

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
Desember 2011

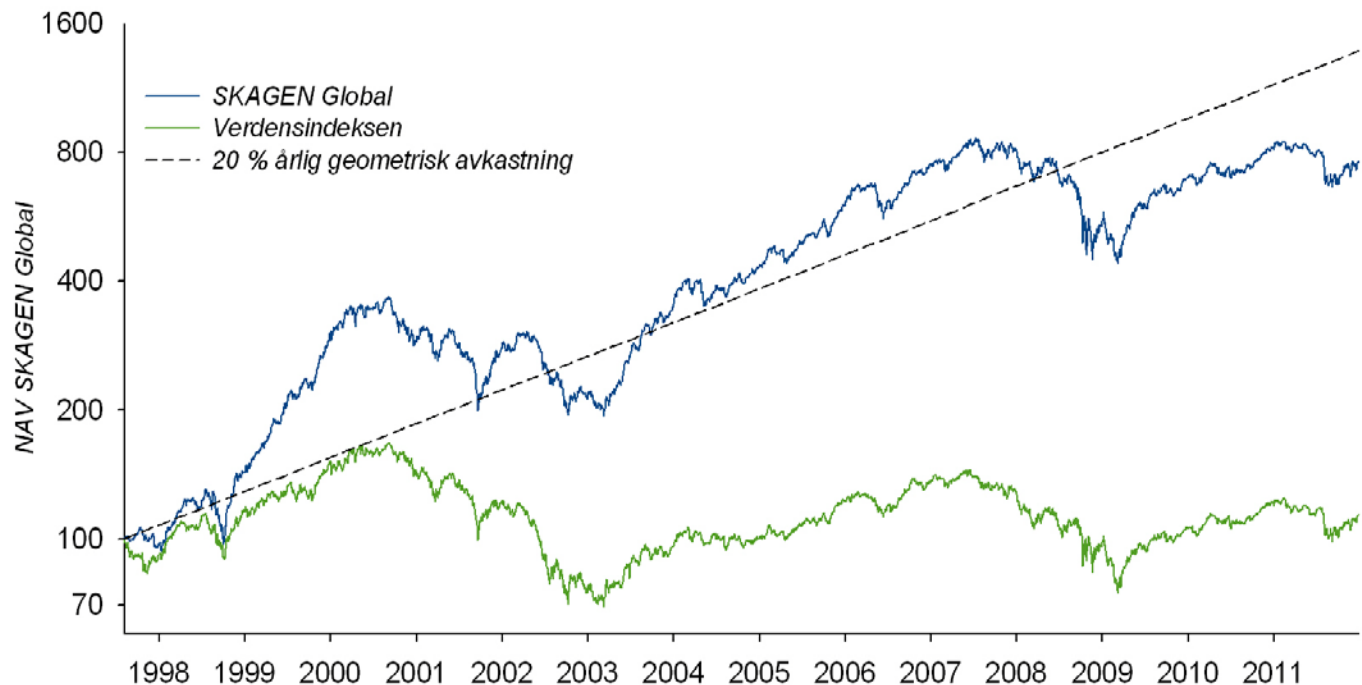
En verden av
muligheter



SKAGEN Global – Oppsummering for desember 2011

- SKAGEN Global gjorde det dårligere enn referanseindeksen i desember. Fondet steg 1,8 prosent, mens referanseindeksen MSCI All Country World Index steg 3,7 prosent.
- I 2011 falt SKAGEN Global 6,6 prosent, mens referanseindeksen MSCI All Country World Index var ned 4,9 prosent. Til sammenligning steg fondet 16,3 prosent i 2010. Dette var 3,2 prosentpoeng mer enn referanseindeksen i samme periode.
- I desember økte vi vår beholdning i Gazprom, Baker Hughes, Weatherford og Oracle. Vi solgte oss ut av Total Access Communication (DTAC) og reduserte posisjonene i Transocean, Unilever, Pfizer, Osaka Securities Exchange og Samsung Electronics.
- Porteføljen har attraktive multipler. Vektet topp 10 har pris/inntjening ('11e) på 8,4 og Pris/bok på 0.9
- Verdsettelsene er fortsatt attraktive på en absolutt basis. Utbytteavkastningen er attraktiv i forhold til rentenivå. Vi er fortsatt forbløffet over den lave verdsettelsen av store globale selskaper.
- Det er fortsatt noen svake ledende makroøkonomiske indikatorer i Europa og USA, men samtidig har noen økonomiske nøkkeltall i USA (Bruttonasjonalprodukt – BNP, industriproduksjonen og husholdningenes forbruk) vært bedre enn forventet. Det indikerer at USA ikke er i resesjon – i værtefall ikke enda. Vi utelukker ikke en resesjon i USA/Sør-Europa, men tror at det er lite sannsynlig med en global resesjon. En nøkkelfaktor er hvordan europeiske politikere kommer til å løse den finansielle krisen i de søreuropeiske landene.
- Fulle selskapskasser, kombinert med attraktive verdsettelser, får oss til å tro at oppkjøp og fusjoner forblir et tema også fremover.

Resultater pr 30. desember 2011

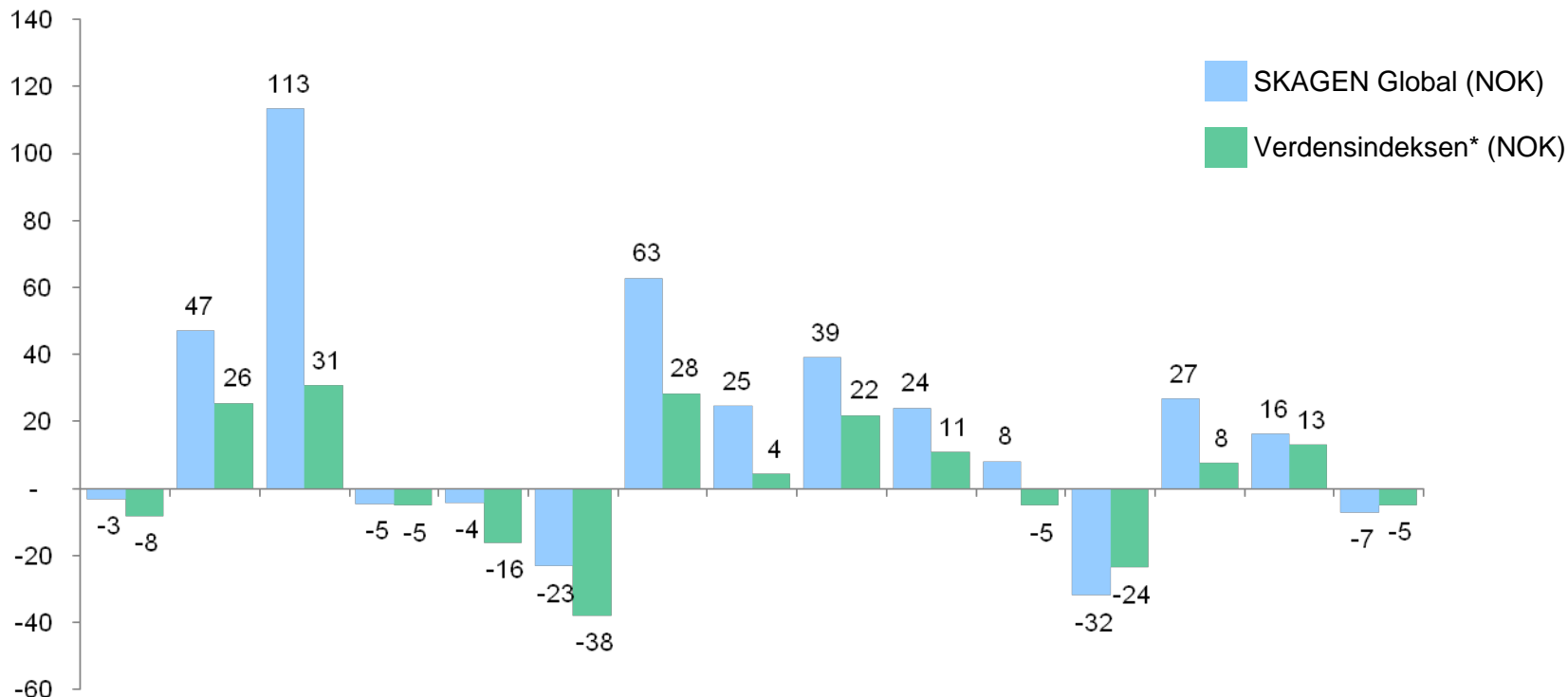


	Hittil i kvartalet	2011	Siste 3 år	Siden start
SKAGEN Global	9,7 %	-6,6 %	11,3 %	15,1 %
World Index (NOK)*	8,7 %	-4,9 %	5,0 %	0,9 %
Excess return	1,0 %	-1,7 %	6,3 %	14,2 %

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

SKAGEN Global har slått referanseindeksen i 13 av 15 år

SKAGEN Global versus referanseindeksen* vist med årlig avkastning siden start**
prosent



*) Benchmark index is MSCI World in NOK from 7/8/1997-31/12/2009. From 01/01/2010 onwards it is MSCI All-Country World Index

**) Date of inception 7/8/1997

Markeder i 4. kvartal 2011 i NOK (pr. 30. desember)

Kina (Hong Kong)	14 %	Indonesia	6 %
USA (S&P 500)	14 %	Sveits	6 %
Thailand	13 %	Tyskland	6 %
Mexico	12 %	Russland	5 %
Brasil	11 %	Frankrike	5 %
Norge (OSEBX)	11 %	Singapore	2 %
Storbritannia	10 %	Taiwan	1 %
Sverige	10 %	Italia	0 %
Nederland	10 %	Finland	0 %
Danmark	10 %	Japan	0 %
Sør-Afrika	10 %	Spania	-1 %
SKAGEN GLOBAL	10 %	Ungarn	-1 %
Verdensindeksen	10 %	Kina (lokal)	-3 %
USA (Nasdaq)	9 %	Belgia	-4 %
Sør-Korea	8 %	Østerrike	-4 %
Canada	8 %	Polen	-4 %
Hong Kong	8 %	India	-11 %
Vekstmarkedsindeksen	7 %	Tyrkia	-13 %

Markeder i 2011 i NOK (pr. 30. desember)

USA (Nasdaq)	5 %	Singapore	-16 %
Indonesia	3 %	Kina (lokal)	-16 %
USA (S&P 500)	2 %	Vekstmarkedsindeksen	-16 %
Storbritannia	-4 %	Sør-Afrika	-17 %
Thailand	-4 %	Frankrike	-18 %
Verdensindeksen	-5 %	Hong Kong	-18 %
SKAGEN GLOBAL	-7 %	Kina (Hong Kong)	-20 %
Sveits	-7 %	Belgia	-20 %
Canada	-11 %	Russland	-21 %
Japan	-11 %	Taiwan	-22 %
Sør-Korea	-11 %	Brasil	-26 %
Norge (OSEBX)	-12 %	Italia	-26 %
Nederland	-12 %	Ungarn	-30 %
Mexico	-13 %	Finland	-31 %
Spania	-14 %	Polen	-31 %
Sverige	-15 %	Tyrkia	-35 %
Danmark	-15 %	India	-35 %
Tyskland	-16 %	Østerrike	-35 %

SKAGEN Global – porteføljenyheter i desember

Oppsummering

- SKAGEN Global gjorde det dårligere enn referanseindeksen i desember. Fondet steg 1,8 prosent, mens referanseindeksen steg 3,7 prosent. I 2011 falt SKAGEN Global 6,6 prosent, mens referanseindeksen MSCI All Country World Index var ned 4,9 prosent.
- Beste bidragsyter i desember var Samsung Electronics. Telecom divisjonen har nå blitt større enn Semiconductors og genererer majoriteten av selskapets overskudd. Selskapet er nå verdens største produsent av smart-telefoner og den største produsenten av mobiltelefoner målt på inntekter. Preferanseaksjen var opp 8 prosent i lokal valuta i løpet av desember.
- Den dårligste bidragsyteren i desember var Oracle. Selskapet innfridde ikke forventningene for andre kvartal. Resultatene var svakere i alle forretningsområdene. Aksjen falt 18 prosent målt i lokal valuta i løpet av måneden.
- Netto kontantposisjon var ved utgangen av desember 2,4 prosent (opp fra 0,4 prosent ved utgangen av november.)
- Topp 10 investeringer utgjorde 36,2 prosent av fondet (opp fra 36,0 prosent ved utgangen av november).
- Porteføljen består av 90 selskaper.

Viktige selskapsnyheter i desember

- **Oracle** leverte skuffende tall. Topplinjeveksten var 1 prosent og lavere enn forventet. Database og Middleware lisenser steg 3 prosent og lisenser innen Application steg 2 prosent. Selskapet skylder på treghet i avgjørelser hos kunder på grunn av den økonomiske situasjonen i verden. Netto inntjening steg 4 prosent fra året før etter fortsatt oppgang i driftsmarginer. Oracle var forsiktig optimistisk for resten av året. De økte også tilbakekjøpsprogrammet for egne aksjer til USD 5 milliarder.
- **Tesco** rapporterte salgstall for Q3. Disse var på linje med forventningene. Salgsveksten (ex fuel) var 5,5 prosent i fast valuta. Tallene viste lavere vekst enn i Q2 når den var 6,2 prosent. Innvirkingen var 0,5 prosent fra oversvømmelsene i Thailand og saktere vekst i UK (fra 4 prosent til 3,7 prosent) og på linje med markedet der generelt sett (0,1 prosent.) Det var ingen endring i de overordnede operasjonelle og finansielle utsiktene for selskapet.
- **Pfizer** annonserte en økning på 10 prosent i det kvartalsvise utbyttet. Utbyttet vil bli USD 0,22 pr. kvartal sammenlignet med USD 0,2 tidligere. I tillegg har styret godkjent et program for å kjøpe tilbake USD 10 milliarder i tilbakekjøp av aksjer. Dette kommer i tillegg til programmet for 2011 hvor de kjøpte tilbake USD 7-9 milliarder i egne aksjer.

Bidragstere i 2011 i MNOK

Største positive bidragstere i 2011

Selskap	MNOK
Parmalat	+421
Total Access Communication	+378
Tyco International	+272
Pfizer	+235
Pride	+184
Accenture	+152
Unilever	+135
Gjensidige	+130
Roche	+ 91
Comcast	+ 89

Største negative bidragstere i 2011

Selskap	MNOK
Citigroup	- 561
Ternium	- 284
Vimpelcom	- 224
LG Corp	- 216
Randstad	- 200
Petrobras	- 167
Bank Asya	- 166
Goldman Sachs	- 165
Eletrabras	- 160
Kyocera	- 140

Sum verdiskapning i 2011: - 2 091 MNOK

Bidragstere i Q4 i MNOK

Største positive bidragstere i Q4 2011

Selskap	MNOK
Samsung Electronics	+464
Elektrobras	+261
Tyco International	+235
Pfizer	+202
Banrisul	+134
SCA	+131
Nabors	+ 97
Cliffs Natural Resources	+ 95
Comcast	+ 79
Petrobras	+ 77

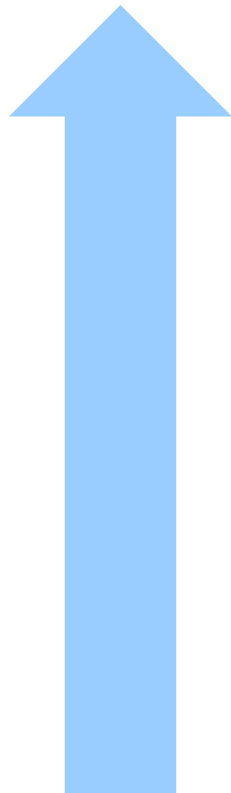
Største negative bidragstere i Q4 2011

Selskap	MNOK
Oracle	- 96
Transocean	- 40
Sabancı	- 39
EFG Hermes	- 37
Ternium	- 34
Toyota Industries	- 33
Bank Asya	- 32
Finnair	- 25
Kyocera	- 24
Goldman Sachs	- 19

Sum verdiskapning i Q4 2011: 2 747 MNOK

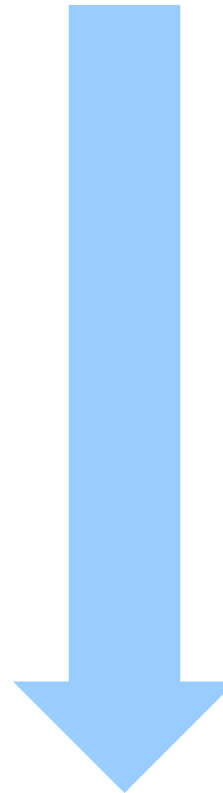
Viktigste endringer i porteføljen i Q4 2011

Økte poster (tilfeldig rekkefølge)



Weatherford
Petrobras
Vivendi (Ny)
Rhoen-Klinikum (Ny)
Renault
Gazprom
Oracle
Afren

Reduserte poster (tilfeldig rekkefølge)



KWS Saat (Ut)
Schneider Electric (Ut)
Unilever
Samsung Electronics
Telecom Italia (Ut)
Total Access Communication (Ut)
China Railway Construction (Ut)
Transocean
Pfizer
Osaka Securities Exchange

SKAGEN Global – store endringer i 2011

Nye selskaper og selskaper solgt ut i løpet av året uthevet

Kjøpt

Q1

Tesco
Unilever
China Mobile
Vimpelcom
Gazprom
Eletrobras

Q2

Schneider Electric
EnSCO (sammenslått med Pride)
OMV
Goldman Sachs
Citigroup
China Railway Construction

Q3

Yahoo
Oracle
Weatherford
UPM-Kymmene
Akzo Nobel
Teva Pharmaceutical

Q4

Petrobras
Gazprom
Weatherford
Renault
Vivendi
Rhoen-Klinikum
Afren

Solgt

Q1

Renault
Parmalat
Bunge
Noble
Cheung Kong

Q2

Pride Intl (Sammenslått med EnSCO)
Bank of America
Total Access Communication

Q3

Shangri-La Asia
Accenture
Bharti Airtel
Calpine
Mizuho Financial
Pfizer

Q4

KWS Saat
Schneider Electric
Telecom Italia
China Railway Construction
Total Access Communication
Unilever
Samsung Electronics
Pfizer
Transocean
Osaka Securities Exchange

Hvorfor vi kjøpte eller solgte

Viktige kjøp i perioden

- **Weatherford** – posten ble økt etter en periode med svak utvikling i aksjekursen. Denne utviklingen kunne ikke forklares ut fra fundamentale forhold.
- **Baker Hughes** – posten ble økt etter en periode med svak aksjekurs. Denne utviklingen kunne ikke forklares ut fra fundamentale forhold.
- **Gazprom** – posten ble økt etter at selskapet bestemte seg for å redusere investeringsprogrammet for 2012, og samtidig øke utbyttene til aksjonærene.

Viktige salg i perioden

- **Total Access Communication** – ble helt avhendet i desember etter at aksjen hadde mer en doblet seg i løpet av året. Etter at størrelsen på det ordinære utbyttet hadde overrasket var den siste av katalysatorene borte og vi valget å selge oss ut. På den nåværende verdsettelsen er selskapet at av de dyreste blant mobilselskapene globalt.
- **Transocean** – posten ble redusert etter at selskapet bestemte seg for å gjøre en verdiødeleggende innhenting av ny aksjekapital. Selskapet hadde dårlig operativ utvikling i 2011 på grunn av sin relativt gamle riggflåte.
- **Pfizer** – posten ble redusert etter en periode med sterk utvikling i aksjekursen. Aksjekursen er nesten opp mot våre fundamentale verdimål for selskapet.
- **Osaka Securities Exchange** – posten ble redusert etter at Tokyo Stock Exchange annonserte et bud på opp til 2/3 av aksjene i selskapet. Oppkjøpet er forventet i juni/juli og dagens rabatt sammenlignet med tilbudet synes akseptabel.
- **Samsung Electronics** – posten ble redusert etter en periode med sterk utvikling i aksjekursen, og da på grunn av størrelsen posten fikk i porteføljen.
- **Unilever** - posten ble redusert fordi rabatten til underliggende verdier var blitt mindre.

SKAGEN Global

Største poster pr 30. desember 2011

	Postens størrelse	Pris	P/E 11E	P/E 12E	P/B Siste	Pris- mål
SAMSUNG ELECTRONICS-PFD	7,3 %	667 000	7,4	5,9	1,0	780 000
TYCO INTERNATIONAL LTD	5,7 %	46,7	13,0	11,5	1,5	70
CENTRAIS ELETRICAS BRAS-PR B	4,4 %	26,9	10,1	8,6	0,5	50
CITIGROUP INC	3,3 %	26,3	6,8	6,0	0,4	75
PFIZER INC	2,9 %	21,6	9,5	9,4	1,8	22
ORACLE CORP	2,8 %	25,7	10,9	10,0	3,1	45
TESCO PLC	2,6 %	403,5	11,4	10,3	1,9	560
CHINA MOBILE LTD	2,6 %	75,9	12,3	11,9	2,5	95
GAZPROM OAO-SPON ADR	2,5 %	10,7	3,0	3,0	0,5	20
SVENSKA CELLULOSA AB-B SHS	2,1 %	102,0	12,2	10,8	1,1	120
Vektet topp 10	36,2 %	-	8,3	7,4	0,9	56 %
MSCI AC Index	-	-	11,1	9,9	1,6	-

- SCA kom inn i topp 10 i stedet for Kyocera
- Porteføljen er fortsatt attraktivt priset sammenlignet med markedet totalt sett

De største selskapene i SKAGEN Global (Del 1)



Samsung Electronics er en av verdens største fabrikanter av forbrukselektronikk, 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 og Metal Products, samt Safety Products. Rundt 40% av inntektene er overvåkning og serviceinntekter – dette vil øke videre etter oppkjøpet av Brink's.



Tesco er en global matvarekjede basert i UK. Totale inntekter i 2011 på GBP 66 mrd gjør det til verdens tredjestørste detaljhandelsselskap. Selskapet har ca 70% av inntektene sine fra UK, hvor de har med suksess ekspandert inn i andre områder slik som bank og telefon. De har med suksess bygget opp franchiser i vekstmarkeder og dette utgjør nå 25% av inntektene og øker raskt.



SCA er et av verdens ledende selskaper inne personlige pleieprodukter og verdens største selskap innen papirlommetørkler. De er også Europas nest største på innpakning og en av de mest profitable treforedlingsselskaper. Selskapet har som mål en ROCE på 13 prosent over en syklus, sammen lignet med 8 prosent nå, gjennom å selge ikke-kjerne kapitalintensive virksomheter og fokusere på hygieneprodukter. Veksten vil komme fra produktutvikling og vekstmarkedene, som er pr. dags dato utgjør 19 prosent av salget.

De største selskapene i SKAGEN Global (Del 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.



Gazprom er verdens største gassprodusent med 550 mrd m³ i reserver (10% av global reserver og nok til 30 års produksjon). Selskapet kontrollerer 160k km med gassrørledning og mye lagringskapasitet. De eier og driver også hele Russlands høytrykkstransportnettverk og står for 28% av gasstilgangen i Europa. Gazprom er Russlands 5. største oljeprodusent med 0,87m boe (9% av totalen i Russland.) og er landets største strømprodusent med 36GW kapasitet (16% av totalen i Russland).



Citi er et amerikansk finanskonglomerat med virksomhet i mer enn 100 land. Banken ble reddet av amerikanske myndigheter under finanskrisen og hentet etter dette inn USD 50 mrd i ny kapital. Selskapet består nå av to enheter: Citi Holdings er et redskap for de ca USD 500 mrd i aktiva som enten blir avviklet eller solgt, mens Citi Corp er kjernen i den løpende virksomheten. I Citicorp er 60% av inntektene fra utenfor USA og da hovedsakelig vekstmarkeder.



中国移动通信
CHINA MOBILE

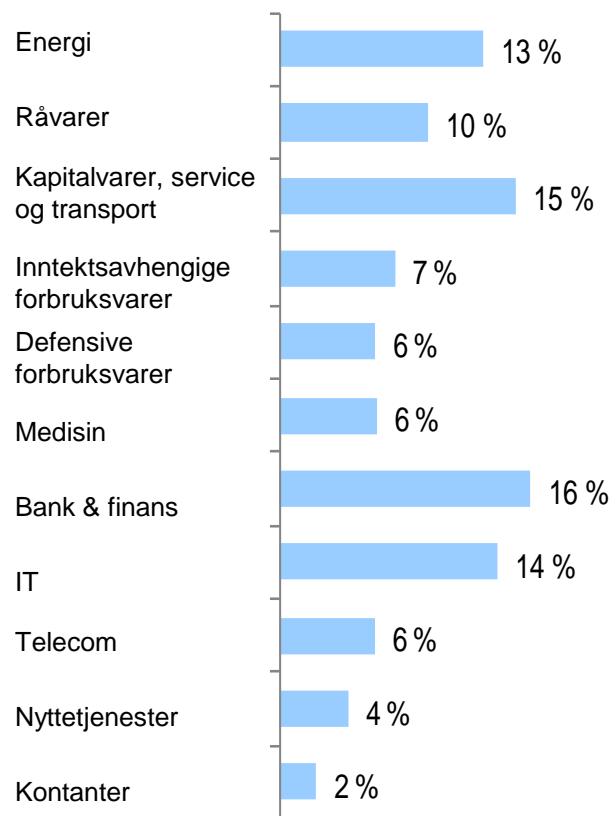
China Mobile er verdens største mobiltelefonoperatør med 601 millioner kunder i Kina. Selskapet driver GSM på sitt 2G nettverk og TDSCDMA på sitt 3G nettverk. I 2010 fikk China Mobile 62 millioner nye kunder og 31% av inntektene kom fra tilleggstjenester. På den annen side utgjør 2G av kundene fortsatt 96% av totalen ved utgangen av fjoråret, mens 28% av nye kunder i 2010 var på 3G.



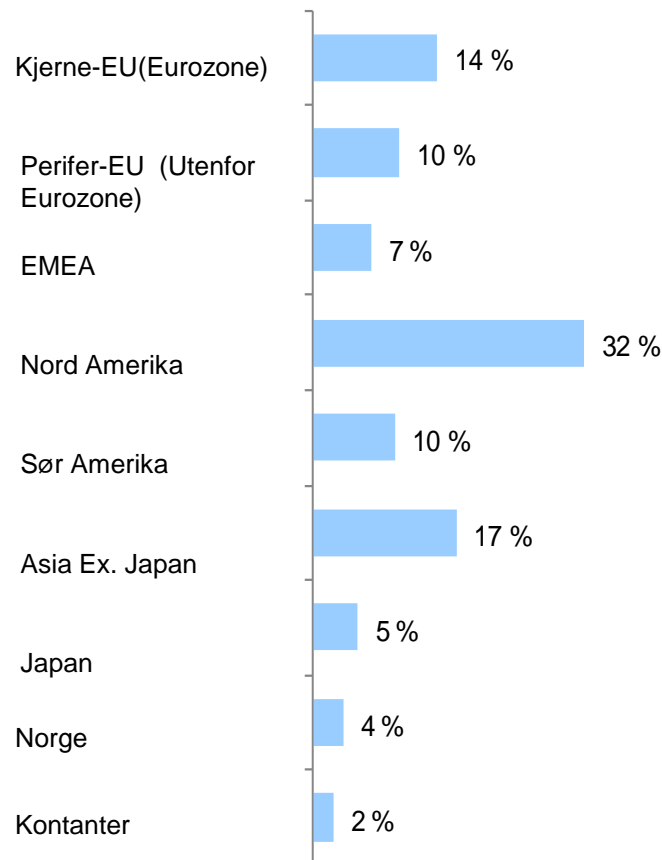
Oracle er et av verdens største software-selskap og da spesielt på bedrifts-software. Fra å ha sin kjernevirksomhet innen databasesystemer har selskapet gjort et antall oppkjøp og opererer nå innen flere forskjellige segmenter. Virksomheten er fokusert rundt fire hovedpilarer: nye software-lisenser (27% av inntektene), oppdatering av lisenser og produktstøtte (48% av inntektene), Hardware/Produkter (6% av inntektene), og konsulent og tjenestevirksomhet (19% av inntektene).

Sektor og geografisk fordeling i SKAGEN Global

Bransjefordeling
% av totalportefølje



Geografisk distribusjon
% av totalportefølje





Afren PLC (AFR LN) GBP 77.5

Info:

Market cap:	\$ 1.3 bn
Avg. Vol	\$ 7.0 mn
Net debt:	\$ 0.3 bn
Shares outs.:	1.070 mn
P/E (11e):	5
P/E (12e):	4
P/B: (10a)	1.4
EV/EBITDA (11e):	2.9
EV/EBITDA (12e):	1.7
RoE (11e):	24 %
RoE (12e):	27 %
Div. Yield:	0%



- Independent exploration and production company, with a primary focus on Africa in general and Nigeria in particular
 - The company has 3 producing assets in Nigeria and 2 in Cote d'Ivoire
 - Afren targets 50,000 boepd net production exit rate for 2011
 - Commercial reserves are 112 mboe, contingent resources (unrisked) of 420 mboe, and a total of 3,515 mmboe net prospective resources.
- In order to increase local participation in the Nigerian oil industry, marginal fields are often allocated to indigenous companies with favourable tax incentives. Afrens has a very strong track record of partnering with indigenous companies, which often lack the technical expertise to develop these assets – historical entry cost of USD 0.5 to 1 per 2P barrel and between USD 1 to 3 including appraisal cost.
- The current share price can almost be explained by producing assets (around GBP 70 adjusted for debt and overheads), with an unrisksed upside of more than 500% on existing assets, plus upside from new assets.
- **Triggers:**
 - Exploration upside: 2H 2012 focus will be on the Keta block in Ghana, the Paipai prospect in Kenya and the Ufon prospect in Nigeria
 - Passage of a final oil law in the Kurdish region of Iraq would lead to a significant revaluation of the company's reserves in that region
 - New acquisitions: Estimated (by former oil minister) new opportunities within Afrens niche is 16-20bn vs. Afrens current commercial reserves of 113m boe.
 - M&A target: open shareholder structure with mainly financial investors
- **Risks:**
 - Nigeria risk, regulatory risk, and the oil price
 - Co-founder of Afren, Dr. Lukman, oil minister from Dec 2008 was fired from this position in March 2010)
 - Execution (company was founded in 2004)
 - Further dilution from acquisitions (everyone covers it)

Ønsker du mer informasjon?

- For mer informasjon, vennligst se:
 - Siste [Markedsrapport](#)
 - 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 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.