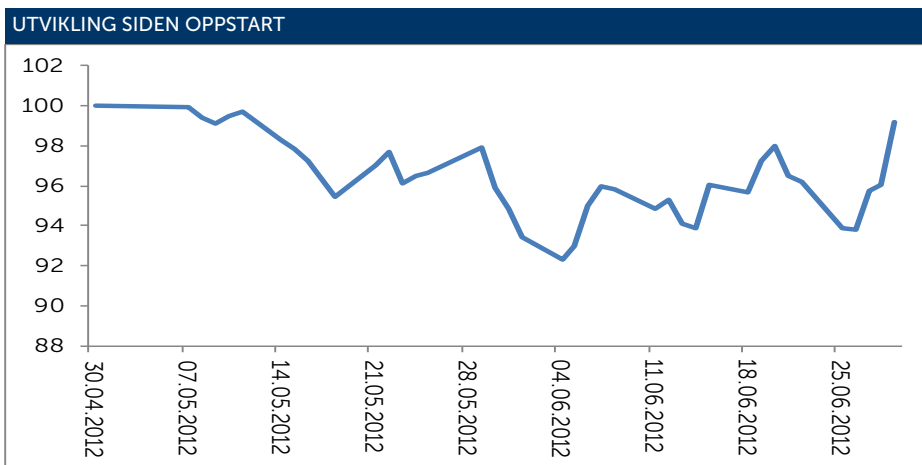


CANOPUS PERFORMANCE per 29.06.12	
NAV	99,16
Endring forrige måned	4,57 %
Siden oppstart	-0,84 %



## FORVALTERS KOMMENTAR

Indeksene avsluttet kvartalet med å hente inn noe av vårens nedslag. Oslo Børs (OBX) steg 6,3 % for måneden mens de andre nordiske indeksene (Sverige, Danmark og Finland) var opp mellom 3 – 5 %. De amerikanske indeksene (S&P 500, Dow Jones og NASDAQ) steg 4 %. I Asia endte Japan (NIKKEI 225) opp 6 %, mens Kina var et av få land med negativ utvikling (Shanghai Composite -6 %). Oljeservice -indeksen (OSX) var flat, Bloombergs World Energy Index opp 2,9 % mens oljeprisen (Brent spot) falt ytterligere 5 % etter kollapsen i mai.

Markedet hadde lave forventninger til det 19. EU-toppmøtet i Brussel den 28 – 29 juni. Merkel hadde eksempelvis uttalt at hun ikke kunne se for seg solidarisk heftende gjeld i euro-området så lenge hun lever!

Ut av diskusjonene kom imidlertid flere konstruktive beslutninger: EUs sentralbank ECB blir ansvarlig for å etablere et banktilsyn (som kan lede til en bank union på et senere tidspunkt); Spania får nødhjelp nå; og når et banktilsyn er etablert vil redningsfondet ESM kunne rekapitalisere spanske banker uten at den spanske stat hefter for lånet<sup>1</sup> (dette vil også hjelpe Irland).

Markedet kan i dag ane konturene av en mer omfattende finanspolitisk løsning på krisen i EU – et "veikart", selv om store utfordringer gjenstår. Effektene av resesjonen i EU er i fokus hos politikere og sentralbanker i en helt annen størrelsesorden enn for ganske få uker siden.

Steg mot en felles bankunion ansees av mange som nødvendig ettersom bank systemet i dag (med nasjonale tilsyn, reguleringer og bankinnskuddgarantier) ikke fungerer. Å frata enkeltnasjoner ettersyn med nasjonale banker kan være fornuftig fordi størrelsen på banksystemet i mange land langt overgår lokaløkonomien, og fordi lokale banker i stor grad er eksponert til kredittrisiko utover sitt lands grenser. På den fiskale siden er det viktig at markedet fortsetter å se tiltak som reduserer budsjettunderskuddene uten å drepe samfunnsveksten – åpenbart en vanskelig balansegang.

<sup>1</sup> Det diskuteres i EU i skrivende stund hvorvidt ansvarlige lån og preferanseaksjer allikevel skal bære høyere risiko enn lån fra EFSF/ESM.

Det er på det rene at svært mye fremdeles er utestående før kapitalmarkedene vil gjenvinne en grad av komfort med krisen i EU.

### Industriundersøkelser indikerer at bedrifter i mai og juni satte mye på hold

I parallell med EU krisen har globale makrotall generelt vært svakere enn ventet. Skuffelsene er mindre enn de var men indikerer svakere vekstutsikter enn i våres.

Inflasjonen i Kina har falt ned mot 2 %, nivået har ikke vært lavere siden januar 2010 og muliggjør kraftigere veksttiltak enn tidligere. Det er i det hele tatt tydelig at myndighetene har fornyet fokus på å stimulere til økonomisk vekst. Vi observerer at nye yuan lån i juni steg, var høyere enn ventet, trenden er klart stigende og henter om fornyet investeringsaktivitet.

I USA har jobbtall, ordreinntak og regionale og nasjonale industriundersøkelser skuffet stort. For eksempel kom ISM for industrien inn under 50 for første gang siden midten av 2009, mens tjenesteindustrien fortsatt holder seg over 50. Nivåer midt på 40-tallet er konsistent med resesjon. Markedet, og også vi, er urolige for denne utviklingen. Imidlertid ser boligmarkedet ut til å ha bunnet og vi avventer klarhet på hvilken effekt de laveste boliglån-rentene noensinne vil ha på forbrukere.

Risikopremien på kapital har de siste ukene falt noe tilbake, men forblir på svært høye nivåer. Volatilitet målt gjennom VIX indeksen falt også gjennom måneden. Omsetning på børsen tyder på at mange har tatt ferie.

Kvartalstallene som nå så smått har startet å komme inn er det lave forventninger til. Det spennende elementet er å se hva selskapene uttaler om fremtidsutsiktene og hvordan aktivitetsnivået påvirkes av usikkerheten i makrobildet. Selv om selskapene skulle innfri forventningene vil trolig makro fortsette å overskygge markedene også de kommende månedene. Selv om det er mye god verdi å få kjøpt er det vanskelig å finne triggere i ett kortsiktig perspektiv. Vi tror at investorer trenger mer klarhet rundt en rekke vesentlige risiko faktorer – som også representerer katalysatorer i markedet på kortere sikt:

- Resultatseongen: hvor ille er utsiktene i forhold til de lave forventningene? Hvor

stor skade har EU krisen påført verdensveksten? Forventer og ser selskapene et comeback i investeringer dersom det løsner på den politiske fronten?

- For EU krisen tror vi markedet først og fremst etterspør mer klarhet rundt veien frem mot et velfungerende fiskalt regime og en bankunion. Et troverdig "veikart" ut av krisen. Vi tror beslutningene 29. juni var konstruktive på flere fronter og gav noe pusterom, men vet at investorer trenger ytterligere klarhet og beslutningsevne/vilje fra politikere i ukene foran oss.

- Vil oljeprisen stabilisere seg rundt disse nivåene, gitt OPECs uttalte mål på \$100/bbl, en tentativt sterkere etterspørsel etter oljeprodukter i USA og tentativt mindre skuffende makrodata fra fremvoksende økonomier? Hvilken effekt har dagens lavere bensinpriser på USAs forbrukersentiment?

- En mengde viktig makrodata fra Kina de neste dagene vil indikere for investorer i hvilken grad dette vekstlokomotivet enda en gang vil lykkes i å stimulere til ønsket veksttakt (7,5 %).

- Etter mye skuffende makrotall fra USA i mai og juni er markedet bekymret og avventende. I hvilken grad bekrefte oppbremsingen i mai og juni også inn i tredje kvartal? Hvilken effekt har en bedring i boligmarkedet?

- Enkelte kredittmarkeder har vist forsiktede tegn til bedring i kjølvannet av mange krisetiltak (Irland, repo renter i kjerneland i eurosonen) – andre ikke (spanske renter). Stilt overfor disse usikkerhetene og i påvente av en mengde nær forestående informasjon har vi tatt risikoen i investeringsproduktene forvaltet av Sissener AS noe ned, samtidig som vi opprettholder solid eksponering til våre høy kvalitet, likvide og attraktivt prisede aksjer.

# SISSENER CANOPUS | MÅNEDSRAPPORT

www.sissener.no

30. april - 29. juni 2012

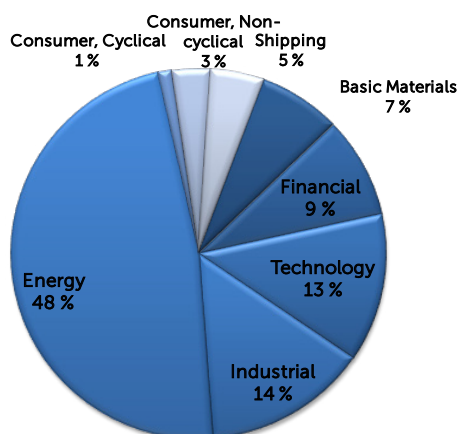
## PORTEFØLJE

De største beholdningene ved utgangen av måneden var Orkla, DnB, Yara, Storebrand Statoil og Enesco. 5 posisjoner oversteg 5 % og summen av disse var 34 %. De største sektoreksponeringene er innenfor energi, industri og finans sektorene. Ved utgangen av måneden var vektingen på ca 90 % av egenkapitalen, hvorav ca 85 % er plassert i aksjer og 15 % i obligasjoner.

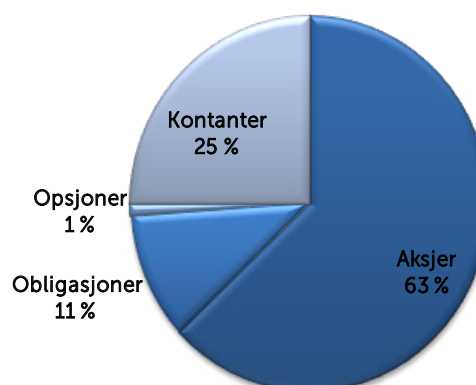
<b>Orkla</b>	Selskapet er i en restruktureringsprosess hvor de har uttalt at fokus fremover skal være innenfor Brands segmentet. Både Borregaard, Sapa, REC og resten av investeringsporteføljen skal selges/noteres for å synliggjøre underliggende verdier. Aage Korsvold er hentet inn for å sette fart i prosessen og har allerede styrket Brands med oppkjøpet av Jordan, som etter våre beregninger er et godt kjøp med innvannede multipler. Aksjen har en utbytte yield på over 5 %.
<b>Storebrand</b>	Etter å ha falt kraftig i mai reverste aksjen deler av tapet i juni drevet av rykter om at EU sannsynligvis vil utsette implementeringen av Solvency II i 7 år og nytt forslag fra banklovkommissjonen for utforming av tjenestepensjon i privat sektor. Kort fortalt foreslår kommisjonen en fleksibel integrasjon fra eksisterende ytelsesbaserte ordninger til det nye hybride produktet som vil være meget positivt for kapitalbehovet for forsikringselskapene. Begge disse forslagene reduserer emisjonsfaren i Storebrand betraktelig.
<b>Metso</b>	Selskapet er et finland basert engineering og teknologi selskap som leverer utstyr og tjenester til gruvedrift, energi og papir industrien. Over halvparten av inntjeningen stammer fra gruvedrift, hvor dagens råvarepriser fortsatt ligger på nivåer som tilsier økt leting og produksjon. I tillegg stammer halvparten av inntjeningen fra service kontrakter, som er mer stabil i usikre tider. Prisingen av selskapet sammenlignet med konkurrenter er attraktivt og selskapet har også vist god evne til å levere relativt god avkastning på investert kapital.
<b>Enesco</b>	Ledelsen i selskapet har vist at de har klart å integrere Pride flåten og synliggjort imponerende kostnadssynergier. Flåten leverer bedre oppetid en konkurrenter og de har håndtert de nye kravene fra myndighetene etter Macondo ulykken på en kostnadseffektiv måte. Flåten er relativt moderne og tilpasset veksten i de sterkeste regionene. Selskapet har god kontraktsdekning, har vist god kostnadsdisiplin og en forutsigbar kontantstrøm, det gjør selskapet til klar rebound-kandidat når investorene igjen skal inn i energi relaterte aksjer.
<b>Songa 2016 Bond</b>	Selskapet har store underliggende verdier som generer en solid kontantstrøm. Samtidig har de et aggressivt nybyggingsprogram med fremtidige forpliktelser som kan kreve ytterligere fremmedkapital. Selskapet har tre enheter som ikke opererer i Norge og som kan selges for å forbrede selskapet finansielt og operasjonelt til å ta levering av de nye nordsjø enhetene som skal på lange kontrakter for Statoil. Obligasjonen med over 12% (sjekk) rente til forfall tilbyr meget god risk/reward.
<b>Polarcus 2014 Bond</b>	Seismikk er syklisk og kombinert med høy finansiell giring må selskapet betale høy rente på den siste gjelden. Med den nyeste flåten i sektoren, og sterke underliggende drivere for sektoren tilbyr gjelden en attraktiv eksponering mot et marked hvor avkastningen til egenkapitalen overtid har vært bedrøvelig.
<b>REC</b>	I REC stemte de konvertible obligasjonseierne imot forslaget om restruktureringen og selskapet gjennomførte en rettet emisjon hvor selskaper og fond forvaltet av Sissener AS ikke ble tildelt aksjer (etter å ha blitt tildelt aksjer i første runde). Vi hadde i forkant ingen aksjer, men var investert i gjeldsinstrumenter. I etterkant er eksponeringen øket betydelig gjennom kjøp den konvertible obligasjonen med en direkteavkastning på snau 9% og en yield til forfall i overkant av 26% pa.

Oslo, 13. juli 2012

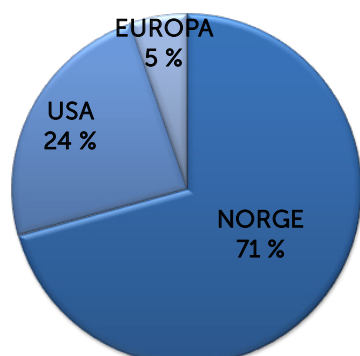
### FORDELING ETTER SEKTOR\*



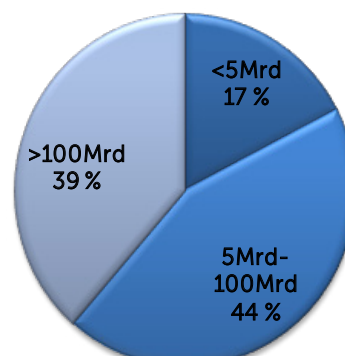
### FORDELING ETTER AKTIVAKLASSE\*



### FORDELING ETTER GEOGRAFI\*



### FORDELING ETTER SELSKAPSTØRRELSE\*



\*Basert på markedsverdi

2 | 3

# SISSENER CANOPUS | MÅNEDSRAPPORT

www.sissener.no

30. april - 29. juni 2012

## Ansvarsbegrensning

Informasjonen er ment å være til generell opplysning og ikke som et tilbud til å delta i noen form for investering. Informasjonen er ikke, og har heller aldri ment å være, komplett eller å kunne benyttes til investeringsformål. Kildene til informasjonen i denne månedsrapport er antatt å være seriøse tredjeparter. NAV har blitt beregnet av European Fund Administration (EFA), men forvalter kan av forsiktighetshensyn benytte en lavere verdisseting enn markedsprisen ved slutten av måneden.

Sissener Canopus, Sissener AS, dets styremedlemmer, ansatte og rådgivere påtar seg ikke under noen omstendigheter ansvar for informasjonen, for tap eller skade påført mottaker av denne informasjonen eller tredjeparter.

For mer informasjon se fullstendig prospekt på [www.sissener.no](http://www.sissener.no)