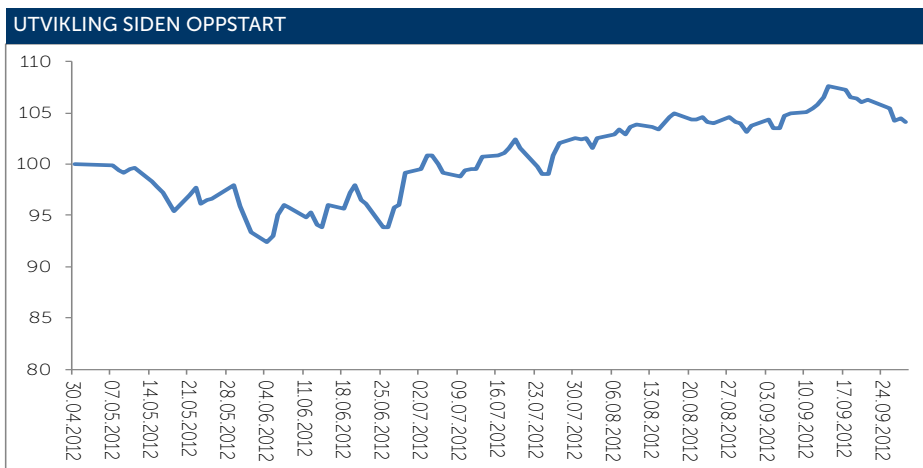


CANOPUS PERFORMANCE per 30.09.12	
NAV	104,09
Endring forrige måned	0,33 %
Siden oppstart	4,09 %



FORVALTERS KOMMENTAR

Etter annonseringen av en rekke stimulerende tiltak fra både amerikanske og europeiske sentralbanker så vel som kinesiske og japanske myndigheter, fortsatte den positive utviklingen for globale aksjemarkeder også i september. Oslo Børs (OBX) steg 2,7 % for måneden, mens oljeprisen (Brent 1.pos) falt marginalt fra USD 115 til USD 112 per fat. Både de amerikanske indeksene (S&P 500, Dow Jones og NASDAQ), Japan (NIKKEI 225 og Kina (Shanghai Composite) var opp mellom 1- 3 %. Den store vinneren var Hellas (FTASE) som var opp hele 15 %.

Sammendrag

Alle produktene under forvaltning av Sissener AS går inn i fjerde kvartal med vesentlig lavere eksponering enn i sommer. Årsakene til dette er sammensatt, men bunner i vår bekymring over at markedet i det kortere bildet nå feilpriser flere viktige risikofaktorer slik at risk-reward forholdet har forverret seg. I korthet er det forvalters syn at:

- Vekstforventninger må videre ned herfra.
- Eksplicit prising av markedsrisiko har løpt litt for fort i forhold til utfordringene.
- Mange gode nyheter har allerede blitt fordøyet av svært mange.
- Tilbud-eterspørsel balansen etter olje på marginen trolig har svekket seg noe.

Vi er overbevist om at høsten vil bli begivenhetsrik, der en reprising av risiko kan bringe attraktive investeringsmuligheter i ukene som kommer.

MAKRO

September er ofte en måned der selskaper og investorer erkjenner hvordan året ender opp, og mer edruelig retter fokus mot estimater for det påfølgende året. Tegn til forverring inn i fjerde kvartal har derfor ved flere tidligere anledninger ført til korreksjoner i aksjemarkedet.

1. Vi tror ikke investorer i tilstrekkelig grad har redusert forventningene til lavere innjening i fjerde kvartal og i 2013 som trolig vil følge av betydelig svakere makrofaktorer i EU

og i Asia¹. Resultatsesongen som nå starter vil forhåpentlig vis gi oss farge på den situasjonen. Resultatene for tredje kvartalet er kanskje ikke isolert sett så veldig bekymringsfulle lengre, men vekstforventninger deretter bør ned fra dagens nivåer.

2. Vi er litt bekymret over at en serie stimuli fra Kina enda ikke har hatt den ønskede effekten på vekst i verdens nest største økonomi, samtidig som analytikere og hele 4/5 av investorer globalt antar "myk landing" (7 - 9 % vekst i BNP). Vi har sett enkelte indikasjoner på svakere investeringer i privat sektor og selv om sannsynligheten er stor for at Kina gjennom fornyet stimulus vil nå vekst målet, vil det tar trolig noe mer tid og innsats enn mange gir uttrykk for.

3. Tiltak fra sentralbanker er godt fordøyet av investorer, og betydelige forventninger til programmene er allerede priset inn. Vår bekymring er at markedet i øyeblikket undervurderer de betydelige politiske gnisingene som fremdeles vil prege nyhetsbildet: alle valgene som tas i høst vil ikke fremstå som "vinn-vinn" for alle, og kranglene vil bli mer høylydte i dagene og ukene fremover.

I motsatt retning observerer vi positive utviklingstrekk: EU er i endring, Kina jobber nå aktivt for vekst og den lovende utviklingen i USAs boligmarked fortsetter. Alle utviklingene er velkomne. I tillegg forblir aksjer attraktivt priset – naturligvis et av de viktigste aspektene ved vår analyse.

Fra ekspansiv pengepolitikk til bedre real-økonomi: kan dette endelig virke?

Sentralbanken i Eurosonen (ECB) og i USA (Federal Reserve) fornyet og forsterket sin ekspansive pengepolitikk ytterligere i september. Begge introduserte nye elementer i sin pengepolitikk som investorer reagerte positivt på. Som ved tidligere tiltak vil størrelsen på sentralbankenes balanse vokse i kjølvannet av programmene, men hva var egentlig nytt?

¹ Vi er oppmerksomme på at flertallet av investorer er enige om dette og har forventninger som ligger under analysehus' estimater (blant annet basert på Bank of America Merrill Lynch Fund Manager Survey for oktober) men tror vi ligger i nedre enden av dette universet, spesielt for energi-relaterte selskaper.

Disse tiltakene representerer et viktig veiskille idet man går fra avgrensede programmer til "ubegrensede" initiativer:

a) ECB vil kjøpe statspapirer i annenhåndsmarkedet til eurosoneland som søker EU om hjelp, som kvalifiserer gjennom reform- og spareprogrammer, og som allerede har full adgang til obligasjonsmarkedet. Kjøpsprogrammet vil vedvare "til målet er nådd", uten at banken kvantifiserer hva det innebærer.

b) Federal Reserve vil kjøpe strukturerte finansielle produkter knyttet til boligmarkedet til effekten på sysselsettingen har vært tilstrekkelig god, og vil holde signalrenten ekstremt lav til lenge etter økonomisk vekst har tiltatt. Også her "til målet er nådd", uten å gi presise mål.

Begrunnelsene bak tiltakene i EU og i USA er ikke identiske:

For ECB har hensikten bak initiativene vært å avgrense krisen i eurosonen tilstrekkelig, slik at (1) frykt for at eurosonen brytes opp faller bort, og (2) sørge for at pengepolitikken sentralt virker i enkeltlandene².

I USA, derimot, vektlegger Federal Reserve tungt å bedre sysselsettingen idet å fremme maksimal sysselsetting er dens eksplisitte oppgave ved siden av besørge prisstabilitet. Sentralbanken argumenterer at den kan etterleve sitt mandat best ved nå å understøtte økonomisk vekst.

Vi anser risikoen for oppbrudd av eurosonen for vesentlig redusert av ECB. Effekter utover midlertidig avlastning vil imidlertid avhenge av om medlemslandene makter å fortsette sine strukturelle reformer og sine spareprogrammer uten å drepe for mye fremtidig vekst i prosessen.

Hvorvidt Federal Reserves kjøp av strukturerte boliglånprodukter ("mortgage-backed securities") vil ha den ønskede samfunnsøkonomiske effekten er gjenstand for intens faglig debatt, og det er et åpent spørsmål om så mye papirvolum som sentralbanken ønsker å få tatt

² I dag er for eksempel situasjonen at spanske datterselskaper med sammenlignbar risikoprofil som sine tyske morselskaper ikke lenger har adgang til kreditt til sammenlignbare renter, selv med morselskapsgaranti på plass.

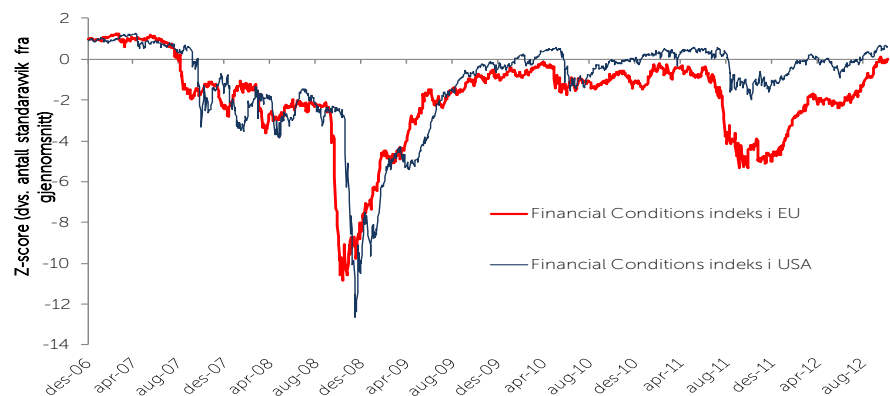
i faktisk er lett tilgjengelig. Men potensialet for en varig effekt er der: tiltakene kan muligjøre rimeligere boliglån for den del av befolkningen som i dag ikke har adgang, og når sentralbanken garanterer rekordlave signalrenter enda lenger ut i tid kan det hjelpe bedrifter å planlegge nye investeringer.

Store sentralbanker som er villige til å anvende sin verktøykasse i "ubegrenset" omfang for å oppnå sine mål bør investorer være varsomme med å kjempe mot – i hvert fall i en innledende periode. Det er rimelig å spørre om ikke den ekspansive pengepolitikken bare legger opp til at pengene blir mindre verd og at inflasjonspresset stiger? Vel, Japan har de siste 12 årene trykket mye penger og har holdt signalrentene nær null – mens japanske yen har steget ca. 1/3 i verdi i forhold til dollar over samme periode³.

Andre faktorer inn og indirekte mekanismer settes også i sving ved ekspansiv pengepolitikk enn kun "seddelpresse-effekten". To tredjedeler av investorer (alle aktiva og regioner, ikke bare aksjer) mener også at pengepolitikken som føres er den riktige⁴. Vi kan heller ikke helt ignorere at ECBs tiltak i dag har politisk støtte av både forbundskansler Merkel og finansminister Schaeuble i Tyskland og at flere tyske politikere har indikert at de faktisk kan akseptere noe høyere inflasjon i en periode - innspill som ikke representerer fotnoter når de kommer fra Tyskland.

Endret prising av risiko i kapitalmarkedene burde over tid smitte over i realøkonomien via lettere lånebetingelser til bedrifter og husholdninger og ved å redusere risikoen for deflasjon (som dreper investeringsvillighet). Vi kan observere graden av "friksjon" i kapitalmarkedene via serier som visualiserer finansielle rammebetingelser i en samlet graf⁵. I EU er markedssituasjonen samlet sett tydelig bedre nå enn i fjor høst:

"Finansielle rammebetingelser" indeks i EU og USA



På den politiske fronten understøtter nyhetsstrømmen også en mer varsom posisjonering inn i høsten. Det er blitt tydelig for forvalter at Tyskland nå holder tilbake utviklingen i EU på flere fronter. Landet roser på en konstruktiv måte reform- og spareprogrammene som gjennomføres i eurosoneens kriseland – men ønsker samtidig å opprettholde presset overfor enkeltland. Landet synes å mene at introduksjonen av nye EU mandater må vente til betingelsene er klare og gode nok til å vedta dem⁶. Enkelte politikere viser tegn til å foregripe begivenhetenes gang og trenger kanskje en kald dusj før realitetene synker inn...: når Spanias finansminister sier at "Spain doesn't need a bailout at all!"⁷ mens tyske, finske og nederlandske politikere sier at eksisterende spanske problemlån skal forbli Spanias problem, er det duket for opphetede diskusjoner. Neste toppmøte i EU er allerede 19. oktober der både utbetalingen av €31 milliarder til Hellas og tempoet på eurosoneens etablering av en bankunion vil bli intenst diskutert. Nesten 2/3 av investorer globalt

venter nå at Spania vil be om hjelp før nyttår⁸ mens Tyskland vil at Spania skal vente.

Investorer verden over har i stigende grad rettet fokus mot USAs såkalte "fiskale klippe": i januar neste år utløper \$563 milliarder (ca. 3,5% av BNP før indirekte virkninger) i skattelettelser og stimulustiltak, med mindre Kongressen vedtar noe annet. Kongressen kommer til å vedta noe annet: verdens største økonomi påfører ikke seg selv en alvorlig resesjon frivillig. Imidlertid husker vi hvordan politikere sommeren 2010 klarte å krangle om betingelsene for å øke USAs statsgjeld ("gjeldstaket") helt til timeglasset rant ut, og hvordan USAs bedrifter og markedene holdt igjen investeringer til situasjonen var avklart.

Med andre ord: selv situasjoner der en løsning åpenbart må komme kan først volde realøkonomien betydelig skade. Vi ser allerede tegn til slik tilbakeholdenhet gjennom spørreundersøkelser av bedrifter. Investorer flagger nå denne risikoen som betydelig større enn krisen i EU⁹.

3 Se for eksempel "Briefing: Currencies", The Economist, 6. oktober 2012.

4 Kilde: Bank of America Merrill Lynch Fund Manager Survey, oktober 2012.

5 Dette kan gjøres på mange måter: disse to indeksene samler (1) pengemarkedsrenter, (2) spreads i obligasjonsmarkeder, og (3) brede aksjemarkeder samt implisitt volatilitet i opsjoner på aksjeindekser i en likevektet kompositt indeks der y-aksen er antall standardavvik fra januar 1994-juni 2008 gjennomsnitt. Kilde: Bloomberg.

6 For eksempel har det tyske embetsverket fjernet formuleringer om autoritet til ECB vedrørende avvikling av banker og om et banksikringsfond fra EU kommisjonens utkast til medlemslandene. Tyskland nøler også med å gi ECB ansvar for kredittslyn med 6000 banker i eurosoneen, inkludert over sine egne Landesbanker.

7 Kilde: Luis de Guindos på London School of Economics, 4. Oktober 2012.

8 Kilde: Bank of America Merrill Lynch Fund Manager Survey, oktober 2012.

9 Kilde: Ibid.

SISSENER CANOPUS | MÅNEDSRAPPORT

www.sissener.no

30. juni - 30. september 2012

PORTEFØLJE

De største enkeltposisjonene ved utgangen av september var Renewable Energy Corporation (konvertibel obligasjon), Transocean, Nokia og Orkla. Fire posisjoner oversteg 5 % og summen av disse var 16 %. De største sektoreksponeringene er innenfor energi-, industri- og finanssektorene. Ved utgangen av måneden var vektingen på ca 75 % av egenkapitalen, hvorav ca 2/3 er plassert i aksjer og 1/3 i obligasjoner.

Utvalgte kommentarer

Orkla	I begynnelsen av oktober annonserte Orkla at de har besluttet å lansere tilbud av aksjer i Borregaard til notering på Oslo Børs, og gitt en vellykket gjennomføring vil aksjene noteres den 18. oktober. Orkla vil sitte igjen med eierandel på mellom 5-20 %, avhengig av en eventuell overtildeling på inntil 15 %. Prisingen tilsier en <i>enterprise value</i> på mellom 3 – 3,5 milliarder. Forvalter synes prisingen er noe lav, men er ikke overrasket ettersom selskapet mislyktes med å finne en industriell kjøper og at en rabatt må forventes ved en børsnotering. Selskapet opererer avanserte bioraffinerier hvor spesial cellulose og lignin er hovedproduktene. Med høye inngangsbarrierer, en diversifisert portefølje og forskjellige igangsatte vekstinitiativer, synes forvalter prisingen på selskapet ser spennende ut. Orkla fortsetter med dette å levere på sin strategi om å rendyrke selskapet og vi forventer at denne utviklingen vil fortsette å fremheve underliggende verdier.
Storebrand	Vi forventer at selskapet vil levere et godt 3. kvartal drevet av lavere renter og kredittmarginer og at deler av resultatet vil brukes til å bygge buffer i kundeporteføljene og avsetninger for lengre levetid for kundene. Restruktureringsplanene er fortsatt i rute og ytterligere avklaringer fra reguleringsmyndighetene bør fortsette å øke visibilitet i aksjen.
RCL	I RCL har forvalter etter en avventende tilnærming nå blitt mer positiv etter at seneste data tyder på at den negative effekten av Costa ulykken begynner å gi seg samt at bedre on-board spending tyder på økt kjøpsvilje blant kundene. I tillegg til dette underbygges caset av lav flåtevekst og lav prising.
Nokia	Forvalter fortsetter å ha et positivt syn på selskapet basert på forventninger om et solid salg av Lumia telefonen, men også suksess i salget av såkalte feature phones (under merkenavnet ASHA) som er viktig i emerging markets hvor store deler av befolkningen ikke har råd til dyre smart phones. Med avanserte feature phones får en større andel av denne populasjonen mulighet til å ta del i bølgen av surfing, sosiale applikasjoner og spill på mobil. Selskapet går en spennende tid i møte med flere kommende hendelser som kan være av stor betydning for selskapet; LUMIA salget starter i begynnelsen november, Microsoft skal ha flere store arrangement hvor Windows 8 lanseres og Nokia forventes i nærmeste fremtid å lansere en tablet.
Transocean	Nyhetsstrømmen rundt boreentreprenøren Transocean byr fortsatt på dramatik: 27. september instruerte den føderale retten i Rio de Janeiro selskapet om at de innen 30 dager måtte stoppe all boreaktivitet på brasiliansk sokkel, med bakgrunn i lekkasjen på Chevron-opererte Frade feltet i fjor. Både det lokale petroleumstilsynet (ANP) og Petrobras flagget raskt sterk støtte til Transocean (som allerede har 9 rigger i drift i Brazil og forblir en kritisk tjenesteleverandør til landet: vi kan tenke oss effekten i næringen dersom en dommer besluttet å kaste Seadrill ut av norsk sokkel innen en måned (!) - spesielt når Transoceans riggmanskap stoppet lekkasjen raskt og korrekt, og ikke beskyldes for å ha gjort noe galt av hverken Chevron eller ANP. 30. september annonserte Transocean at nest høyeste rettsinstans i landet hadde suspendert 30-dagers tidsfristen slik ANP hadde bedt om på oppfordring av Petrobras. Hendelsen illustrerer noen av utfordringene vestlige selskaper strir med når de selger tjenester til Brazil, men kraften og hastigheten i støtten viser også også hvor viktig Transocean anses for å være for landet. Transocean forblir en viktig driller i porteføljen: ja, selskapet har gjort betydelige feil - noe prisingen og utskiftingene av ledelse allerede vitner om, men selskapet forblir helt grunnleggende en driller av høy kvalitet med sterk bedriftskultur hvor betydelig og underpriset cash flow strømmer i tiden fremover.
Høegh LNG 2017 Bond	Obligasjonen har en kredittmargin på NIBOR + 6 % og 5 års løpetid. Obligasjonen understøttes av en konservativ forretningsmodell med en sterk markedsposisjon for selskapet. Lange kontrakter med solide motparter og en solid finansiell likviditetsposisjon gjør at forvalter mener risk/reward i obligasjonen er attraktivt.

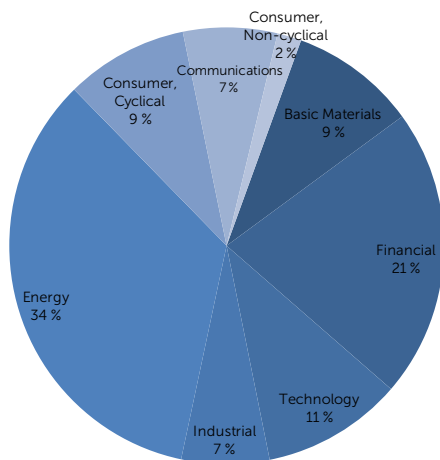
Oslo, 16. oktober 2012

SISSENER CANOPUS | MÅNEDSRAPPORT

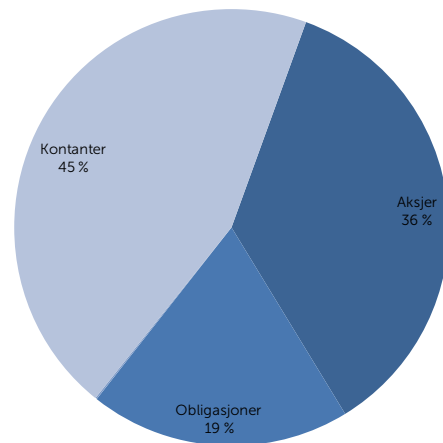
www.sissener.no

30. juni - 30. september 2012

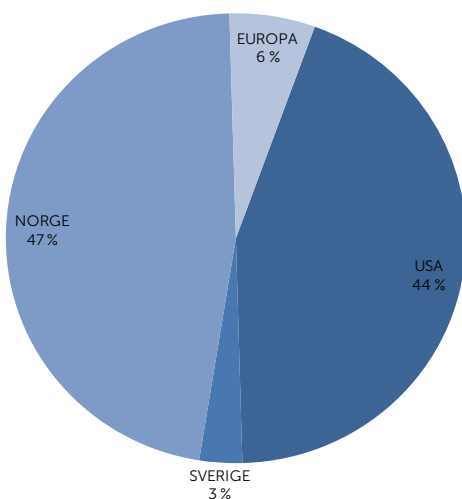
FORDELING ETTER SEKTOR*



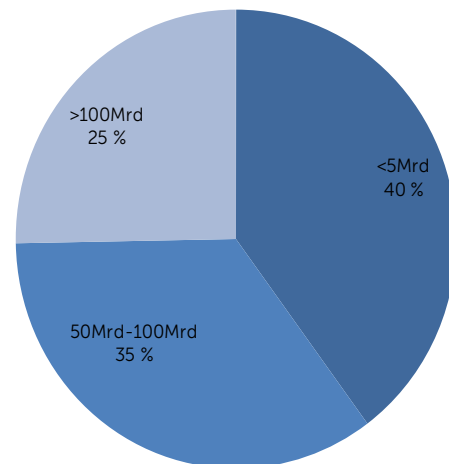
FORDELING ETTER AKTIVAKLASSER*



FORDELING ETTER GEOGRAFI*



FORDELING ETTER SELSKAPSTØRRELSE*



*Basert på markedsverdi

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 verdisetting 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