



SKAGEN Kon-Tiki

Juni 2008:

- En vanskelig måned med meget sterk relativ avkastning -

Innholdsfortegnelse

- Hovedtrekk i juni 2008 3
- Investeringsresultater 8
- Globale vekstmarkeder 22
- Utsikter for globale vekstmarkeder 31
- Konklusjon SKAGEN Kon-Tiki 38
- Selskaper i SKAGEN Kon-Tiki 40
- Selskapsutvelgelse 46

Hovedtrekk i juni 2008

- SKAGEN Kon-Tiki falt med -7,0% i juni mot et fall i referanseindeks på -10,1%. Avkastningen hittil i år er på -9,3% som er vesentlig bedre enn referanseindeks som har falt -17,3%. Vår sterke undervekt i finans, samt lavt vurderte selskaper med oppkjøpspotensial, fortsetter å understøtte våre relative resultater.
- Vi har anvendt vår likviditet til å kjøpe oss videre opp i flere av våre større poster til meget attraktive kurser. Hovedsakelig mot slutten av måneden. Et lite attraktivt aksjeklima har gjort at vi har foretatt små salg i måneden, men vi har fortsatt konsentrasjonsprosessen i porteføljen
- De 12 største postene i vår portefølje som utgjør 55% av porteføljeverdien, ble ved utgangen av mai handlet til en P/E for 2008e på 10,3x mot 10,6x for 12 måneder siden og 9,2x ved inngangen til 2008. Dette er betydelig lavere enn globale vekstmarkeder sett under ett på 13,9x, til tross for at inntjeningsveksten for våre porteføljeselskaper forventes å nå 50% i 2008 mot en vekst på 15% for globale vekstmarkeder generelt.

Erik Mellgren Barlebo ny porteføljeforvalter



- Erik skal sammen med Kristoffer Stensrud og Knut Harald Nilsson forvalte SKAGEN Kon-Tiki. Han vil også gjennom sin betydelige erfaring og globale perspektiv ytterligere utvide hele vårt analysemiljø.
- Erik er dansk statsborger og 55 år. Han er utdannet sosialøkonom og har tidligere i sin karriere arbeidet sammen med Kristoffer.

2005 - 2008 Senior porteføljeforvalter, globale aksjer, BankInvest

2001 - 2005 Privat investor

1991 - 2001 Senior porteføljeforvalter, Carnegie Asset Management

1986 - 1991 Aksjeanalytiker, Carnegie Danmark/Direktør Delphi Danmark

1983 - 1986 Analysesjef, Børsinformation Telecom

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 Daily TR Net EM 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

Fondsrangering	SKAGEN Kon-Tiki
Morningstar (5 = Beste kvantitative rating)	★★★★★
Wassum (5 = Beste kvantitative rating)	ⓂⓂⓂⓂⓂ
Standard & Poor's (AAA = Beste kvalitative rating)	AAA Nr. 1 av 480
Citywire (3 års periode) Porteføljeforvalter rating (Okt 2007)	Nr. 8 av 111
Lipper Fund Awards Europe 2006 & 2007	Beste fond 3 år Equity EM Global
Dine Penger (DP terning)	ⓂⓂⓂ Nr. 1 av 11

Oppdatert per 31. mars 2008.

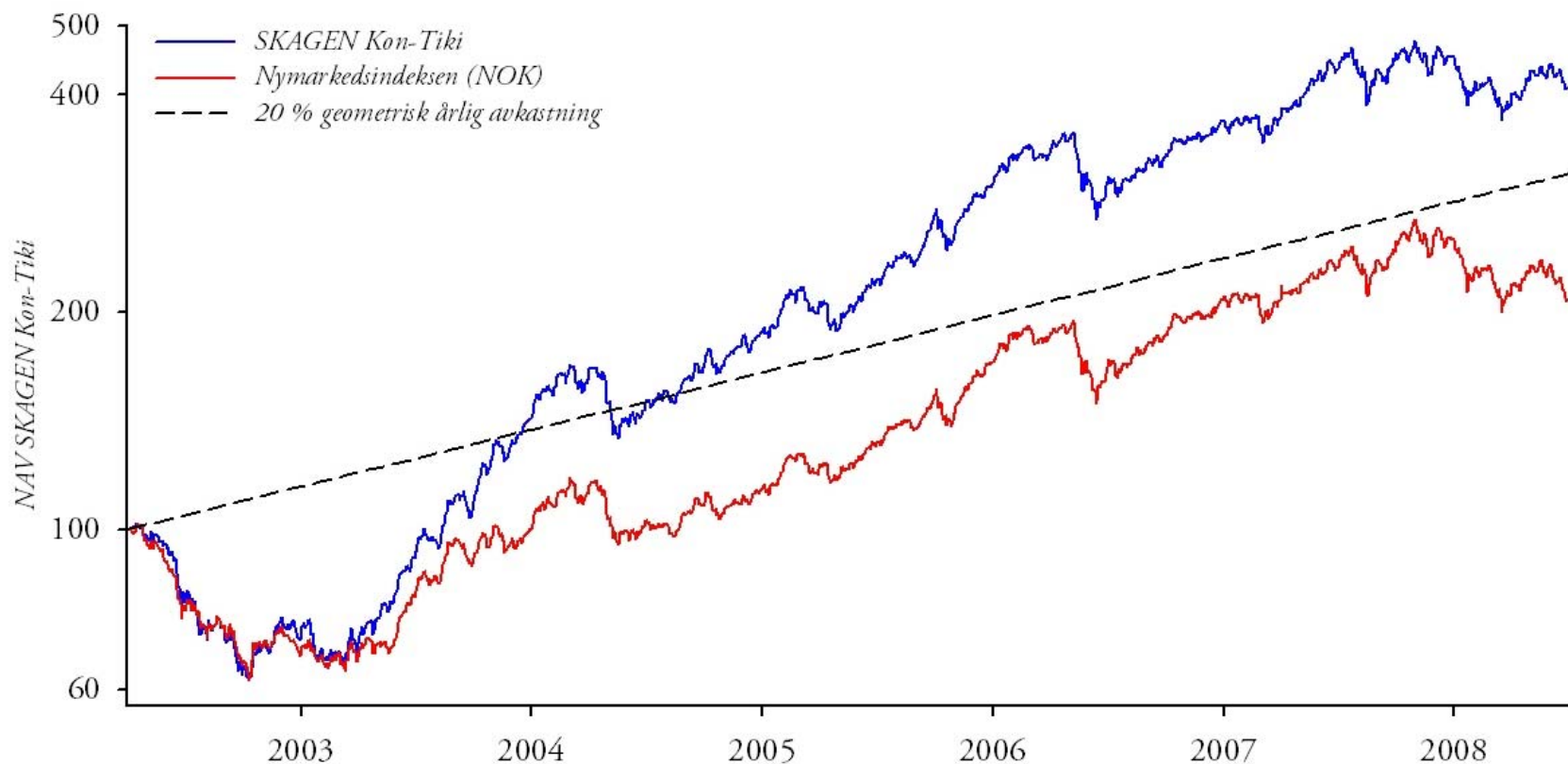
Investeringsresultater

Resultater i NOK pr. 1. halvår 2008

	2. kvartal	Hittil i år	Siste 3 år	Siden oppstart*
SKAGEN Kon-Tiki	6,02 %	-9,29 %	23,09 %	25,34 %
Vekstmarkedsindeks (NOK)	-0,82 %	-17,29 %	16,93 %	12,50 %
Meravkastning	6,83 %	7,99 %	6,16 %	12,84 %
Verdensindeks (NOK)	-1,58 %	-16,14 %	0,15 %	0,70 %
Meravkastning	7,60 %	6,84 %	22,94 %	24,64 %

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

Kursutvikling i SKAGEN Kon-Tiki siden oppstart



Oppdatert pr. 30. juni 2008

Alle avkastningstall er etter forvaltningshonorar

Særdeles god relativ utvikling for SKAGEN Kon-Tiki hittil i år



Globale vekstmarkeder i 1. halvår 2008 (i NOK)

• Ghana	29 %	• USA (S&P 500)	- 18 %
• Brasil	6 %	• Indonesia	- 18 %
• Mexico	- 1 %	• Polen	- 19 %
• Argentina	- 5 %	• Malaysia	- 22 %
• Russland	- 6 %	• Thailand	- 25 %
• Tsjekkia	- 8 %	• Sør-Korea	- 26 %
• SKAGEN Kon-Tiki	- 9 %	• Hong Kong	- 26 %
• Nigeria	- 10 %	• Pakistan	- 26 %
• Taiwan	- 12 %	• Kroatia	- 30 %
• Peru	- 12 %	• Slovenia	- 30 %
• Chile	- 13 %	• Kina (internasjonal)	- 31 %
• Sør-Afrika	- 14 %	• Ukraina	- 33 %
• Kenya	- 16 %	• Filippinene	- 41 %
• Ungarn	- 16 %	• India	- 43 %
• Singapore	- 16 %	• Tyrkia	- 43 %
• Verdensindeksen	- 16 %	• Kina (lokal)	- 48 %
• Vekstmarkedsindeksen	- 17 %	• Vietnam	- 62 %

Globale vekstmarkeder i 2. kvartal 2008 (i NOK)

• Ghana	21 %	• Indonesia	- 4 %
• Brasil	17 %	• Kroatia	- 7 %
• Russland	12 %	• Sør-Korea	- 7 %
• Sør-Afrika	7 %	• Malaysia	- 7 %
• SKAGEN Kon-Tiki	6 %	• Polen	- 9 %
• Argentina	5 %	• Slovenia	- 9 %
• Kenya	3 %	• Nigeria	- 12 %
• Ungarn	3 %	• Taiwan	- 12 %
• Tsjekia	1 %	• Ukraina	- 12 %
• Singapore	0 %	• Peru	- 13 %
• Vekstmarkedsindeksen	- 1 %	• Chile	- 14 %
• Kina (internasjonal)	- 1 %	• Thailand	- 17 %
• Verdensindeksen	- 2 %	• India	- 20 %
• Mexico	- 2 %	• Filippinene	- 23 %
• Tyrkia	- 2 %	• Kina (lokal)	- 24 %
• USA (S&P 500)	- 3 %	• Pakistan	- 25 %
• Hong Kong	- 3 %	• Vietnam	- 26 %

Største bidragsytere i 1. halvår 2008 (i NOK)

• Banco Nossa Caixa	+ 410	Bharti Airtel	- 244
• Pride International	+ 383	Harbin Power Equipment	- 199
• Eletrobras	+ 330	Mahindra & Mahindra	- 199
• Tullow Oil	+ 134	Yazicilar Holding	- 137
• Seadrill	+ 131	Sabancı Holding	- 124
• LG Electronics Pref.	+ 109	PKN Orlen	- 115
• Petrobras	+ 70	Sistema	- 109
• KGI Securities	+ 31	China Travel	- 85
• Tekfen Holding	+ 24	Provida	- 82
• Polaris Securities	+ 17	Kiwoom	- 77
• Vale (Rio Doce)	+ 15	Bank Asya	- 74
• Tandberg	+ 13	Ssangyoung Motors	- 45
• Ghana Commerical Bank	+ 12	Yapi Kredit Bank	- 32
• Marine Harvest Group	+ 10	Eczacibasi Yatrim Holding	- 22

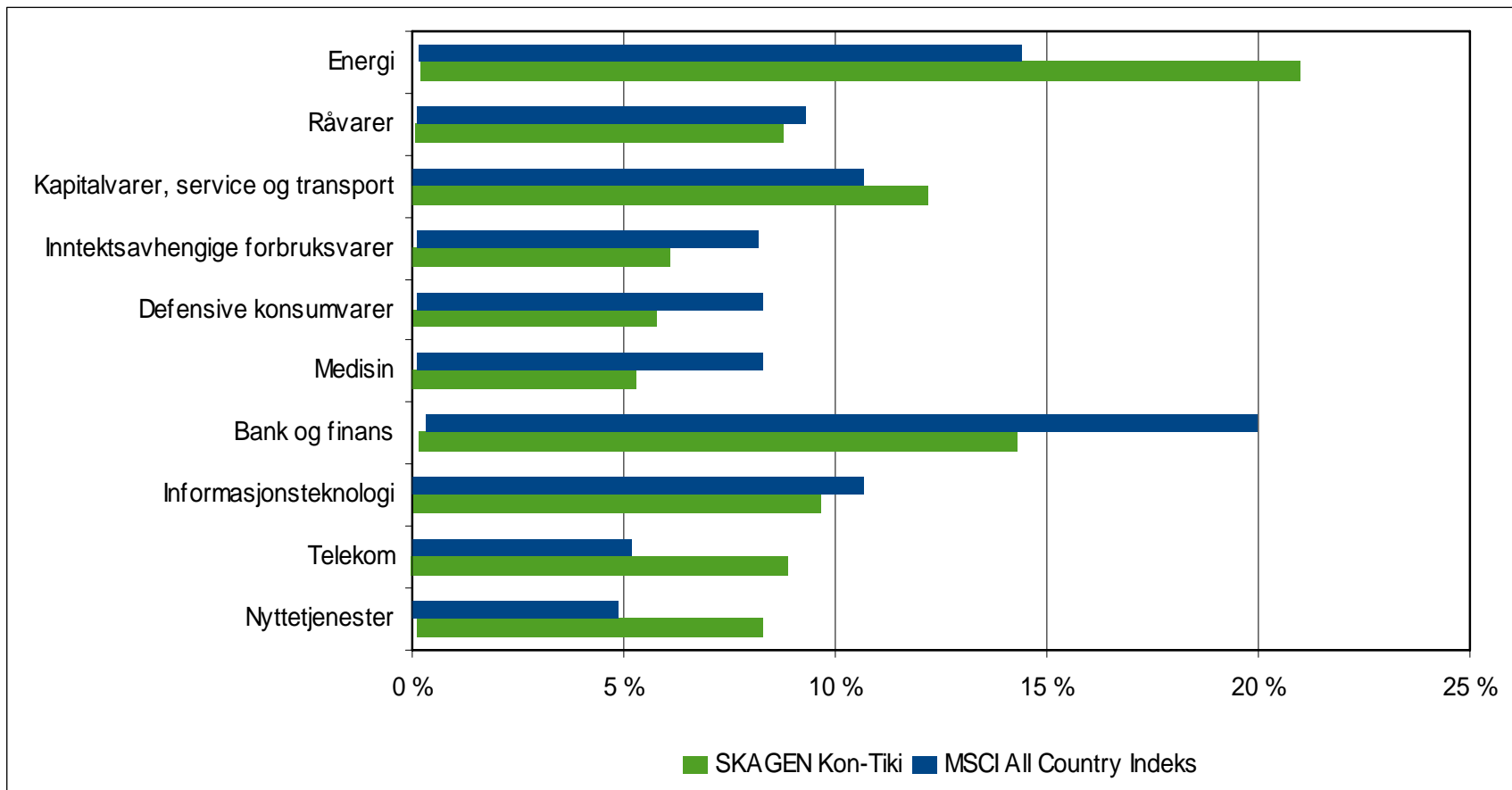
Sum verdiskapning 1. halvår 2008: -1 464 mill. NOK

Største bidragsyttere i 2. kvartal 2008 (i NOK)

• Banco Nossa Caixa	+ 473	Bharti Airtel	- 91
• Pride International	+ 423	Mahindra & Mahindra	- 88
• Petrobras	+ 161	Provida	- 69
• Tullow Oil	+ 153	Harbin Power Equipment	- 54
• Seadrill	+ 106	First Quantum Minerals	- 46
• Hitachi	+ 75	Kiwoom	- 43
• Enka Insaat	+ 51	Bank Asya	- 35
• Tekfen Holding	+ 33	PKN Orlen	- 30
• Grupo Elektra	+ 31	China Travel	- 25
• Golden Ocean	+ 31	Ssangyoung Motors	- 23
• Hitachi Construction	+ 28	Barloworld	- 23
• Marine Harvest	+ 23	Polaris Securities	- 19
• Samsung Heavy	+ 19	Shangri-La Asia	- 17
• China Oilfield Services	+ 18	Nordnet	- 17
• Tandberg	+ 13	C&Merchant Marine	- 16

Sum verdiskapning i 2. kvartal 2008: +1 250 mill. NOK

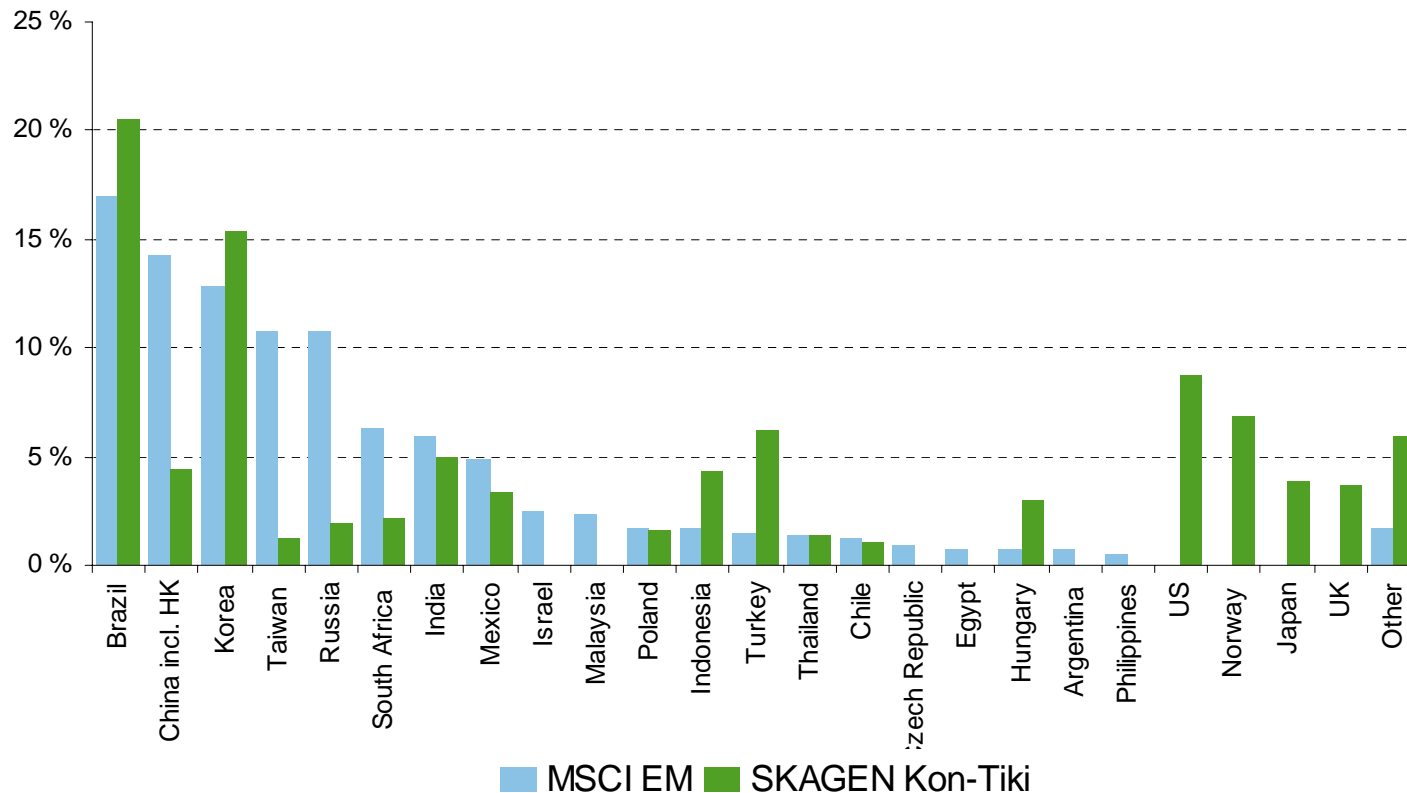
Bransjefordeling i SKAGEN Kon-Tiki i forhold til MSCI All World Index (som inkluderer industrialiserte markeder)



*) MSCI indeks oppdatert per 30. juni 2008. SKAGEN Kon-Tiki oppdatert per 30. juni 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 25. juni 2008. SKAGEN Kon-Tiki oppdatert per 30. juni 2008

Største endringer i SKAGEN Kon-Tiki i juni 2008

Kjøpt

- Nordic American Tanker (ny)
- Safaricom (ny)
- Cemex
- First Quantum Minerals
- Northland Resources
- Harbin Power Equipment
- Bank of East Asia
- Bank Asya
- Bharti Airtel
- Indosat
- Sistema

Solgt

- Vale (Rio Doce)
- Grupo Elektra

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.
- I juni kjøpte vi oss inn i to nye selskap: Nordic American Tankers og Safaricom. Samtidig reduserte vi i flere av de mindre postene, men uten å selge oss helt ut av noe selskap.
- Vi har anvendt tilgjengelig likviditet til å vekte oss videre opp i flere av våre større posisjoner etter kursfallet.
- Vi beholder fortsatt en betydelig overvekt innenfor energi med fokus på oljeservice hvor utsiktene er meget gode. Petrobras sin nylige slutning av ytterligere 12 boreenheter gjør at markedet strammer seg ytterligere til og det er nå helt ubetydelig ledig kapasitet frem til 2012. Vi mener markedet ikke diskonterer den betydelige kontraktsdekning og dermed sikker kontantstrøm som våre selskaper, Seadrill og Pride, har bygget opp.

Nyheter fra våre største porteføljeselskaper

- **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.
- **Cemex** oppdaterte forventninger for 2008 fra 5,6 mrd til 5,3 mrd. USD for EBITDA. Dette var på linje med markedsforventningene og derfor ingen overraskelse. Nedjusteringen kommer etter svekket etterspørsel i USA, UK og Spania.
- **PKN Orlen** offentliggjorde at selskapet kan kjøpe tilbake inntil 10% av aksjekapitalen til tross for at selskapet gjeninnførte utbytte for 2007 med 30% utbyttegrad.
- **Sistema** rapporterte 1Q tall på linje med forventningene. MBT viste en salgsvekst på 37% og utgjør nå 73% av gruppens omsetning. De unoterte selskapene fortsetter å utvikle seg meget bra med en vekst på 60-80%.
- **Tullow Oil** annonserte positive boreresultater fra Ngege-1 feltet i Ugandas Lake Albert. Dette er det 11. positive boringen i innsjøen. Ngege er en del av Butiaba regionen som har potensielle reserver på opp mot 1 mrd. fat olje. Tolking av målrettet seismiske data vil klargjøre mer av potensialet i feltet.

SKAGEN Kon-Tiki: nøkkeltall pr. 30. juni 2008

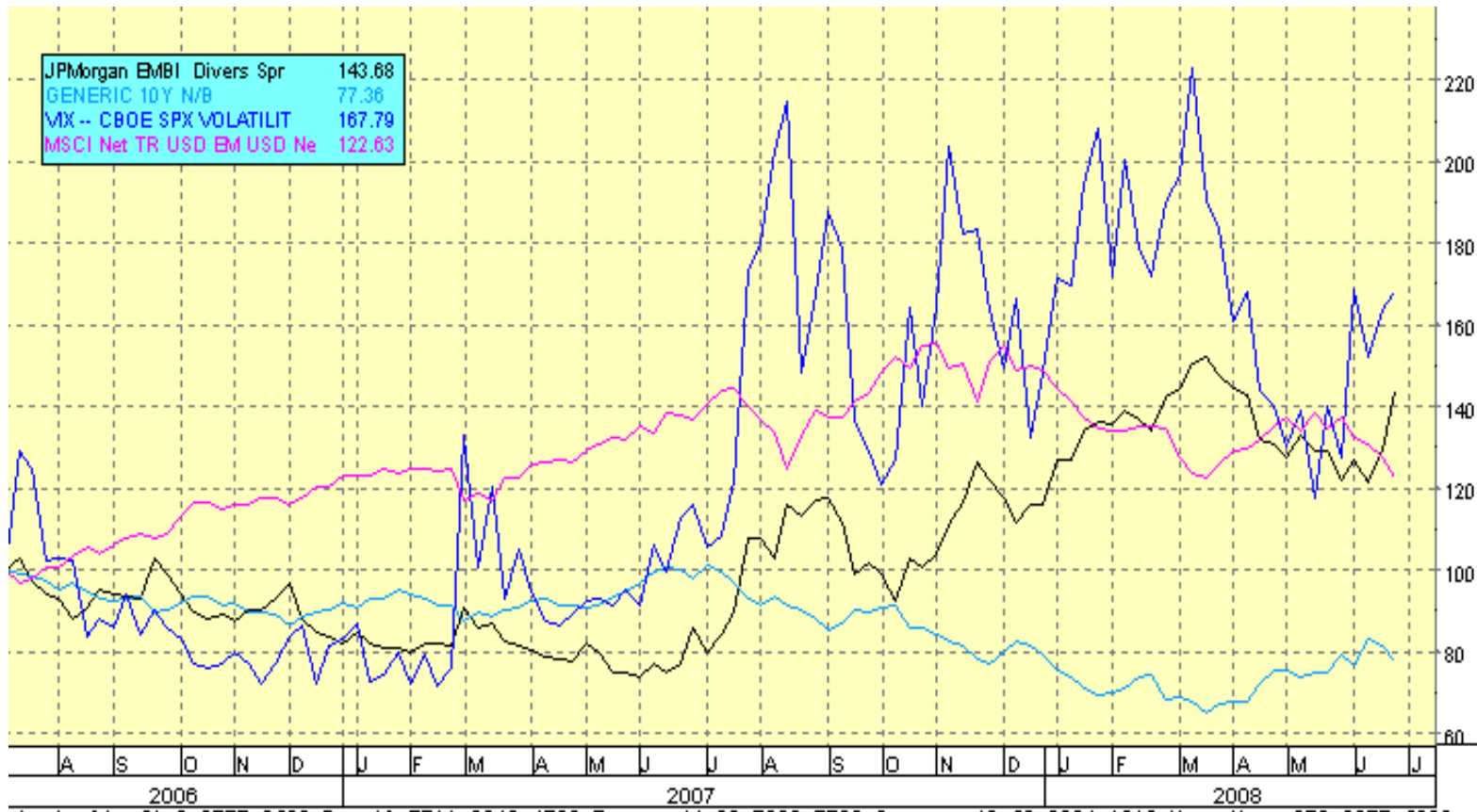
	Postens størrelse	Kurs	P/E 07	P/E 08E	P/B siste	Kurs- mål
Pride International	8,5 %	47,3	10,7	11,1	2,1	50
Elektrobras	8,1 %	26,05	19,0	9,5	0,4	70
Samsung Electronics	7,2 %	451k	10,2	7,5	1,2	600k
Banco Nossa Caixa	4,5 %	41,4	14,6	9,2	1,6	50
Cia Vale do Rio Doce	4,4 %	47,7	11,5	6,4	3,9	70
Seadrill	3,7 %	156	22,6	14,2	3,2	170
Indosat	3,7 %	6750	18,0	11,3	2,2	10k
LG Electronics	3,5 %	53k	7,0	3,8	1,0	80k
Petrobras	3,1 %	46,2	18,9	11,6	3,6	50
Richter Gedeon Nyrt	2,9 %	32,3k	18,0	12,0	2,0	55k
Tullow Oil	2,7 %	955,0	59,7	38,2	8,4	1000
Cemex	2,5 %	25,5	7,6	7,3	1,2	50
Median	54,7 %		16,3	10,3	2,0	40 %

Kommentarer til verdivurderingen av selskapene i SKAGEN Kon-Tiki

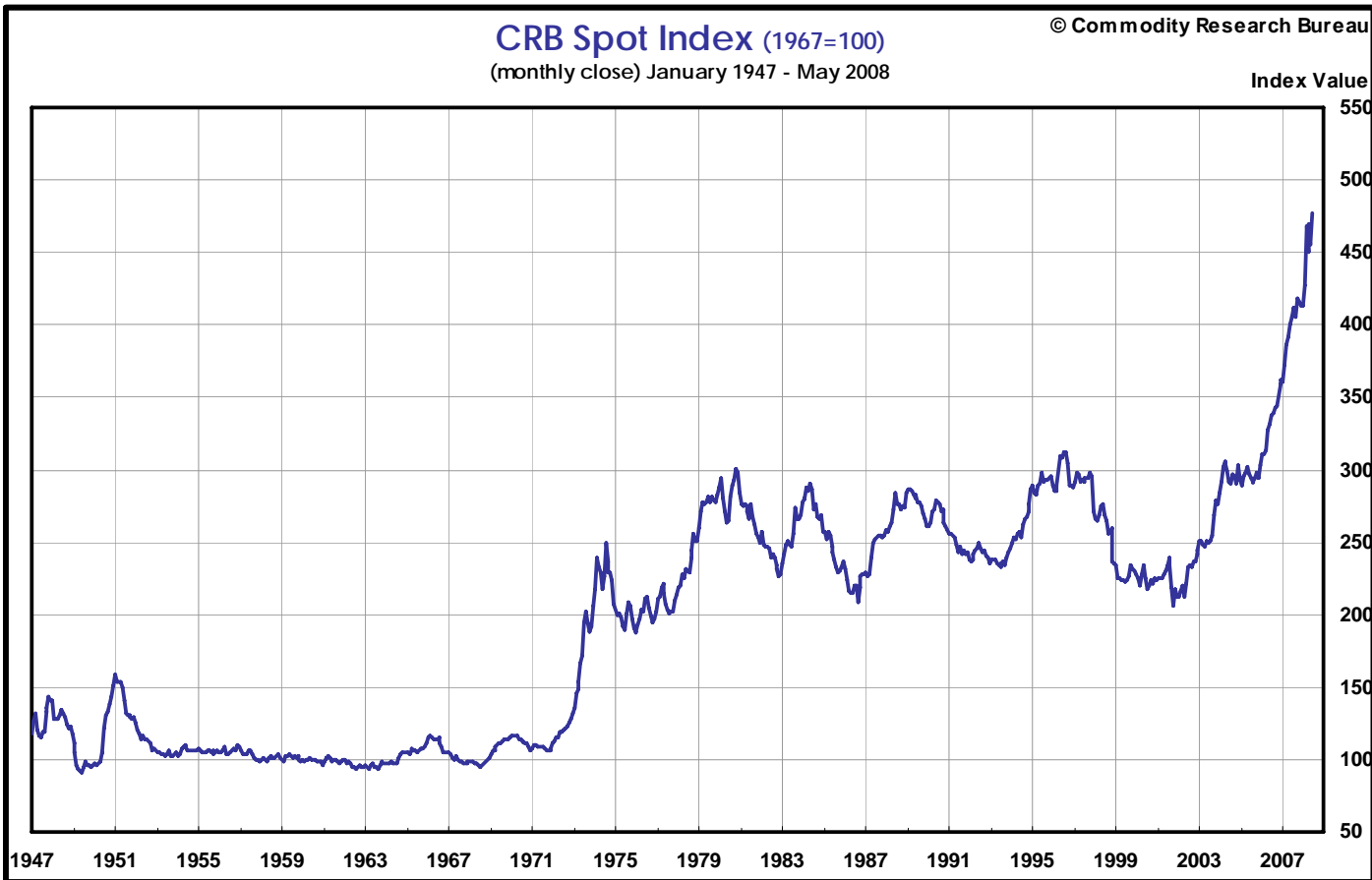
- Våre 12 største poster som utgjør 55% av porteføljeverdien handles til en median P/E for 2008e på 10,3x mot 10,6x for et år tilbake og 9,2x ved inngangen til 2008. Det er en betydelig rabatt i forhold til P/E for globale vekstmarkeder totalt sett på 13,9x.
- For 1. kvartal var median vekst i fortjeneste pr. aksje for våre 12 største poster 40%. For 2008 forventer vi en vekst på 50%. Dette er klart høyere enn forventningene for globale vekstmarkeder generelt på 16%.
- Median P/B for de 12 største poster ligger på 2,0x mot 2,3x for 12 måneder siden og 2,2x ved inngangen til 2008. Dette er pent lavere enn globale vekstmarkeder generelt på 2,7x.
- Av de 12 største selskapene har 6 av selskapene en netto kontantposisjon mens de 6 som har gjeld har god kontantstrøm og er langsiktig finansiert
- Vi ser i snitt en oppside på våre største selskaper på 40% som da vil prises til en P/E for 2008e på 14,4x og P/B på 2,8x

Globale vekstmarkeder

Kanarifugler – volatilitet stigende men et stykke til topp; lange renter høye, men fallende; risikospreadene høye, men har ikke brutt ut fra 2008 topp – ett rødt, ett gult og ett grønt lys

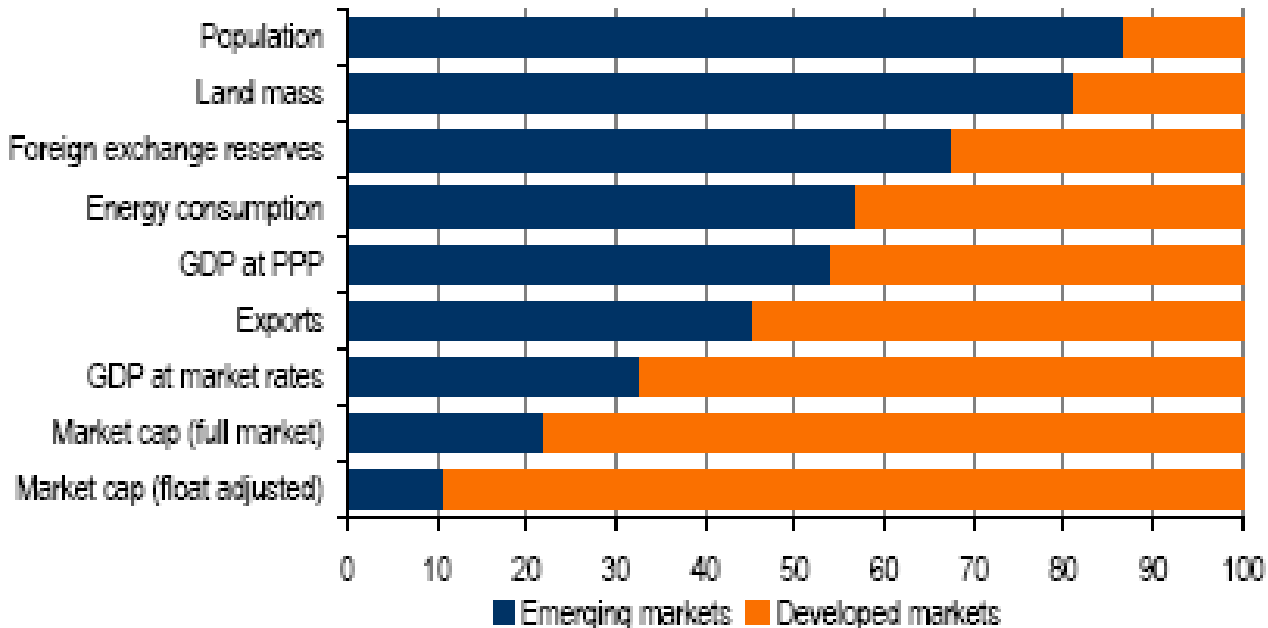


Global resesjon? Råvaremarkedene sier noe annet !



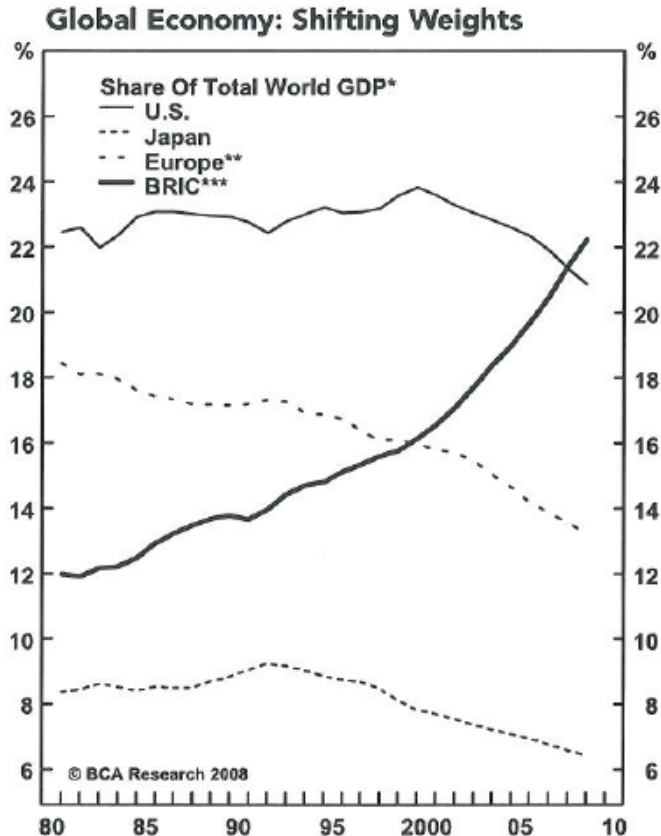
Globale vekstmarkeder er underkapitalisert relativt til utviklede aksjemarkeder

Emerging economies as % of total world

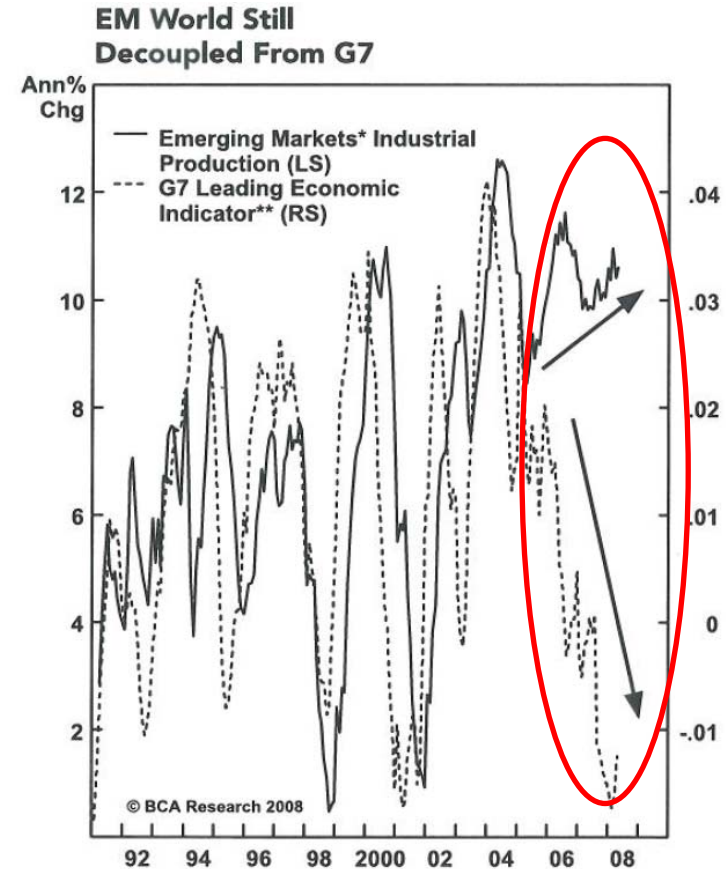


Source: Merrill Lynch, BP, CIA World Factbook, Factset, IMF World Economic Outlook, Thomson Datastream, Bloomberg

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



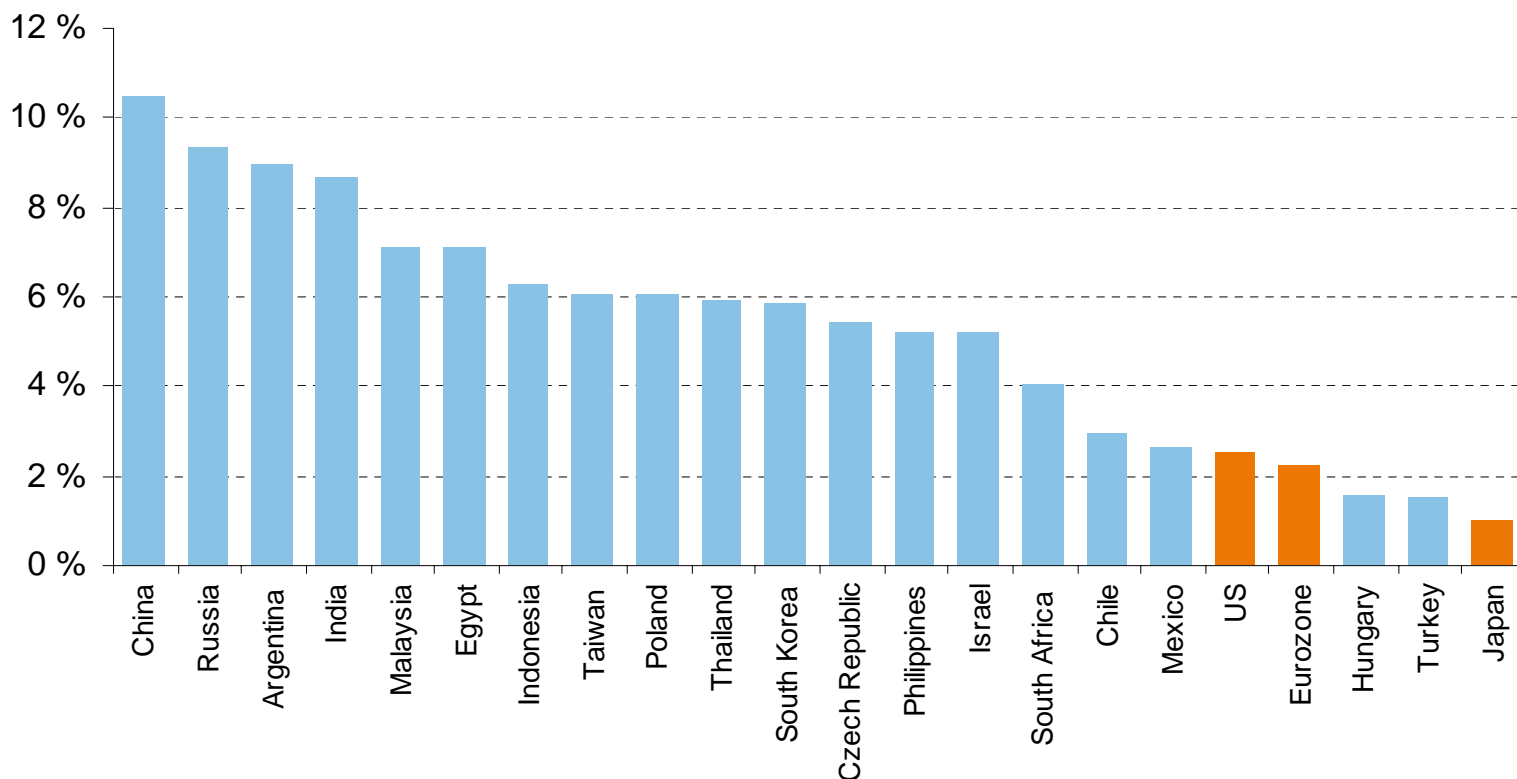
* On Purchasing Power Parity basis, includes estimates. IMF data.
 ** Includes France, Germany, Italy and the U.K.
 *** Includes Brazil, China, India and Russia. BCA estimate for Russia prior to 1992.



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

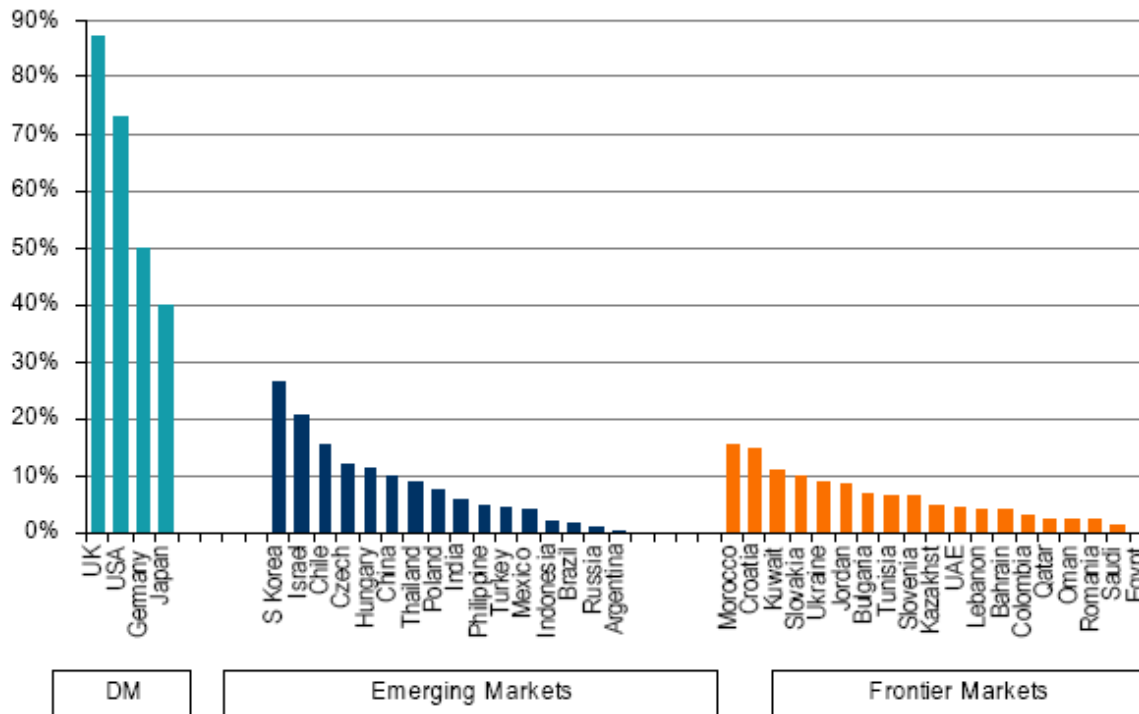
Det er en grunn til at vi kaller det vekstmarkeder

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

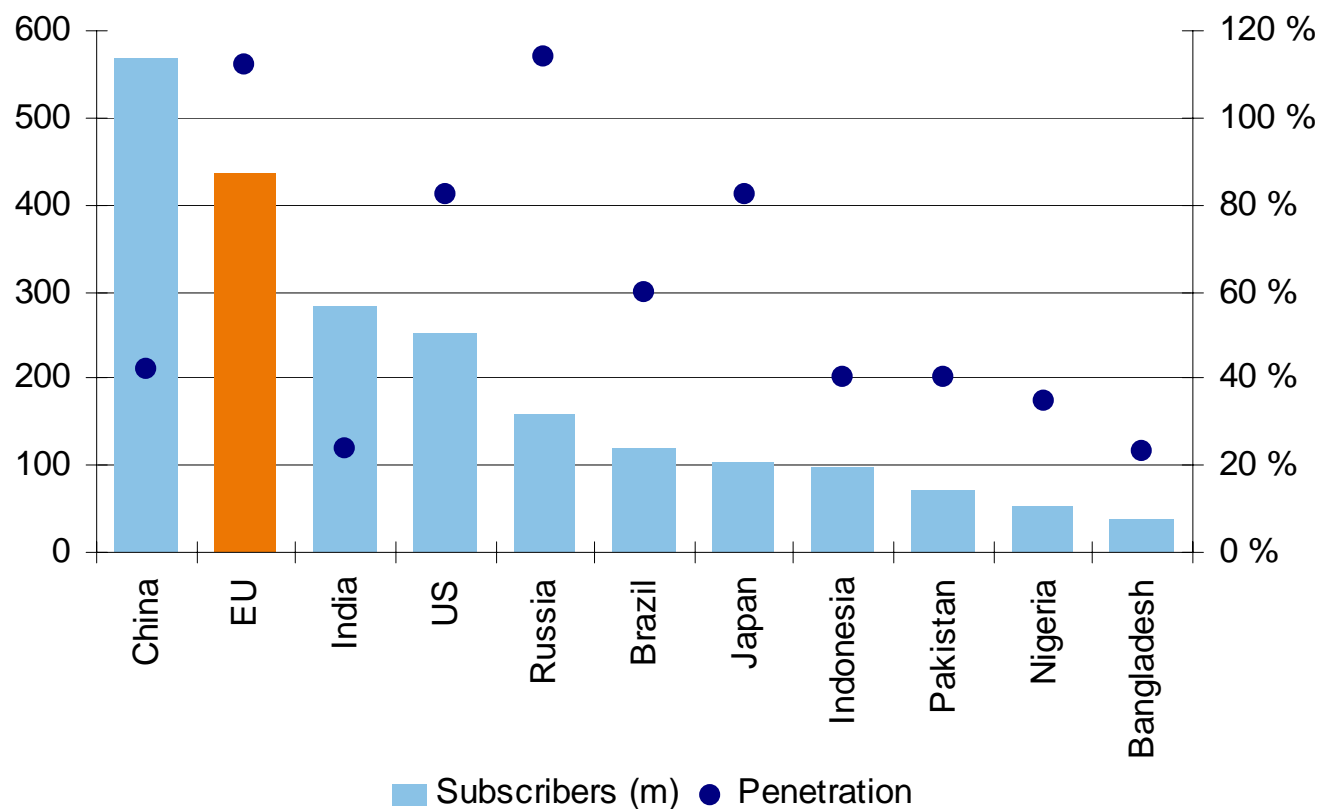
Mortgage penetration: mortgage loans as a percentage of GDP (%)



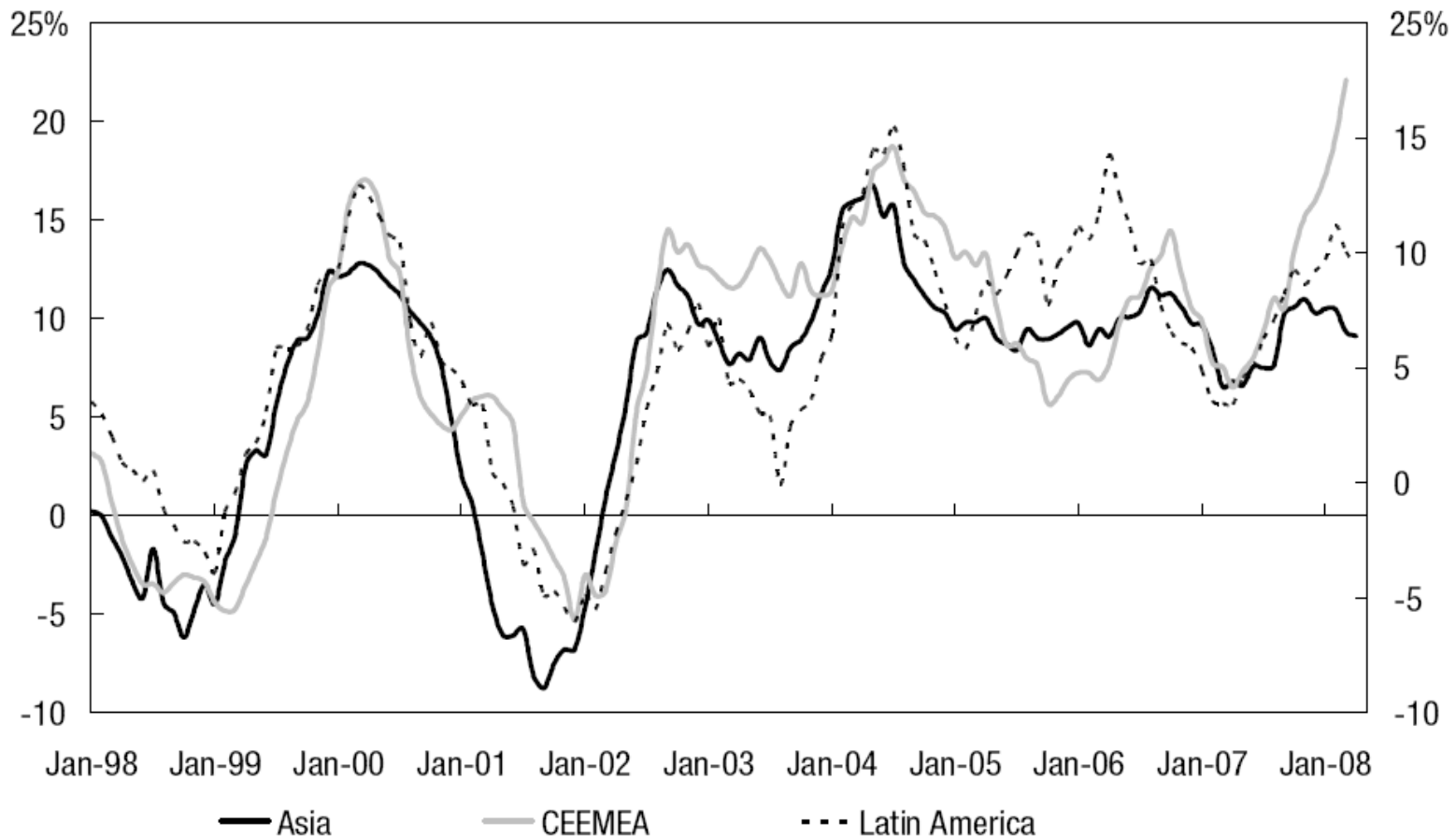
Source: Merrill Lynch calculations, Central Bank data, Data as of 2006.

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

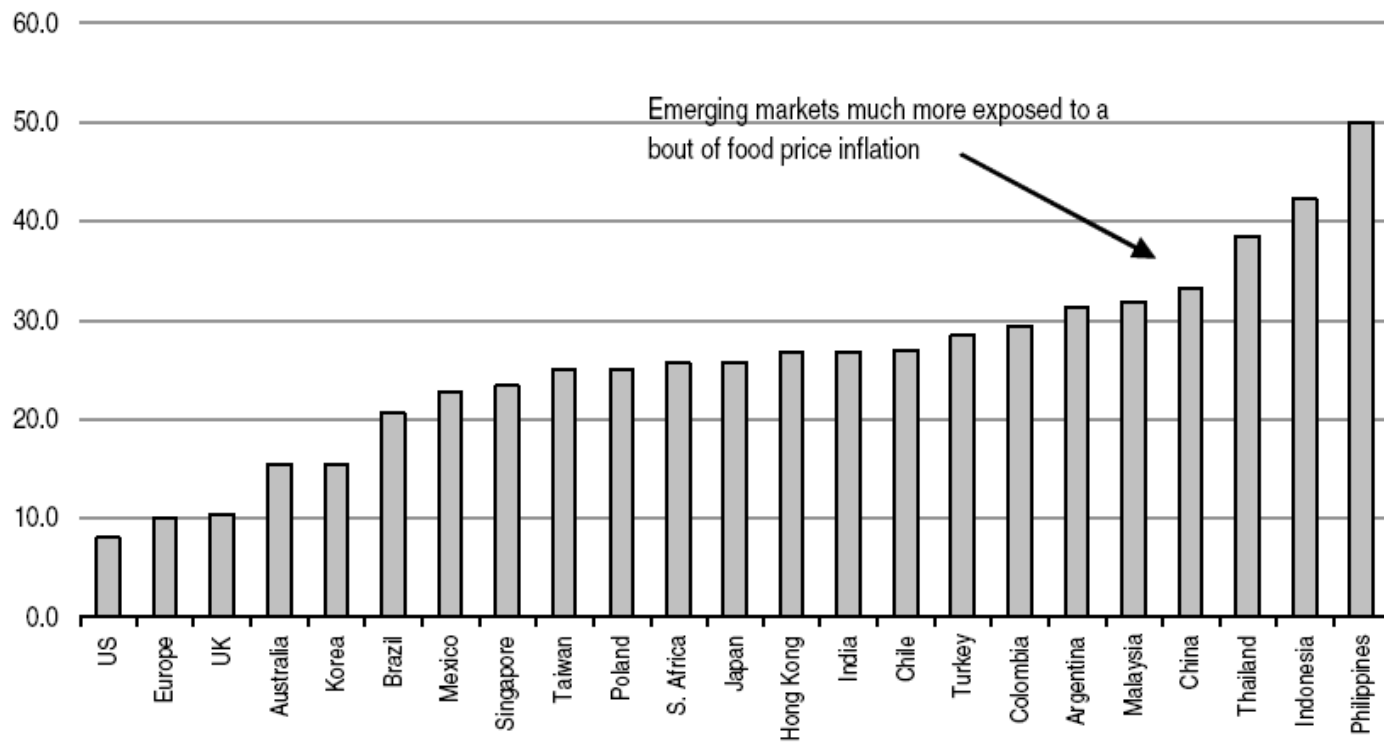


Eksportveksten i globale vekstmarkeder er fortsatt robust, drevet av god etterspørsel internt i disse landene



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

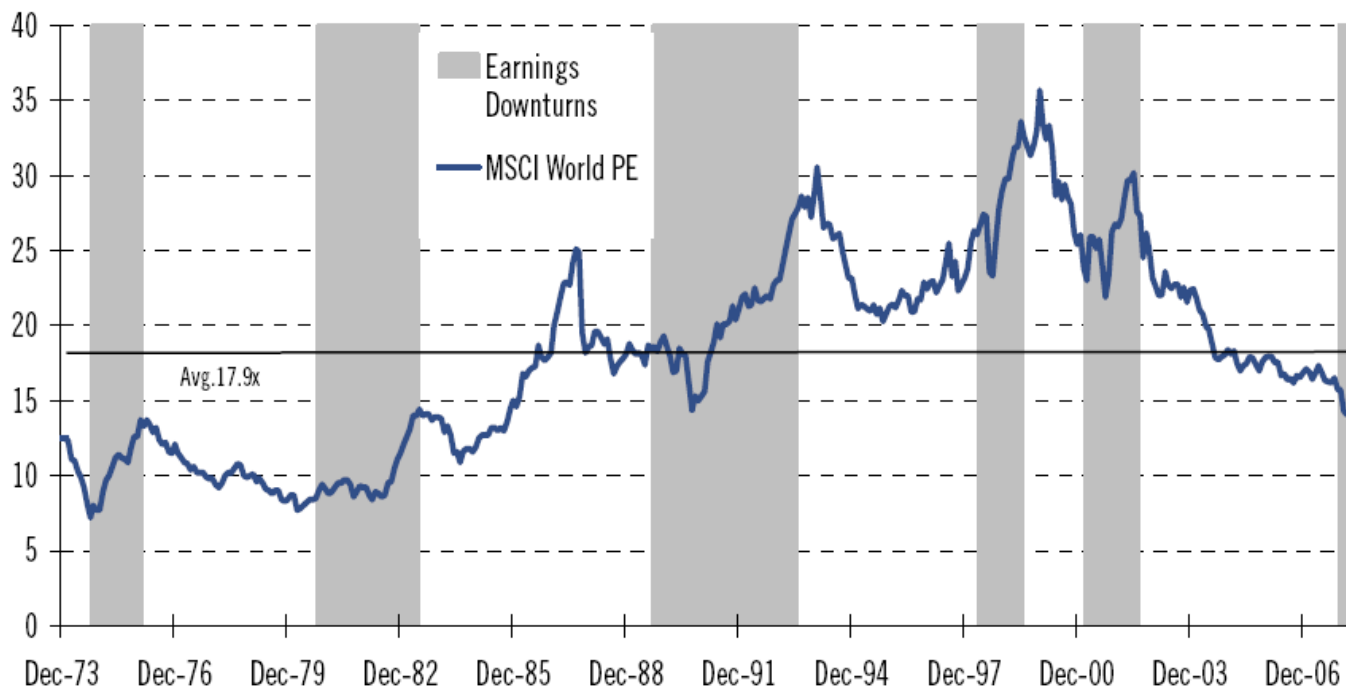


Source: OECD, National Accounts, Credit Suisse research

Utsikter for globale vekstmarkeder

Verdivurderingen av globale aksjer diskonterer en klar nedtur i inntjeningen – til forskjell fra de to forrige perioder

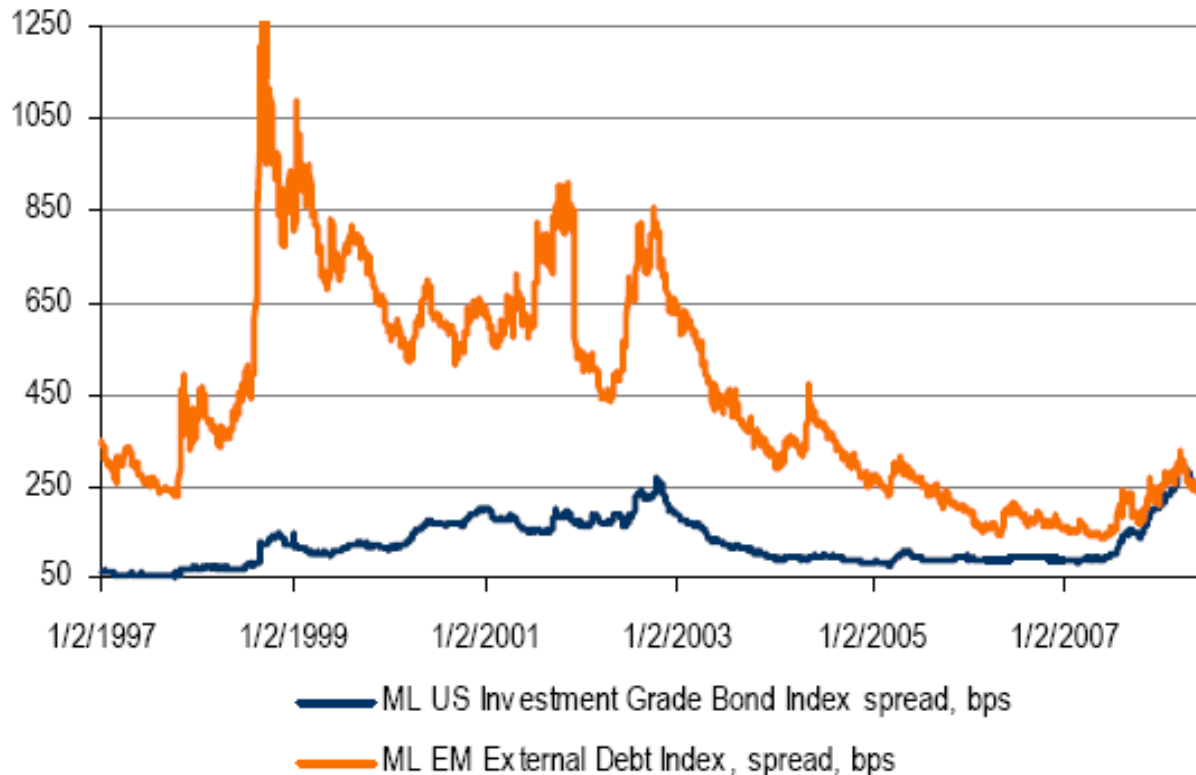
Earnings downturns and valuation of global equities



Source: MSCI, Datastream

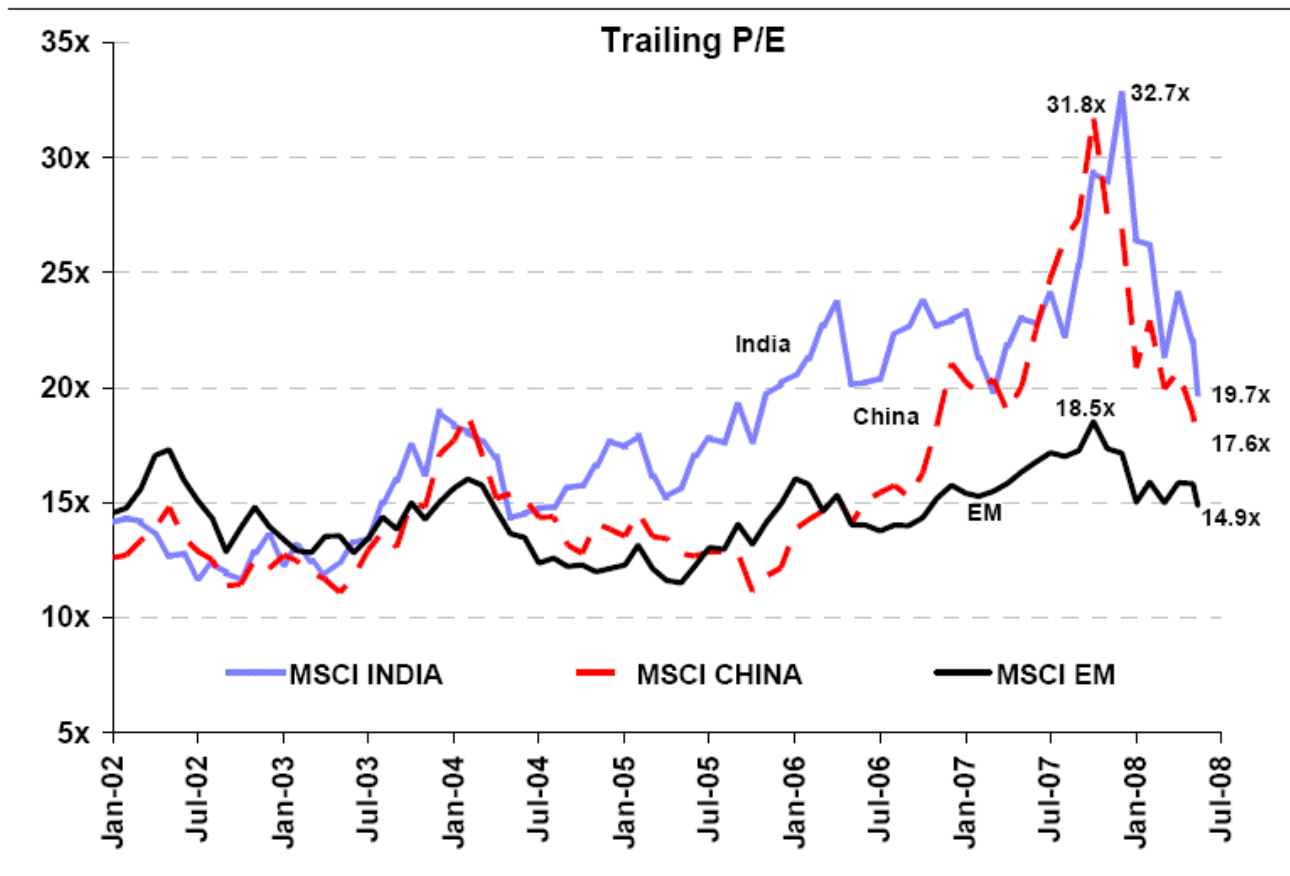
Ingen økning i rentespread i globale vekstmarkeder i denne "krisen"

EM vs. US investment grade corp. spreads, bps



Source: Bloomberg, Merrill Lynch

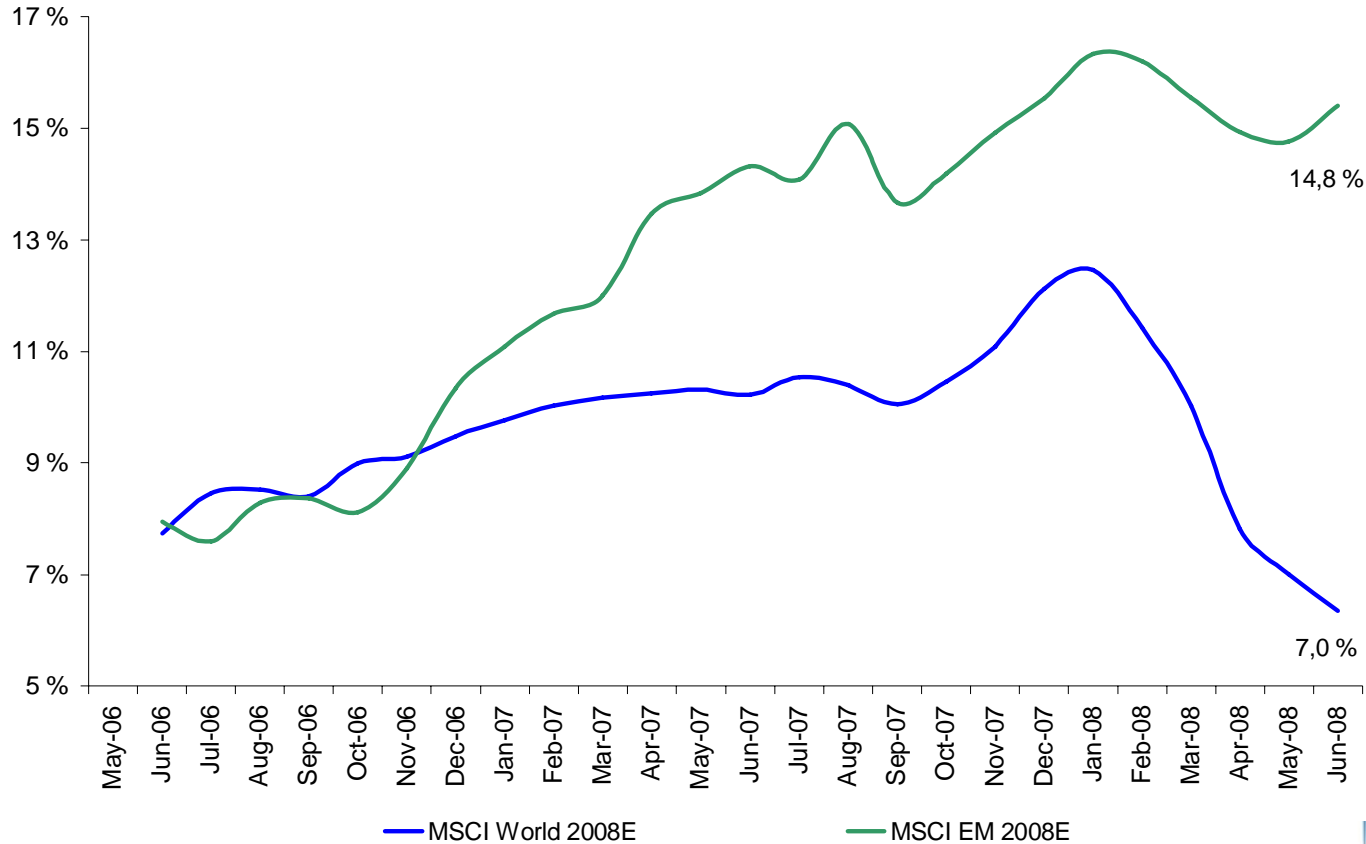
Verdsettelsen av indiske og kinesiske aksjer har krasjet mot globale vekstmarkeder generelt etter toppen i 2007



Source: MSCI, Morgan Stanley Research

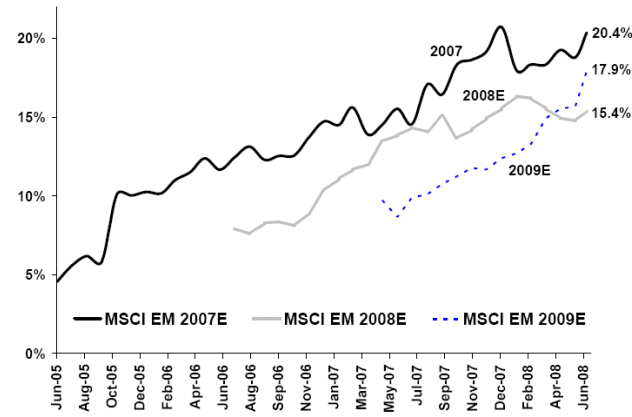
Inntjeningsutsiktene i globale vekstmarkeder utvikler seg fortsatt positivt og er betydelig bedre enn i modne markeder

Consensus EPS Growth Expectations: MSCI EM vs. MSCI World



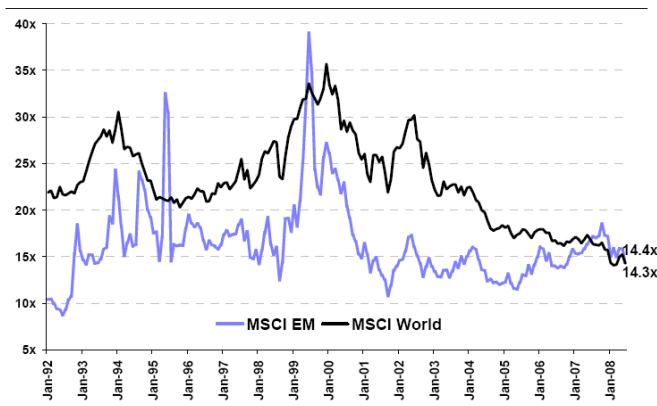
Verdivurdering og inntjeningsforventninger

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

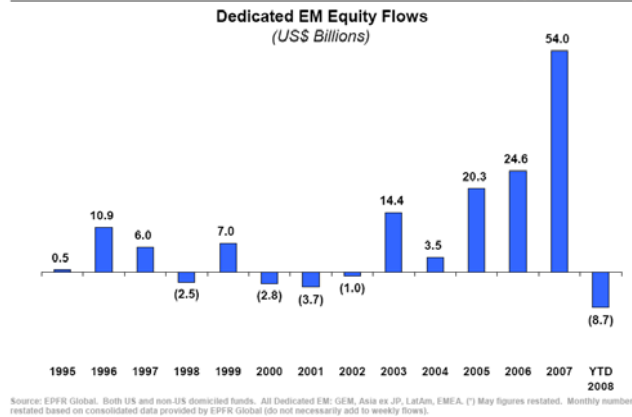


Source: MSCI, FactSet, Morgan Stanley Research. Data as of 06/25/08.

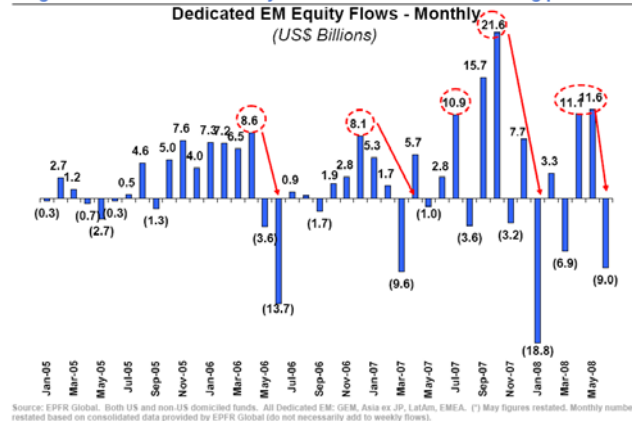
- Globale vekstmarkeder handles med en premie på 1% i forhold til globale aksjer målt på historisk inntjenning; det lavest nivå på et år
- De siste 7 årene har inntjeningsveksten i globale vekstmarkeder ligget på 20% p.a. mot rundt 13% for USA og Europa
- Forventet inntjeningsvekst i globale vekstmarkeder for 2008 er oppjustert den siste måned; i klar kontrast til modne markeder
- Den forventet inntjeningsveksten ligger betydelig over den vestlige verdens 6-7%, drevet av stigende privat forbruk og tiltagende investeringer i infrastruktur.
- Vi mener at sterk relativ inntjeningsvekst motiverer en premie for aksjer i globale vekstmarkeder, mens disse nå handles med en rabatt på 10% målt på fremtidig inntjenning.

Pengeflyten inn i globale vekstmarkeder er reversert i 2008 men den langsiktige positive trenden er ikke brutt

Outflows of the last two weeks erased 40% of inflows since early April



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



- Pengeflyt fortsetter ut av fond rettet mot vekstmarkeder i juni etter sterk flyt inn de siste årene.
- Stor innløsning nær bunnen i januar og mars. Netto tegning igjen i april og mai og stor innløsning i juni. Høy netto tegning og innløsning er en meget god kontrær indikator.
- Vi tror pengeflyten inn i vekstmarkeder er en sekulær trend basert på solid langsiktig verdiskapning og moderat verdivurdering, samt det faktum at de fleste forvaltere har liten eksponering mot aktivklassen.

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
 - Råvareprisstigninger vil legge en demper på privat forbruk og øke renteusikkerheten i de Globale Vekstmarkeder
 - Fortsatt usikkerhet om inflasjon - har blitt et problem i 2008
- Oppvurderingen av globale vekstmarkeder vil fortsette
 - 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

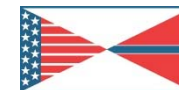
Hitachi Ltd (6501 JP) 770 JPY



- Et av Japan's største kapitalvareselskaper med aktiviteter innen;
 - Kraft og industrielle produkter; 26% av salg
 - Elektronikk; 24% av salg
 - IT (software/hardware); 20% av salg
 - Høyfunksjonelle materialer og komponenter; 15% av salg
 - Logistikk, service og annet; 15% av salg
- Verdenslederskap innen IT lagringsløsninger, større anleggsmaskiner, store på kraftgenerering, inkl. atomkraft
- 50% av markedsverdi relatert til børsnoterte datterselskaper
- **Triggere:**
 - Flere divisjoner gir lavt eller intet bidrag til inntjening. Restrukturering pågår, men så langt lite synlig
 - Konsolidering av forretningsportefølje; signalisert av lagring kan bli solgt, fisjonert eller fusjonert
 - Ny ledelse har foreløpig ikke levert. Utskilling av ytterligere aktiviteter i separate børsnoterte selskaper vil synliggjøre verdier
 - Omdefinering fra IT til infrastrukturleverandør
- **Risiko:** ingen endringer, dårlig gjennomføringsevne

Nøkkeltall:	
Børsverdi:	JPY 2593 mrd. NOK 124 mrd.
Antall aksjer:	3368,1 mill.
P/E (08e):	21,7x
P/Salg (08e):	0,2x
Pris/Bok:	1,2x
ROE (08e):	5%
Utbytteavk:	1,5%

Nordic American Tanker (NAT US) 37,0 USD



- Tankrederi med 12 Suezmax (~160k dwt.) registrert på Bermuda
 - 11 av 12 skip går i spotmarkedet (1 certeparti til 4Q09 på 17k USD)
 - Alle skip har dobbelt skrog (8 1997/98, 1 2002, 2 2003, 1 2005)
 - 2 suezmax nybygg for levering 4Q09 og 2Q10
- Driftskostnader på 9k USD pr. dag og rater på 70k USD gir en EPS på 1,79 USD pr. kvartal. 5k endring utgjør 14c pr. aksje
- God balanse med 50 mill. USD i netto kontanter samt kreditt fasilitet på 500 mill. USD som løper til 2013 (LIBOR + 70-120bp)
- Definert utbyttepolitikk med utdelingsgrad på rundt 100%. Utvider heller aksjekapital ved behov og høy prising.
- Verdijustert egenkapital på 37-38 USD pr. aksje
- **Triggere:**
 - Bransjens høyeste spotmarkedseksposering i et brennhett marked
 - Temporær feilprising av rater for suezmax versus VLCC
 - Relativt upopulær – 4 Salg, 3 Hold og 2 Kjøp
 - Etablert utbyttepolitikk appellerer til utbytteorienterte investorer
 - God og aksjonærvennlig ledelse med lang erfaring og gode resultater
 - Meget god finansiell løfteevne skaper fleksibilitet til å gripe muligheter
- **Risiko:** tankmarkedet

Nøkkeltall:

Børsverdi:	USD 1,3 mrd. NOK 6,4 mrd.
Antall aksjer:	34,057 mill.
P/E (08e):	6,7x
Pris/Bok:	1,5x
ROE (08e):	22%
Utbytteavk:	10,8%



PZ Cussons (PZC LN) GBP 171p



- Engelsk basert produsent av såpe, vaskemiddel, spiseoljer, melk, barnemat samt hår- og hudpleie produkter
 - Salg; Nigeria 39%, UK 20%, Hellas 9%, Polen 9%, Australia 9%, Indonesia 5%, Thailand/Malaysia 3%; Andre 19%
- Sterke merkevarer som Imperial og Minerva med solide markedsposisjoner og bred distribusjon
- 65% av salg fra globale vekstmarkeder og 45% fra Afrika hvor omsetningen vokser med 20% p.a.
- Store investeringer i F&U, produksjon og distribusjon de siste årene sikrer vekstgrunnlag og effektivitet
- Lite gjeld (34m GBP), god CF og høy utbyttegrad (ca. 50%)
- Globale vekstmarkeders svar på Unilever med 50% rabatt til Unilever's børsnoterte selskaper i vekstmarkeder
- **Triggere:**
 - Minimal analysedekning men stigende
 - "Oppdages" som et vekstselskap
 - Familiekontrollert; generasjonsskifte kan føre til endringer
 - Nye samarbeidsavtaler, joint ventures, distribusjonsavtaler
- **Risiko:** råvarepriser

Nøkkeltall:

M. cap:	GBP 734 mill. NOK 7,4 mrd.
Antall aksjer:	428,7 mill.
P/E (08/09e):	14,0x
P/Salg (07/08e):	1,0x
Pris/Bok:	1,8x
ROE (08/09e):	16%
Utbytteavk:	4,1%

Safaricom (SAFCOM KN) 5,5 KES



- Kenyas ledende mobiloperatør med 10,2 mill mobilabonnenter, en markedsandel på 84% og dekningsgrad på 80%
- Vodafone (VOD) eier 40% og staten 35% etter emisjon
- Kenya har en mobilpenetrasjon på kun 32% og en reell penetrasjon på 25%. En meget ung befolkning gir høyt penetrasjonspotensial.
- God ledelse med lang bransjeerfaring og klar resultatavlønning
- Samarbeid med VOD sikrer produktutvikling og innkjøpsfordeler
- Hentet inn 54 mrd. KES via IPO i mai 2008. Har nå netto kontanter på 45 mrd. KES. VOD opprettholdt sin eierandel.
- Priset til 200 USD pr. abonnent (vesentlig lavere enn MTN og Millicom på 500-550 USD) og 6,6x EBITDA for 2008e.
- **Triggere:**
 - Betydelig vekstpotensial og sterk markedsposisjon sikrer kostnadseffektivitet og konkurransefortrinn; vekstoverraskelser
 - Videre bransjekonsolidering i Afrika
 - Et nytt og undervurdert sektoralternativ med høy markedsverdi; analysedekning vil komme
- **Risiko:** øket konkurranse, regulatoriske inngrep

Nøkkeltall:

Børsverdi:	KES 275 mrd. NOK 22 mrd.
Antall aksjer:	50 mrd.
P/E (08e):	15,6x
Pris/Bok:	2,8x
ROE (08e):	18%
Utbytteavk:	2,1%

Satyam Computer Services (SAY US) 25,0 USD



- Ledende (#4) IT outsourcing selskap i India med 50 000 ansatte
 - **Salg pr. region;** USA 64%, Europa, 19%, Japan 2%, Andre 15%
 - **Salg pr. produkt;** Software utvikling og vedlikehold 47%, Konsulent og løsninger (BPO) 42%, Ingeniørløsninger 7%, Infrastruktur/drift 4%
 - **Vertikalsalg;** Industri 24%, Telecom/media 24%, Bank/finans 18%, Handel/transport/logistikk/helse 15%, Service 6%, Andre 13%
 - **Salg pr. kontraktstype;** Timebasert 67%, Fastpris 33%
 - **Salg pr. lokalitet;** 50% hos kunde, 50% offshore (hovedsakelig India)
- Rundt 600 kunder; diversifisert base (topp 10 utgjør 34% 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; 910 mill. USD i netto kontanter (12% 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; oppjusterte prognose ved siste rapportering
 - Oppvurdering av indiske softwareselskaper etter kraftig nedvurdering
- **Risiko:** lønnskostnader, INR styrking, IT budsjetter i USA

Nøkkeltall:

Børsverdi:	USD 8,4 mrd. NOK 34,9 mrd.
Antall aksjer:	336,1 mill. (1 ADR utgjør 2 aksjer)
P/E (08e):	17,1x
P/Salg (08e):	3,1x
Pris/Bok:	4,3x
ROE (08e):	26%
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.