

Fra heden nord for Skagen. 1885. Utsnitt.
Av P.s. Krøyer, en av Skagenmalerne.
Bildet tilhører Skagens Museum.

Kunsten å bruke sunn fornuft

Statusrapport

SKAGEN Global
Juli 2010

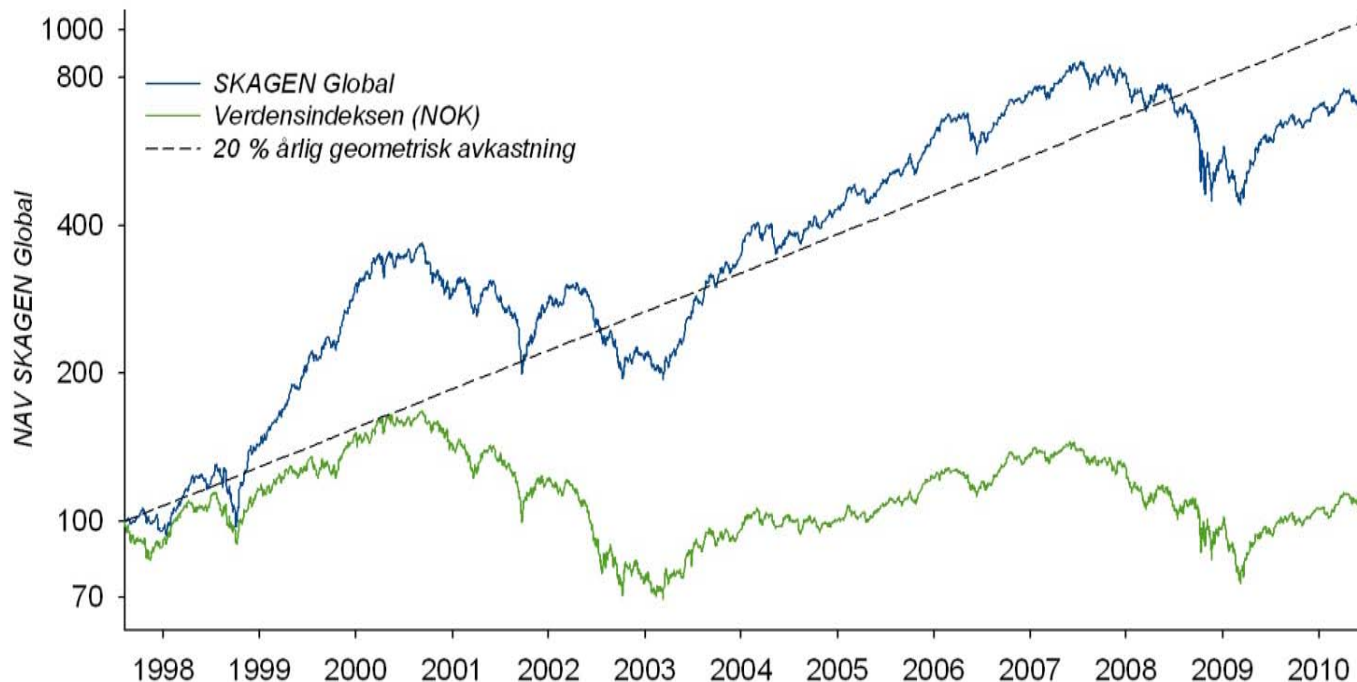
En verden av
muligheter



SKAGEN Global – Oppsummering for juli 2010

- SKAGEN Global gjorde det bedre enn referanseindeksen i juli. Fondet steg med 2,3 prosent, mens MSCI All Country steg 1,3 prosent.
- Så langt i år er fondet opp 3 prosent. Dette er 0,3 prosentpoeng bedre enn MSCI AC World Index.
- Roche og Norsk Hydro er nye porteføljeselskaper i juli.
- Nestlé og Gedeon Richter ble solgt ut, mens AGCO og SCA ble redusert.
- Så langt har resultatsesongen for andre kvartal vært svært god. En stor del av selskapene i vår portefølje har levert bedre enn forventede resultater.
- Porteføljen har attraktive multipler: Topp10 poster vektet viser P/E ('10e) på 11x og for '11e på 9x. Pris/Bok er 1.0x. Dette er godt under markedsgjennomsnittet.
- Vi forventer fortsatte nyheter om oppkjøp og sammenslåinger i månedene som kommer
- Våre bekymringer er fortsatt rundt proteksjonisme og innstramminger i offentlige budsjetter på grunn av høy gjeldsetting i noen industrialiserte land.

Resultater per 30. juli 2010 i NOK



| | Hittil i kvartalet | Hittil i år | Siste 3 år | Siden start |
|-----------------------------|--------------------|-------------|------------|-------------|
| SKAGEN Global | 2,3 % | 3,0 % | -4,7 % | 16,4 % |
| Verdensindeks (NOK)* | 1,3 % | 2,7 % | -6,9 % | 0,6 % |
| Meravkastning | 1,0 % | 0,3 % | 2,2 % | 15,8 % |

* Før 01.01.2010 var referanseindeks MSCI World, etter denne datoen er det MSCI AC World Index.

Markeder hittil i 2010 in NOK (per 30. juli)

| | | | |
|----------------------|------|------------------|-------|
| Indonesia | 33 % | Japan | 2 % |
| Estland | 28 % | Polen | 1 % |
| Thailand | 26 % | Hong Kong | 1 % |
| Tyrkia | 18 % | Taiwan | 0 % |
| Danmark | 16 % | Storbritannia | -1 % |
| Sverige | 15 % | Sveits | -1 % |
| Singapore | 12 % | Tyskland | -1 % |
| Mexico | 9 % | Kina (Hong Kong) | -3 % |
| Sør-Afrika | 9 % | Norge (OSEBX) | -4 % |
| Sør-Korea | 8 % | Belgia | -4 % |
| India | 8 % | Ungarn | -4 % |
| Vekstmarkedsindeksen | 7 % | Østerrike | -5 % |
| Russland | 7 % | Nederland | -6 % |
| USA (Nadaq 100) | 5 % | Frankrike | -12 % |
| Finland | 5 % | Italia | -14 % |
| USA (S&P 500) | 4 % | Kina (lokal) | -15 % |
| SKAGEN Global | 3 % | Spania | -16 % |
| Brasil | 3 % | Hellas | -27 % |
| Verdensindeksen | 3 % | Venezuela | -39 % |

Porteføljenyheter i juli

Oppsummering

- Generelt sett har selskapsrapportene for andre kvartal så langt overgått både våre og konsensusforventningene.
- En majoritet av porteføljeselskapene, som så langt rapportert, har levert bedre enn forventede resultater.
- LG Corp var beste bidragsyter i juli på grunn av sterk utvikling for LG Chem. (LG Corp eier 33,5%)
- Eletronbras var verste bidragsyter i juli. Der er det en ventet fortrinnsemisjon i 3Q. Denne er garantert av den brasilianske staten/BNDES
- Norsk Hydro og Roche er nye i porteføljen, mens Nestlé og Gedeon Richter har blitt solgt ut.
- Netto kontantposisjon var 0,9% ved utgangen av juli.
- Topp 10 utgjør 40,2% av fondet.
- SKAGEN Global porteføljen består av 84 selskaper.

Viktige selskapsnyheter i juli

- **Samsung Electronics** – selskapet rapporterte enda et rekordresultat med salg og driftresultat opp 9% og 14% kvartal over kvartal. Selskapet har sterk driftsmargin på 12,3% på grunn av halvleder og LCD virksomheten sin. De eksepsjonelt sterke resultatene innen halvledervirksomheten fortsatte i 2Q. Driftmarginen var over 30%, noe som resulterte i at denne virksomheten utgjør 60% det totale driftsresultatet for øyeblikket. Telekomdivisjonen er fortsatt svak både på topplinjen og marginene (marginen halverte seg nesten fra 12% til 7,2%), men selskapet ser fortsatt gode utsikter for deres nye Android telefoner fremover. Utbytte ble satt til KRW 5000 per aksje og selskapet hadde positiv guiding for Q3 noe som indikerer økning i inntjeningen kvartal over kvartal.
- **Tyco International** – selskapet leverte et solid Q3 med EPS på 72 cent per aksje. Dette var 9 cents over konsensus. Selskapet guidet også oppover for Q4. ADT vokste 2,7% organisk og hadde marginer som steg 240 basispunkter år over år. De gjentatte inntektene utgjør nå 55% av totale inntekter. Globalt steg antall kundeforhold med 22% år over år, men da også mest på grunn av oppkjøpet av Broadview. Flow rapporterte en organisk nedgang på 7,3%, men hadde bedre marginer og ordreinngang. Inntektene i Fire Protection falt 5,8% organisk med driftsmargin på 10,3%. Dette er en 230 basispunkter forbedring. Salget i Safety steg 6,5%, drevet av Life Safety and Electronic Security. Selskapet forsetter med å kjøpe tilbake aksjer og er forventet å fullføre sitt USD 900m program ved utgangen av sitt fiskale Q4.

Porteføljenyheter i juli

Viktige selskapsnyheter i juli

- **Bunge** – selskapet rapportert svært dårlige tall for Q2. EPS-tapet var på 0,76, og langt lavere enn forventningen om en EPS på \$1,28 for kvartalet. På grunn av det svake resultatet senket selskapet sin EPS-guiding for helåret til \$3,25-\$3,50. Tidligere hadde de indikert en EPS på \$5,30-\$5,80 for året. Tallene var svært skuffende over hele linjen, men den store skuffelsen var innen agri. Bunge solgte soyabønner "forward" i Sør-Amerika og ble skvist i spotmarkedet etter sterk etterspørsel fra Kina. Dette var engangskostnader og selskapet burde fra slutten av året dra nytte av \$120 millioner i årlige kostnadsbesparelser fra konsolidering og restrukturering. Bunge bekreftet også planen om å kjøpe tilbake aksjer.
- **Renault** – selskapet leverte solide resultater for H1 og svingte kom tilbake i pluss i bildivisjonen. Hadde også signifikant positiv kontantstrøm. Sterk volumvekst og kostnadskutt forklarer forbedringen. Selskaper har også bedret markedsandel. EBIT var EUR 780m vs. konsensus EUR 533m. Fri kontantstrøm var 1,35 mrd og gjelden var EUR 4,7 mrd etter første halvår. Selskapet ga ingen indikasjoner for fremtiden og gjorde et nummer av at de ønsket mer informasjon før de kunne gjøre det. En heving av guiding kommer sannsynligvis på Paris Auto Show i September. Det nåværende salget er sterkt og selskapet har ikke hatt noe fall i salget ut over det som er vanlige sesongmessige skift. I tillegg leverte Nissan veldig sterke resultater på grunn av etterspørsel i USA og Kina.
- **Parmalat** – publiserte en kjedelig rapport som i det store og hele var på linje med konsensusforventningene. Resultatene ble påvirket av dårlig utvikling i Italia. På den annen side hjalp valuta salget utenfor Europa, som utgjør mer en halvparten av totalen. Salget var EUR 1077m i kvartalet med et volumfall på 1,6%. Prismiks var opp 2,2%. Totalt sett steg EBITDA med 8% i H1. I Q2 falt EBITDA marginene med 170 basispunkter fra Q1 på grunn av svakhet i Italia. Driftsutviklingen i alle geografiske områder fortsatte sterkt. Selskapet gjentok sin konservative guiding.
- **Kyocera** – Rapporterte veldig sterke resultater for Q1 FY 3/11 med et driftsoverskudd på JPY 40,6 mrd (+57% kvartal over kvartal). Hovedgrunnen til bedringen var høyere enn forventede resultater fra telekommunikasjonsutstyrsdivisjonen. Dette var drevet frem av sterkt salg i Japan, robust salg utenfor Japan og kutt i faste kostnader. Komponentproduksjonen for halvledere og elektrisk utstyr gjorde det også sterkt med god utvikling for keramisk og organisk forpakning. Datterselskapet AVX gjorde det også bra. Den eneste svakheten var innen solcelle etter svakt innenlands salg.
- **Pride** - Pride rapporterte \$0,32 Q210 EPS. Dette var på linje med konsensusforventningene. Men, kvaliteten på inntjeningen var ikke så bra ettersom resultatet ble hjulpet av en uvanlig lav skatteprosent på 5%. Ledelsen var også ganske negative i sine fremtidsutsikter for markedet for dypvannsrigger. Drillskipet Ascension er forsinket fra Q3 til Q4. Selskapet ga derfor en lavere enn forventet guiding for Q310 EPS med et spekter fra \$0,23 til \$0,28. Dette var lavere en de på forhånd forventede konsensusestimaterne på \$0,39

Porteføljenyheter i juli

Viktige selskapsnyheter i juli

- **Siemens** – rapporterte kvartalsvis inntjening på EUR 2,3 mrd, med stigende salg og sterk ordreinngang. Resultatene var bedre enn konsensusestimaterne. Ordrene i Q3 var EUR 20,9 mrd og 5% bedre enn konsensus. Ordreservene er nå rekordstor. Underliggende inntjening var 4% bedre enn industrien generelt, 10% over i Energy og på linje innen Healthcare. Guidingen for inntjeningen ble økt fra "mer enn" til "klart over" EUR 7.5 mrd.
- **Randstad** – rapporterte nettoinntekter EUR 54 m for Q2 2010 vs EUR 10 m året før. Om en tar ut engangsposter var inntjeningen EUR 77,2 m, opp 68% sammenlignet med året før da bunntlinjen ble påvirket av et sterkt fall i salg etter den globale økonomiske nedturen. Salget steg 16% år over år, og var 5% bedre enn forventningene. Organisk salgsvekst var 14% (vs 10,5% konsensus). Den positive utviklingen for topplinjen fortsatte etter sigende i juli. Selskapet forventer nå å utbetale dividende for 2010.
- **SCA** – rapporterte Q2 EBIT som var 20% bedre enn forventningene til tross for motvind fra råvarepriser. EBIT-marginene var opp 8,8% vs 7,6% i Q2. Forbedringen innen Tissues var den mest overraskende gitt den svake utviklingen i Q1. Selskapet ser for seg at marginen innen Tissue når 6% i H2. Kontantstrømmen er fortsatt svak, men innenfor normal kvartalsvis variasjon. Netto gjeld ved utgangen av Q2 var SEK 40,8 mrd. Vårt syn er at en driftsmargin på 10% er oppnåelig for 2011.

Viktige selskapsnyheter i juli

- **Elektrobras** - annonserte en fortrinnsrettsemisjon i oktober, noe som vil gi 4,8 mrd real i ny egenkapital. Aksjesalget vil være i ONs/PNs som holder nåværende 4:1. Tegningskursen vil være gjennomsnittlig pris siste 30 dager før generalforsamling som vedtar emisjonen. Emisjonen er garantert av den brasilianske regjeringen og BNDES.
- **BP/Transocean** – BP annonserte at de har stoppet lekkasjen fra en brønn i Gulf of Mexico (GoM). De forventer en permanent stegning av brønnen innen kort tid. Vi har beholdt vår investering i BP og de oljeservice selskapene vi har som har blitt påvirket av at USA har forbudt boring. Grunnen er at vi anser at markedet har overreagert på de negative nyhetene. I ettertid kan en argumentere for at vi burde ha solgt postene ved utgangen av april/ begynnelsen av mai, men på det tidspunktet undervurderte vi helt klart størrelsen på utslippet. På det meste mistet BP \$100 mrd i markedsverdi. Vi har vanskelig for å se at BP sine forpliktelse etter utslippet skal overstige den totale verdien av deres eiendeler i Nord-Amerika (\$40-50 mrd). Ulykken vil helt klart lede til ny lovgivning og prosedyrer for boring på dypt vann. Dette vil gi økte borekostnader og utelukke mindre E&P selskaper som ikke har størrelsen eller diversifiseringen de trenger for å håndtere risikoen. Nettoimport av olje til USA er allerede på et høyt nivå og etter vår mening har av strategiske grunner landet ikke råd til å stenge produksjon i GoM på permanent basis. Frykten for en lang periode med nedstenging av produksjonen og leting i GoM kan være for pessimistisk.

Bidragstere hittil i 2010 i MNOK

Største positive bidragstere i 2010

| Selskap | MNOK |
|--------------------------|------|
| Mariner Energy | +326 |
| Charoen Pokphand Foods | +208 |
| Samsung Electronics | +193 |
| Tyco International | +163 |
| LG Corp | +151 |
| Dtac | +147 |
| Time Warner Cable | +102 |
| SCA | + 99 |
| Cliffs Natural Resources | + 89 |
| Kinnevik | + 77 |

Største negative bidragstere i 2010

| Selskap | MNOK |
|-------------------|------|
| Bunge | -230 |
| Pride Int | -226 |
| Transocean | -155 |
| Pfizer | -133 |
| BP | -125 |
| Elektrobras | -102 |
| Bank of America | - 72 |
| Supervalu | - 66 |
| Parmalat | - 60 |
| Kazmunaigas Expl. | - 54 |

Sum verdiskapning i 2010: 963 MNOK

Bidragstere hittil i Q3 2010 i MNOK

Største positive bidragstere i Q3 2010

| Selskap | MNOK |
|--------------------------|------|
| LG Corp | +184 |
| Renault | + 89 |
| DTAC | + 78 |
| SCA | + 74 |
| AGCO | + 68 |
| Samsung Electronics | + 67 |
| BP | + 60 |
| MTN Group | + 52 |
| Banrisul | + 46 |
| Cliffs Natural Resources | + 43 |

Største negative bidragstere i Q3 2010

| Selskap | MNOK |
|-----------------|------|
| Elektrobras | -103 |
| Bunge | - 63 |
| Roche | - 37 |
| Albaraka | - 35 |
| Parmalat | - 34 |
| Bank of America | - 33 |
| Accenture | - 32 |
| Cheung Kong | - 20 |
| Yamaha Motor | - 16 |
| Transocean | - 15 |

Sum verdiskapning i Q3 2010: 663 MNOK

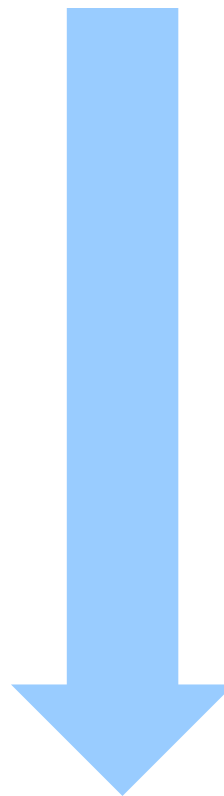
SKAGEN Global – viktigste endringer i 3Q 2010

Økte poster (tilfeldig rekkefølge)



Norsk Hydro (ny)
Roche Holding (ny)
EFG Hermes

Reduserte poster (tilfeldig rekkefølge)



Nestle (ut)
Gedeon Richter (ut)
SCA
AGCO

Hvorfor vi kjøpte eller solgte

Viktige kjøp i perioden

- **Norsk Hydro** – en lavkostprodusent av aluminium. Aksjekursen har i det siste vært tynget av en fortrinnsemisjon for å finansiere kjøpet av bauksitt, alumina og aluminiumoperasjonene til Vale. Selskapet eier rundt 8000 GWH hydroelektrisk kraftproduksjon i Norge. Investeringen i Qatalum joint venture – 580' tonn aluminiumskapasitet vil være i full produksjon i 2H 2010. Økt etterspørsel etter aluminium fra vekstmarkeder kommer nok til å stramme aluminiumsmarkedet fremover.
- **Roche** – et ledende farmasøytisk og diagnoseselskap med hovedkontor i Sveits. Selskapet har lite eksponering mot patenter som utløper før i 2015. De er også en av de sterkeste på utvikling av nye produkter. Etter vårt syn har nå verdsettelsen kommet ned på svært attraktive nivåer (9x 2011e EPS) på grunn av at det opererer i en upopulær sektor og at det har vært noen negative nyheter rundt utviklingen av nye produkter i det siste.

Viktige salg i perioden

- **Nestlé** – vi har helt avhendet våre aksjer i selskapet etter at de nådde vårt prismål. Verdsettelsen synes høy og det er vanskelig å se grunner til videre oppgang fremover.
- **Gedeon Richter** – solgt for å gi plass til en mer attraktiv investering i den samme sektoren (Roche).

SKAGEN Global

Største poster per 30. juli 2010

| | Postens størrelse | Pris | P/E 10E | P/E 11E | P/B siste | Pris- mål |
|-----------------------|----------------------|---------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| Samsung Electronics | 8.0 % | 557 000 | 5.2 | 5.5 | 1.1 | 780k |
| Tyco International | 4.9 % | 38.3 | 14.8 | 12.2 | 1.4 | 50 |
| Elektrobras | 4.1 % | 22.8 | 9.2 | 7.3 | 0.3 | 70 |
| LG Corp | 3.8 % | 81 800 | 8.7 | 8.0 | 1.9 | 95k |
| Bunge | 3.8 % | 49.7 | 13.1 | 9.1 | 0.7 | 75 |
| Pfizer | 3.4 % | 15.0 | 7.0 | 6.6 | 1.4 | 20 |
| Renault | 3.3 % | 34.2 | 11.4 | 6.7 | 0.5 | 60 |
| Parmalat | 3.2 % | 1.9 | 17.5 | 16.2 | 1.0 | 3 |
| Kyocera | 2.9 % | 7 710 | 16.0 | 14.6 | 1.1 | 11k |
| Cheung Kong | 2.8 % | 93.9 | 12.5 | 10.9 | 0.9 | 110 |
| Vektet topp 10 | 40.3% | | 10.9 | 9.3 | 1.0 | 57 % |
| MSCI AC Indeks | | | 13.1 | 11.3 | 1.8 | |

- Ingen store forandringer i topp 10
- Porteføljen er fortsatt attraktivt priset sammenlignet med markedet som helhet

De største selskapene i SKAGEN Global (1)



Samsung Electronics er en av verdens største fabrikanter av forbrukelektronikk, og har 155000 ansatte. Selskapet er #2 i verden på mobiltelefoner, verdens største på TV og en global leder på minnebrikker. Samsung lager også hvitevarer, kameraer, datamaskiner og air condition.



Eletrobras er det største elektrisitetsselskapet i Brasil med 39% andel av landets produksjon. Selskaper har en installert kapasitet på 39 TWh hvor av 87% er fra vannkraft. De har også 59000 km med kraftlinjer (55% markedsandel). Føderale myndigheter eier 66% av aksjekapitalen og har 78% av stemmerettighetene.



Tyco International er et sveitsisk basert selskap med notering på NYSE. De operer innen brannsikkerhet og engineered products. Selskapet har fem hovedsegmenter: ADT Worldwide (tyverialarm), Fire Protection Systems, Flow Control, Electrical and Metal Products, samt Safety Products. Rundt 40% av inntektene er overvåkning og serviceinntekter – dette vil øke videre etter oppkjøpet av Brink's.



Bunge er et USA basert mat og jordbrukselskap med integrert virksomhet (lagre) rundt hele verden og mer enn USD 52 milliarder i salg. Selskaper har mye av sine aktiva i Brasil. De er spesielt aktive innen kjøp, håndtering og salg av oljefrø og korn. Selskapet ekspanderte nylig innen sukkerforedling.



LG Corp er det tredje største konglomeratet i Korea. De har 177 000 ansatte og driver virksomhet i 80 land. LG Corp sine datterselskaper driver innen mange forskjellige sektorer, slik som elektronikk, kjemikalier og telekommunikasjon. Det største datterselskapet et LG Electronics som er verdens nest største produsent av TV og tredje største produsent av mobiltelefoner.

De største selskapene i SKAGEN Global (2)



Pfizer er verdens største medisinprodusent, målt på salg. Selskapet er basert i USA hvor også rundt 40% av salget kommer fra. De har sin hovedvirksomhet innen hjertemedisiner (42%), sentralnervesystemer og antiinfeksjonsmedisiner. Lager noen av verdens mest kjente medisiner slik som Lipitor, Celebrex og Viagra. Kjøpte nylig Wyeth, som også ga eksponering innen biologics og vaksiner.



Pride International er nummer 5 i verden på oljerigger og selskapet fokuserer på dyptvannsrigger. De har en flåte på 12 semis, 2 drillships, 7 jack-ups og 4 drillskip under bygging (3 har lange kontrakter allerede). Ordreserven er USD 6,9 milliarder, hvor av 90% er med nasjonale eller "oil majors"



RENAULT

Renault er en fransk bilfabrikant. Selskapet eier 43,4% av Nissan Motor, som også er alliansepartner. Samlet er de to selskapene en av de største bilfabrikantene i verden. Selskapet eier også rundt 20% av den svenske lastebilfabrikanten Volvo. Fra å ha en sterk posisjon i Frankrike har selskapet også bygget opp en stor operasjon i Russland, Tyrkia, Nord-Afrika og Brasil.



Parmalat er et italiensk meieri og matselskap med operasjoner over hele verden. Utenfor Europa har selskapet en stor posisjon i Sør Afrika, Venezuela og Canada. Selskapet gikk konkurs i 2003 på grunn av et bedrageri på EUR 14 milliarder. Siden da har de blitt restrukturert og notert på børsen igjen. Selskapet har for tiden en stor mengde kontanter vunnet i kompensasjon fra tidligere bankrådgivere gjennom rettssaker.



Cheung Kong er et Hong Kong selskap kontrollert av Li Ka Shing. Selskapet er et av de største innen eiendomsutvikling i Hong Kong, men har også stor virksomhet i det kinesiske eiendomsmarkedet. De har flere børsnoterte datterselskaper, som driver i alt fra telekommunikasjon til havner. Det største datterselskapet er Hutchinson Whampoa, som opererer inne telekommunikasjon, havner, detaljhandel og energi.

Norsk Hydro (NHY NO) 32 NOK

Key Numbers:

Market cap.: NOK 65 bn

No. shares: 2,028 mill

Net debt: NOK 16 bn incl.
NOK 14 bn in pension liab.

P/E (10e): 20

P/E (11e): 10

EV/EBITDA(10e): 7

Price/book: 0.9



- Global integrated aluminium focused company
- Bought Bauxite mining & exploration, Alumina refining and Aluminium smelting operations from Vale in June 2010 for a total consideration of USD 4.9 bn (USD 1.1 bn cash, 0.7 bn debt, 22% equity in NHY)
- Rights issue of NOK 10 bn to finance the Vale transaction.
- Transforming NHY to become more dependant on upstream aluminium production and to have long bauxite & alumina position
- EBITDA split pro forma (based on 2007-08): Prim. Aluminium: 57%, Bauxite & Alumina: 20%, Downstream 15%, Energy: 8%
- Primary Metal:
 - Strong market positions combined with low cost production and leading technologies
 - Qatalum (100% ca ~USD 5.6 bn) 580' ton. Low cost production. Start up 2010.
- Aluminium products (downstream):
 - Leading position in niches (extruded and rolled products, building systems and automotive aluminium products)
- Energy:
 - Owns hydro electric power production in Norway ~ 8.000 GWH
- Sum of parts (mid cycle valuation):
 - Assets bought from Vale: NOK 16/share (transaction value)
 - + Existing upstream: NOK 30/share (mid cycle EV/EBITDA=7.5), (Alu price, \$ 2.300/t)
 - + Downstream: NOK 20/share (mid cycle EV/EBITDA =7)
 - + Energy: NOK 23/share (EV/EBITDA =11)
 - - Net debt: (NOK 8/share) (incl pension liabilities)
 - - Overhead (NOK 2/share)
 - = **NAV = NOK 79/share**
- Triggers:
 - Chinese aluminium consumption main driver for reduced supply surplus, but rising demand of 12% outside China in '10
 - Qatalum in full operation in Q4 2010
 - More pricing power in bauxite & alumina
 - Use of metallurgical knowhow to solar energy industry
 - More visibility of values in power division
 - Qatalum no 2
 - Norwegian state to rise ownership from 34.5% to 40%??
- Risk
 - Aluminium inventories at very high levels
 - Cyclical industry dependent on growth in world economy

Roche Holding (ROG VX) CHF 146.7

Info

| | |
|-----------------|------------|
| Market cap: | CHF 128 bn |
| Net debt (10e): | CHF 21 bn |
| P/E(10e): | 10.9x |
| P/E (11e): | 9.8x |
| EV/EBITDA (10e) | 8.0x |
| ROE (10e): | 106% |
| Dividend yield: | 4.1% |

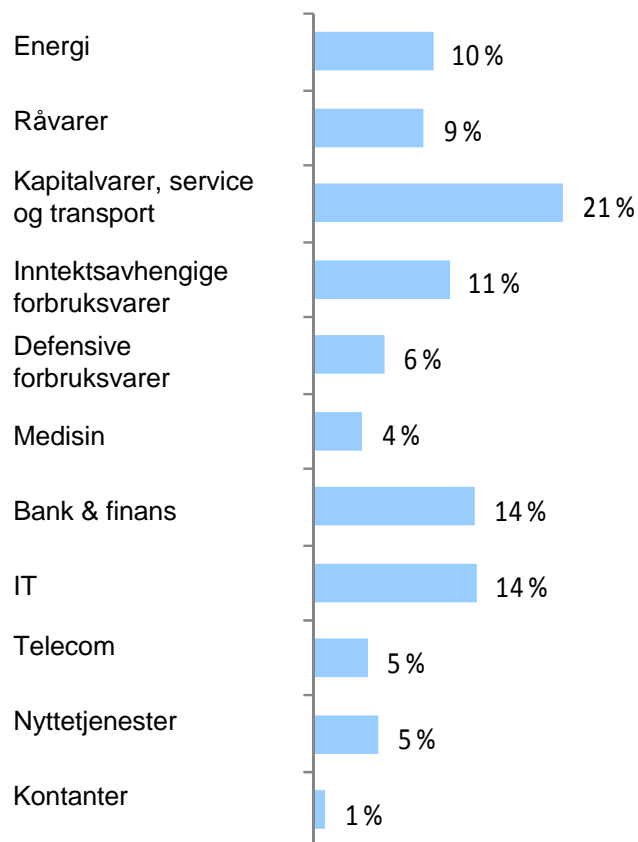
- Roche Holding is a leading pharmaceuticals and diagnostics company based in Switzerland. Through the acquisition of Genentech it also became the world's largest biotech company.
- The company maintains the strongest product line-up in big pharma thanks to franchises in virology, oncology, infectious diseases and metabolic disorders.
 - Roche's most successful franchise is oncology (including blockbusters Avastin, Herceptin and Rituxan), which contributed around 46% of 2008 sales
- Roche has very little exposure to patent expiries until 2015 and also maintains one of the strongest R&D pipelines in the industry – company views pipeline “strongest ever had”
- The company's earnings visibility remains strong due to growth in oncology and synergies from the Genentech acquisition
 - The company should grow EPS ca 10% p.a. next 5 years
- Due to the strong R&D pipeline there is less risk of major acquisitions and/or a ramp up in R&D spend going forward
- Valuation is at a 20 years low based on dividend yield and EV/EBITDA
- Due to end of investment cycle company will generate a lot of cash going forward:
 - For next year the company will generate CHF 13bn in cash available to shareholders – ca 6bn will be spent on dividend and the rest on debt repayments leaving the company debt free sometime in late 2012/early 2013
 - FCF to equity therefore >10% and FCF to EV is ca 8%
- Triggers
 - New drugs or approval of existing drugs for new indications
 - Upgrade of growth guidance
 - Buybacks
- Risks
 - Avastin – delay in further approvals
 - Oncology pricing in the US (the US is 40% of sales)
 - Currency



Sektor og geografisk fordeling i SKAGEN Global

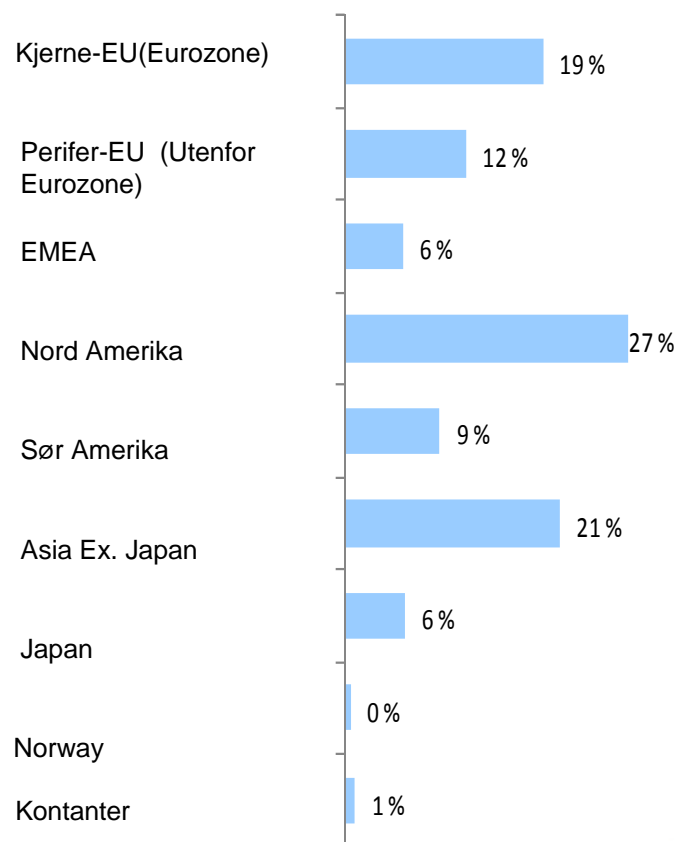
Bransjefordeling

% av totalportefølje



Geografisk distribusjon

% av totalportefølje



Ønsker du mer informasjon?

- For mer informasjon, vennligst se:
 - Siste [Markedsrapport](#)
 - Informasjon om [SKAGEN Global](#) på våre nettsider
 - Siste rapport om makroøkonomisk utsikter, ["Verden sett fra SKAGEN"](#)

- Historisk avkastning er ingen garanti for framtidig avkastning. Framtidig avkastning vil blant annet avhenge av markedsutviklingen, forvalters dyktighet, fondets risiko, samt kostnader ved tegning og forvaltning. Avkastningen kan bli negativ som følge av kurstap.
- SKAGEN søker etter beste evne å sikre at all informasjon gitt i denne rapporten er korrekt, men tar forbehold for eventuelle feil og utelatelser. Uttalelsene i rapporten reflekterer porteføljeforvalterens syn på gitt tidspunkt, og dette synet kan bli endret uten varsel. Rapporten skal ikke forstås som et tilbud eller en anbefaling om kjøp eller salg av finansielle instrumenter. SKAGEN påtar seg intet ansvar for direkte eller indirekte tap eller utgifter som skyldes bruk eller forståelse av rapporten. Ansatte i SKAGEN AS kan være eiere av verdipapirer utstedt av selskaper som er omtalt enten i denne rapporten eller inngår i fondets portefølje.