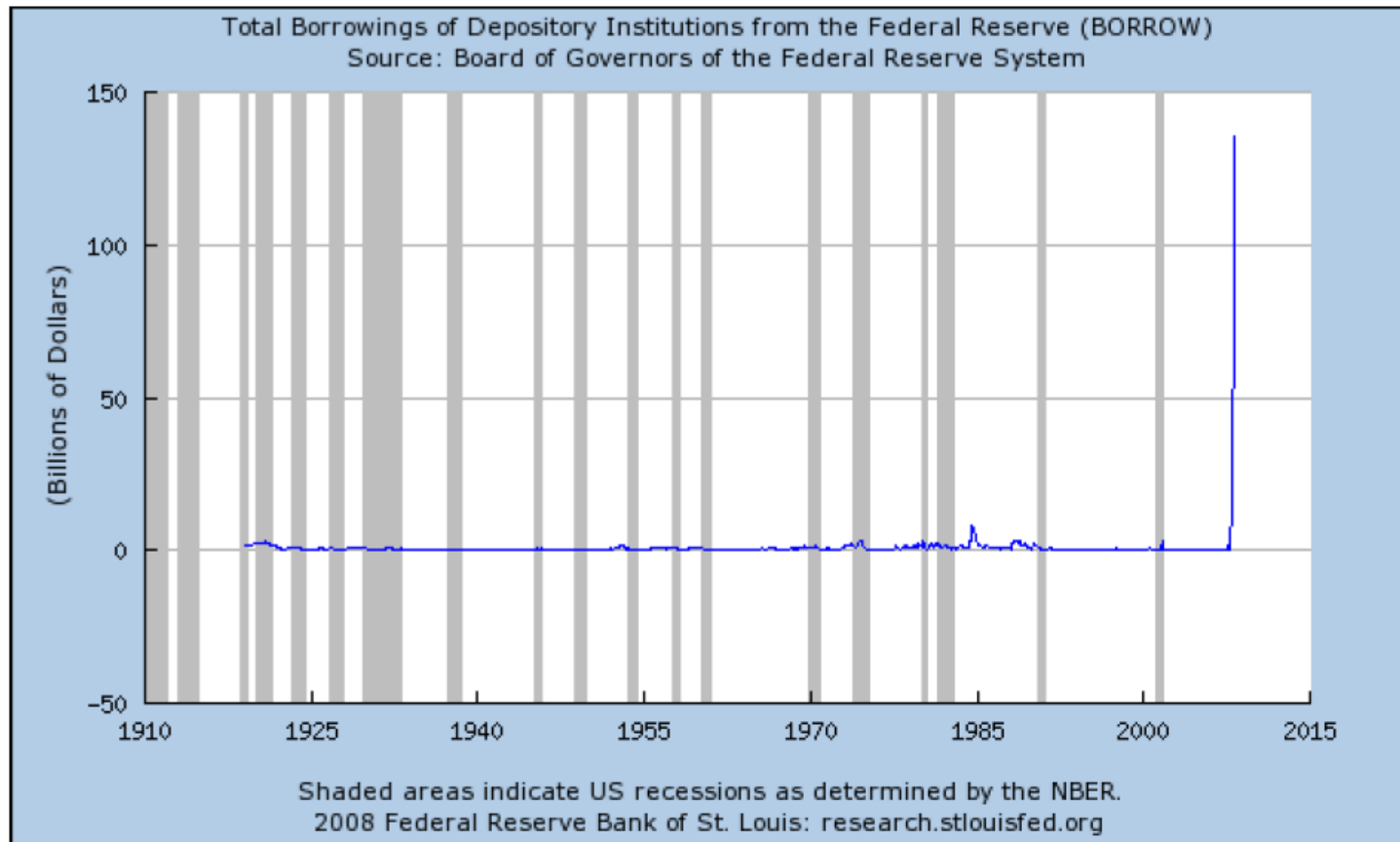
Dette er motvind for økonomien og øker inflasjonsfaren.

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



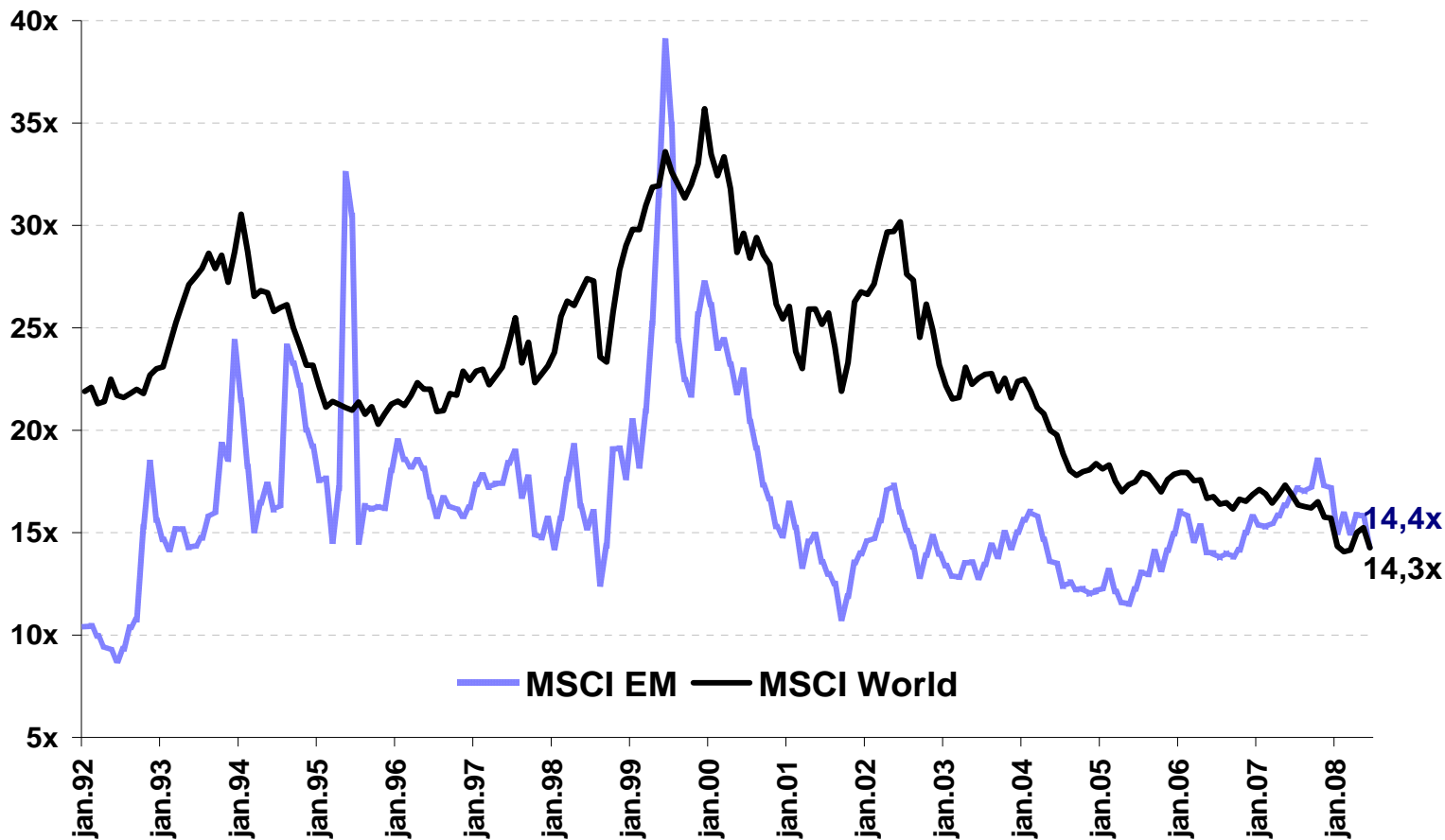
Source: MSCI

# Sentralbanken har tilført en stor grad av likviditet til finansinstitusjoner



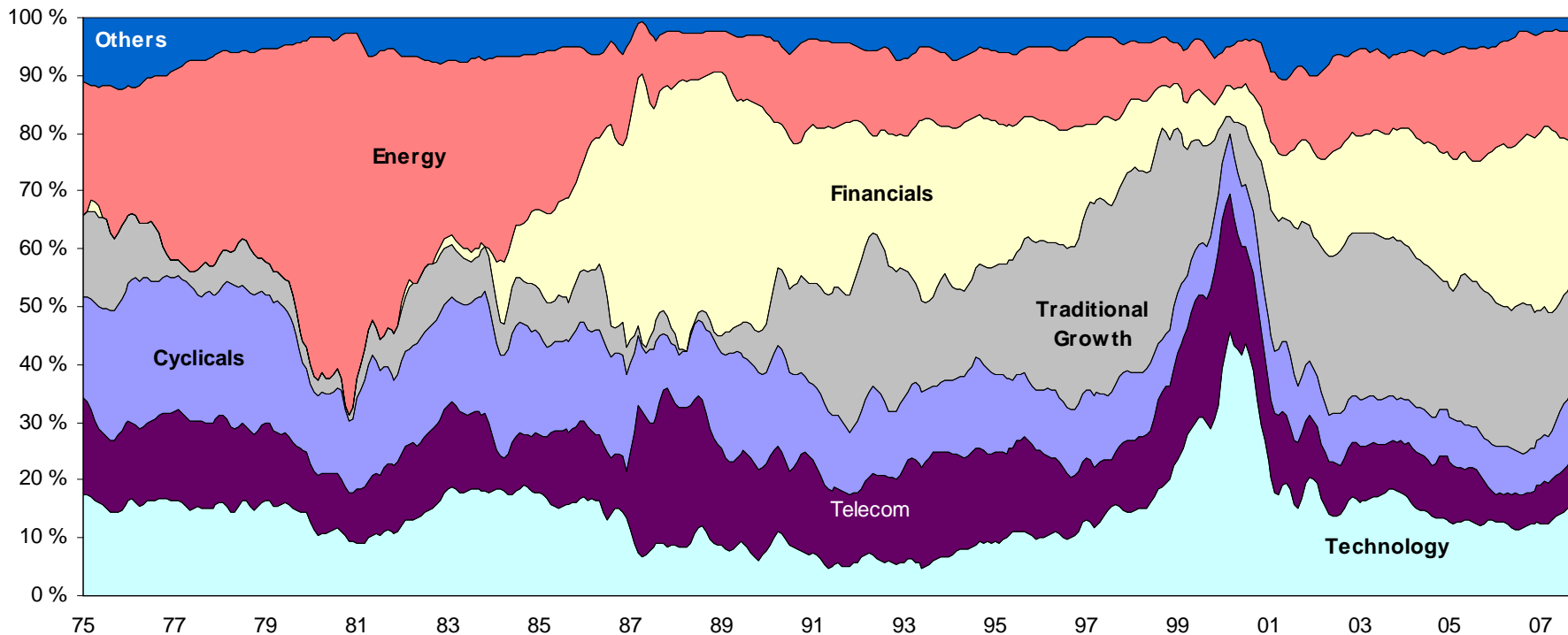
...Og kommunisert at Fed ikke lenger bare er "lender of last resort,  
men og "buyer of last resort"

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



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

Developed Markets: Sectoral Composition of Mega-Cap Universe<sup>1</sup>  
(1975 to Mid-December 2007)



<sup>1</sup> 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 2.kvartal 2008 (mai)

## Rapporteringer:

- **Air France:** Selskapet rapporterte sitt første negative kvartalsresultat siden 2003 grunnet økte drivstoff kostnader samt en avsetning på €542 mill til dekning av en prisfiksings sak som er under etterforskning. Selskapet regner med en merkostnad på drivstoff stipulert til €1,2 milliarder og dette vil føre til at nettoresultatet vil falle med 30% fra €1,4 milliarder til €1 milliard for året. Air France har sikret 75% av drivstoffkostnadene til ca 75 USD/bbl. Selskapet har foreløpig kun merket nedgang i flytrafikken i Nord-Amerika. Planene rundt en mulig overtakelse av Alitalia er skrinlagte.
- **Hewlett-Packard:** Nettofortjenesten økte med 16% til USD 2,06 milliarder hjulpet av økt etterspørsel internasjonalt som demmet opp for lavere salg i USA. Selskapet har meget bra marginer og hadde en salgsvekst på 11% til USD 28,3 milliarder. Mesteparten av økningen kommer fra Brasil, Russland, India og Kina. Hewlett-Packard kjøper EDS for USD 13,2 milliarder.
- **Kyocera:** Selskapet leverte et driftsresultat på 153 mrd yen, som var 13% bedre enn året før. Nettoresultatet ble på 107 mrd yen, som var en økning på 0,7% i forhold til foregående år tross styrkende yen-kurs. Omsetningen innenfor mobiler/kameraer etc falt med 4,3%, men med gode marginer så økte driftsresultatet med 35,2%. Salg av elektroniske komponenter økte med 4,5% og spesialkomponenter (Solceller etc) hadde ett rekordår.
- **Kone:** Nettofortjeneste for 1.kv.ble €87 mill. Inntjeningen var 25 % høyere enn året før på 12 prosent høyere salg og bedre marginer. Selskapet hadde en ordrevkst på 15% til 3,414 mill total ordreserver etter en sterk økning i Asia og Midt-Østen. Selskapet økte prognosen for marginer, markedsandel og kapitalavkastning fremover.
- **Kinnevik:** Selskapet hadde en nedgang i portefølje verdien på SEK 9,6 milliarder, som tilsvarer 19%. Omsetningen økte fra SEK 1.957 mill til SEK 2.004 mill. Driftsresultatet ble SEK 203 mill som var en nedgang fra SEK 299 mill fra forrige kvartal. Korsnäs rapporterte skuffende tall for 1.kvartal.

# Rapporter fra våre hovedselskaper i 2. kvartal 2008 (Mai)

## Rapporteringer:

- **Hannover Re:** Nettoresultat for 1.kv. ble €151 mill som var høyere en forventet og bedre en 1.kv. 2007 da resultatet ble på €123,5 mill. Kvartalet ble bedre en forventet p.g.a. mindre natur katastrofer. Selskapet er i ferd med å begrense mulige fremtidige tap fra natur katastrofer ved å øke salg av livs og helseforsikringer. Forventer et nettoresultat per aksje for 2008 på €5.
- **Boliden:** Nettofortjenesten økte med 37% til SEK 1,26 milliarder etter at selskapet bokførte en skattegevinst. Selskapet økte sin omsetning med 10% til SEK 9,3 milliarder. Driftsresultatet fra gruvedriften falt med 41% til SEK 457 mill p.g.a høyere kostnader og den svake dollaren mot SEK. Boliden har ikke vært i stand til å profittere på høyere kopper priser fordi man har sikret 2/3 av produksjonen.
- **Baywa:** Fortjenesten før skatt for 1.kv. ble €10,9 mill sammenlignet med ett tap på €10,2 mill for samme kvartal 2007. Selskapet hadde salgsvekst på 30% til €1,9 milliarder som i hovedsak kommer fra landbruks og energi divisjonene. Det er i 2.kv at mesteparten av årsomsetningen finner sted p.g.a. salg av gjødsel og såkorn.
- **Singtel:** Nettofortjenesten for kvartalet økte til SGD 1,09 milliarder sammenlignet med SGD 989,4 millioner forrige kvartal. Salget økte med 11% til SGD 3,76 milliarder godt hjulpet av sin eierandel i Australias Optus som overrasket positivt. Singtel har 70% av omsetningen sin utenfor Singapore.
- **Elektrobras** rapporterte en vekst i EBITDA på 20% for 1Q 2008 som var bedre enn ventet drevet av høye realiserte spotpriser på kraft og effekten av opprensning i avsetninger i 2007. Det ser ut som det blir klarhet i utbyttebetalingene i løpet av juni, noe som er klart positivt og var en av våre triggere.
- **Banco do Brazil:** Selskapet hadde en økning i nettofortjenesten på 67% til Reais 2,35 milliarder. Forbedringen av nettofortjenesten skyldes utlånsøkning til privatpersoner og da i stor grad til bønder. I tillegg solgte Banco do Brazil en eierandel i Visa Inc. Utlånsporteføljen økte med 23% til Reais 172,8 milliarder. Selskapet ser for seg en årlig utlånsøkning på 25%.

# Rapporter fra våre hovedselskaper i 2. kvartal 2008 (Juni)

## Rapporteringer:

- **Nestle:** Selskapet hadde sin kapitalmarkeds dag i juni og bekrefter at strategien forblir uendret under den nye CEO. Budskapet fra selskapet var at de ser ingen tegn til sviktende salg i nymarkeder, men om så skulle inntreffe vil de være i stand til å fortsatt levere sterke resultater. I tillegg ser de for seg en stabil kostnad relatert til 80% av sitt råvareforbruk for 2008-2009, og vil profitere på en svak dollar. Selskapet vil bruke ca CHF 2-3 milliarder på mindre oppkjøp innen "Nutrition" segmentet. Nestle vil være i stand til å foreta sine tilbakekjøp av aksjer, capex, oppkjøp og betale dividende ved å bruke midler fra salget av Alcon og vil dermed slippe å finansiere dette ved lån.
- **Siemens:** Selskapet forventer å si opp 17.000 ansatte hvorav 12.500 av disse er innen administrative stillinger over hele verden for å kutte kostnadene med € 1,2 milliarder som ett ledd i sin omstrukturingsprosess. Kuttet i antall ansatte utgjør ca 4% av den totale arbeidsstokken.
- **Enkai:** Nettofortjenesten for første kvartalet ble TRY 148,3 millioner og dette er samme resultatet som første kvartal for ett år siden. Selskapet har hatt en sterk salgsvekst og økt driftsresultatet i kvartalet, men en skattekostnad på TRY 37 millioner har gjort at nettofortjenesten er flat sammenlignet med i fjor.
- **Kws Saat:** Selskapet varslet at driftsresultatet for de neste 12 måneder vil bli dårligere enn analytikernes estimater. Resultatvarselet skyldes høyere kostnader. Estimaten indikerte en 11% økning av driftsresultatet.
- **Indosat** er i spill etter at Temasek solgte sin aksjepost på 40,8% til Qatar Telecom. Sistnevnte offentliggjorde nylig at de vil komme med et tilbud til alle aksjonærer på samme pris innen en måned.

## Bidragstere hittil i 2008 i MNOK

Pride	+299	Siemens	-588
Elektrobras	+204	Cheung Kong	-262
Nabors	+183	LG Corp	-229
Petrobras	+139	Bank Asya	-208
Eramet	+109	Air France	-189
Baywa	+84	Bharti	-174
Forest Oil	+48	Albaraka Turk	-164
Mariner Energy	+44	Samsung Electronics	-150
Cleveland-Cliffs	+41	IVG Immobilien	-119
Nutreco	+38	Boliden	-112

Sum verdiskaping i 2008: -3,501 MNOK

# SKAGEN Global – endringer i 2. kvartal 2008

## Kjøpt

- Cemex
- Nabors
- Finnair
- Biovitrum
- Peugeot (ny)
- Cheung Kong
- IVG Immobilien
- Samsung Electronics
- Tyco International
- Tyco Electronics
- Eletrobras
- Gruma
- FFP
- Hewlett-Packard
- Mariner Energy
- LG Corp
- Stolt Nielsen

## Solgt

- Eramet
- Nutreco
- Kikkoman
- HSBC (ut)
- Vale (Rio Doce)
- Osaka Sec
- Votorantim Cellulose
- Cleveland-Cliffs

# Kyocera (6971 JP) 10000 JPY



## Info:

Børsverdi: JPY 1 907 bn  
(NOK 91 bn)

P/E (08e): 15x

EV/EBITDA(08e): 4,5x

P/B (08e): 1x

FCF-yield (08e): 5,3%

Div. yield: 1,3%



- Japansk konglomerat med 62% av salg utenfor Japan
- Aktiviteter inne høyteknologi; oppdelt i komponenter (51%), utstyr (41%) og annet (8%)
- Ledende selskap (# 3 i verden) i hele solcelleverdikjeden – målsetting om å ekspandere produksjonen for å oppnå 500 MW/år i produksjon innen 2011
- Eier 13% av KDDI Corp. (kommunikasjonstjenester) og 71% av AVX Corp. (deleprodusent). Har netto kontantbeholdning på 680 milliarder yen og en stor eiendomsportefølje.
- Vår Sum-of-the-Parts vurdering viser at det er en 40 % potensiell oppside sammenlignet med nåværende kurs.
- Triggere:
  - Solcelleaktivitene blir lagt merke til av markedet
  - Synliggjøring av skjulte verdier i balanseregnskapet
  - Restrukturering av divisjoner som ikke leverer
- Risk:
  - Corporate Governance
  - Kapitalallokeringsrisk (oppkjøp),
  - Valutariskrisk

## Markeder hittil i 2008 i NOK (pr 30. juni)

Brasil	6 %	Storbritannia	-18 %
Mexico	-1 %	USA (S&P 500)	-18 %
Canada	-4 %	Indonesia	-18 %
Russland	-6 %	Polen	-19 %
Danmark	-8 %	Tyskland	-20 %
<b>SKAGEN Global</b>	<b>-12 %</b>	Spania	-20 %
Taiwan	-12 %	Sverige	-20 %
Østerrike	-12 %	Frankrike	-20 %
Japan	-13 %	Belgia	-22 %
Sør-Afrika	-14 %	Italia	-23 %
Sveits	-15 %	Thailand	-25 %
Ungarn	-16 %	Hong Kong	-26 %
Singapore	-16 %	Sør-Korea	-26 %
<b>Verdensindeksen</b>	<b>-16 %</b>	Kina (Hong Kong)	-31 %
Nederland	-17 %	India	-43 %
Finland	-17 %	Tyrkia	-43 %
USA (Nasdaq)	-17 %	Kina (lokal)	-48 %
Vekstmarkedsindeksen	-17 %		

# SKAGEN Global

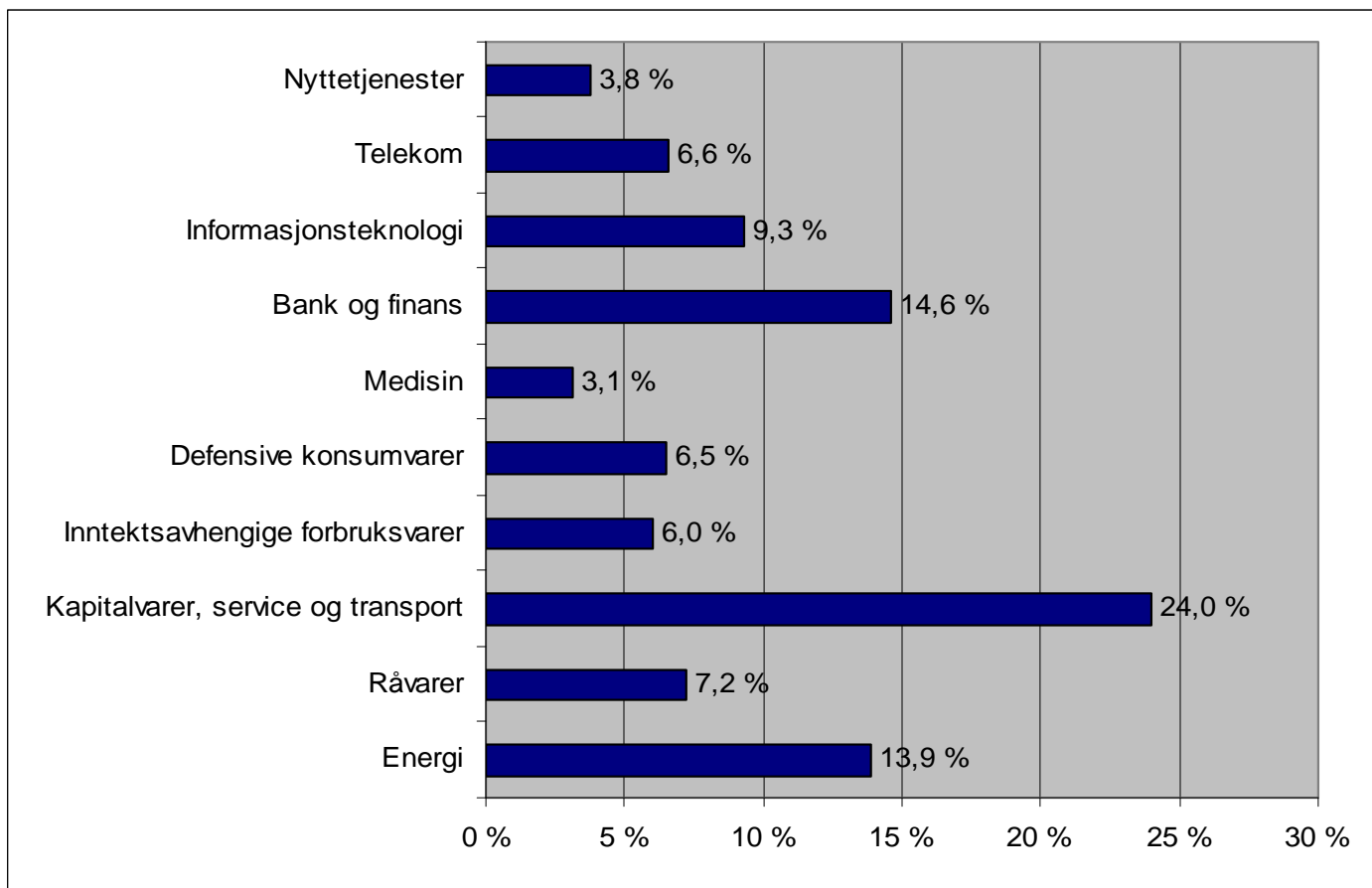
## Største poster pr 30 juni 2008

	Postens størrelse	Kurs	P/E 07	P/E 08E	P/B siste	Kurs- mål
Samsung Electronics	5,9 %	451k	10,2	7,5	1,1	600k
Pride International	4,8 %	47,3	15,8	11,1	2,1	50
Siemens	4,7 %	70,1	12,7	7,0	2,0	140
Petrobras	4,4 %	46,2	18,5	10,4	3,4	50
LG Corp	3,9 %	67,9k	13,0	7,1	2,2	100k
Nestle	3,8 %	46,2	16,8	14,2	3,3	65
Elektrobras	3,7 %	26,1	12,4	9,5	0,4	60
Cheung Kong Holdings	3,0 %	105,1	26,3	12,7	1,1	180
Bank Austria Creditall	2,9 %	142,6	15,0	11,9	2,0	170
Kyocera	2,2 %	10k	18,4	18,2	1,3	14,5k
<b>Median topp 10</b>	<b>39,3 %</b>		<b>15,4</b>	<b>10,7</b>	<b>2,0</b>	<b>43 %</b>

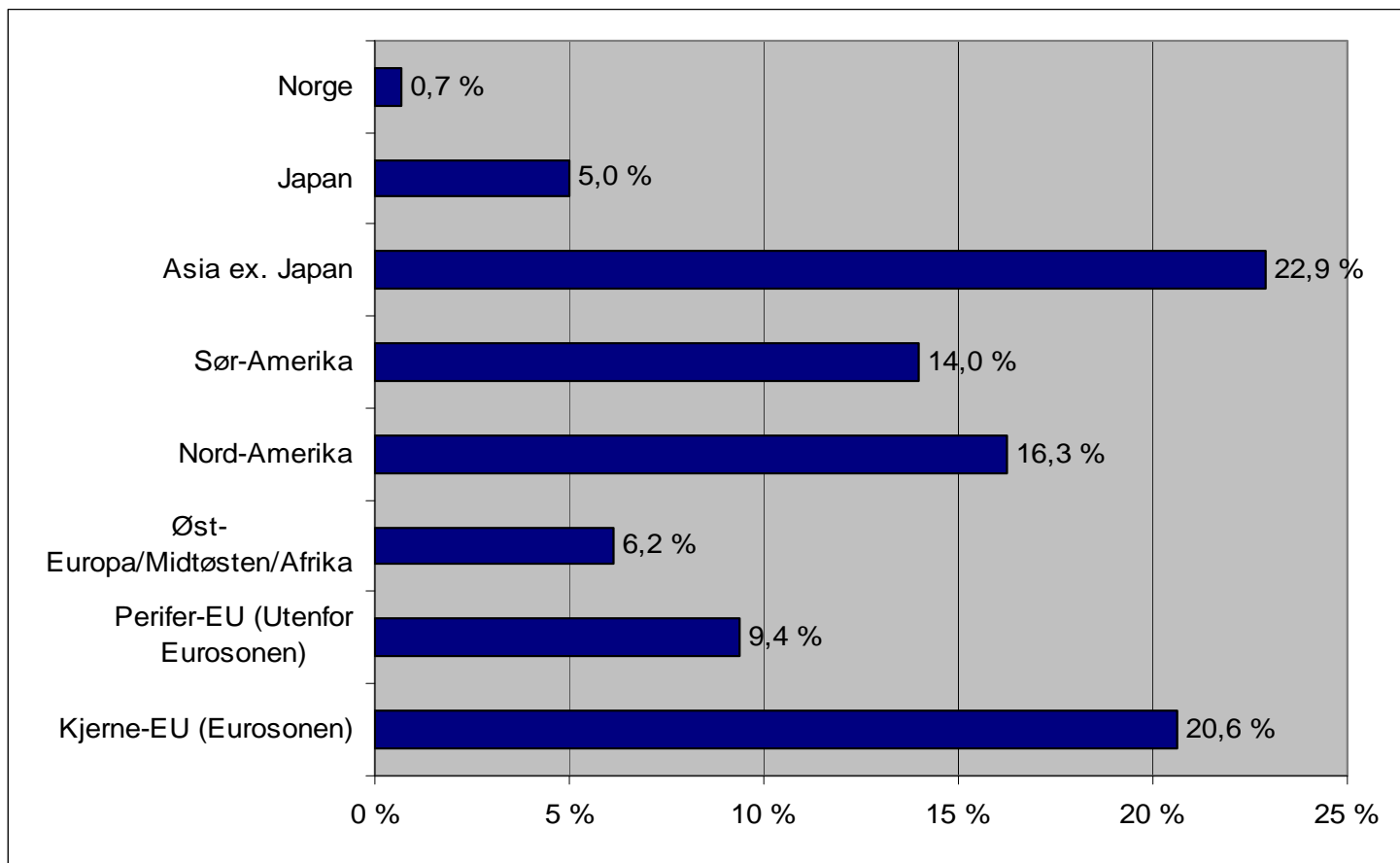
*\*^ er +/-10% justert siden utløp siste kvartal*



# 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 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.