

## SKAGEN Kon-Tiki

Mai 2008:

- Strålende absolutt og relativ avkastning drevet av våre større investeringer. Lav verdivurdering og høy vekst er et solid utgangspunkt fremover -

## Innholdsfortegnelse

- Hovedtrekk i mai 2008 3
- Investeringsresultater 7
- Globale vekstmarkeder 21
- Utsikter for globale vekstmarkeder 29
- Konklusjon SKAGEN Kon-Tiki 34
- Selskaper i SKAGEN Kon-Tiki 36
- Selskapsutvelgelse i SKAGEN Kon-Tiki 40

## Hovedtrekk i mai 2008

- SKAGEN Kon-Tiki steg med 3,8% i mai mot en oppgang i vår referanseindeks på 1,3%. Dette er den beste relative avkastning for fondet siden juni 2007. Hittil i år er fondet ned 2,3% som er 5,7 prosentpoeng bedre enn referanseindeks. Nyheten om et mulig oppkjøp av Banco Nossa Caixa bidro med en avkastning på 1,4% for fondet i mai men også flere av våre investeringer innen energi bidro svært positivt.
- Våre selskaper fortsetter å levere svært gode resultater med positive utsikter (se kommentarer på side 16 og 17). Inntjeningsveksten for våre 12 største poster som utgjør 53% var på hele 40% i 1. kvartal og vi forventer en vekst på 50% for 2008.
- Vi fortsetter arbeidet med å konsentrere porteføljen rundt våre absolutt beste investeringsideer og har solgt oss ut av ytterligere to selskaper. Vi har brukt provenyet fra dette, nytegning samt utbytter til å vekte oss opp i selskaper som har hatt en svak kursutvikling i år som Indosat, Sistema og Sabanci Holding.
- De største postene i vår portefølje ble ved utgangen av mai handlet til en P/E for 2008e på 9,7x mot 10,6x for 12 måneder siden og 9,2x ved inngangen til 2008. Dette er betydelig under nivået i globale vekstmarkeder generelt på 13,9x som igjen er identisk med verdsettelsen av vestlige aksjer med betydelig lavere vekst.

## 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

<b>Fondsrangering</b>	<b>SKAGEN Kon-Tiki</b>
<b>Morningstar</b> (5 = Beste kvantitative rating)	★★★★★
<b>Wassum</b> (5 = Beste kvantitative rating)	ⓂⓂⓂⓂⓂ
<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 (Okt 2007)	Nr. 8 av 111
<b>Lipper</b> Fund Awards Europe 2006 & 2007	Beste fond 3 år Equity EM Global
<b>Dine Penger (DP terning)</b>	ⓂⓂⓂ Nr. 1 av 11

Oppdatert per 31. mars 2008.

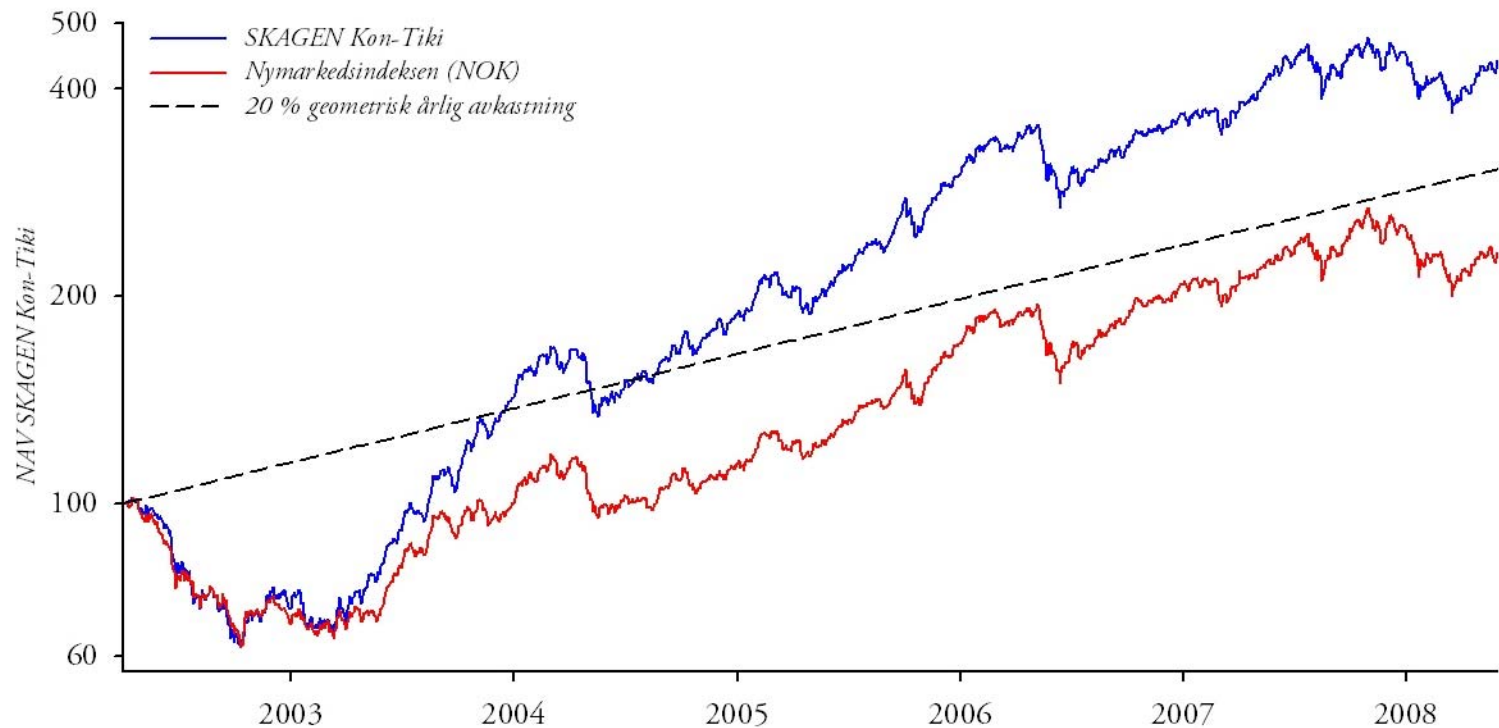
# Investeringsresultater

## Resultater i NOK pr. 30. mai 2008

	Hittil i 2.kvartal	Hittil i år	Siste 3 år	Siden oppstart*
SKAGEN Kon Tiki	14,2 %	-2,3 %	28,9 %	27,2 %
Vekstmarkedsindeks (NOK)	10,3 %	-8,0 %	23,1 %	14,6 %
Meravkastning	3,9 %	5,7 %	5,8 %	12,6 %
Verdensindeks (NOK)	7,0 %	-8,8 %	3,8 %	2,8 %
Meravkastning	7,1 %	6,5 %	25,1 %	24,4 %

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

# Kursutvikling i SKAGEN Kon-Tiki siden oppstart



Oppdatert pr. 30 mai 2008

Alle avkastningstall er etter forvaltningshonorar



## Globale vekstmarkeder pr. 30. mai 2008 (i NOK)

• Ghana	36 %	• Polen	- 10 %
• Brasil	17 %	• USA (S&P 500)	- 11 %
• Mexico	7 %	• Malaysia	- 15 %
• Taiwan	1 %	• Indonesia	- 16 %
• Russland	1 %	• Sør-Korea	- 17 %
• <b>SKAGEN Kon-Tiki</b>	- <b>2 %</b>	• Hong Kong	- 17 %
• Tsjekkia	- 2 %	• Thailand	- 17 %
• Argentina	- 2 %	• Kina (internasjonal)	- 20 %
• Chile	- 3 %	• Kroatia	- 23 %
• Peru	- 3 %	• Bulgaria	- 29 %
• Nigeria	- 5 %	• India	- 29 %
• Kenya	- 8 %	• Slovenia	- 26 %
• Sør Afrika	- 7 %	• Kina (lokal)	- 33 %
• <b>Vekstmarkedsindeksen</b>	- <b>8 %</b>	• Ukraina	- 23 %
• Singapore	- 9 %	• Filippinene	- 31 %
• <b>Verdensindeksen</b>	- <b>9 %</b>	• Tyrkia	- 35 %
• Ungarn	- 10 %	• Vietnam	- 59 %

## Største bidragsytere hittil i år pr. 30. mai 2008 (i NOK)

• Eletrobras	+ 351	Indosat	- 275
• Banco Nossa Caixa	+ 349	Mahindra & Mahindra	- 162
• Pride International	+ 270	Bharti Airtel	- 148
• Seadrill	+ 165	Yazicilar Holding	- 130
• LG Electronics Pref.	+ 109	Harbin Power Equipment	- 120
• Vale (Rio Doce)	+ 104	Sabancı Holding	- 95
• Tullow Oil	+ 99	Gedeon Richter	- 86
• Petrobras	+ 96	Hanmi Pharmaceutical	- 84
• Samsung Electronics	+ 82	PKN Orlen	- 71
• KGI Securities	+ 44	Kiwoom	- 64
• Satyam Computer S.	+ 43	China Travel	- 59
• Tandberg	+ 33	China Oilfield Services	- 56
• Hitachi Construction	+ 32	Eczacıbasi Ilac	- 53
• Cemex	+ 29	Sistema	- 54
• Golden Ocean	+ 25	Enka Insaat	- 44

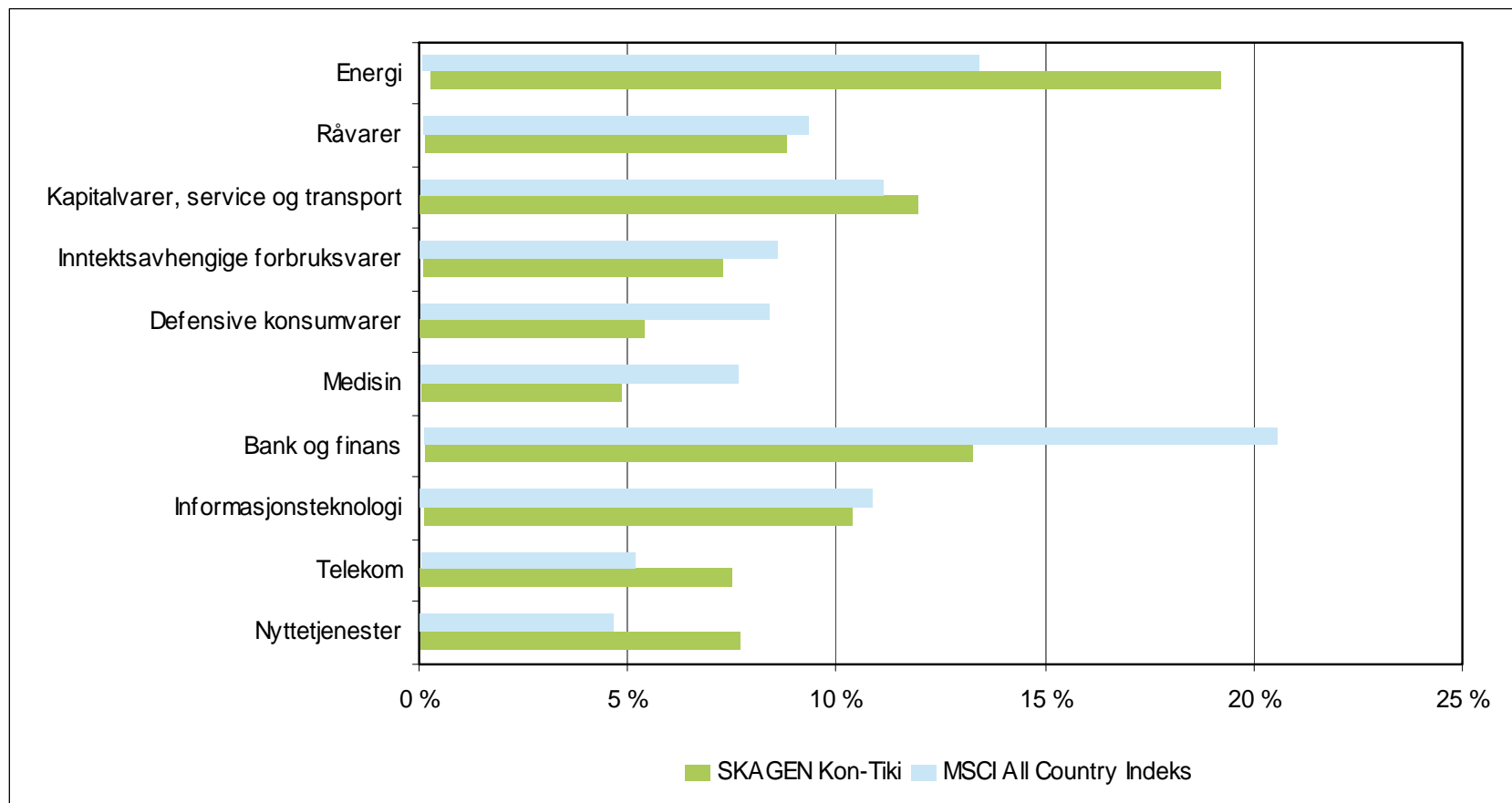
Sum verdiskapning pr. 30. mai 2008: -332 mill. NOK

## Største bidragsyttere hittil i 2. kvartal pr. 30. mai 2008 (i NOK)

• Banco Nossa Caixa	+ 412	Indosat	- 112
• Pride International	+ 310	Mahindra & Mahindra	- 44
• Eletrobras	+ 257	Kiwoom	- 30
• Samsung Electronics	+ 188	Hanmi Pharmaceutical	- 29
• Petrobras	+ 186	Provida	- 24
• Seadrill	+ 140	Pivovarna Lasko	- 19
• Vale (Rio Doce)	+ 123	First Quantum Minerals	- 14
• Tullow Oil	+ 118	Polaris Securities	- 14
• LG Electronics Pref.	+ 106	Ssangyoung Motors	- 11
• Hitachi Construction	+ 94	C&Merchant Marine	- 8
• Hitachi	+ 74	Thai Airways	- 5
• Satyam Computer S.	+ 65	Bank Austria	- 3
• Enka Insaat	+ 60	Diamond Bank	- 3
• Sabanci Holding	+ 51	Mitra Adiperkasa	- 1
• Samsung Heavy	+ 50	Ericsson Nikola Tesla	- 1

Sum verdiskapning pr. 30. mai 2008: +2 356 mill. NOK

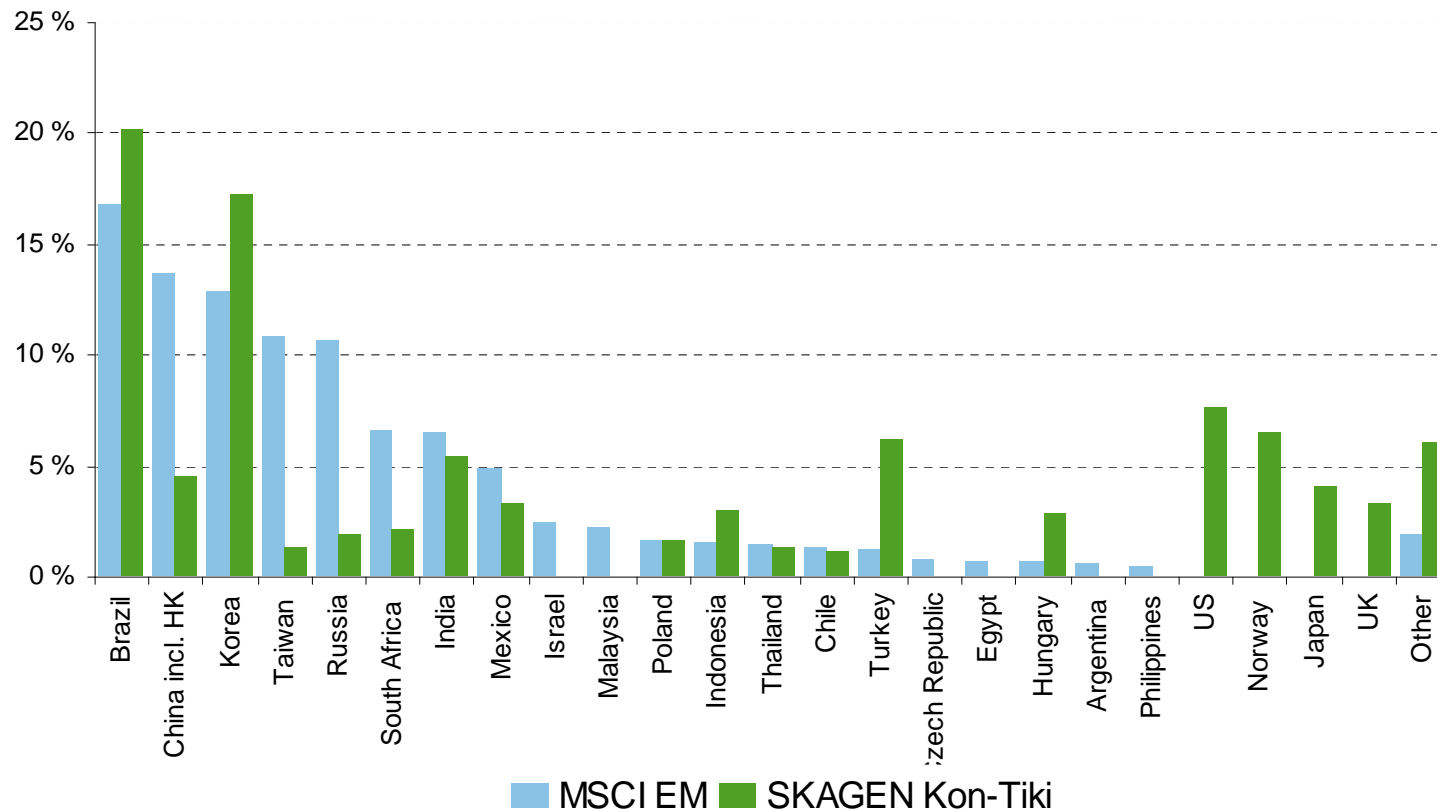
# Bransjefordeling i SKAGEN Kon-Tiki i forhold til MSCI All World Index



\*) MSCI indeks oppdatert per 30. mai 2008. SKAGEN Kon-Tiki oppdatert per 30 mai 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 28. mai 2008. SKAGEN Kon-Tiki oppdatert per 30. mai 2008

# Største endringer i SKAGEN Kon-Tiki i mai 2008

## Kjøpt

- Harbin Power Equipment
- Banco Cossa Caixa
- Provida
- Sabanci Holding
- Gruma
- Satyam Computer Services
- Indosat
- Sistema

## Solgt

- Danubius Hotel (ut)
- Travelsky Technology (ut)
- Grupo Elektra
- Kim Eng Holding

*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 mai solgte vi oss ut av ytterligere to mindre poster og er dermed nede på 90 selskaper i porteføljen. Vi forventer at antallet selskaper vil falle ytterligere de neste månedene.
- Vi har brukt nytegning i mai, proveny fra salg av mindre poster samt mottatte utbytter til å vekte oss videre opp i flere av de selskapene som hittil i år har hatt en svak både relativ og absolutt kursutvikling som Indosat, Sistma og Sabanci Holding.
- Vi beholder fortsatt en betydelig overvekt innenfor energi med fokus på oljeservice hvor utsiktene er meget gode. Petrobras' 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 (1)

- **Banco Nossa Caixa** leverte gode tall for 1Q 2008. Utlån vokste 11% siste kvartal, rentemarginen var stabil, honorarer steg 3%, kostnadene falt og kredittkvaliteten ble ytterligere forbedret. Det er derfor hyggelig å se at aksjeanalytikere nå ser dette og oppgraderer sine anbefalinger til en positiv holding. Nyheten om et trolig oppkjøp fra Banco do Brasil medførte en kraftig kursstigning på 57% i mai og aksjen var vår største bidragsyter i mai. Vi fikk dermed bekreftet vår hypotese om at banken var særdeles undervurdert.
- **Tullow Oil** rapporterte meget oppmuntrende resultater fra boring på Mahogany 2 i Ghana (35% eierandel). Selskapet doblet anslaget for Juilee feltets størrelse til 1 mrd. fat (50% sannsynlighet). Neste hull på feltet vil bores i juli.
- **Hitachi** annonserte underliggende tall for 2007/08 som var klart bedre enn ventet. Vi mener ledelsens prognose for 2008/09 er for forsiktige. Klart positivt er ledelsens forventning om positive resultater for harddisk divisjonen som har gått med tap siden oppkjøpet i 2002.
- **PKN Orlen** viste meget god resultatfremgang i 1Q 2008 men delvis drevet av gevinster på varelager som trolig også vil gjøre seg gjeldende i 2Q. Forhåpentligvis vil selskapets kapitalmarkedsdag 18. juni vil klargjøre selskapets investeringsprogram. Statens krav om utbytte for 2007 er et positivt tegn.
- **Petrobras** rapporterte tall for 1Q 2008 som var klart bedre enn ventet drevet av bedre raffinerimarginer, lavere kostnader og bedre resultater fra distribusjonsaktivitetene.
- **Sistema** avla et resultat for 2007 som var 3-4% bedre enn ventet, drevet av meget sterk utvikling for flere av deres unoterte aktiva innenfor bank, handel, farmasi og teknologi.



## Nyheter fra våre største porteføljeselskaper (2)

- **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.
- **First Quantum Minerals** kunne vise til en EPS vekst på 130% YoY for 1Q 2008 som følge av en vekst i kobberproduksjon på 63% og klart høyere priser. Resultatet var noe lavere enn forventet i markedet men dette var fordi selskapet hadde lavere salg enn produksjon noe som får positiv effekt i 2Q.
- **Seadrill** annonserte en salg-tilbakeleie avtale med Ship Finance for West Polaris med en verdi på 850 mill. USD over 15 år. Dette er første trekk etter at selskapet nå har sikret alle sine nybygg på lange og attraktive rater. Med Frontline friskt i minne ser vi denne annonseringen som det første bevis på betydelig utbyttebetalinger fremover noe et utbytte på 3 NOK for 1Q er et klart bevis på. Seadrill avla et 1Q resultat som forventet. Selskapet annonserte også en ordre for en ny flyter med levering sent 2011.
- **Indosat** avla et resultat for 1Q som var noe bedre enn vi ventet. Antall abonnenter økte med 1,9 mill. til 25,8 mill. noe som betyr at selskapet tok markedsandeler i perioden. Temaseks trolige tvungne salg av deres 40% andel kan bli en katalysator for et salg av selskapet.
- **Gedeon Richter** rapportere sterke tall for 1Q men dette var hovedsakelig drevet av positive finansposter. Underliggende drift er fortsatt svak men viste klar forbedring.

## SKAGEN Kon-Tiki: nøkkeltall pr. 30. mai 2008

	Postens størrelse	Kurs	P/E 08E	P/B siste	Kurs- mål
Elektrobras	7,7 %	27,0	9,8	0,4	70
Samsung Electronics	7,6 %	526k	8,8	1,4	600k
Pride International	7,4 %	43,9	10,3	2,0	50
Cia Vale do Rio Doce	4,8 %	54,4	7,2	4,4	70
LG Electronics Inc	4,1 %	67,4k	4,8	1,3	80k
Banco Nossa Caixa	4,1 %	40	8,9	1,5	50
Seadrill	3,7 %	167	15,1	3,4	170
Petrobras	3,0 %	49,0	12,3	3,8	50
Richter Gedeon Nyrt	2,8 %	34,1k	12,6	2,1	55k
Indosat	2,6 %	5750,0	9,6	1,9	10k
Bharti Airtel	2,5 %	876,0	14,6	8,5	1200
Cemex	2,3 %	29,4	8,4	1,4	50
<b>Median</b>	<b>52,5 %</b>		<b>9,7</b>	<b>1,9</b>	<b>27 %</b>

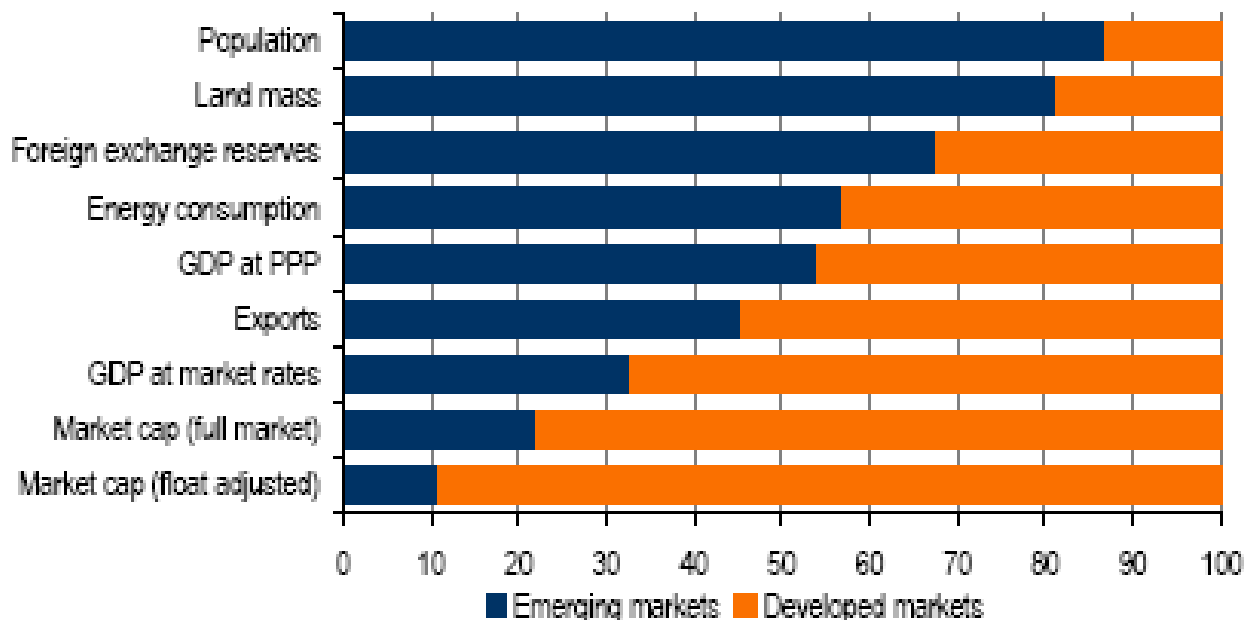
## Kommentarer til verdivurderingen av selskapene i SKAGEN Kon-Tiki

- Våre 12 største poster som utgjør 53% av porteføljeverdien handles til en median P/E for 2008e på 9,7x 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 1,9x 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 27% som da vil prises til en P/E for 2008e på 12,3x og P/B på 2,4x

# Globale vekstmarkeder

# 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

## Fem av verdens ti mest verdifulle selskaper er basert i globale vekstmarkeder

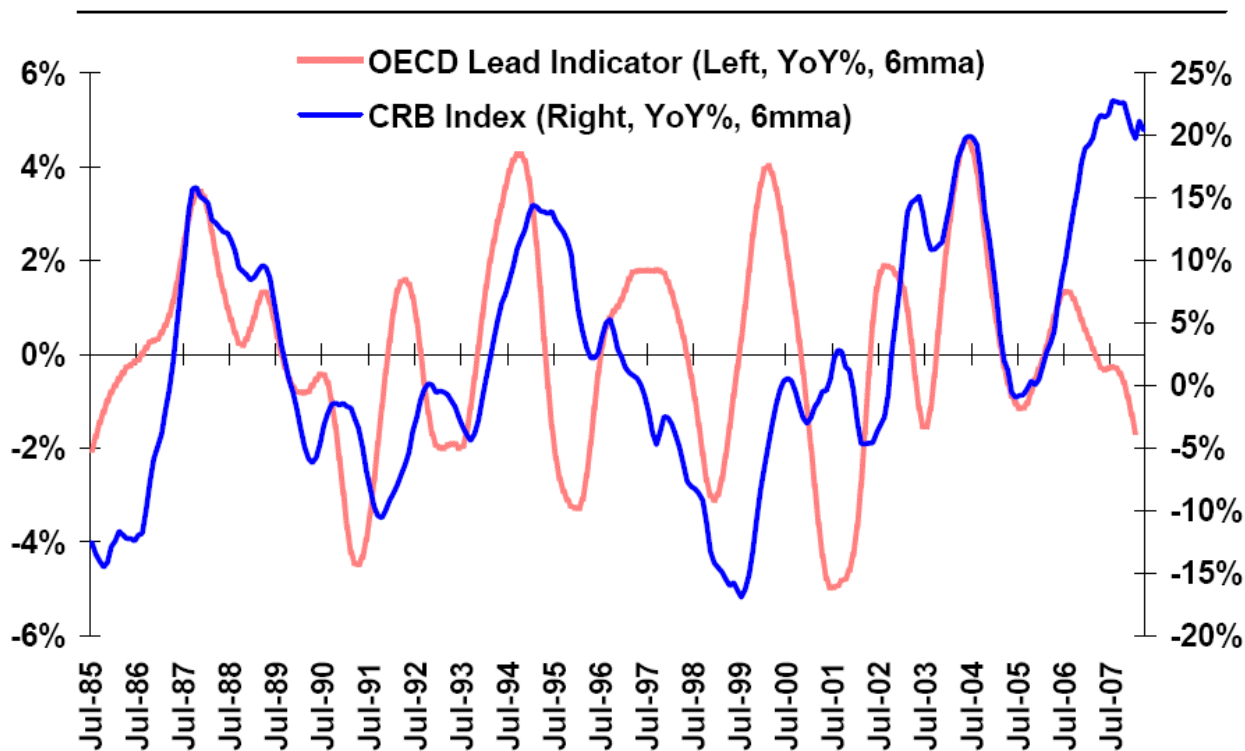
### World's 10 largest companies by market cap.

<b>Company</b>	<b>Country</b>	<b>Market cap. (USDbn)</b>
Exxon Mobil	US	472
PetroChina	China	450
Gazprom	Russia	351
General Electrics	US	305
China Mobile	China	294
Petrobras	Brazil	291
ICBC Bank	China	277
Shell	Netherlands	269
Microsoft	US	264
AT&T	US	239

*Source: Bloomberg, 29 May 2008*

**God økonomisk vekst i globale vekstmarkeder øker etterspørsel etter råvarer da etterspørselastisiteten i disse landene er vesentlig høyere enn den vestlige verden – råvarepriser (CRB indeks) har dekkoblet seg fra ledende indikator for OECD landene**

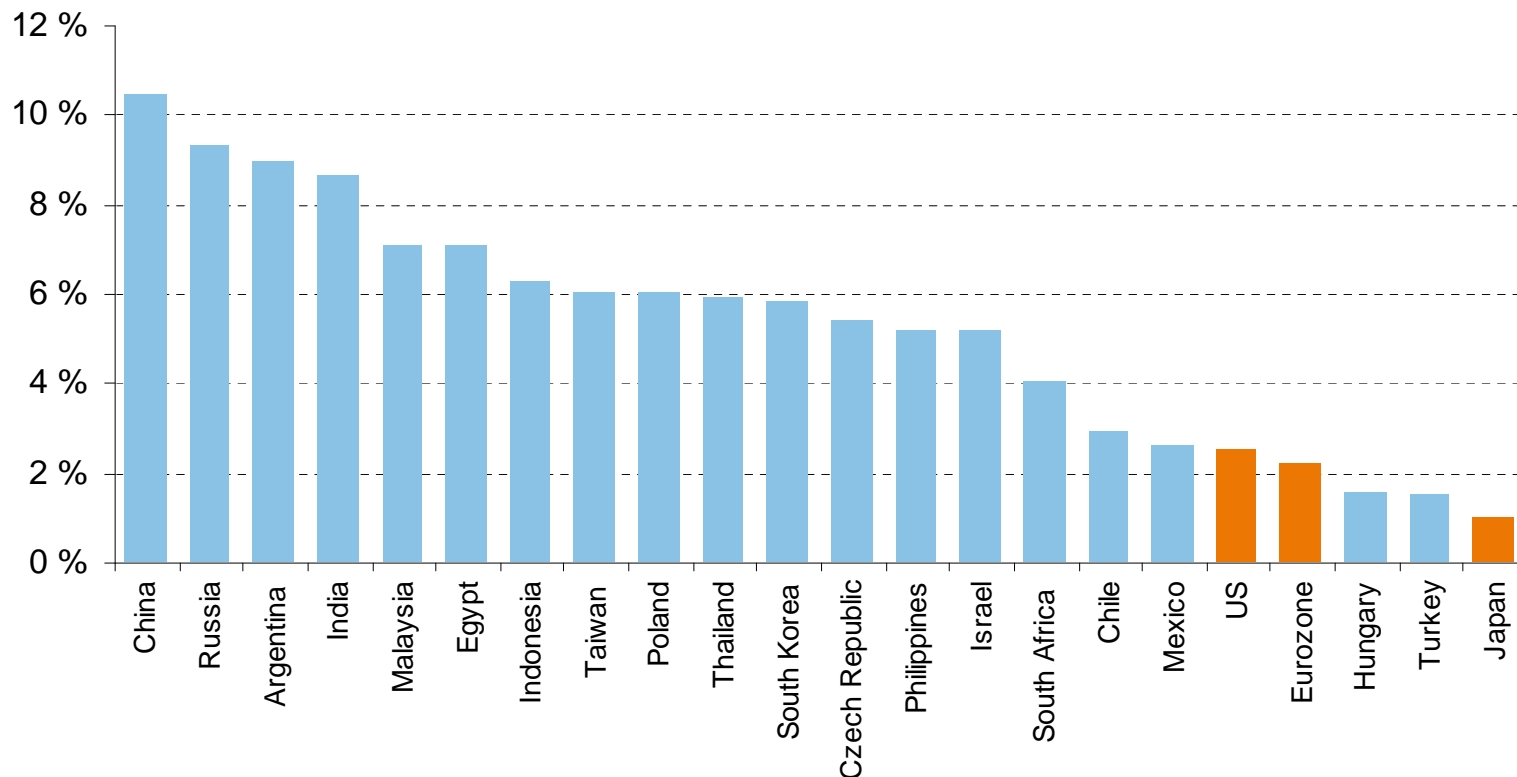
**CRB Index vs OECD Leading Indicator**



Source: CRB, OECD, Datastream, FactSet.

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

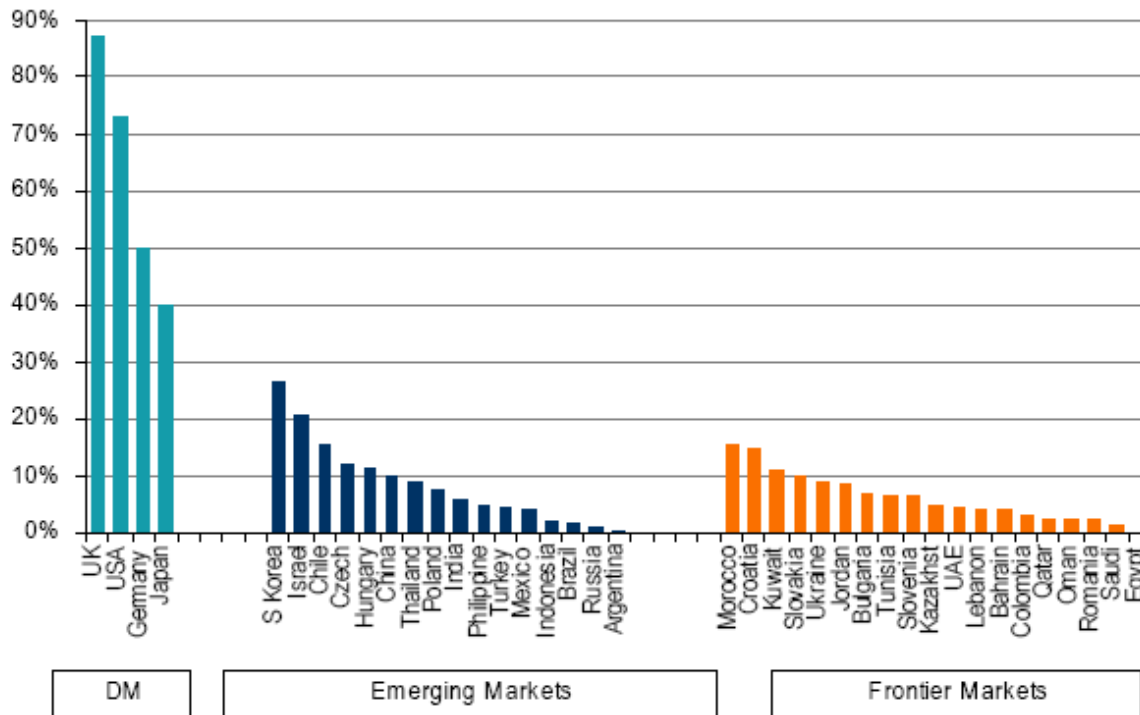
**GDP growth last quarter for Emerging markets  
and developed countries**





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

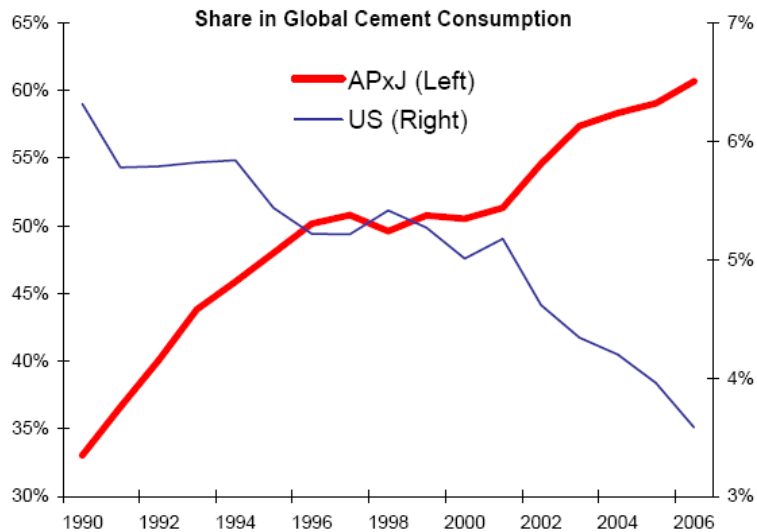
## Mortgage penetration: mortgage loans as a percentage of GDP (%)



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

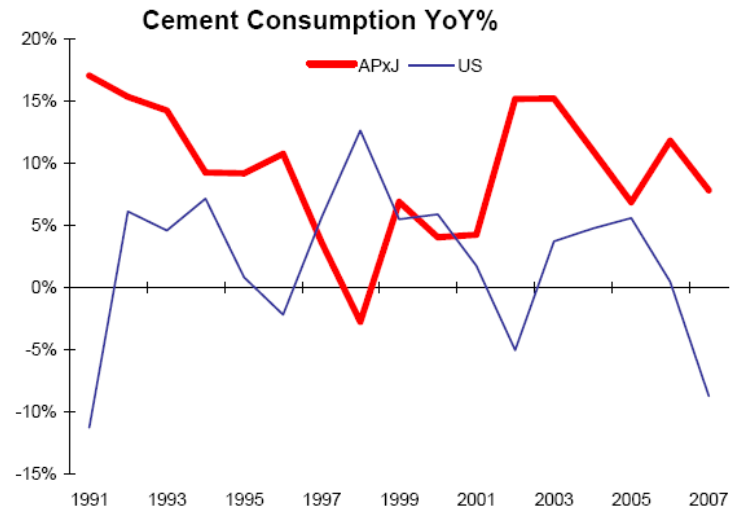
# USA står for mindre enn 4% av global sementteterspørsel, mens Asia står for mer enn 60% og Kina alene for ca. 50% - hvorfor er folk så bekymret for USA (ref. Cemex)?

**Rising Global Share of APxJ Cement Consumption**



Source: CEIC, DataStream, Morgan Stanley Research

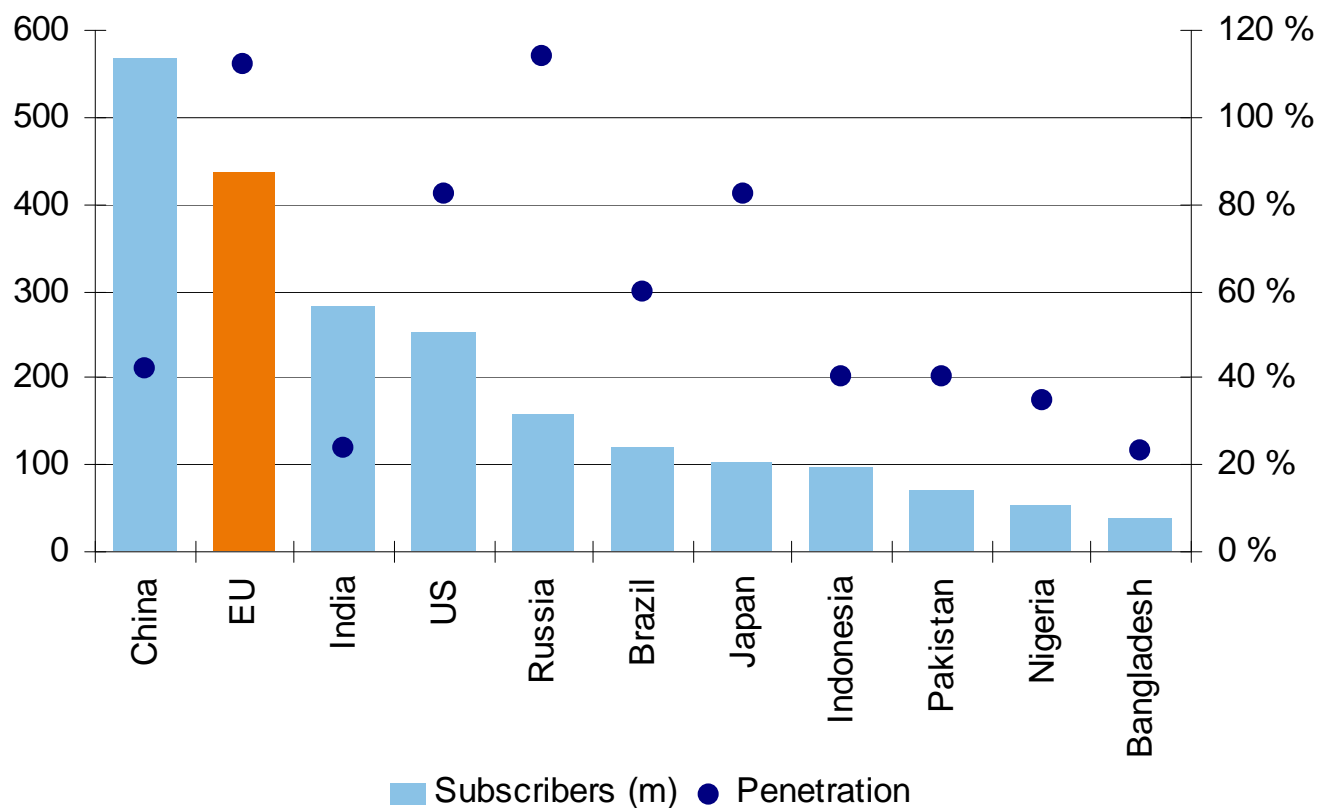
**APxJ Cement Consumption is About 14x US Levels**



Source: CEIC, Datastream, Morgan Stanley Research

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

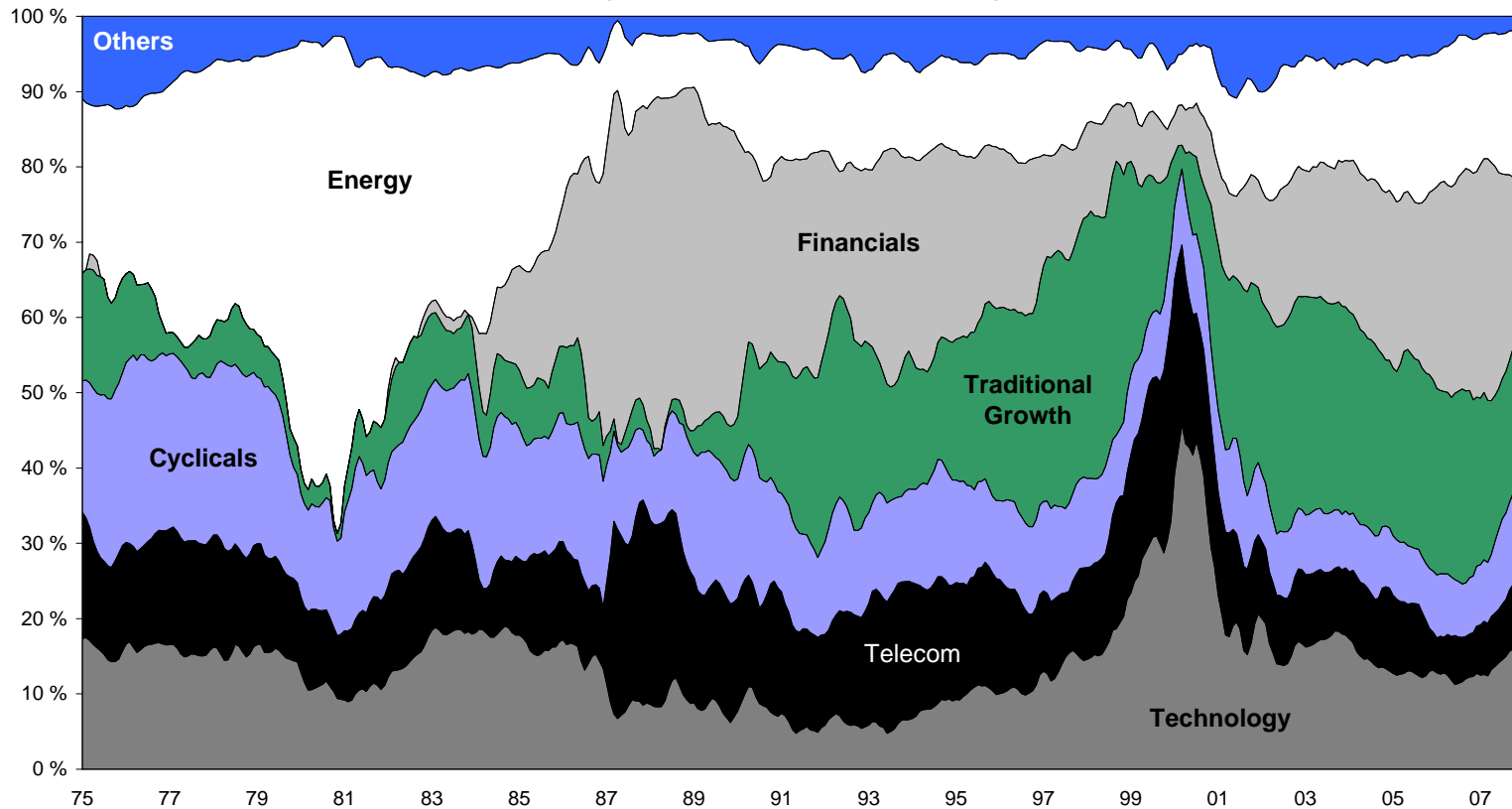
Subscribers and penetration in world's largest mobile markets



# Utsikter for globale vekstmarkeder

# Global sektorbalanse ser bra ut inn i 2008; den høye vekten for finans er vesentlig redusert

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

# Kanarifuglene; Volatilitet stigende igjen, spreads stabile, lange renter stigende = Gult lys



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

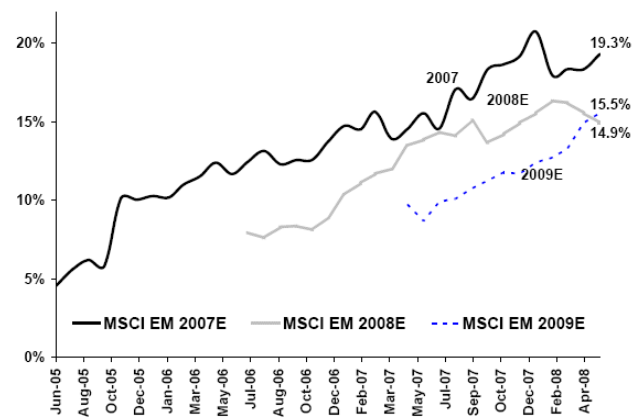
## EM vs. US investment grade corp. spreads, bps



Source: Bloomberg, Merrill Lynch

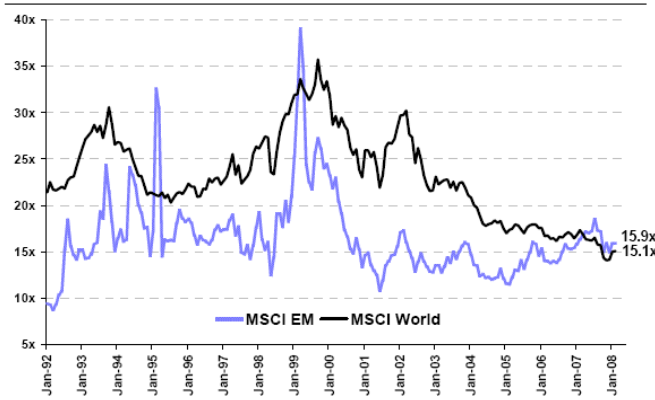
# Verdivurdering og inntjeningsforventninger

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

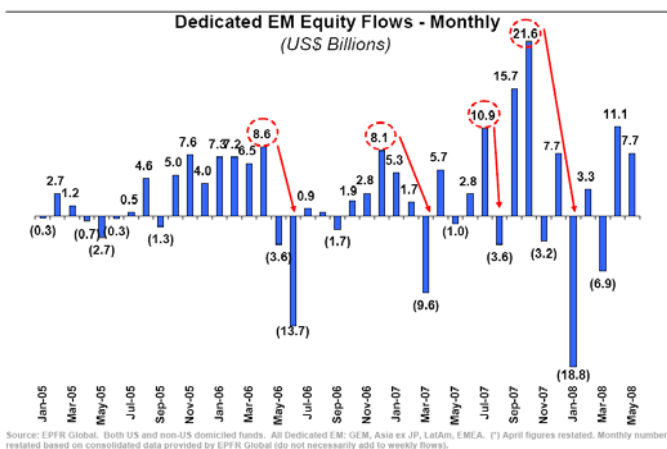
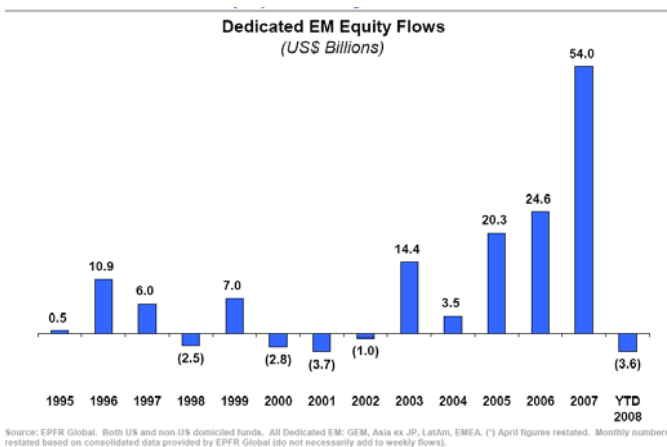


Source: MSCI, FactSet, Morgan Stanley Research. Data as of 05/28/08.

- Globale vekstmarkeder handles med en premie på 5% i forhold til globale aksjer målt på historisk inntjening.
- 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 ligger stabilt på 16% mens 2009 er oppjustert noe.
- Forventet inntjeningsveksten ligger betydelig over vestlige verden på 6-7% drevet av stigende privat forbruk og tiltagende investeringer i infrastruktur.
- Vi mener dette motiverer en premie for globale vekstmarkeder. P/E for 2008e er nå identisk med vestlige markeder og globale vekstmarkeder handles med en 9% rabatt for 2009e.



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



- Pengeflyt fortsatt ut av fond rettet mot vekstmarkeder i 2008 etter sterk flyt inn de siste årene.
- Stor innløsning nær bunden i januar. Netto tegning igjen i april og mai.
- Vi tror pengeflyten inn i vekstmarkeder er en sekulær trend basert solid langsiktig verdiskapning og moderat verdivurdering, samt det faktum at de fleste forvaltere har liten eksponering mot aktivklassen.

# Konklusjon SKAGEN Kon-Tiki

- Godt investeringsklima i globale vekstmarkeder
  - Rentefall i industrialiserte land vil gi mer bensin på et allerede varmt bål
  - Meget god inntjeningsutvikling i forhold til de industrialiserte land
  - Fortsatt potensial for oppvurdering av selskapene
- 2008 har gitt større usikkerhet om den globale konjunkturen
  - Usikkerheten størst i det amerikanske bolig- og finansmarkedet hvor de seneste nøkkeltall øker sannsynligheten for en mild resesjon
  - Fortsatt usikkerhet om inflasjon - kan bli et problem utover i 2008
- Oppvurderingen av globale vekstmarkeder vil fortsette
  - Vi tror fortsatt at de vil ha et forløp som i perioden 1990-93; påvirkningene fra den globale konjunkturen var kortvarig og finansmarkedene dekoblet seg
  - Kinaboblen er sprukket og verdivurderingen er nå mer moderat; et risikomoment mindre
- 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

# Banco Nossa Caixa er et godt eksempel på vår investeringsfilosofi



- Banco do Brasil offentliggjorde et mulig bud på Banco Nossa Caixa i mai
- Et oppkjøp var en av triggerne vi forutså fordi staten Sao Paulo hadde intensjon om å redusere sin eierandel i 2008 ([se statusrapport for februar 2008](#)).
- Før offentliggjøringen var det kun en kjøpsanbefaling av 10 anbefalinger på banken og aksjer var en av de minst populære i vårt univers. Noen sitater;
  - "Overall, we think the earnings risk is high given limited earnings visibility, political interference, and overall weak execution"
  - "We continue to believe that a company that will likely produce ROEs (measured excluding deferred tax income) which are well below its cost of equity for the foreseeable future should trade at a significant discount to book value"
  - "Our Sell rating reflects: 1) Weak earnings and profitability (below the bank's COE), 2) difficulty of capitalizing on expanded client base, 3) corporate governance issues, and 4) 7% downside to our PT of R\$22"
- Nå har aksjen fire kjøpsanbefalinger og analytikerne mener at Banco do Brasil kan utnytte en underpenetrert kundeportefølje. Ble dette potensial til over natten? Hadde dette ingen verdi før Banco do Brasil dukket opp? Det kan tillegges at tre andre banker også har meldt sin interesse.

# Sabancı Holding (SAHOL TI) 4,36 TRY



- Nest største tyrkiske konglomerat (78% familieeid);
  - Finans (50% av verdier), eier 31% av Akbank og 62% av Aksigorta
  - Handel (9% av verdier), dagligvare og elektronikk
  - Auto (8% av verdier), dekk, bilproduksjon og bilforhandler
  - Råvarer (6% av verdier), energi (6% av verdier) og annet
- Meget veldrevet med god selskapsledelse
- Familieoverhodet døde i 2004; betyr generasjonsskifte
- Solid balanse med netto kontanter, utbyttegrad min. 20%
- 35% rabatt til underliggende verdier; 70% av verdier børsnotert
- **Triggere:**
  - Vil være nøkkelaktør i det nye Tyrkia, svært solid
  - Oppstyking/børsnotering av enkeltdele; frigjøring av verdier
  - Fortsatt salg av ikke-kjerne selskaper
  - Restrukturering av forsikringsengasjement
  - Børsnoterte porteføljeselskaper er meget attraktivt vurdert
  - Familiekrangel; enkeltmedlemmer selger seg ut
- **Risiko:** jordskjelv i Tyrkia i finansiell og fysisk forstand

Ticker	SAHOL TI
Currency	TRY
Price	4,35
No. of shares (m)	1 800,0
Market cap (m)	7 830
Net debt (+) (m)	330
Enterprise value (m)	8 160
Market cap (NOKm)	32 797
P/E 2008e	6,7
P/E 2009e	5,8
P/Sales 2008e	0,4
P/BV	0,9
Div. yield 2008e	4,0 %
RoE 2008e	15 %
Sales growth 2008e	13 %
EPS growth 2008e	16 %

# Samsung Electronics Pref. (005935 KS) 504 000 KRW



- En av verdens største produsenter av konsumelektronikk
  - **Semiconductor** (22% av salg); minnebrikker, DRAM, SRAM, NAND (flash); #2 i verden etter Intel. Fokus på skreddersydde produkter.
  - **LCD** (15% av salg); #1 på LCD paneler til TV og PC skjermer
  - **Telecom** (26% av salg); #2 på mobiltelefoner med 17% andel
  - **Digital Media** (23% av salg); TV (#1), printer (#2), monitor (#1)
  - **Digital Appliance** (6% av salg); hvitevarer og aircondition
- Salg; Korea 16%, Asia 31%, Amerika 21%, Europa 25%, ROW 7%
- Fokus på F&U (25% av ansatte) og merkebygging
- God relativ kostnadsposisjon innen alle divisjoner
- Eier 14% egne aksjer og børsnoterte aksjer for 54k KRW/aksje
- 52% rabatt til underliggende verdier og 6x justert EBIT for 2008e
- **Triggere:**
  - Misforstått; konsumrelatert vekstselskap og ikke teknologiselskap
  - Opprydning i krysseierskap vil gi synliggjøre verdier
  - Innføring av konsernrapportering bedrer inntjeningsvisibilitet og stabilitet
  - Fortsatte resultatoverraskelser som de seneste to kvartalene
  - Oppvurderingen i tråd med salgs- (15-20%) og resultatvekst (30-40%)
- **Risiko:** overkapasitet, teknologiskift, US salg, valuta

Ticker	005935 KS
Currency	KRW
Price	504 000
No. of shares (m)	170,1
Market cap (m)	116 532
Net debt (+) (m)	-7 810
Enterprise value (m)	108 722
Market cap (NOKm)	590 100
P/E 2008e	8,4
P/E 2009e	7,2
P/Sales 2008e	1,0
P/BV	1,2
Div. yield 2008e	1,7 %
RoE 2008e	14 %
Sales growth 2008e	7 %
EPS growth 2008e	17 %

# 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**; Yazicilar Holding, Samsung Electronics

- **Upopulært**

- Dårlig historiske meritter
- Lite tilfredsstillende eller vanskelig tilgjengelig informasjon fra selskapet
  - **Eksempler**; Banco Nossa Caixa, Eletrobras, Hitachi

- **Underanalysert**

- Selskapet har ingen eller liten analysedekning
  - **Eksempler**; MBK, Provida AFP, 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.