

Opptur med oppvoksende markeder

Pessimistene tok feil. Med vekstmarkedene i førersetet ble den globale veksten i 2010 solide fem prosent. Aksjefondssparerne kunne glede seg over nok et godt år, også de som satset på gjeldstunge land som USA.

Side 24

6 - 9

Inflasjonsfaren øker

Konsekvensene for verdens-økonomien og våre fond ved en stigende inflasjon.

10

Tankens makt

Når alle følger saueflokken kan de som går egne veier lykkes på egen hånd.

22

Bobler i vekst?

Strømmen av investorer til vekstmarkedene kan på sikt føre til bobletendenser.

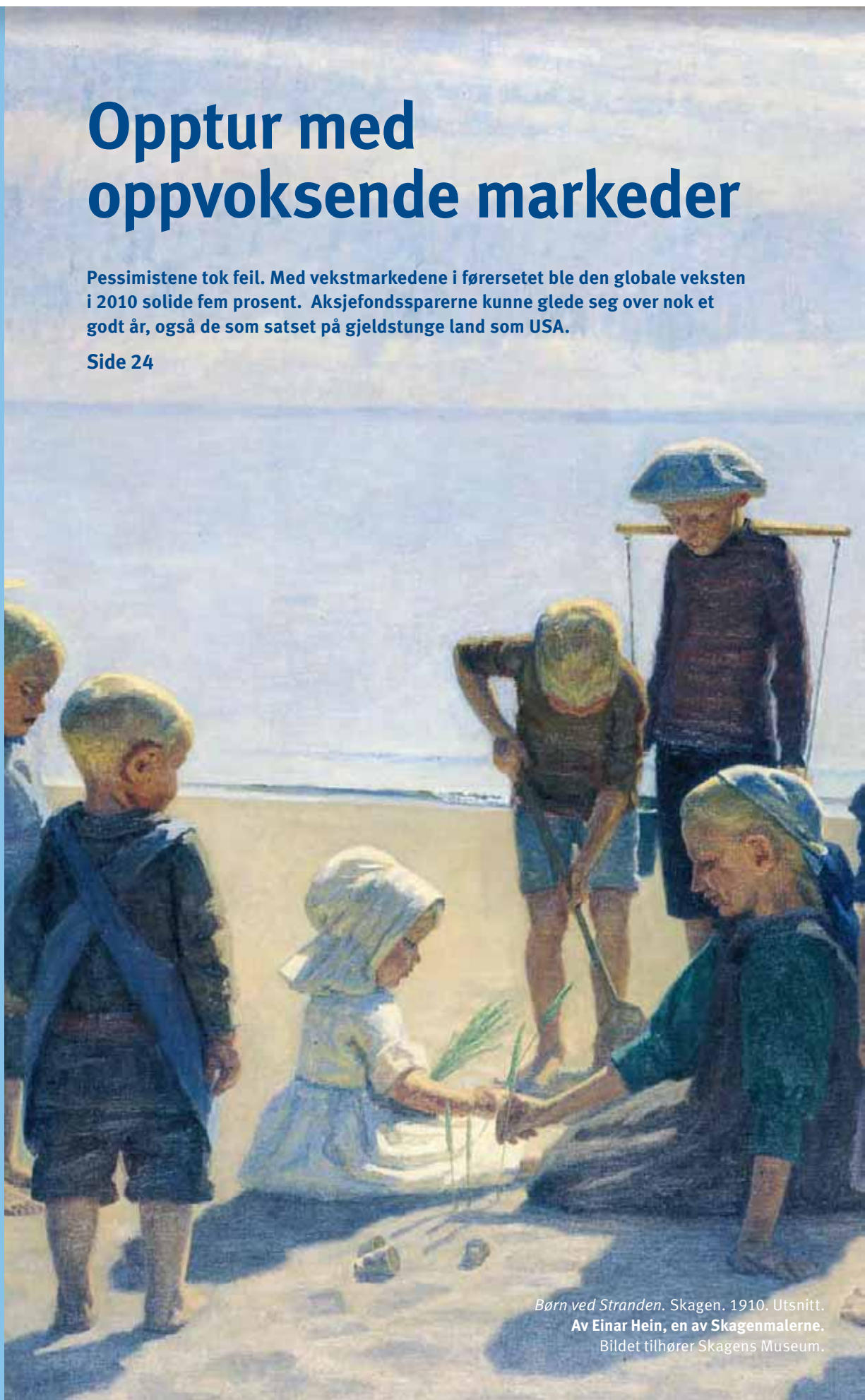
18



Kristoffer Stensrud

Idémakeren

Porteføljene er fulle av mer eller mindre kjente selskaper. Kristoffer Stensrud forteller hvordan han finner dem.



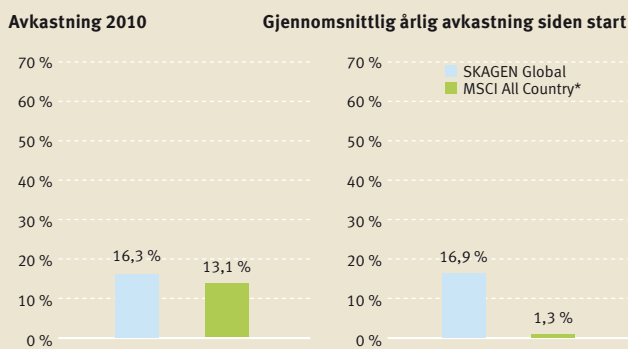
*Børn ved Stranden. Skagen. 1910. Utsnitt.
Av Einar Hein, en av Skagenmalerne.
Bildet tilhører Skagens Museum.*

Bra til slutt

Til tross for urolige markeder i første halvår har de fleste av SKAGENs fond gitt bedre avkastning enn sine respektive indekser. SKAGEN Vekst havnet litt bak sin referanseindeks, de øvrige to aksjefondene slo sine indekser. Andelseiere i SKAGEN Tellus har god grunn til å være fornøyd, mens SKAGEN Avkastning skuffet. Pengemarkedsfondene leverte god avkastning i et lavrenteregime.

SKAGEN GLOBAL

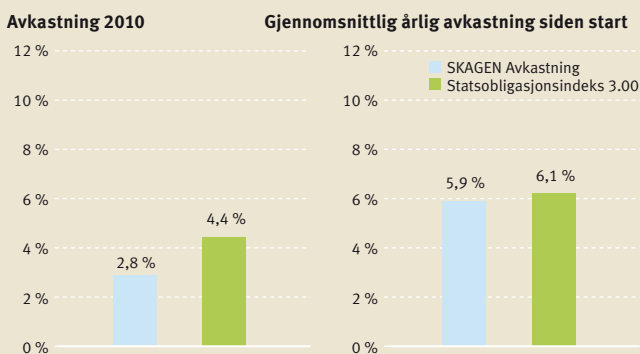
Forvalter: Kristian Falnes Oppstart: 7. august 1997



* Før 1.1.2010 var indeks MSCI World (NOK)

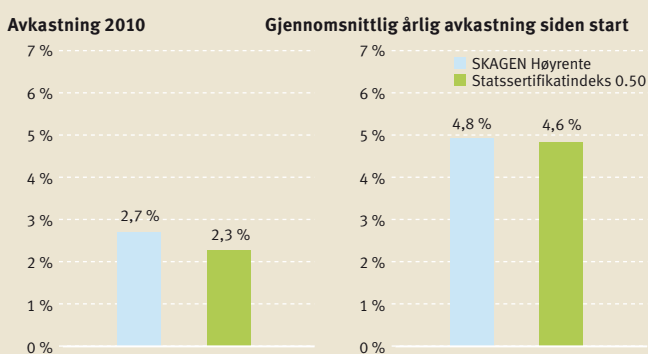
SKAGEN AVKASTNING

Forvalter: Jane Tvedt Oppstart: 16. september 1994



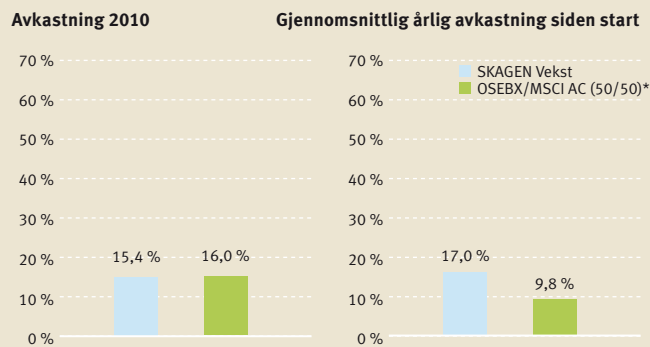
SKAGEN HØYRENT

Forvalter: Ola Sjöstrand Oppstart: 18. september 1998



SKAGEN VEKST

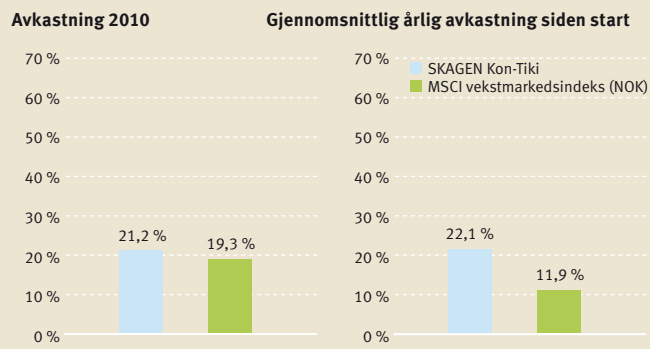
Forvalter: Beate Bredeesen Oppstart: 1. desember 1993



* Før 1.1.2010 var indeks Oslo Børs hovedindeks

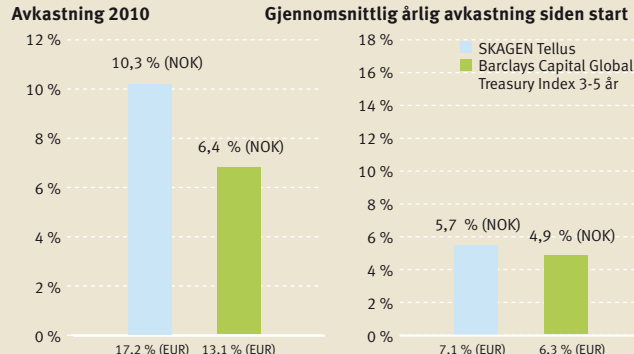
SKAGEN KON-TIKI

Forvalter: Kristoffer C. Stensrud Oppstart: 5. april 2002



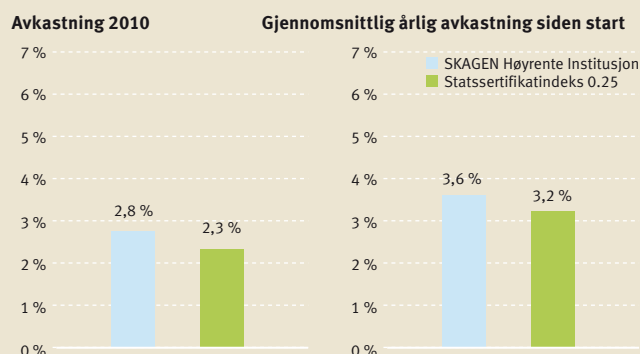
SKAGEN TELLUS

Forvalter: Torgeir Høien Oppstart: 29. september 2006



SKAGEN HØYRENT INSTITUSJON

Forvalter: Ola Sjöstrand Oppstart: 14. mars 2003



SKAGEN Fondene investerer i Undervurderte, Underanalyserte og Upopulære selskaper over hele verden. SKAGEN AS ble opprettet i Stavanger i 1993, og er en av landets ledende fondsforvaltere.

Postadresse:

SKAGEN AS
Postboks 160
4001 Stavanger
Organisasjonsnr:
867462732
www.skagenfondene.no

Telefonnr.: 04001

Redaksjon:

Margrethe Vika, redaktør
Tore Bang, fagredaktør
Ole-Christian Tronstad, redaktør
Trygve Meyer, journalist
Christian Jessen, journalist
Michael Metzler, journalist
Parisa Kate Lemaire, journalist

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 reflekterer porteføljeforvalternes syn på ett bestemt tidspunkt, og dette synet kan endres 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.

SKAGEN anbefaler alle som ønsker å investere i våre fond å ta kontakt med en kvalifisert kundesrådgiver på telefon 04001. Du kan også sende epost til kundeservice@skagenfondene.no

Innkalling til valgmøte for verdipapirfondene forvaltet av SKAGEN

Vi ønsker andelseiere i SKAGEN Fondene velkommen til valgmøte i Stavanger Konserthus onsdag 2. mars kl. 18.00 – 21.00.

Valgmøtet vil bli direkte overført på www.skagenfondene.no slik at flest mulig kan følge med.

Til behandling på valgmøtet foreligger:

1. Valg av møteleder og to andelseiere til å undertegne protokollen
2. Styrets årsberetning
3. Revisors beretning
4. Valg av ett styremedlem til styret i SKAGEN AS (Valgkomiteen innstiller at nåværende styremedlem Jan-Henrik Hatlem velges som andelseiervalgt styremedlem med varighet til 2013).
5. Valg til valgkomiteen (Styret innstiller at Mette Lundh Håkestad velges med varighet frem til 2014).
6. Innsendte spørsmål fra andelseierne

På valgmøtet gir hver andel én stemme. Andelseiere kan stemme ved fullmektig. Ingen møtedeltaker kan avgi stemme for mer enn 1/3 av samtlige stemmer representert på møtet. Godkjent fullmaktskjema er tilgjengelig på www.skagenfondene.no eller ved å ta kontakt med Kundeservice på telefon 04001. Husk å ta med legitimasjon og eventuell firmaattest.

En andelseier har rett til å få drøftet spørsmål som meldes skriftlig til styret i forvaltningsselskapet innen én uke før valgmøtet holdes. Med unntak av valgene kan valgmøtene ikke treffe vedtak som binder fondene eller forvaltningsselskapet.

Fondssamtale med Einar Lunde

Etter at den formelle delen av valgmøtet er over vil investeringsdirektør Kristian Falnes fortelle om utsiktene fremover. Deretter blir det fondssamtale med porteføljeforvalterne og administrerende direktør Harald Espedal. Andelseierne får da mulighet til å stille spørsmål både via sms eller direkte fra salen. Fondssamtalen blir ledet av Einar Lunde som har vært utenrikskorrespondent og nyhetsanker i NRK Dagsrevyen i 40 år. Han er nå tilknyttet First House i Oslo som assosiert partner.

Nærmere informasjon og påmeldingsskjema finner du på www.skagenfondene.no eller ta kontakt med Kundeservice på 04001. Påmeldingsfrist er 28. februar. Det blir servering av god mat og drikke. Møtet er åpent for alle. Ta gjerne med venner og familie som vil høre mer om SKAGEN.

Med vennlig hilsen
styret i SKAGEN AS



Martin Gjelsvik
Styrets leder

INNHALDSFORTEGNELSE

2	Hovedtrekk fond	22	Aksjebobler i vekstmarkedene
3	Innkalling til valgmøte	24	Porteføljeforvalternes beretning om fondene
4	Leder	43	Priser og utmerkelser
6	Inflasjon som støtpute	44	Avkastnings- og risikomålinger
8	Aksjeplukking i inflasjonens skygge	46	Eierstruktur
10	Hvorfor det er mulig å slå markedet	47	Styrets beretning – spennende år for andelseierne
12	Kundenes tillitsmenn	50	Årsregnskap
14	De siste skal bli de første	52	Generelle noter
16	Fondssparing - enkelt og greit	66	Revisjonsberetning
18	Hvor får vi det fra?	68	Slik skaper vi resultater
20	Balansekunst		

Tro og tvil

2010 har vært året for tro og tvil i en todelt verden, også for andelseierne i SKAGENs fond. Til tross for gjeldskriser og moderat vekst i den vestlige verden har den globale økonomien vokst totalt 5 prosent. Når historiebøkene skal skrives, vil 2010 gå over i historien som nok et bra fondsår.

Harald Espedal

ADMINISTRERENDE DIREKTØR



I SKAGEN pleier vi å råde kundene våre til å spre sparingen sin. For 2010 har det vært et spesielt godt råd. Dette året har til fulle bevist vår hypotese om en todelt verden fra et par år tilbake. For mens den vestlige verden har opplevd gjeldskriser og moderat vekst har vekstmarkedene stått for en betydelig del av avkastningen til våre andelseiere. Totalt har våre fond levert over 15 milliarder norske kroner i avkastning til andelseierne, et resultat vi er svært tilfreds med.

Startet svakt

2010 startet med et svakt første halvår, mens siste halvdel var sterk. Fasit for året viser at både SKAGEN Global og SKAGEN Kon-Tiki slo sine respektive referanseindekser, mens SKAGEN Vekst havnet så vidt bak sin. SKAGEN Global leverte 16,3 prosent avkastning til andelseierne, mot referanseindeksens 13,1 prosent. Vekstmarkedsfondet SKAGEN Kon-Tiki oppnådde 21,2 prosent, mot vekstmarkedsindeksens 19,3 prosent. SKAGEN Vekst havnet så vidt bak sitt målepunkt med en avkastning på 15,4 prosent mot referanseindeksens 16,0 prosent.

På rentesiden hadde obligasjonsfondet SKAGEN Tellus et strålende år. Andelseierne i fondet fikk 10,3 prosents avkastning på sparepengene, mot referanseindeksens 6,4 prosent. I fondets basisvaluta euro presterte fondet 17,2 prosent mot referanseindeksens 13,1 prosent. SKAGEN Avkastning skapte ikke

særlig meravkastning utover pengemarkedsrenten, med 2,8 prosent, mot referanseindeksens 4,4 prosent. Pengemarkedsfondene SKAGEN Høyrente og SKAGEN Høyrente Institusjon viste meget god avkastning i et lavrenteregime, med henholdsvis 2,7 og 2,8 prosent avkastning. Begge fondene slo referanseindeksene, som begge endte året på 2,3 prosent, samt penge-markedsrenten.

I mars valgte porteføljeforvalter Filip Weintraub å forlate SKAGEN og startet sitt eget forvaltningsselskap i Stockholm. I den forbindelse trakk analysebyrået Standard & Poor's forskriftsmessig toppkarakterene til både SKAGEN Global og SKAGEN Vekst etter forvalterbyttene. I løpet av året har SKAGEN Global fått en respektabel dobbel-A rangering mens karakteren til SKAGEN Vekst er ventet i mars 2011.

Det britiske analyseselskapet Citywire har i løpet av året kåret SKAGEN Global til nummer 8 av 432 fond i sin klasse og SKAGEN Kon-Tiki til nummer 3 av 75. I tillegg plasserer Citywire SKAGEN Kon-Tiki på andreplass av europeiske vekstmarkedsfond i sin Euro Star-rangering.

Todelt år

2010 ble et svakere år enn 2009, på grunn av noe svakere avkastningstall enn året før. Forvaltningskapitalen økte fra 94,7 milliarder norske kroner til 110,3 milliarder kroner. Det er en økning på 17 prosent, og fordeler seg med 102,6 milliarder kroner i våre tre aksjefond og

7,6 milliarder i rentefondene våre.

Også her opplevde vi en todeling: Første halvår nettoinnløste kundene to milliarder kroner fra fondene, av to årsaker. For det første på grunn av usikkerheten norske institusjonelle kunder og PPM-rådgiverne følte etter at Filip Weintraub sluttet. Den andre årsaken var markedsuroen i mai og juni. Det er gledelig å konstatere at SKAGEN Global har slått verdensindeksen med drøye seks prosentpoeng siden Kristian Falnes overtok som hovedforvalter i mars til dags dato.

I andre halvår ble nettoinnløsningen snudd og vi endte fjoråret med en nettotegning på 191 millioner norske kroner. Dette er mindre enn tidligere år. Aksjefondene hadde netto tegning på 343 millioner kroner, mens rentefondene hadde netto innløsning på 151 millioner kroner. Ser vi nærmere på tallene er det flere lyspunkt. De største bidragene kom i fjor fra det nederlandske markedet med 1850 millioner kroner, og hjemmemarkedet Danmark bidro med 1100 millioner kroner.

Etterlyste endringer

For første gang var det netto innløsning fra det svenske markedet. Dette skyldes ene og alene den svenske premiepensjonsmyndigheten (PPM). Utover dette var det god vekst i det svenske markedet. I fjor etterlyste vi endringer i det svenske pensjonssystemet for å hindre store bevegelser ut og inn av fondene med kort tidshorisont, såkalte masseflyttinger. Vi har i



Fangsten deles. 1885.
Av Viggo Johansen, en av Skagenmalerne.
Bildet tilhører Skagens Museum.

2010 endte som et bra år for SKAGENs andelseiere. Selv om noen alltid vil hevde det er uværsskyer i vente vokste den globale økonomien med 5 prosent, ledet av vekstmarkedene.

lengre tid merket økt handel innen PPM i forbindelse med svenske rådgivningsselskaper. Disse masseflyttingene har nådd størrelser opp mot milliardbeløp. SKAGEN Fondene er konstruert for langsiktig sparing, og kortsiktige masseflyttinger skaper konsekvenser enten det dreier seg om tegning eller innløsning. Konsekvensene er mer administrativt arbeid, som tar tid bort fra forvalternes analysearbeid, og økte transaksjonskostnader. Vi har derfor sagt at SKAGEN kommer til å avnotere samtlige fond i premiepensjonssystemet om det ikke settes i verk tiltak innen 1. juni 2011 som kan hindre masseflyttinger, slik at kunder med langsiktig tidshorisont får det produktet de forventer.

Amsterdam neste

I tråd med vår internasjonale satsing åpnet vi i løpet av året det første kontoret utenfor Skandinavia. I mai var det høytidelig åpning av vårt London-kontor som ligger i West End i nærheten av St. James's Palace. I starten har de tre ansatte ved kontoret hovedfokus på eksisterende kunder i Storbritannia, som har mer enn 8 milliarder kroner investert hos oss.

Ekspansjonen fortsetter også i 2011. I løpet av året vil vi åpne et kontor i Amsterdam for å

yte service til eksisterende og nye nederlandske kunder.

Snakk med oss

En av våre viktigste målsettinger er å gi kundene våre så god service og oppfølging som mulig. I løpet av året har vi lansert en rekke nye tjenester som vi håper vil gjøre fondssparing enklere og informasjonen rundt dette mer tilgjengelig. Et av de største prosjektene våre har vært å lansere nye nettsider for alle markeder, på en rekke språk. Hensikten er å øke tilgjengeligheten, slik at kundene skal finne flere veier til å finne svar på spørsmålene sine og finne enkle måter å handle fond på. For de som er mye på farten har vi utviklet egne nettsider for de fleste mobiltelefoner.

Blant annet har vi gjort det enklere å opprette spareavtaler og gi bort fondsandeler i gave med BankID. Nå kan du bruke den samme innloggingen du bruker til nettbanken din til enkelt å opprette spareavtaler og gavebrev med et par klikk. Du kan selvfølgelig også bruke BankID til å logge deg inn på nettjenesten Min konto. SKAGEN var blant de første fondsforvalterne til å ta i bruk BankID, og vil fortsette å utvikle tjenester som skal gjøre det enklere å få over-

sikt over andelene dine.

Mange foretrekker å snakke med oss direkte, enten ansikt til ansikt eller på telefon. Det synes vi er veldig hyggelig og alle kunder er hjertelig velkommen til å ringe oss på telefon 04001 eller stikke innom et av våre kontorer. Du finner adresser og kart på de nye nettsidene våre.

Velger optimisme

Bildet for 2011 er ikke skyfritt. Farer som gjeldskrise i Sør-Europa og inflasjonsfare i vekstmarkedene er fortsatt tilstede. Likevel velger vi å være optimistiske ved inngangen til 2011. Året starter med utsikter til god global vekst og fortsatt forholdsvis lave renter. Verdsettelsen i aksjemarkedet totalt sett er moderat, og i våre fond har vi lyktes med å finne aksjer som er priset til solid rabatt i forhold til markedene generelt.

Det fine med en todelt verden er at det er lov å ha flere tanker i hodet samtidig. Dystre utsikter i én sektor kan oppveies av lyse utsikter i en annen. Verden er sjelden så svart/hvit som pessimistene vil ha det til.

Inflasjon som støtpute

De offentlige underskuddene i mange vestlige land har ikke vært større siden andre verdenskrig, og statsgjelden har skutt i været. Det øker faren for inflasjon.

Alle resesjoner gjør dype innhugg i statsbudsjettene. Det spesielle denne gang er at myndighetene har brukt en stor dose såkalt keynesiansk motkonjunkturpolitikk. Utgiftene er økt betydelig for å demme opp for nedturen. Men ikke alle land har hatt råd til dette, og har derfor endt opp med skakkjørte statsfinanser. Det kan få ubehagelige konsekvenser for inflasjonen fremover.

Når gjeld er gjeld

Det er viktig å skille mellom land med egen sentralbank og land som har "outsourcet" sin pengepolitikk. Når statsgjelden eksploderer i land som Hellas og Irland, har ikke det noen direkte konsekvens for inflasjonen i eurosone. Deres statsgjeld er å regne som gjeld i fremmed valuta. Valget disse da står overfor er enten å snu raskt rundt på sine statsfinanser, eller misligholde statsgjelden. De har jo ikke sin egen sentralbank, og kan dermed ikke inflatere seg bort fra gjeldsproblemene.

Det er som et lite firma som i all hovedsak er finansiert med lån i den lokale banken. Går firmaet med underskudd, er det lite egenkapital som kan ta støytten. I stedet får man ganske snart problemer med å betjene banklånet.

Når gjeld er som aksjer

Land med egen sentralbank har en annen utvei hvis statsgjelden løper løpsk: Man kan la pengeverdien fungere som støtpute.

Tenk deg et børsnotert selskap. Underskudd og uro for fremtiden slår først og fremst ut i aksjekursen. Verdien på egenkapitalen synker. Gjeldsforhandlinger er først aktuelt hvis hele egenkapitalen holder på å gå tapt.

Pengeverdien i et land har i prinsippet samme funksjon som aksjekursen i et børsnotert selskap. Om statsfinansene kommer i ulage, kan pengeverdien ta støytten. Siden det aller meste av statsgjelden typisk er nominell gjeld, betyr et fall i pengenes verdi at den reelle verdien av statsgjelden synker. Dermed bringes det igjen balanse mellom statsgjelden og fremtidige overskudd på statsbudsjettet.

Men at pengene faller i verdi betyr selvsagt at man har en periode med høy inflasjon. Og



Foto: Bloomberg

Statsgjelden i Storbritannia har økt kraftig de siste årene. Sjefen i Bank of England Mervyn King har lagt seg på en permanent lavrentelinje.

det spesielle med denne form for inflasjon er at det ikke skyldes at sentralbanken bommer med rentesettingen. Inflasjonen skyldes heller ikke for mye penger, men for mye statsgjeld. Økonomene kaller dette for fiskal inflasjon.

Vekstmarkedskriser

Vi har de siste tiårene opplevd denne type kriser i noen vekstmarkeder. De underliggende årsakene har variert, men typisk har krisen materialisert seg ved at tilliten til de lokale statsfinansene har sviktet. Ofte har dette hengt sammen med kredittkriser og bankgjeld som plutselig ble statsgjeld.

Dette har medført en generell flukt fra landets statsgjeld og valuta, som i neste omgang har dradd opp prisnivået. Kombinasjonen av lavere valutakurs og høyere prisnivå (fallende pengeverdi) har så lagt grunnlaget for sunnere statsfinanser og en bedre utvikling i økonomien.

Slike kriser har noen ganger kommet svært overraskende på mange. Poenget er at investo-

rer er fremoverskuende. Det som betyr mest er derfor ikke underskudd og statsgjeld her og nå, men hva de tror om underskudd og statsgjeld frem i tid. På samme måte som investorene vurderer kursen på et selskaps aksjer.

Maktesløse sentralbanker

Vi tar det ofte for gitt at sentralbankene kan styre inflasjonen. Men en vellykket statsbank må alltid ha oppbakking fra sunne statsfinanser. Det er ofte fint lite sentralbankene kan gjøre hvis myndighetene utsteder langt mer gjeld enn investorene tror de makter å betale tilbake.

Skal pengepolitikk kunne stoppe inflasjonen må sentralbanken i så fall være svært tidlig ute med å heve styringsrenten kraftig. Men legg merke til at en kraftig tilstramming av pengepolitikken kan gjøre vondt verre for statsfinansene. For statens renteutgifter øker jo når rentene settes opp. Så hvis markedet først tror statsfinansene er alvorlig ute og kjøre, hjelper det ikke alltid med en tøff sentralbank.



Gary Boone gjør klar en bunke hundredollarark før de skjæres til separate sedler.

Foto: Bloomberg

Og med høyere vekst, stiger også statsinntektene. Dermed blir kanskje ikke underskuddene de neste årene fullt så store som man inntil nylig fryktet. Det er selvsagt et godt tegn. For ved siden av kontroll med statsutgiftene er en kontinuerlig vekst i skattegrunnlagene alfa og omega for tilliten til statsfinansene.

Hva så med Europa?

I EU-landet Storbritannia, som har sin egen valuta, er statsgjelden vokst voldsomt de siste to årene. Selv om inflasjonen allerede er tiltakende, synes det som om Bank of England har lagt seg på en permanent lavrentelinje. Men den nye regjeringen har lansert en statsfinansiell hestekur, så kanskje de klarer å stabilisere statsgjelden før pengeverdien tar støten.

I eurosoneen har fokuset vært på de enkelte landenes problemer, men samtidig har også samlet statsgjeld i euro galoppert. Selv kjerne-landene i eurosoneen har hatt massive budsjettunderskudd. Det betyr at selv om enkeltland ikke kan inflatere seg ut av problemene, kan et fall i pengenes verdi presse seg frem om den samlede gjelden i eurolandene ikke stabiliserer på et nivå som står i forhold til forventede fremtidige overskudd.

Selv mektige ECB kan altså bli satt på sidelinjen hvis markedet begynner å bli urolig for den totale gjeldsbelastningen til eurolandene.

Fremdeles mye å gå på?

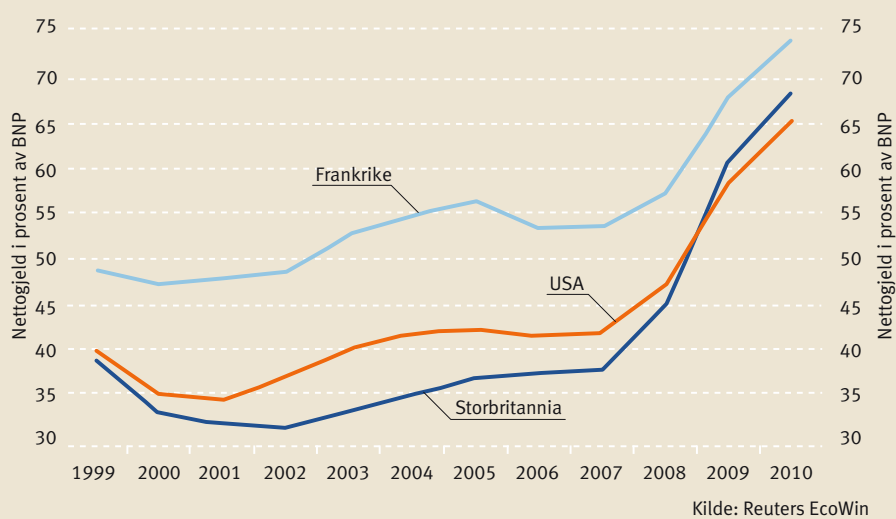
Erfaringene fra Japan viser at de mest utviklede landene kan ha mye å gå på før tilliten til statsfinansene må gjenopprettes via et fall i pengenes verdi.

I Japan har netto statsgjeld steget til ca. 115 prosent av BNP, et godt stykke over nivåene i USA, Storbritannia og eurosoneen. Etter at landet skled inn i stagnasjon på 1990-tallet ble det ført en febrilsk underskuddspolitik. Men så langt er det ingen tegn å spore til at yenen er under press. Ettersom landet har hatt deflasjon har faktisk den innenlandske verdien av pengene økt. Men Japan er i en særstilling med svært høy formue i privat sektor. En formue som potensielt kan beskattes.

Det er håpløst å tidfeste når en eventuell fiskal inflasjon kan inntreffe. Det blir som å prøve å spå akkurat når et selskaps aksjer skal stupe i kurs. Alt avhenger av nyheter som får investorene til å endre sitt syn på fremtidige skatteinntekter og statsutgifter.

Det som imidlertid er klart er at desto høyere statsgjelden i utgangspunktet er, desto mindre toleranse har markedet for dårlige statsfinansielle nyheter.

NETTOGJELD I PROSENT AV BNP



Det er derfor sentralbankene er så opptatt av statsfinansenes helsesituasjon. De vet at uten finanspolitisk armslag kan ikke pengepolitikken gjøre jobben.

Faren er kanskje størst i USA

Den siste resesjonen var verdensomspennende, men rammet den utviklede delen av verden klart hardest. Det var da også her myndighetene både hadde minst å gå på, samt brukte mest penger i et forsøk på å blåse liv i økonomiene.

I de fleste vekstmarkedsland har det vært ført en ganske edruelig finanspolitikk. Etter Asia-krisen på slutten av 1990-tallet har mange land bygget opp finansielle reserver. Vi vurderer derfor faren for såkalt fiskal inflasjon som jevnt over større i de utviklede landene enn i de fremvoksende økonomiene.

Spesielt stor synes inflasjonsfaren å være i USA. Her har pengepolitikken i praksis inn tatt en passiv rolle, og det eneste politikerne synes å være enige om er å øke statsutgiftene. Samtidig vet vi at utgiftene til statlige velferdsprogrammer kommer til å øke kraftig i årene som kommer.

Nå har riktignok de siste nøkkeltallene fra amerikansk økonomi overrasket på oppsiden.

Hva skjer med pengene våre?

SKAGENFONDENE.NO



Torgeir Høien

PORTEFØLJEFORVALTER



Aksjeplukking i inflasjonens skygge

Inntil nylig var faren for deflasjon et omtalt tema. Nå har fokus skiftet til stigende priser og hva et høyt inflasjonsnivå vil bety for aksjemarkedet. Inflasjon gir både muligheter og utfordringer på selskapsnivå. I et slikt klima vil aksjeplukking normalt komme til sin rett og være viktigere enn noen gang.

2010 var preget av sterk global likviditet og kapitalflyt inn i vekstmarkedene. Utviklingen kom på bakgrunn av et globalt lavrenteregime, kvantitative lettelsener i USA, en sterkere risikoappetitt og store veksttaktforskjeller mellom vekstmarkeder og utviklede land. Vi har derfor sett tegn til økte investeringer i vekstmarkedene – en trend vi tror vil vedvare.

Utviklingen kan skape spenninger; både valutakrig og kapitalkontroll er allerede høyt oppe på fryktlisten. Videre kan det også lede til bobler og inflasjonspress i vekstmarkedene på mellomlang sikt.

Investorenes risikovillighet fluktuerte i 2010. For bare et halvt år siden ledet frykten for en nedtur til fornyet bekymring rundt deflasjon. Nyere data har redusert denne bekymringen på grunn av bedret økonomisk utvikling og stigende råvarepriser. Bekymringen er nå erstattet med frykten for høye økninger i det generelle prisnivået, og da spesielt i vekstmarkedene.

Viktig del av analysen

Det nåværende inflasjonsnivået er fortsatt under kontroll. Overskriftsinflasjonen er sterkt påvirket av matvarepriser som har skutt i været på grunn av ekstreme værforhold, og forventes å avta igjen. Men, det økonomiske klimaet er en perfekt yngleplass for inflasjon. Det er nettopp derfor spørsmålet om hvordan inflasjon påvirker aksjer har krøpet høyt opp på dagsorden for det kommende året.

Det å forstå hvordan et potensielt inflasjonsnivå vil påvirke et selskap er en fundamental del av den analysen vi gjør før vi kjøper oss inn i nye selskaper. Likeledes er det en del av det vi overvåker for eksisterende investeringer. Det kommer selvfølgelig i tillegg til andre faktorer som for eksempel det å analysere valutarisiko, selskapets finansielle stilling og vekstutsikter. Det er vanligvis når ting ser usikkert ut at det oppstår muligheter og aksjeplukking kommer til sin fulle rett.



Jernmalm leveres i Shanghai. I tider med inflasjon blir evnen til å kunne heve prisene en konkurransefordel. Verdens største jernmalmproducent, Vale, gikk over til kvartalsvise prisforhandlinger. Det slo svært gunstig ut på selskapets inntjening.

Foto: Bloomberg

Hva skjer på selskapsnivå?

I inflasjonstider kan dynamikken i mange sektorer forandre seg og bli snudd på hodet, og gode selskaper kan etablere nye kilder til konkurransefortrinn.

Et mer effektivt prisingssystem, en bedre sourcing strategi og vertikal integrasjon kan vise seg nyttig. Selskaper med langsiktige råvarekontrakter uten klausuler for prisøkninger, lavere lønnskostnader enn konkurrentene og integrasjon nedover i verdikjeden som gir mindre eksponering mot prisøkninger vil ha fortrinn. Høyere marginer og en sterkere finansiell posisjon enn konkurrentene kan også gjøre det mulig å vente lenger med å øke prisene. Dermed kan en vinne markedsandeler på bekostning av de selskapene som er dårligere stilt.

Prisingsmakt er spesielt viktig. Noen selskaper kan med enkelhet øke prisene når kostnadene øker på grunn av inflasjon. Høyere priser kan igjen føre til høyere inntjening. Vale, verdens største produsent av jernmalm og en SKAGEN Kon-Tiki investering, var på rett side av utviklingen i 2010. Historisk har jernmalmpriene blitt forhandlet én gang i året mellom Vale og deres kunder. I første kvartal gjorde Vale om på dette systemet og gikk over til kvartalsvis prisjustering. Dette har gitt raskere prisøkninger på grunn av begrenset tilbud og sterk etterspørsel. Dette gjorde videre at forventningene til inntjeningen for året ble økt

med 100 prosent i løpet av året. På andre siden av gjerdet finner man stålprodusentene, som enten måtte sende prisøkningene videre til sine kunder (som bilindustrien og maskinprodusenter), eller akseptere lavere marginer.

Når vi først er inne på bilprodusenter så eier SKAGEN Kon-Tiki også aksjer i Hyundai Motor. En skulle regne med at dette selskapet ville bli negativt påvirket av økte stålpriser, men de har klart å sende regningene videre til kundene på grunn av sterk etterspørsel og nye (dyrere) bilmodeller.

Mange selskaper er sårbare i perioder med høy inflasjon. Dette gjelder spesielt de med liten prismakt som ikke klarer å fakturere videre i samme tempo som prisene stiger. Man kan også se problemer for et selskap som har en høy andel lange kontrakter som ikke kan reforhandles på pris. Disse to sammen med en løpende eksponering mot råvarekostnader kan lett gi negativ påvirkning for et selskap.

Andre faktorer som kan gjøre et selskap sensitivt til inflasjon er høye kapitalbehov på grunn av høy kapitalintensivitet, høye nivåer på netto arbeidskapital eller gamle aktiva med kort gjenværende levetid som fører til reinvesteringer til høyere priser.

Aksjer gjør det godt?

I en forenklet verden vil aksjer og obligasjoner konkurrere med hverandre om plassen i

en investeringsportefølje. De to aktivaklassene vil også i henhold til teorien utvikle seg forskjellig i inflasjonstider. For obligasjoner vil verdien falle som et resultat av inflasjon. En diversifisert portefølje med aksjer vil på den annen side være en bedre sikring. Historien viser at aksjer pleier å gjøre det bra i den første fasen av en inflasjonssykel.

Tross alt er de første tegnene på inflasjon ofte en konsekvens av at økonomien generelt bedrer seg, med økt sysselsetting, lønn og etterspørsel. Det tar også normalt sett litt tid før sentralbankene starter med rentehevinger. I denne perioden er aksjer et godt sted å være investert, samtidig som obligasjonenes realrente vanligvis er lave, til tider negative, og utgjør dermed ikke noe godt alternativ til aksjer.

Aksjer er en fordring på fremtidig inntjening for et selskap, og skal dermed ikke være direkte sårbare for inflasjon. Men, over tid er ofte stigende inflasjon korrelert med et fall i pris/inntjeningsforholdet (og motsatt) for en aksje.

I andre fase av en inflasjonssykel kan avkastningen i aksjemarkedet slite ettersom sentralbankene øker styringsrenten. Rentehevinger vil normalt dempe farten i realøkonomien, og dermed også selskapenes inntjeningsvekst. Inflasjon kan også få investorer til å bli mer risikoavers, noe som betyr at risikopremien går opp. Dette kan motarbeide aksjer som en sikring mot inflasjon i perioder.

Ulike sykluser hver gang

Det er vanskelig å definere regler for hvordan inflasjon vil påvirke aksjeavkastningen på generell basis. Økonomiske sykluser oppfører seg forskjellig hver gang, avhengig av grunnen til opp/nedgang og hvilke verktøy som blir brukt



Hyundai-biler fra fabrikken i Ulsan, Sør-Korea er klare for eksport. Selskapet tar markedsandeler, tross høyere stålpriser. Hyundai inngår i porteføljen til SKAGEN Global og SKAGEN Kon-Tiki.

Foto: Bloomberg

for å temme utviklingen. Det er også verdt å nevne at normalt er det ikke nødvendigvis et høyt inflasjonsnivå i seg selv som er et problem, men volatile svingninger i nivået, som gjør fremtiden vanskelig å spå.

Et lands valutaregime spiller også en viktig rolle. Fastkursregimer uten en uavhengig pengepolitikk vil utvikle seg annerledes enn et land med flytende valutakurs med en uavhengig pengepolitikk som tar sikte på å holde inflasjonen lav og stabil. Om et land har høyere inflasjon enn resten av verden vil selskapene tape konkurranseevne i det internasjonale markedet,

om en antar en gitt valutakurs. Hvis så valutaen depresierer vil dette hjelpe med å vinne tilbake noe av den tapte konkurranseevnen.

Inflasjonspåvirkningen på forbrukernes oppførsel er også vidt forskjellig basert på det økonomiske utviklingsnivået til et land eller en region. I Sørøst-Asia er de spesielt sensitive til forandringer i drivstoff og matvarepriser fordi disse varegruppene allerede utgjør en veldig stor andel av forbrukernes budsjett. Den diskresjonære delen av inntekten blir dermed fort mindre om prisene på mat øker raskere enn lønnsnivået.

Alle selskaper vil bli påvirket forskjellig av inflasjon, og ovennevnte eksempler er bare noen få av faktorene som spiller inn. Dette gir muligheter for en aksjeplukker som SKAGEN.

En god beskyttelse

Til tross for at det er mange faktorer som spiller inn, viser historien at aksjer kan gi god inflasjonsbeskyttelse så lenge man ikke får et inflasjonssjokk, og så lenge man har en diversifisert portefølje.

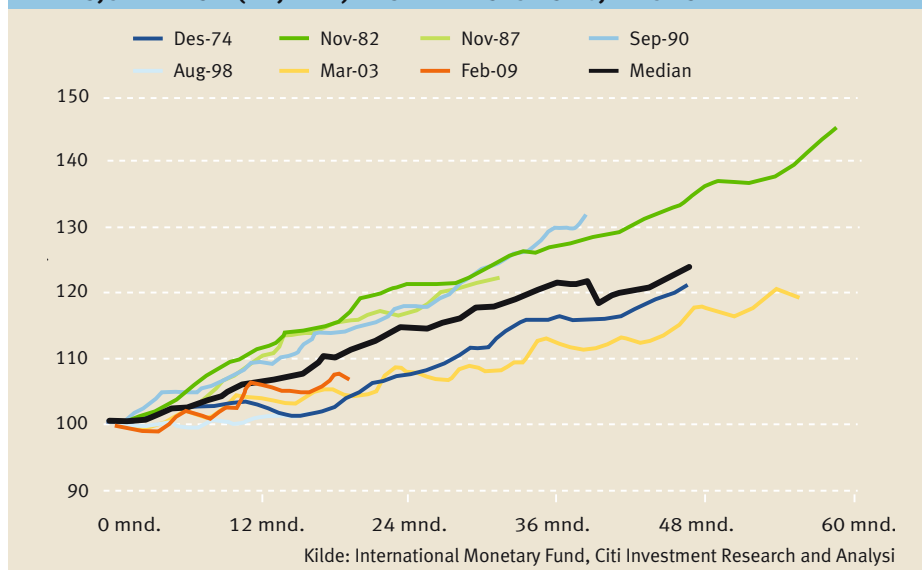
Selskaper vil utvikle seg veldig forskjellig. Det er dette vår investeringsprosess skal være med å avdekke. Forståelsen av hvordan inflasjon påvirker enkelt-selskaper er en del av risiko og avkastningsanalysen vi gjør før og under et eierskap. Med andre ord: I et inflasjonsklima er det viktigere enn noen gang å plukke de rette selskapene.



Cathrine Gether

PORTEFØLJEFORVALTER

INFLASJONEN I ASIA (EX JAPAN) ER UNDER HISTORISK GJENNOMSNIITT



Inflasjonsutviklingen i perioden etter de syv siste nedturene for verdensøkonomien viser at vi nå befinner oss på et nivå som ligger under medianen for disse periodene. Grafen viser indeksert utvikling i inflasjon etter økonomien har bunnet ut.

Hvorfor det er mulig å slå markedet

Jo færre som tenker, jo større fordel er det for de som tenker.

Det har lenge vært påstått at det er umulig for aktive forvaltere å slå aksjemarkedet over tid. Noen kan klare det i ett, to eller tre år, men å gjøre det over flere år er ikke mulig, mener kritikerne av aktiv forvaltning. De mye høyere kostnadene er tungt på vekstkålen.

Denne påstanden er korrekt for flertallet av de aktivt forvaltede aksjefondene. Men enkelte klarer faktisk å levere meravkastning også over lengre tidsperioder. SKAGEN tilhører denne kategorien, gitt at kritikerne aksepterer at 17 år som aktiv forvalter er en lang nok tidsperiode til å mene at resultatene ikke er flaks.

Eller sagt på en annen måte; At sannsynligheten for å vinne i Lotto over så mange år er særdeles liten, og at meravkastningen SKAGEN har oppnådd faktisk henger sammen med at vi er gode til å anvende vår investeringsfilosofi.

Tjener på kriser og bobler

Vår erfaring er at mulighetene for å oppnå meravkastning varierer betydelig i ulike perioder og sykler i aksjemarkedene. De beste resultatene har vi oppnådd i perioden etter sterke fall i aksjemarkedene, som etter Asia-krisen på slutten av 1990-tallet, terrorangrepet i New York 11. september 2001 og finanskrisen i 2008.

Perioder hvor enkelte land eller bransjer er skyhøyt priset, slik vi så ved inngangen til dette årtusenet, er også attraktive for oss som satser på Undervurderte, Underanalyserte og Upopulære aksjer.

Passive fond, også kalt indeksfond, er tvunget til å kjøpe indeksen til markedspris, uansett om selskapene er dyre eller billige. Dermed er passive fond forpliktet til å jage aksjekursene hele veien til topps og ned igjen.

Indeksfond må også ha en vekting innen sektorer hvor underliggende verdiskapning ikke

forsvarer prisingen, og som dermed kan utvikle seg til bobler. Nylige eksempel er finanskrisen i 2008, og IT-boblen ved årtusenskiftet. (Illustrasjonen på side 15 tydeliggjør boblene.) Indeksfond ble svært mørbanket da respektive finansaksjer og IT-aksjer krasjet.

Aktive forvaltere kan velge å undervekte en sektor, eller unngå den helt hvis de har et negativt syn på sektoren eller selskapene.

Har råd til å være langsiktige

En studie fra 2008 med tittelen "Best Ideas" av Randolph Cohen ved Harvard Business School, Christopher Polk ved London School of Economics, og Bernhard Silli fra Goldman Sachs fastslår at konsentrerte aksjeforfølger gir høyere avkastning.

Forfatterne studerte porteføljeforvalternes favorittaksjer. Disse aksjene hadde bedre avkastning enn fondenes naturlige referanseindekser. Studien konkluderte også med at amerikanske aksjer ikke er effektivt priset og at mange forvaltere er i stand til å identifisere aksjer som gir bedre porteføljerresultater enn indeksen. Studien viste også at fondenes deres ikke fullt ut reflekterer den evnen, fordi forvalterne er hemmet fra å vektlegge sine beste ideer. For forvaltningsselskaper og deres kunder kan mindreamkastning aksepteres for en kortere periode dersom sammenlignbare fond også gjør det dårligere. Men mindreamkastning samtidig med signifikant avvik fra indeks er lite akseptabelt for disse forvaltningsselskapene. Konklusjonen i studien var at jobbsikkerhet og press fra konsulenter og rådgivere bringer ofte aktive forvaltere til middelmådighet.

En viktig suksessfaktor for SKAGEN, som aktiv forvalter, er at forvaltningsselskapet eies av partnere, som også har egne midler

i fondene. Porteføljeforvalterne måles etter langsiktige lønnsomhetskrav, ikke kortsiktige, slik tilfellet gjerne er for avdelinger i større konsern.

Flinke forvaltere og nøkkelmedarbeidere blir belønnet med aksjer i eierselskapet SKAGEN AS og de kan derfor tenke langsiktig både hva gjelder investeringer og ansettelsesforhold.

Ved å være et selvstendig forvaltningsselskap, og ikke en filial i butikken, er SKAGEN heller ikke prisgitt beslutninger utenfor forvaltningsorganisasjonen. Det er viktig at eierne både har tro på forvaltningsfilosofien og kan følge denne uten innblanding utenifra.

Med grundige analyser, en langsiktig investeringshorisont og identifisering av mulige bobler i markedet, mener vi det er mulig å oppnå høyere avkastning med aktiv forvaltning som øker investorenes avkastning og oppveier for høyere avgifter.

HAR KLART DET SIDEN 1993

SKAGEN Vekst ble startet i desember 1993, og har i 11 av 17 år slått sin referanseindeks. Den årlige gjennomsnittlige avkastningen for fondet er på 17,0 prosent, mens Oslo Børs har gitt en årsavkastning på 9,8 prosent i denne perioden. Fondet skiftet i fjor referanseindeks til en sammensatt indeks av Oslo Børs Hovedindeks og verdensindeksen (50/50).

SKAGEN Global ble startet i august 1997, og har slått sin referanseindeks i 13 av 14 år. Fondets årlige gjennomsnittlige avkastning i perioden er 16,9 prosent mot referanseindeksens 1,3 prosent.

SKAGEN Kon-Tiki ble startet i april i 2002 og har i alle år slått sin referanseindeks. Fondets årlige gjennomsnittlige avkastning er 22,1 prosent, mot referanseindeksens 11,9 prosent.



Noen aktive forvaltere klarer å slå referanseindeks over tid. SKAGENs forvaltere har klart det siden 1993.

Må tåle presset

Da resultatene for fondene kontinuerlig blir målt og kommunisert er det krevende å være en aktiv langsiktig aksjeforvalter. Det kan være hyggelig når det går bra, men desto mer stressende i perioder med motgang. Da blir det ofte stilt krav om endringer, spesielt fra de som ikke tror på aktiv forvaltning. I slike perioder er det viktig ikke å la seg stresse, og stole på at de utvalgte selskapene og investeringsfilosofien fortsatt skal skape gode langsiktige resultater.

Les om fondenes totalkostnad

SKAGENFONDENE.NO



I 2008 opplevde SKAGEN Global for første gang siden oppstarten i 1997 å bli slått av verdensindeksen. Men så lenge det var frykten i aksjemarkedene som lå til grunn for de svakere resultatene, og ikke selskapsvalgene, holdt forvalterne i Global-teamet hodet kaldt. Det fikk de godt betalt for i 2009, da frykten roet seg og verdiskapningen i selskapene igjen lå til grunn for kursutviklingen i de globale aksjemarkedene.

De "høye" kostnadene

Det kanskje viktigste argumentet mot aktiv forvaltning, fremfor passiv, er kostnadene. Og det er et godt argument. Vi har basert vår kostnadsmodell på en fast og en variabel del.

Hvis SKAGEN ikke leverer meravkastning, skal kunden bare betale et lavt fast forvaltningshonorar. Den variable kostnaden er prestasjonsbasert. Vi har i lang tid verken hatt kjøps- eller salgskostnader.

At de historiske totalkostnadene for aksjefondene i enkelte år synes høye, henger sammen med at våre andelseiere også har fått høy meravkastning. Forhåpentligvis blir de fremtidige kostnadene like høye som de historiske. Det er både andelseierne og vi tjent med.

Åge K. Westbø

VICEADMINISTRERENDE DIREKTØR



Kundenes tillitsmenn

Etiske retningslinjer søker å besvare spørsmål om «hva er godt», «hva er det rette», «hvordan bør man oppføre seg». I SKAGENs fond mener vi at de beste etiske vurderinger gjøres med utgangspunkt i en uavhengig analyseprosess for å ta de rette beslutningene på vegne av alle våre kunder.

SKAGEN er en aktiv forvalter og har som målsetting å oppnå best mulig risikojustert avkastning. Fondene har brede investeringsmandater, og i motsetning til indeksfond er vi ikke bundet til å gjøre investeringer i bestemte land, regioner, etter en forhåndsdefinert bransjefordeling eller en gitt vektning. Våre forvaltere gjør egne uavhengige analyser og vurderinger i tråd med vår investeringsfilosofi, og velger ut en håndfull selskaper fra fondenes globale investeringsunivers.

SKAGENs etiske retningslinjer er en aktiv del av fondsforvaltningen og er derfor praktisk og operasjonelt formulert. De etiske vurderingene er integrert i risikoanalysen i hver av fondenes investeringer, men vi markedsfører ikke etiske fond.

Uavhengig analyse

I løpet av de siste årene har kunder og andre lurt på hvorfor vi ikke støtter globale etiske standarder som UNPRI og UN Global Compact eller følger de etiske vurderingene som gjøres i Statens Pensjonsfond, Utland (oljefondet). Selv om det er vanskelig å være uenig i de ulike etiske standardene, mener vi at egne retningslinjer er minst like strenge som andres.

SKAGEN ønsker ikke å bruke et stempel med UNPRI eller lignende for å stemple de etiske vurderingene som godkjent og rene. Vi mener analysene står på egne ben. De etiske retningslinjene er kort og rundt formulert fordi SKAGEN ønsker å være uavhengig og nøytral i analyseprosessen.

Våre etiske retningslinjer har noen absolutte vilkår:

-Vi investerer ikke i selskaper som bevisst bryter grunnleggende menneskerettigheter eller skader den lokale befolkningen, miljøet eller det valgte styresett i de land selskapet holder til.

Brudd med dette prinsippet er ikke akseptabelt, uansett.

De fleste etiske dilemmaene vi tar stilling til har en eller annen form for økonomisk prislapp klistret på seg. Det relative vilkåret fastslår:

-Vi tar ikke unødig økonomisk risiko ved å investere i selskaper som gjennom sin virksomhet kan pådra seg betydelige forpliktelser eller tap ved påføring av helseskader, bevisst



Foto: iStockphoto

Porteføljeforvalterne har et våkent øye for etiske problemstillinger og er bevisst rollen som andelseiernes tillitsmenn.

regelbrudd og/eller miljøovergrep.

Våre analyser søker å avdekke hva som kan redusere andelseiernes risikojusterte avkastning. SKAGEN må forstå selskapets kjernevirksomhet og kjenne til vesentlige forhold som kan påvirke selskapets økonomiske stilling eller omdømme. Det er ikke ønskelig å investere i selskaper som påtar seg vesentlige og uønskede forpliktelser enten knyttet til helse, miljø eller samfunnet.

SKAGEN anser selskaper der tobakk, pornografi eller gambling utgjør hovedaktiviteten som risikofylt. Selskaper i slike bransjer har typisk god inntjening, men er utsatt for operasjonell risiko ved mulige erstatningskrav. I tillegg mener vi samfunnet i økende grad ønsker å beskytte seg mot slik virksomhet, gjennom stadig strengere offentlig regulering.

Toleransenivå

Toleransen for vesentlig risiko kan variere. Vi kan ikke garantere at SKAGEN kjenner til alt som angår et selskaps etiske atferd. Hver sak må vurderes ut fra dets egenart og tidspunktet det vurderes på.

Oppstår et dilemma, vurderer vi de faktiske forholdene og prøver å belyse alle relevante sider av saken.

Et annet viktig prinsipp for SKAGEN er at ved vurdering av selskaper i etiske sammenhenger, skal deres intensjoner og planer telle mer enn selskapenes historie.

Vi bruker alle tilgjengelige kilder (rådgivere, organisasjoner og media) til å innhente informasjon, men trekker slutninger på grunnlag av egne vurderinger. Ny informasjon blir grundig undersøkt, diskutert og evaluert. Det er ikke satt noen absolutt frist for et eventuelt nedslag, da hver situasjon er forskjellig.

Dersom vi oppdager at fondene investerer i selskaper som tross intensjoner bryter med etiske retningslinjer, skal fondenes aksjeinnehav selges, forutsatt at det kan gjøres på en slik måte at salget ikke forspiller verdier for andelseierne.

Målet er å unngå å investere i selskaper som handler uetisk. Siden 1993 har vi bare hatt noen få eksempler på at vi har solgt oss ut av et selskap som følge av en etisk problemstilling.

Porteføljeforvalterne har et våkent øye for etiske problemstillinger når vi investerer og er bevisst vår rolle som kundenes tillitsmann. Vi bruker derfor tid på å vurdere all informasjon og gjøre gode analyser for å finne selskaper som gir god risikojustert avkastning og ikke har risiko for å forspille verdier for andelseierne.

Sponsing med mening

SKAGEN er en kulturdrevet organisasjon hvor verdiskapingen er relatert til ansattes kunnskap, erfaring og holdninger. For oss er det viktig å ta samfunnsansvar og gjøre det på en måte som skaper ektefølt engasjement blant ansatte.

- Vår jobb er å vise oss tilliten verdig til å forvalte kundenes midler. SKAGEN har i flere år oppnådd resultater som kan måle seg med de beste i verden. Å forvalte andres penger forplikter og vi kan ikke være gode tillitsmenn for kundene uten å ha gode holdninger og verdier i bunn, sier administrerende direktør i SKAGEN Fondene, Harald Espedal.

Fondsforvaltningsselskapet har siden start opplevd suksess og vekst, med en lojal og voksende kundemasse i Skandinavia, Storbritannia og ellers i Europa. Siden 2006 har vi sponset SOS-barnebyer, Leger Uten Grenser og Kolibri - Children at Risk Foundation. Alle gjør en stor innsats, og representerer ulike sider ved humanitært arbeid. Midlene er øremerket ulike

geografiske områder: SOS-barnebyer i Øst-Europa, Leger Uten Grenser i Afrika og Kolibri i Brasil. I 2010 sponset vi organisasjonene med tilsammen åtte millioner kroner.

Vi samarbeider med Skagens Museum i Danmark, og synes det er spennende å finne gode måter å formidle de anerkjente Skagenmalernes kunst i vår tid. Utover dette har SKAGEN en rekke små og store tiltak, blant annet masseidrett og kunnskapsløft for barn og unge. Vi oppfordrer organisasjoner og idrettslag til å følge med på våre nettsider og søke om spon-sorbidrag før neste frist. Her et lite utvalg av aktivitetene fra året som har gått. Les mer på www.skagenfondene.no/Om-oss/Samfunnsansvar/



Foto: Illustrasjonsfoto, Stavanger turistforening

Opplevelser i Preikestol-området

Rundt 200 glade barn og unge i aldersgruppen 9-18 år deltok på SKAGEN's arrangement til Preikestolen-området i fjor. Vi inviterte til heldagstur, der foreldre ikke hadde adgang, og aktivitetsledere fra SKAGEN og turistforening-en tok gruppene rundt til de ulike basecampene – fjell-, tre- og vannleir – hvor de fikk prøve klatring, hinderløype, padling og mye mer. SKAGEN er hovedsponsor for Fjellstua til Stavanger Turistforening.



Foto: Jan-Inge Haga

Sykler for Leger Uten Grenser

Foruten direkte sponsing av Leger Uten Grenser's arbeid, vil SKAGEN i juni 2011 sykle det 94 km lange Nordsjørittet (Egersund-Sandnes) for å skape oppmerksomhet om organisasjonens arbeid og skaffe ekstra bidrag til organisasjonens enestående arbeid. For hver av de omlag hundre kunder og ansatte som fullfører rittet sponser vi organisasjonen med 1500kr, samme beløp som de hundre selv legger i potten. Christian Jessen og Arild Risanger Sunde, SKAGEN Fondene flankerer Eli Orre, daglig leder av Nordsjørittet 2011.



Foto: SOS-barnebyer

Den nye SOS-barnebyen i Pskov

- Rett før jul stod de første barna i SOS-barnebyen i Pskov, Russland på terskelen til det som bokstavelig talt er deres nye fremtid. Barn som har levd med vold, alkohol og rusmisbruk skal her få et trygt hjem, utdanning og muligheter til å bidra i samfunnet som voksne. Sponsorstøtten fra SKAGEN bidrar derfor ikke bare til et trygt hjem for disse barna og kommende generasjoner barn, men også til samfunnsutvikling i vårt naboland, sier generalsekretær i SOS-barnebyer, Svein Grønnern. SOS-barnebyen skal offisielt åpnes i juni 2011.



Foto: Kolibri

Setter farge på lokalsamfunn

- I Brasil har de nye KolibriEggene utløst mye håp, glede og ekte brasiliansk energi, for flere tusen barn, unge og deres foreldre. Vi forandrer hele lokalsamfunn. For vår del er signaleffekten av samarbeidet stor, når en seriøs aktør som SKAGEN støtter arbeidet vi driver. Vi er helt og holdent finansiert av private midler og frivillig engasjement fra næringsliv, skoler, barnehager, stiftelser og enkeltpersoner. Samarbeidet har vært til stor inspirasjon for begge parter, sier Sigve Fjeldtvedt, daglig leder i Kolibri - Children at Risk Foundation.



Foto: UE Rogaland

Nyskaping i Ungt Entreprenørskap Rogaland

Ungt Entreprenørskap stimulerer barn og unges utforskertrang og kreativitet. Elever bes utfordre det bestående og finne nye, gjerne annerledes løsninger. Ansatte i SKAGEN er begeistret over å kunne bidra til kunnskapsløft sammen med UE Rogaland. Vårt ønske er at det skal resultere i økt kunnskapslyst, nysgjerrighet og utforskertrang. Ungdoms-bedriften Dressed To Chill ved Hetland videregående skole i Rogaland har vært en kjempesuksess.

De siste skal bli de første

Vi er mer opptatt av selskaper som kan bli populære i fremtiden, enn de som er populære i dag. Derfor er Roche, Microsoft og Citigroup blant årets nykommere i SKAGEN Global.

For et år siden gjorde vi en analyse av utviklingen på det amerikanske aksjemarkedet de siste 20 årene, basert på sektoravkastning. Mønsteret som helt klart tegnet seg er godt kjent. Sektorer som var populære og leverte best avkastning fra 1990 til 2000 var blant de dårligste i påfølgende tiår. Og vise versa.

Den bibelske prediksjon om at de siste skal bli de første, og de første skal bli de siste, er med andre ord godt dekkende for sammenhengen mellom popularitet og avkastning på ti-årig sektornivå. Selv om analysen var enkel, var resultatet såpass fascinerende at det ga grobunn for utvikling av en rekke nye selskapsinvesteringer i SKAGEN Global i 2010.

Godt utgangspunkt for skattejakt

Som aksjeplukkere er vi i utgangspunktet sektor-agnostikere. For oss er det verdsettelsen av de enkelte selskapene som teller. Ikke om sektorer er populære eller ei. Vi synes likevel det finnes tre gode grunner til at upopulære sektorer er et godt utgangspunkt for en skattejakt:

- 1) Aksjemarkedet behandler alle selskaper i en upopulær sektor veldig likt. Sektorbaserte analytikere priser som regel selskaper relativt til andre selskaper i samme sektor. Det kan føre til at gode eller annerledes selskaper i en upopulær sektor blir "shot by association".
- 2) På samme måte som aksjemarkedet har en tendens til å overvurdere populære sektors evne til vekst og verdiskapning, er det motsatte ofte tilfellet for upopulære sektorer. Å være upopulær har en rekke selvforsterkende elementer ved seg, som ofte fører til en overreaksjon. Skepsis til en sektor kan fort bli til irrasjonell pessimisme, som gjenspeiles i prisingen av selskapene.
- 3) Det siste som er verdt å merke seg er at selskaper i upopulære sektorer tenderer til å være dårligere analysert enn selskaper i populære sektorer. Analytisk kapasitet er ofte et spørsmål om tilbud og etterspørsel. Populære sektorer generer flere kroner

for meglerhusene, som igjen ansetter flere og "bedre" analytikere til å dekke disse.

For upopulære sektorer er det motsatte tilfellet, disse tappes for analytikere som følger selskapene. I forbindelse med en analyse av Citigroup tidligere i år var vi forundret over å registrere at det de siste seks månedene var skrevet vesentlig flere analyser på seismikk-selskapet PGS enn Citigroup. Dette til tross for at sistnevnte er rundt regnet 50 ganger større målt i markedsverdi!

Fra ecstasy til Prozac

Frem til begynnelsen av 2000-tallet ble farmasi sett på som en perfekt industri. Hva gjelder avkastning på investert kapital, vekst og stabilitet har farmasi de siste 30 årene vært i en klasse for seg. En aldrende befolkning og et stadig økende omfang av livsstilssykdommer ga et tilnærmet perfekt bakteppe for at utviklingen skulle fortsette også de neste 30 årene. Så skjedde to ting som rystet industrien i grunnvollene:

For det første begynte innovasjonstakten innen tradisjonell farmasi å synke. Uten påfyll av nye revolusjonerende produkter som kunne sikre fremtidige høye marginer og ditto inntjening var forretningsmodellen truet. De gode gamle melkekuene ville etter hvert miste sine patenter, og kopistene stod klare til å entre banen.

For det andre ble produsenter av generiske medisiner stadig mer aggressive. Selv om regelverket for generisk produksjon av medisiner hvor patentbeskyttelsen gikk ut på dato ble utformet så langt tilbake som i 1984, var det først på 2000-tallet at kopistene fikk en dominerende rolle i farmasiindustrien. Nå ble plutselig alle medisiner som gikk av patent kopiert umiddelbart. Det førte til dramatiske prisfall på den originale medisinen, i de fleste tilfellene godt over 90 prosent.

Aksjemarkedet tok etter hvert innover seg alvoret i situasjonen. At en rekke farmasiselskaper forsvant over kanten av den berømte patentklippen og mistet nøkkelpatenter over en femårsperiode, gjorde ikke situasjonen bedre. Farmasiaksjer gikk fra P/E-nivåer langt oppe på

20-tallet til godt under ti. Med slike depressive vekstutsikter var sektoren i løpet av noen få år gått fra å være populær til å bli upopulær.

Fant Roche midt under depresjonen

Midt i dette uføret fattet vi interesse for sveitsiske Roche. Selv om Roche er et stort farmasiselskap som også ble hardt rammet av det samme fenomenet, er det et par ting som skiller selskapet fra de andre store.

Den største forskjellen er Roches satsing på bioteknologi. Dette er et område hvor innovasjonstakten fortsatt er høy, og rammevilkårene hva gjelder konkurransen fra de generiske aktørene er mer attraktiv. Sterkt fokus på kreftmedisiner og vaksiner er også områder som kommer til å være viktige for selskapets vekst de nærmeste årene.

Patentbeskyttelsen til Roche er også vesentlig bedre enn for mange av konkurrentene. Det skyldes både at selskapet er mindre avhengig av ett stort produkt, og først i 2014 mister viktige patenter. Da Roche opererer i en upopulær sektor har prisingen av selskapet kommet ned på et meget behagelige nivå, ti ganger forventet 2011-inntjening. Vi forventer en organisk inntjeningsvekst på nesten ti prosent og en direkteavkastning på fire prosent fremover. Derfor kan vi ikke skjønne annet enn at dette selskapet har mye å gå på, oppover.

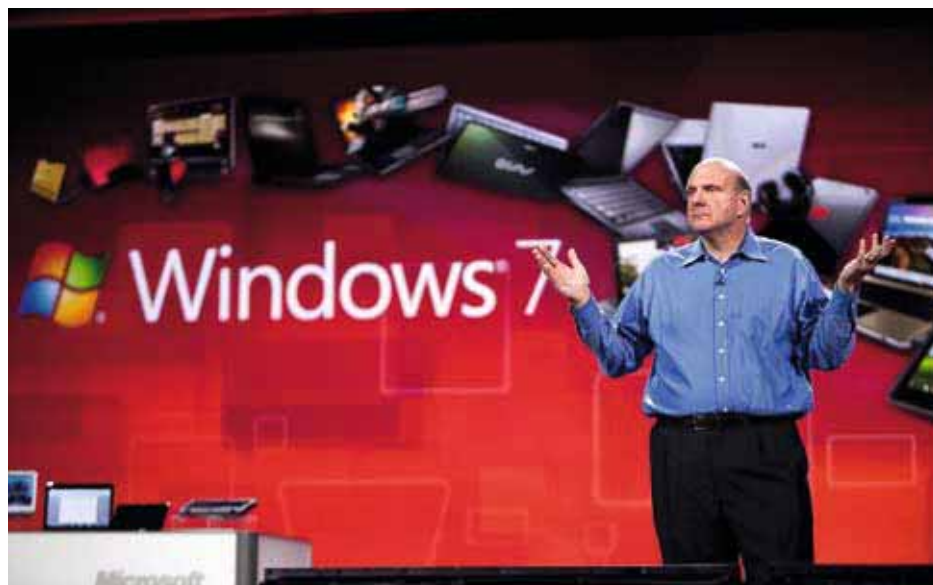
Microsoft fortsatte å vokse

Sikkert overraskende for mange er det at IT-boblen ved årtusenskiftet er den andre i sitt slag. Den første fant sted på 1970-tallet, da



Farmasiselskapet Roche fokuserer på kreftmedisiner og vaksiner. Herceptin er en medisin for pasienter med brystkreft.

Foto: Bloomberg



Microsofts Steve Ballmer snakker om det nye operativsystemet Windows 7 på CES-messen i januar. Microsoft tjener gode penger, men er etter vår mening lavt verdsett.

Foto: Bloomberg

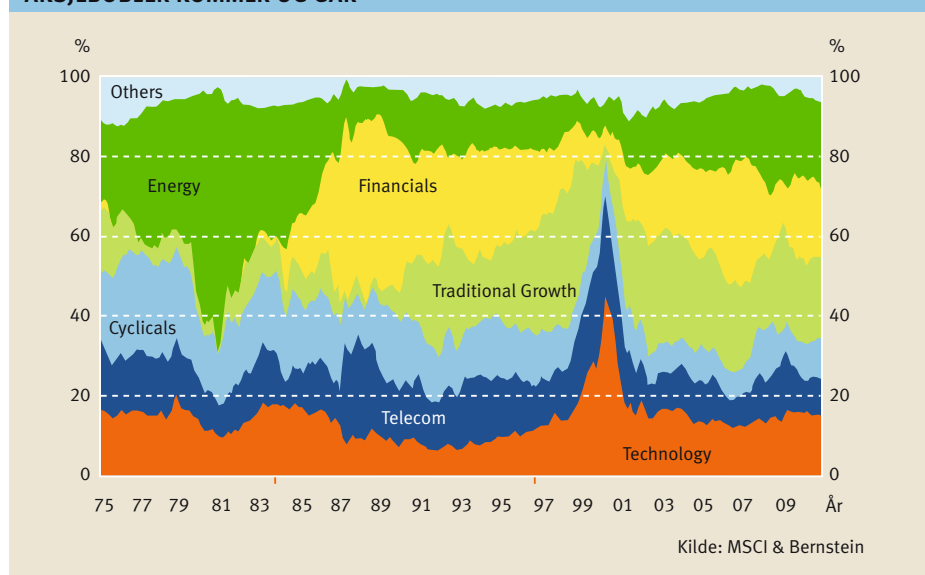
selskaper som Xerox og Polaroid ble handlet til over 90 ganger forventet inntjening. Den gang var det kopimaskiner og polaroidkameraer som skulle revolusjonere verden. Da boblen sprakk startet IT-sektoren en vandring i de upopulæres land, som varte frem til 1990-tallet da PC'en og internett skapte grobunn for ny optimisme og popularitet.

Også da IT-boblen smalt i 2000 opplevde bransjen en kraftig bakrus og ørkenvandring i de upopulæres land. Troen på fremtiden for teknologiaksjer har siden den gang aldri blitt det samme igjen. Dette til tross for at store solide IT-selskaper fortsatt vokser, tjener godt med penger, har bedre ledelse og markedsposisjon enn de hadde på 1990-tallet.

Ett av selskapene som tjener gode penger er software-selskapet Microsoft. Selskapet tjener dobbelt så mye penger i dag som for ti år siden. Likevel er verdsettelsen kuppet, fra en P/E på 40 til 12.

Mens investorene bekymrer seg for androider og epler, må man ikke glemme at Microsoft, gjennom sine Office- og Windows-produkter, fortsatt innehar en bomstasjon på den globale IT-veien. At selskapet også er unikt posisjonert og verdensledende innen ERP (Enterprise Resource Planning) ser det også ut til at mange har glemt. Med 20 prosent av egen markedsverdi i kontanter, og en forretningsmodell som gjør at mye av inntjeningen fremover er forutsigbar, rettfærdiggjør etter vår mening en høyere prising

AKSJEBOBLER KOMMER OG GÅR



Vi har de siste 35 årene opplevd flere perioder hvor enkelte bransjer har blitt alt for populære og priset langt høyere enn hva som kan forsvares av verdiskapningen. I slike perioder er det andre bransjer, og selskaper, som er undervurderte, upopulære og underanalyserte. Det gir gode muligheter for aktive verdiforvaltere som oss. Ved inngangen til 2011 synes bransjebalansen blant de største selskapene i verdensindeksen å være fornuftig, men de store selskapene er generelt undervurderte og upopulære.

enn et middels stålverk i Ruhrdalen.

Finanshistorien gjentar seg

I 2002 sa en meget anerkjent bankanalytiker: - Banker går stort sett konkurs hvert trettiende år. Du skal kjøpe bankaksjer når myndighetene selger dem, og selge dem når naboen kjøper ny båt på kreditt.

En rask spørreunde blant forvalterkollegaer i New York i november bekreftet vår fornemmelse, amerikanske banker er nå ekstremt upopulære investeringsobjekter. Å eie bankaksjer ble rett og slett sett på som en risikosport, som satte din videre karriere på spill. Verstingen av dem alle var Citigroup, hvor amerikanske myndigheter fremdeles var inne på eiersiden. Det fattet vår interesse.

Citigroup er to dyr

Det første man må være klar over ved et eventuelt kjøp av aksjer i Citigroup, er at selskapet består av to dyr. Det ene heter Citi Holdings, og er en "bad bank". Her ligger all gammel moro som selskapet jobber med å kaste over bord. Denne porteføljen krymper gradvis, i takt med at lånene selges eller tilbakebetales.

Det andre dyret heter Citicorp, en av verdens mest globale banker. Cirka 60 prosent av virksomheten finner sted utenfor USAs grenser. Av dette utgjør utlån og annen virksomhet innen vekstmarkedene brorparten. Selskapet har dermed et vekstfundament som mer ligner Standard Chartered og HSBC enn sine amerikanske likemenn.

Overkapitalisert

Mens de fleste fortsatt tenker på vestlige banker som underkapitaliserte er situasjonen for Citicorp nå det motsatte, banken er overkapitalisert. I takt med at Citi Holding krympes er Citigroup kommet i en unik posisjon som gjør at de kan kjøpe tilbake 40 prosent av egne aksjer, samtidig som de betaler utbytte. Ikke dårlig for en bank som handles til godt under bokført egenkapital, og som i 2006 ble priset til 2-3 ganger (den oppblåste) egenkapitalen.

Ishockeylegenden Wayne Gretzky forklarte en gang hvorfor han var så god i hockey med følgende: - Jeg skøyter dit pucken skal, snarere enn hvor den har vært.

Å bevege seg mot de sektorer som kan bli populære i fremtiden, snarere enn de som er populære i dag, er sannsynligvis et godt utgangspunkt for å lykkes i aksjemarkedet. Eller sagt med en liten vri på Warren Buffets kjente ord: "Pris er hva du betaler for et selskap, verdiene er det du får" - uavhengig av popularitet og sektor.

Torkell Eide

PORTEFØLJEFORVALTER



Fondssparing – enkelt og greit

BankID er en enkel og trygg måte å legitimere seg på. Det fine er at du ganske sikkert har alt du trenger allerede. Mer enn to millioner nordmenn har BankID. Som navnet tilsier er det bankene som har gått sammen og opprettet et enkelt system for å legitimere deg når du for eksempel skal logge deg inn i nettbanken din.

Fondssparing med noen klikk

Mange tror at de kun kan bruke BankID til nettbanken, det stemmer ikke. Vi i SKAGEN ønsker å gjøre det så enkelt som mulig å bli kunde samt utføre transaksjoner, og har tilbudt BankID-innlogging i flere år.

Slik kan du bruke BankID i SKAGEN:

- 1) Bli kunde. Gå til www.skagenfondene.no/bli-kunde, og følg anvisningene på skjermen
- 2) Logg inn på Min konto og utfør transaksjoner.
- 3) Opprette spareavtale. Gå til www.skagen-fondene.no/spareavtale og opprett spareavtale med noen klikk
- 4) Kjøp gavebrev. Gå til www.skagenfondene.no/gavebrev og følg anvisningene på skjermen.

Fordeler med BankID

Sliter du med å huske alle brukernavn og passord til forskjellige netjtjenester? Med BankID trenger du kun å huske ett passord, nemlig det samme du bruker i nettbanken din. Det er enkelt, stressfritt og helt trygt.



Vi i SKAGEN mener det skal være enkelt å spare i fond. Derfor utvikler vi stadig flere tjenester, som gjør det enklere å få oversikten og handle fond.

Gavebrev med noen klikk

Fondsandeler er en nyttig gave som kan bli mer verdt i fremtiden. Nå kan du kjøpe gavebrev elektronisk på et par minutter.

De fleste har kjent på panikken som kryper innpå når jul, bursdag, konfirmasjon nærmer seg uten at man har funnet de riktige gavene til sine nærmeste. Senk skuldrene, og kjøp gavebrev i fond, så har du funnet en gave mottakeren vil huske og som kan bli mer verdt i fremtiden.

Enkelt å ordne

Nå har vi gjort det enda enklere å bestille og kjøpe gavebrev, det eneste du trenger er Internett og BankID. Du kan sitte hjemme i godstolen og ordne gavekjøpene i ro og mak på et par minutter. Minste beløp du kan kjøpe for er 250 kroner i aksjefond.

Slik gjør du

Gå inn på www.skagenfondene.no/gavebrev og følg anvisningene på skjermen.

Husk at når du gir et gavebrev i fond vil mottakeren få en melding fra VPS. Dersom du ønsker å overraske mottakeren bør du vente til et par dager før selve merkedagen med å kjøpe gavebrevet. Så ødelegger du ikke overraskelsen.

Hvor mye kan du gi?

Ønsker du å gi for eksempel barn eller barnebarn en god start i livet? Med de nye, enklere reglene for arv og gave kan du nå gi hvert av barna eller barnebarna $\frac{1}{2}$ G (G = folketrygdens grunnbeløp) altså 37.820 kroner hvert år (for 2011, beløpet justeres årlig), uten at de må betale arveavgift på beløpet. Dermed er det lettere å overføre verdier mellom generasjonene, og et gavebrev er en fin måte å gjøre det på. Du kan velge om du vil overføre egne andeler, eller om du vil kjøpe nye.



Spareavtale

Du kan opprette en spareavtale helt uten papirarbeid. Ved å bruke BankID-brikken og ditt personlige passord, oppretter du både spareavtalen og etablerer avtalegiro med noen enkle klikk.

Du bestemmer selv når og hvor ofte det skal trekkes. Du kan også opprette spareavtalen ved å logge deg inn på Min konto, men da blir det papirarbeid og du må sende avtalegiroen pr post.



Dumt å utsette

Du trenger ikke å spare mye hver måned - minstebeløpet er så lite som 250 kroner. Du kan ta pause i innbetalingene og ta ut pengene dine når du vil. En spareavtale er jevnlig sparing i fond. Med en avtalegiro trekkes sparebeløpet automatisk fra bankkontoen din, du sparer jevnt, samtidig som noe av risikoen i aksjemarkedet reduseres. Husk at selv små sparebeløp kan bli mye penger over tid.

Fordeler med spareavtaler:

- Jevner ut kursrisikoen over tid, og øker sannsynligheten for at du kjøper andeler på en god gjennomsnittskurs.
- Minstebeløp for sparing er kun kr 250 i aksjefondene og kr 1000 i rentefondene.
- Automatiske trekk – du trenger ikke gjøre noe etter at avtalen er inngått.
- Hjelper deg å spare riktig – ved at du også kjøper når kursene er lave.



Foto: Jan Inge Haga

Få oversikten

Min konto er SKAGENS svar på nettbanken. Nettjenesten er den raskeste og enkleste måten å handle fond på. Her kan du gjøre alle transaksjoner du ønsker, når du ønsker. Min konto kan sammenliknes med en ordinær nettbank. Her får du oversikt over din beholdning og du kan kjøpe, selge og bytte dine fondsandeler. I tillegg finner du årsoppgaver og realisasjonsoppgaver. Du kan selvfølgelig bruke BankID til å logge deg inn på Min konto. Du kan også benytte ditt brukernavn og passord fra VPS for å benytte nettjenesten.



Nettprat

Med vår nettprat-funksjon kan du chatte direkte med SKAGENS formuesforvaltere, som hjelper deg med spørsmål knyttet til sparingen din.

Noen ganger vil du bare ha et raskt svar på et enkelt spørsmål. Da kan det oppleves unødvendig å måtte vente i flere timer på svar. Det er heller ikke alltid det passer å ringe Kundeservice. Med nettprat kan du kommunisere direkte med våre rådgivere, og du får svar så raskt vi klarer. Er spørsmålet mer komplisert eller krever individuell rådgivning, hjelper vi deg med det også.

Slik gjør du

Velg nettprat i Kundeservice-boksen i høyre marg på www.skagenfondene.no

Skriv inn ditt navn, e-postadresse og spørsmål i vinduet som åpner seg, trykk "Start nettprat". Du vil etter kort tid få opp et vindu hvor du kan kommunisere med en formuesforvalter. Merk åpningstiden er 9 til 16 på hverdager.

Snakk med oss

Vi er opptatt av at alle skal få svar på det de måtte lure på rundt fondssparing sin. Noen ganger er det greit å benytte elektroniske kanaler som nettprat eller epost, andre ganger vil man snakke med en formuesforvalter ansikt til ansikt. Da er det godt å vite at vi har en rekke kontorer rundt i landet, for en fullstendig oversikt og kart, se www.skagenfondene.no/kontakt-oss

Du er hjertelig velkommen til å ringe oss på telefon 04001 eller sende e-post til kundeservice@skagenfondene.no også. Vi hjelper deg gjerne!



Hvor får vi det fra?

Porteføljene innholder i dag selskaper fra de fleste bransjer og med ulike forretningsmodeller. Hvor får vi ideene fra når vi kjøper selskaper rundt om i alle verdenshjørner? Svaret er svært mangfoldig, og i hovedtrekk går det ut på å ha et åpent sinn - også på ørkenvandring.

Etablerte sannheter kan alltid revurderes, og den matematiske tyngdeloven tilsier at markedets vurdering av selskaper konvergerer over tid. Det gir handlingsrom for oss generalister som er rustet med brede mandat og vilje til å undersøke nærmere det som er litt skjult for mange andre i markedet.

Mange veier til Rom

En enkel måte å finne ideer på er å sette opp kvantitative filter for alle selskaper i investeringsuniverset basert på hvor mye vi må betale for inntjening, kontantstrøm og eiendeler. Det holder likevel ikke å bare se på de tørre tallfakta. I tillegg må vi foreta en grundigere analyse av selskapet, hvor følgende to kriterier er sentrale:

- 1) Undersøke om tallene som kommer frem på PC'en er riktige.
- 2) Hva skal til for at aksjemarkedet priser disse tilsynelatende undervurderte selskapene på linje med tilsvarende selskaper? Det må foreligge muligheter for omvurdering av aksjen innen en gitt tidsperiode. Dette er ofte betinget av selskaps- eller eierstruktur.

Hvordan få ut konglomeratrabatten

Fortsatt er mange børsnoterte selskaper konglomerater, bestående av en rekke enkelt-selskaper innen forskjellige bransjer. Dette gjelder spesielt i vekstmarkedene. Mange analytikere og fondsforvaltere med smale mandater finner slike konglomerater vanskelige å vurdere. Vi er generalister med brede mandater og kan finne mange godbiter i konglomeratenes mange irrganger ved å spørre hvilke endringer kan finne sted innen konsernet? Kan de utløse en eller flere kurstriggere? Mange selskaper er familiedominerte. Det gjør at eier- eller generasjonsskifte ofte er en naturlig verdiutløsende faktor.

Går inn rett under radaren

De fleste globale forvaltere velger selskaper fra indekser bestående av de største og mest likvide selskapene. Rett under deres radarskjermer ligger det alltid noen selskaper som kan

være særs interessante for oss. Disse er ofte oppsiktsvekkende lavt vurderte. Det skal derfor lite til før også andre oppdager disse skjulte verdiene, og når flere oppdager dem skjer det ofte en kraftig omvurdering. For selskaper som vokser kan dette være rett og slett når de blir inkludert i en indeks.

Et godt og nyere eksempel fra SKAGEN Kon-Tikis portefølje er det malaysiske plantasjeselskapet Kulim. I tillegg til selskapets primærvirksomhet, var Kulim også investert i andre virksomheter, hvor vi mente det var store merverdier. Etter at vi gikk inn i selskapet kom et bud på en av de større investeringene og investorenes holdning til aksjen endret seg radikalt. Aksjekursen fikk et skikkelig løft.

En ting er å finne selskaper med store rabatter, en annen å vite om og når andre oppdager de samme rabattene som oss. Vi må til tider tåle lange kvartaler hvor vi føler oss som ørkenvandrere. For å gjøre denne vandringen kortest mulig, er det viktig at vi ikke bare ser på kursutløsende muligheter, men har et forhold til når disse trolig utløses.

Har øye for det populære

Et annet triks i jakten på gode ideer er at vi som generalister ser når hele bransjer er i ferd med å bli omvurdert. Spesialister med fokus på rendyrkede selskaper og bransjer får ikke alltid med seg hva som rører seg i de multi-industrielle konsernene. Vi har et våkent øye for hva som er i ferd med å bli populært i de globale aksjemarkedene, og prøver å finne slike selskaper utenfor andres radarskjermer til en billigere penge.

Ved å gå under huden på de multinasjonale selskapene kan vi finne undervurderte selskaper, som rett og slett kan være helt glemt av investorene.

Forskjellig pris over landegrensene

Bransjer og industrier kan være vurdert forskjellig over land og regioner. Dette beslektede tema var ett av de sikreste kortene for SKAGEN til å oppnå god avkastning i gamle dager. Dessverre er det nå økt spesialisering på analyse-nivå innen bransjer, mens færre aktører har

gitte geografiske områder som sitt speciale. Dette innskrenker mulighetene noe i forhold til tidligere, men vi finner fortsatt ideer som kan dyrkes og gi god avkastning.

Alle fondsforvalteres drøm er selskaper hvor inngangsverdien er lav som følge av enten gamle synder, feil geografisk fokus, feil oppfatelse av kapitalstrukturen eller at investorene ikke skjønner hva selskapet egentlig holder på med. Et annet godt eksempel er selskaper i en omstillingsfase, der aksjemarkedet ikke har fått med seg at omstillingen pågår. Vår største investering gjennom mange år, Samsung Electronics, er ett av de beste eksemplene i så måte.

Fra kopi til verdifull merkevare

Opprinnelig produserte Samsung Electronics kopiprodukter, basert på global design. Etter hvert ble de eksperter på elektroniske komponenter og ledende i verden på minnebrikker, mobiltelefoner og flatskjermer. Nå er de også blant markedslederne innen nytt produktdesign.

Fortsatt er både investorer og analytikere mest opptatt av å fokusere på dippeduttenes utvikling og mindre interesserte i verdiene som faktisk grunnla selskapets globale merkevare. Dette er årsaken til at Samsung Electronics fortsatt er en betydelig post i alle tre aksjefond. Samsung har gitt en god avkastning siden vi kjøpte de første aksjene under finanskrisen i Asia i desember 1997.

Media er undervurdert

Ett av de beste stedene å lete etter gode ideer er faktisk i media, og da innen publikasjoner normalt ikke regnet som fagpresse i de aktuelle selskapene. I det engelske økonomitidsskriftet Economist, som i hovedsak beskjeftiger seg med å klage over hvorfor ikke resten av verden retter seg etter den angloamerikanske forretningsmodellen, kan vi til tider finne mye interessant informasjon.

Riktignok har bladet gått på noen redaksjonelle miner. Mest kjent er spådommen fra 1999 om at oljeprisen skulle ned i fem dollar fatet. Men innimellom skriver Economist artikler om unike selskaper innen spesielle mar-



Foto: iStockphoto

Det gjelder å ha et åpent sinn når man skal finne investeringsideer. En av de beste kildene er faktisk mediene.

kedsområder, som kaster lys på selskaper vi normalt ville ignorert i en vurdering basert på rene nøkkeltall.

Dette kan være selskaper som i ettertid er blitt gigantiske, som kleskjeden H&M, eller selskaper vi har i porteføljen, som sørafrikanske Shoprite og Naspers. Disse har unike forretningsmodeller og tekniske løsninger i markeder med liten konkurranse. Det gir dem god beskyttelse mot økt lokal eller global konkurranse.

Ser andre veien

Vi har i mange år tjent mye penger for våre

andelseiere ved å være fokusert på forhold andre har neglisjert. Under Asiakrisen så vi mot øst, mens andre investorer så vestover og hadde en spesiell forkjærlighet til Silicon Valley. Vi kan nå registrere at Silicon Valley, både direkte og i overført betydning, nå har flyttet over Stillehavet.

Igjen er det viktigste å beholde overblikket, benytte erfaring og kunnskap fra tidligere cases, og ha øye for den kreative prosess det er å knytte sammen fakta samlet fra mange hold til en hypotese for en investeringsidé.

Det naturlige spørsmålet å stille seg er

derfor: Hva gjør vi nå? Det får tiden vise. Vi er heldigvis generalister med brede mandater, og kan derfor finne nye ideer uavhengig av både bransje og land. Den beste rettesnor er fortsatt verdiene nedfelt i vår investeringsfilosofi – Undervurdert, Underanalysert og Upopulær.

Kristoffer Stensrud

PORTEFØLJEFORVALTER



Høy kvalitet og mye oppside

Balansekunst

To år etter finanskrisen er selskapsbalansene i svært god forfatning. Belåningsgraden er lav, kontantinnehavet på rekordnivå og utbytteutbetaling rikelig både i absolutt forstand, men også relativt til rentenivå. 2011 kan bli et år hvor konsolidering og økt oppkjøpsaktivitet kan skape god avkastning for aksjonærene.

Som en etterdønning av finanskrisen, eller kanskje snarere en reaksjon av typen ”klok av skade”, har selskapene bygget store kontant-beholdninger og derav styrket sin finansielle stilling. Bedriftene evnet å tilpasse seg et lavere salg gjennom kostnadsutt og lagerjusteringer, i et tempo vi aldri tidligere har opplevd. Samtidig har investeringer i ny kapasitet vært bortimot fraværende. Mange av bedrifter som i utgangspunktet ikke hadde livets rett har gått konkurs, og de med behov for ny kapital har benyttet seg av et etter hvert velfungerende kapitalmarked til å hente penger. Resultatet er, ikke ulikt andre etter-finanskrisetider, svært sterke selskapsbalanser.

Kvalitet ikke på moten

Som verdiorientert aksjeinvestor er det ingen nyhet at helsetilstanden til selskapenes balanser er sentral i vår analyse. Sunn fornuft tilsier at selskaper med høyest synlighet og stabilitet i inntjeningen har høyest gjeldsgrad, og at gjelden øker i gode tider og faller i dårlige tider. Det paradoksale er at vi ofte observerer det motsatte. Denne inkonsistensen er noe vi i SKAGEN kan dra nytte av. Vi kan kjøpe kvalitetselskap når kvalitet ikke er på moten og vente tålmodig på omprising.

Balansekunst

”It is better to have money than not to have money – Cash is King”, var det banale budskapet Herbjørn Hansson, kapteinen i Nordic American Tanker, serverte under SKAGENS Nyttårskonferanse januar 2010. I løpet av 2009, da konkurrentene satt gjeldstunge og

handlingslammede i et hjørne, kjøpte Hansson fire skip.

En sterk balanse gir i utgangspunktet ledelsen stor strategisk fleksibilitet. På den annen side, har selskapet for mye kapital vil avkastning til aksjonærene bli lavere. Det kan derav være disiplinerende for en selskapsledelse å ikke ha for stor finansiell buffer.

John Fredriksen, og sfæren rundt ham, har skapt enorme aksjonærverdier gjennom god drift og særdeles gode resultater på gjennomføring av finansielle transaksjoner. I tillegg har god aksjonærpleie, hvor all overskuddskapital umiddelbart utbetales aksjonærene, vært med på å bygge tillit i kapitalmarkedet. Denne tillit nyter Fredriksen-systemet godt av i form av større finansiell fleksibilitet til å hente kapital når selskapet står ovenfor investeringsmuligheter. En slik forretning kan således kjøres med mindre egenkapital og ditto høyere forrentning av kapitalen.

Det er estimert at amerikanske selskaper i dag har mer enn 1000 milliarder USD i kontanter i sine balanser. Dette vil skape økt press på å sette kapitalen i arbeid eller eventuelt å betale ut pengene til aksjonærene. I tillegg er pengefond med transaksjonsmotiver, av type Private Equity-fond, igjen fylt til randen av kontanter og rede til å gjøre opportunistisk oppkjøp av lavt vurderte selskaper og eiendeler.

Oppkjøp og konsolidering

Utbytte er, og har alltid vært, en vesentlig del av en aksjonærs totalavkastning. At selskapenes helsetilstand er god og villigheten til å betjene aksjeinvestorene i form av utbytte er bra, kan

vi lese direkte av dagens utbyttelnivå, spesielt blant børsenes store selskap.

En viktig driver for transaksjonsaktiviteten er prisen på kapital og verdsettning. I dag kan en bedrift med ”investment grade rating” (singel A rating eller bedre) låne 10-års penger til ca fem prosent mens aksjemarkedet prises med et inntjeningsresultat (invers P/E) på ca åtte prosent. Dette skaper incentiver for bedriftene til å lånefinansiere oppkjøp. Faktisk er det mer lønnsomt enn bevitnet det siste kvarte århundre. Samme argumentasjon kan også brukes for tilbakekjøp av egne aksjer.

For mange selskaper med manglende vekstutsikter blir svaret konsolidering med kostnadsutt som motiv. Selskapenes sterke balanser kombinert med god tilgang til kapital, til rimelig pris, og ikke minst moderat selskapsverdsettelse, skaper ytterligere motiver for oppkjøp.

De vanligste oppkjøp skjer ved at selskaper med høy verdsettelse kjøper selskaper innen egen bransje med lavere verdsettelse. Dette passer bra inn med SKAGENS investeringsstrategi hvor vi ikke sjelden finner fram til bransjens lavere prisete selskap. Oppkjøpstriggere er aldri eneste motiv for våre investeringer, men idet vi forsøker å finne gode kvalitetselskap, som er godt posisjonerte i sin industri til lav pris, vil ofte oppkjøp være det lille ekstra vi får med på kjøpet.

Høy kvalitet og rikelig utbytte

De tidligere populære, trygge selskap med høy markedsverdi (les også artikkel av Kristian Falnes på www.skagenfondene.no) og utbytte,



En kunde på jakt etter ny telefon i en Orange-butikk i Paris. France Telecom som eier Orange er et relativt nytt selskap i porteføljen.

har blitt billigere, som de også var ved starten av 80- og 90-tallet. Vi merker også at bransjer som typisk er representert ved høy dividendeutbetaling, som nyttjetjenester, medisin og telekom, fortsatt er blant de mest upopulære sektorene. France Telecom, kom inn som nytt porteføljeselskap i SKAGEN Vekst mot slutten av fjoråret. I tillegg til å være lavt verdsatt har selskapet en opprettholdbar dividendeutbetaling på åtte prosent!

Utbytte gir god beskyttelse i lavrenteklima, faktisk bedre enn noen annen periode siste 50 år. På den annen side er det et åpent spørsmål om ekstraordinær pengepolitikk i store deler av verden er den beste triggeren for aksjemarkedet.

Selektiv utvelgelse

I 2010 beveget aksjekursene seg mer i takt enn hva vi er vant til, godt styrt av makronyheter. I et slikt marked kan det være utfordrende å være aksjeplukker. Vi tror at forskjellen på kvaliteten

i selskapene etter hvert vil gi større forskjeller i prisingen av enkeltaksjer. Dette har SKAGEN posisjonert seg for i form av investeringer i selskaper, som vi mener er av høy kvalitet, uten at vi har måttet betalt en premie for det. Med andre ord, sier vi ja takk, begge deler, høy kvalitet til lav pris.

Vi har et bredt investeringsunivers hvor lav verdsettelse leder vår nysgjerrighet. Vi konstaterer at selskapene har rekordhøye kontantbeholdninger, noe som gir muskler til både oppkjøp, rause tilbakekjøpsprogram og

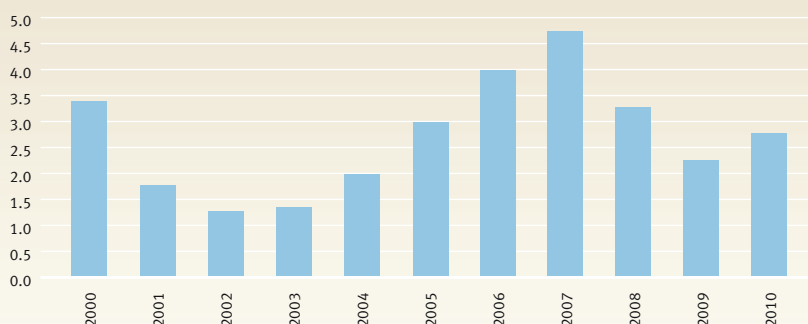
dividendeutbetalinger. At aksjer generelt kun er moderat priset i forhold til sin historie, lavt priset i forhold til rentenivå og utbytteutbetaling i kombinasjon med bra inntjeningsutsikter, gir et godt bakteppe for oss aksjeplukkere.

Beate Bredesen

PORTEFØLJEFORVALTER



GLOBALE OPPKJØP OG FUSJONER MOT GAMLE HØYDER



Kilde: Dealogic, Goldman Sachs Research

Grafen viser volumutvikling for globale oppkjøp og fusjoner i trillioner dollar. Med sterk bedret inntjening og store kontantbeholdninger har selskapene, på global basis, økt både utbytter, kjøp av egne aksjer samt aktiviteten innen oppkjøp og fusjoner.

Store selskaper, gylden mulighet eller gamle dinosaurer?

SKAGENFONDENE.NO



Aksjebobler i vekstmarkedene

Ekspansiv pengepolitikk i USA og Europa har fått stadig flere investorer til å søke avkastningslykken i verdens vekstmarkeder. Dette kan føre til bobletendenser. Ved inngangen til 2011 er det imidlertid liten grunn til bekymring.

Siden børsene i vekstmarkedene bunnet ut i november 2008 er vekstmarkedsindeksen opp hele 124 prosent. I samme periode har 177 milliarder dollar funnet veien til de samme markedene.

Hvis vi går tilbake til år 2000, da IT-boblen smalt, er vekstmarkedsindeksen 11 år senere opp 120 prosent. I samme periode har verden-sindeksen falt 21 prosent.

Etter en slik avkastning er det stadig flere som begynner å snakke om bobler. Det er imidlertid viktig å være klar over at det ikke er hvor mye en aksje eller et aksjemarked har steget i løpet av en gitt periode som betyr noe, men prisingen av selskapene.

Med andre ord er det hva du betaler for den løpende inntjeningen, kontantstrømmen og selskapenes verdier, samt deres fremtidsutsikter som teller. Basert på disse prislappene er det fremdeles ingen grunn til å få angst for bobletendenser.

Prisrekorden er fra 1994

Et selskaps aksjepris i forhold til bokført egenkapital (P/B) er et ganske objektivt mål for verdsettelse. Da vekstmarkedene nådde sin forrige popularitetstopp i 1994, var selskapene priset til 3,5 ganger bokført egenkapital. Den gang reflekterte prisingen mer det faktum at det bodde milliarder av mennesker i disse markedene enn de underliggende verdiene og verdiskapingen.

Fra toppen i 1994 opplevde vekstmarkedene en lang periode med svak kursutvikling og fallende verdsettelse. Under Asia-krisen på slutten av 1990-tallet var pris/bok falt til 0,9. I samme periode steg dette forholdstallet i de utviklede markedene fra 2,2 til 4,2. Teknologiaksjene var på topp våren 2000, priset til 7,5 ganger bokført egenkapital.

Langt igjen til gamle høyder

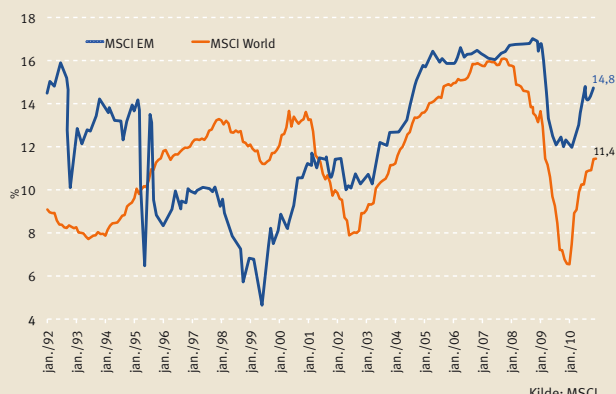
I årene før finanskrisen blåste det seg opp noen lokale bobler i vekstmarkedene. I 2006 var det kinesiske aksjemarkedet priset til drøye fem ganger bokført egenkapital, mens India året etter kunne notere seg syvgangen. Begge markedene har siden falt til lavere nivåer (se graf).



Nye forretningsbygg under oppføring i Mumbai, India. Mens mange snakker om Kinas betydning i dag, vil stadig flere snakke om Indias rolle fremover.

Foto: Bloomberg

HØYERE AVKASTNING PÅ EGENKAPITALEN



Kilde: MSCI

Selskapene i vekstmarkedene har en høyere avkastning på egenkapitalen enn selskapene i utviklede markeder, samtidig som gjeldsgraden er lavere.

Vekstmarkedene, illustrert ved vekstmarkedsindeksen, er ved inngangen til 2011 priset til to ganger bokført egenkapital. Det er fem prosent over gjennomsnittet siden 1992.

En ting er kapitalens verdsettelse, noe annet er den avkastningen egenkapitalen skaper. Egenkapitalavkastningen i vekstmarkedene er på full fart oppover. For siste 12 måneder er den på 15 prosent. Det er nesten fire prosentpoeng høyere enn de utviklede markedene, og ikke langt unna de 17 prosentene som var tilfellet før finanskrisen.

Egenkapitalandelen i vekstmarkedene er også rekordhøy og på nivå med juni 2008. Isolert sett kan derfor en mer optimal kapitalstruktur fort øke egenkapitalavkastningen ytterligere.

Hva så med risikoen?

Selv om det kan synes å være enkelte lokale bobletendenser i vekstmarkedene er ikke vekstmarkedet totalt sett høyt priset. Men, hva så med risikoen?

Historisk sett har vekstmarkedene blitt ansett som risikable på grunn av politisk risiko og lite aksjonærvennlige selskaper. Mye har imidlertid forandret seg de siste tiårene.

Både statsfinansene og selskapenes balanser har blitt svært solide sammenlignet med tilsvarende i utviklede land. Særlig gjelder dette banksektoren. Likeledes blir selskapene stadig mer aksjonærvennlige, med både utbyttepolitikk og bedre (mer forståelige) regnskaper og resultatrapporteringer.

Levestandarden til konsumentene i vekstmarkedene forbedrer seg med høy hastighet. Husholdningenes gjennomsnittsinntekt i Shanghai er for eksempel på nivå med Italia. Lav privat gjeldsetting, sammen med et solid banksystem, har også gitt rom for økt opplåning.

Russland og Sør-Korea

Fremdeles er imidlertid den politiske risikoen til dels betydelig flere steder. Nylig kom det skremmeskudd fra Nord-Korea, som illustrerte

den geopolitiske risikoen for aksjer i Sør-Korea. Stort sett går utviklingen i riktig retning, og den politiske risikoen er priset inn, og vel så det.

Russland har høy politisk risikopremie, og var i 2009 og 2010 blant de beste aksjemarkedene. SKAGEN Kon-Tiki har i disse årene tjent godt på sine russiske investeringer.

Fullle sparegriser og stor arbeidskraft

Etter noen tiår som produsent av billige konsumvarer til utviklede land er tiden nå inne for at vekstmarkedslandene bruker noe av den opparbeidede formuen. Og det har de råd til. Flere land har gunstig demografi og den yrkesaktive delen av befolkningen fortsetter å øke.

Spesielt gunstig er situasjonen i India. Kina, med sin ettbarns-politikk, ligger i den andre enden av skalaen. Mens mange snakker om Kinas betydning for verdensøkonomien i dag, kommer stadig flere til å snakke om Indias rolle i fremtiden.

Undervektet vekstmarkedene

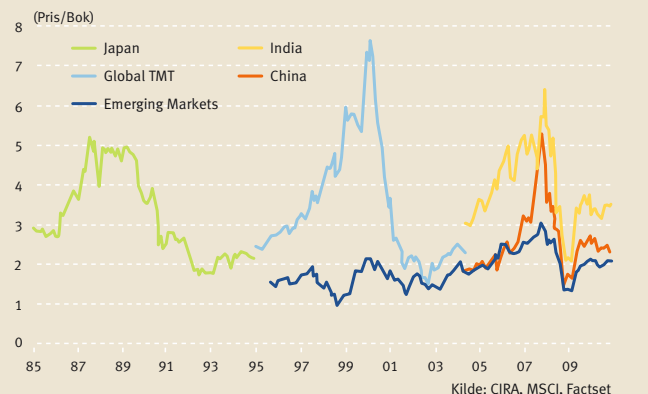
Vekstmarkedene utgjør nå 14 prosent av MSCI sin globale aksjeindeks. Indeksen er justert for aksjer som ikke er tilgjengelige i markedet, deriblant familie- og statseide aksjer. Hvis disse inkluderes dobles vekstmarkedsandelen til nesten 30 prosent.

Selv om strømmen av penger til vekstmarkedene har vært stor i år, er globale aksjefond fremdeles undervektet. Ved å inkludere verdens pensjonsfond blir konklusjonen enda klarere. Institusjonelle investorer er undervektet i vekstmarkedene. De har kun 6,5 prosent i vekstmarkedsaksjer mot 14 prosent i indeks.

Universet øker

Stadige nye børsintroduksjoner, samt utvidelser av kapitalen i eksisterende selskaper, øker også investeringsuniverset i vekstmarkedene. Både absolutt og relativt til de utviklede markedene. Et godt eksempel er verdens største kapitalutvidelse i et børsnotert selskap; det brasilianske oljeselskapet Petrobras.

GODT UNDER BOBLENIVÅ



Kilde: CIRA, MSCI, Factset

Prisingen i forhold til bokført egenkapital i selskapene ligger godt under boblenivå for både det generelle vekstmarkedet samt aksjemarkedene i Kina og India, skjønt sistnevnte er absolutt sett stivt priset. Grafen illustrerer også godt hvor hinsides høyt teknologiaksjene var priset i 2000.

Våre fond har brede investeringsmandater som gir muligheten til å plukke selskaper uavhengig hvor de er børsnotert. SKAGEN Kon-Tiki kan plassere inntil 50 prosent av fondets midler i selskaper som er notert utenfor vekstmarkedene. Dermed øker muligheten, og risikoen reduseres sammenlignet med rene vekstmarkedsfond.

Ja, for det er hvor selskapene selger sine varer, og ikke hvor de er børsnoterte, som teller.

Tyngdepunktet flyttes

Selskaper i utviklede markeder har i lengre tid satset på fremvoksende land. For stadig flere utgjør nå salget til disse landene den største delen av omsetningen. Samtidig øker selskapene i vekstmarkedene sine oppkjøp i utviklede land, for med det å få tilgang på ressurser, teknologi, øke sitt hjemmemarked samt redusere geografisk risiko.

Divergensen i kursutviklingen mellom aksjer i utviklede og fremvoksende markeder gjør at vi i førstnevnte kategori kan finne vekstmarkedseksponering til en billig penge.

Kan selge bobler

Fleksibiliteten i SKAGEN Kon-Tikis mandat gir muligheten til å selge oss vesentlig ned i aksjer i vekstmarkedene, hvis verdsettelsen får bobletendenser. Men la oss ta det problemet når det eventuelt oppstår. Det er ingen grunn til å bekymre seg på forskudd.

Løssluppen pengepolitikk i vestlige land og penger som søker avkastningslykken i vekstmarkedene, kan på sikt føre til en boble i vekstmarkedene. Men før det skjer må verdsettelsen øke betydelig, til glede for SKAGEN Kon-Tikis andelseiere. Det er fortsatt mye avkastning å hente, og ingen problemer å finne undervurderte selskaper.

Knut Harald Nilsson

PORTEFØLJEFORVALTER



Et godt resultat

Med en avkastning på 15,4 prosent har SKAGEN Vekst levert et godt resultat i 2010. Avkastningen til vår referanseindeks, 50/50 Oslo Børs/verdensindeksen, var 16,0 prosent. Oslo Børs var opp 18,4 prosent, mens verdensindeksen steg 13,8 prosent, målt i norske kroner.

SKAGEN Vekst har et globalt mandat til å plukke aksjer. En forankring av investeringene vil likevel foretas i vårt hjemmemarked. Ved utgangen av 2010 var 58 prosent av fondet investert i norske aksjer. Det viktigste for oss er å finne frem til de selskapene som har størst mulig potensial for repriming, til minst mulig risiko. Selskapets noteringssted er således mindre interessant for oss.

SKAGEN Vekst har som mål å oppnå en høy og mest mulig stabil avkastning over tid. Gjennom grundig selskapsanalyse og porteføljekonstruksjon skal fondet representerer en robusthet hvor verdissingningene skal være mindre enn aksjemarkedene generelt. Fokus vil derav ikke ensidig være på høyest mulig avkastnings-

potensial, men også risikostyring.

Gjennom året har vi vektet oss opp i sektorene defensiv konsum, industri og medisin, og ned i råvarer, energi og telekommunikasjon. Energi er fremdeles fondets største sektor med porteføljevekt på 24 prosent. Fondets kontantbeholdning var ved årets slutt 0,9 prosent.

Mager energi

Sett i lys av en oljeprisoppgang på over 20 prosent var bidraget fra fondets energiaksjer på syv prosent magert. Ulykken i Mexicogolfen satte sitt preg på prisingen av sektoren (se kommentar under SKAGEN Global). To av aksjene som trakk fondets resultat mest ned, kom da også fra energisektoren, Transocean og Sevan Marine.

Nå kan imidlertid ikke Sevan Marine legge skylden på ulykken i Mexicogolfen for aksjens begredelige utvikling. Selskapets operasjoner har nok en gang tatt lenger tid og kostet mer enn ventet. I tillegg har ikke selskapet vært fullfinansiert. Mot slutten av 2010 så det endelig ut til at boreriggen kom i stabil drift, og finansieringen bør være sikret ut 2011. Risikoen er derimot fortsatt høy, og Sevan-posten utgjør derfor bare 0,6 prosent av fondet.

Ut av Statoil og inn i Petrobras

Et ønske om å konsentrere porteføljen gjorde at vi valgte å selge oss helt ut av Statoil, og øke posisjonen i blant andre Petrobras. Vi kjøpte aksjene i det brasilianske oljeselskapet etter at selskapet hadde gjennomført verdens største emisjon, som var med på å presse aksjekursen ned til et attraktivt nivå. Vår erfaring er at den største verdiskapningen for et oljeselskap skjer i lete- og utbyggingsfasen snarere enn høstningsfasen. Således skulle bakteppe for et vellykket bytte være på plass.

Supplyselskapene DOF og Farstad Shipping kunne begge vise til god kursutvikling, i

en presset bransje. Begge har en høy andel av flåten på lange kontrakter, og er godt posisjonert for økt aktivitet i Brasil.

Ved å selge oss ut av PGS, og kjøpe flere aksjer i TGS, konsentrerte vi også vårt eierskap innen seismikk. Det har så langt vært et vellykket bytte.

Sterk kursutvikling for Prosafe SE førte til at vårt kursmål ble nådd kun få måneder etter at vi hadde kjøpt en post i selskapet. Selskapet fikk derav kort fartstid men bidro likevel hyggelig til resultatet.

Gull og grønne skoger

Råvaresektoren steg med 17 prosent. Målt i kroner var sektoren fondets nest beste. Etter en kursdobling i løpet av kort tid på de aksjene vi ble tildelt etter restruktureringen av Crew Gold, solgte vi oss helt ut av selskapet.

Det er spesielt hyggelig å kunne trekke frem Norske Skog som en av sektorens vinneraksjer, men også god bidragsyter til fondets avkastning. Papirprisene er på vei opp, kostnadene trimmes fortsatt ned, strukturelle endringer i bransjen er på vei i kombinasjon med fortsatt nær konkurser av aksjen på kun 0,3 ganger bokførte verdier.

Northland Resources tjente vi også gode penger på i løpet av året. Etter et hyggelig kursløft mot slutten av året valgte vi å sikre vår gevinst på pengene vi deltok med i emisjonen selskapet gjennomførte i høst. I forbindelse med Norsk Hydros oppkjøp av Vales aluminiumsvirksomhet ble Hydro-kursen presset, og vi benyttet anledningen til å kjøpe oss opp i selskapet. Vi finner transaksjonen med Vale industrielt riktig, og prisen synes grei.

Sektorens taper, og en av de dårligste bidragsyterne til fondet, var Yara International. Gjennom våren og inn i sommeren var vi bekymret for at lavere priser på landbruksprodukter ville gi overkapasitet i gjødselmarkedet, og

SKAGEN VEKST 2010 (MILL. NOK)

5 største positive bidragsytere

RCCL	173
Kongsberg Gruppen	153
Stolt Nielsen	120
Samsung Electronics	81
Wilh. Wilhelmsen A	72

5 største negative bidragsytere

Norwegian Property	-46
Dixons Retail	-39
Sevan Marine	-33
Yara	-30
Transocean	-28

5 største kjøp

Carnival	206
Gjensidige	193
Teva	162
Morpol	135
Norsk Hydro	113

5 største salg

RCCL	326
Telenor	274
Statoil	237
Yara	162
Crew Gold	150



Foto: Kongsberg Gruppen



Foto: Wilh. Wilhelmsen

Industriektoren var, med en avkastning på ca 24 prosent, fondets største bidragsyter i kroner. Tre av selskapene fra denne bransjen, Kongsberg Gruppen, Wilh. Wilhelmsen og Stolt-Nielsen, var blant fondets fem største bidragsytere i 2010.

solgte derfor hele posten i Yara. Flere ekstreme vær-situasjoner bidro derimot til at det motsatte skjedde, og vi må i ettertid konstatere at salget ikke var vellykket.

Industriell suksess

Med en avkastning på 24 prosent var industriektoren den som ga mest klingende mynt i fondskassen. Kongsberg Gruppen, Wilh. Wilhelmsen og Stolt-Nielsen, kom alle inn blant fondets fem på topp.

Fondets største investering, Kongsberg Gruppen, har gjennom året fortsatt å vise sterk ordreinngang innen alle divisjoner, samtidig som de leverer rekordhøye marginer. Etter en periode med fallende salg er det spesielt gledelig at den maritime divisjonen nå er i klar bedring. Selskapet er særdeles godt posisjonert for å vinne kontrakter innen alle sine høyteknologiske nisjer.

Våre gamle travere Stolt-Nielsen og Wilh. Wilhelmsen (nå Wilh. Wilhelmsen Holding) gjorde det også bra i 2010.

Stolt-Nielsens terminaler og tankcontainere viste resultatfremgang, mens utsiktene for kjemikalietankmarkedet har bedret seg i takt med verdensøkonomien. Samtidig ser det ut til at selskapets satsing innen store gasskip har vært riktig. Selskapet har en sterk balanse, og

betjener sine aksjonærer i form av både utbytte og tilbakekjøp av egne aksjer. Samtidig verdsettes Stolt-Nielsen med god rabatt til bokført egenkapital.

Til tross for reorganiseringen av Wilh. Wilhelmsen konsernet, som etter vår mening kompliserer strukturen, ga selskapet et svært godt tilskudd til fondets avkastning. Markedet for maritim biltransport har virkelig skutt fart gjennom året, og aksjen er fremdeles attraktivt priset.

Cruise til topps igjen

Inntektsavhengige forbruksvarer var opp hele 37 prosent. Mye av æren skal Royal Caribbean Cruises Ltd ha. Etter å ha bidratt nest best til porteføljerisultatet i 2009, ble det topplassering i 2010.

Amerikanske Carnival, som sammen med RCCL kontrollerer 80 prosent av verdens cruiseflåte, har etter finanskrisen ikke på langt nær opplevd samme omprising som RCCL. Som følge av en høyere avkastning på kapitalen har Carnival historisk sett vært priset med en fortjent premie i forhold til konkurrentene. Da denne premien på slutten av året nesten var eliminert, byttet vi to tredjedeler av RCCL-posten med aksjer i Carnival.

Vi tror fortsatt på et godt cruisemarked i

årene som kommer. Nykontraheringen er lav, og etterspørselen stigende. Det bør borge for at cruiseaktørene kan øke sine billettpriser ytterligere. Også et annet cruiseselskap bidro positivt, nemlig Hurtigruten.

Rezidor Hotel var ved inngangen av 2010 svært upopulær og lavt priset. Vi valgte å høre på ledelsen, som ved inngangen til året antydte en gryende optimisme hva gjelder både hotellbelegget og selskapets ekspansjonsplaner. Det har vi fått rikelig betalt for. Aksjen var opp 68 prosent. På slutten av året valgte vi å ta gevinst på mer enn halvparten av vårt innehav.

Mye god sjømat

Våre defensive konsumaksjer var opp 19 prosent. Mye av æren skal tildeles vårt største lakseselskap Cermaq og den thailandske kylling og rekeprodusenten Charoen Pokphand. Etter nær en tredobling av aksjekursen på 12 måneder ble posten i Charoen Pokphand solgt.

Nye navn i porteføljen er Morpol, Winn-Dixie Stores og Austevoll. Etter mindre enn fem måneders fartstid i porteføljen, ble sistnevnte sektorens tredje beste bidragsyter.

Morpol er et polsk selskap som primært driver med videreføring av laks med salg til kontinental Europa. Selskapet ble notert på Oslo Børs i sommer. Bekymringer knyttet



Foto: RCCL

Royal Caribbean Cruises har bidratt godt til porteføljeresultatene både i 2009 og i 2010. Vi har nå byttet to tredjedeler av RCCL-posten med aksjer i Carnival.

til høye laksepriser, selskapets innsatsfaktor nummer én, kombinert med kort børshistorikk, gjør at selskapet ikke fanger manges interesse og verdsettelsen er etter vår oppfatning særdeles lav. Vi ser et stort potensial for videre vekst og bedring av marginene, og regner med økt interesse blant både analytikere og investorer.

Fondets nest dårligste investering i 2010 var Dixons Retail, som eier Elkjøp og Lefdal. Bekymringer knyttet til britiske konsumenters kjøpekraft har overskygget selskapets positive utvikling i Skandinavia. Etter vår oppfatning reflekterer dagens verdsetting knapt verdien av den skandinaviske virksomheten. Med andre ord får vi selskapets ledende posisjoner innen detaljhandel for elektronikk i UK, Irland og Sør-Europa gratis.

Venter på at medisinen skal virke

Med en negativ avkastning på fire prosent var medisin fondets nest dårligst sektor. Medisinaksjer må nå være de meste upopulære aksjene i verden!

Våre investeringer i Axis-Shield og Clavis Pharma var både blant sektorens og fondets taperaksjer. Utviklingen for disse har etter vår oppfatning ikke vært på langt nær så katastrofal som kursutviklingen skulle tilsi. Vår investeringsidé er intakt, og vi i har derfor valgt å beholde aksjene.

I siste halvår i 2010 kjøpt vi aksjer i Teva Pharmaceutical, verdens største produsent av generiske legemidler. Selskapet har også en stor andel egenutviklede medikamenter som over tid har vist imponerende resultater. Høy salgsvekst, gode marginer, sterk balanse i kombinasjon med lav verdsettelse i en upopulær sektor, er en miks vi liker.

Bankrakett og eiendomsmell

Bank og finans var opp 15 prosent. Vår største bankeksponering, tyske Aareal Bank, steg hele 72 prosent i kurs. På den motsatte ende av skalaen finner vi Norwegian Property. I 2009 var selskapet fondets tredje største bidragsyter, i 2010, fondets største taper. Skuffende salgspris for selskapets hotellvirksomhet, kombinert med høyt investeringsbehov, gjorde at vi ikke ønsket å være med på selskapets videre ferd.

Ny investering er Gjensidige Forsikring (se kommentar SKAGEN Global). Vi erstattet Sparebanken 1 SR-Bank med en billigere vestlandsk sparebank, Sparebanken Vest.

Fant hverandre

Informasjonsteknologi var opp 18 prosent. Dominerende her, både hva gjelder størrelse og avkastning, var Samsung Electronics.

EDB ASA og Ergo Group fant hverandre sommeren 2010. I forbindelse med den påfølgende emisjonen i det fusjonerte selskapet økte vi vårt innhav. Selskapets potensial til å ta ut synergier, og ikke minst bedre driftsmarginen, synes ikke å være priset inn i dagens verdsettelse.

Ni prosent ventepremie

Telekommunikasjon steg også med 18 prosent. Etter to år med fantastisk avkastning for våre Telenor-aksjer (ca. 150%) valgte vi å selge oss ut da aksjekursen kom tett opp til vårt kursmål. I forbindelse med at Vimpelcom fusjonerte med Kyvistar solgte vi våre aksjer i førstnevnte, og kunne notere oss for en svært hyggelig gevinst.

Nykommer i porteføljen var France Telecom, som etter vår oppfatning er lavt priset av historiske grunner, mens vi ser en fundamental endring i underliggende verdiskaping. En særdeles

attraktiv avkastning fra utbyttet på åtte prosent er en hyggelig ventepremie, til også resten av markedet ser hvor undervurdert selskapet er.

Fondets minste sektor, nyttjetjenester, ga et bidrag på minus fem prosent. Det brasilianske kraftselskapet Eletrobras var hovedårsaken resultatet (se kommentar i SKAGEN Global og SKAGEN Kon-Tiki).

Satser på de mindre

I motsetning til hva tilfellet har vært i de globale aksjemarkedene har de mellomstore og små selskapene på Oslo Børs utviklet seg langt dårligere enn de indekstunge selskapene. Våre investeringer i Norge er nå konsentrert rundt de mindre selskapene. Ved årsskiftet hadde derfor ikke SKAGEN Vekst aksjer i noen av de syv største selskapene på Oslo Børs. I den globale delen av fondet har vi derimot økt vårt innhav av store selskaper.

Vi har gjennom året konsentrert porteføljen til færre investeringer innen hver sektor. Fokus er også økt på selskaper med stabil inntjening, uten at det har gått på bekostning av hva vi mener er oppsidepotensialet.

Fondets tolv største selskaper var ved årsskiftet priset til 11,8 ganger 2010-inntjeningen og 1,1 ganger bokført egenkapital. Tilsvarende tall for Oslo Børs var 15,9 og 1,7, mens verdensindeksen kunne skilte med en P/E på 14,5 og P/B 1,9.

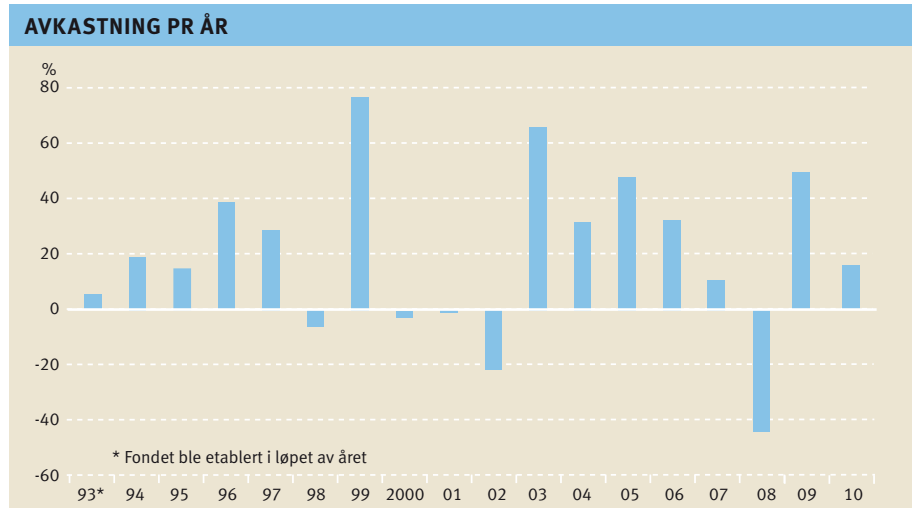
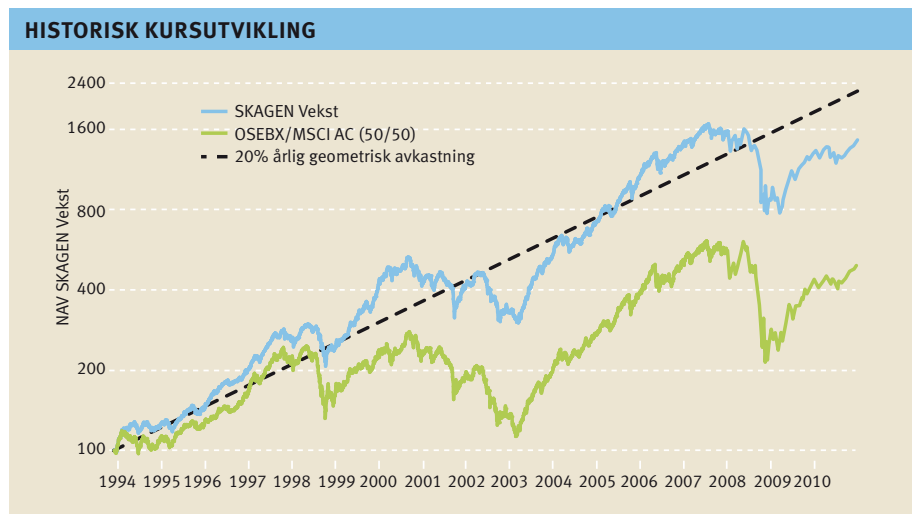
Verdens aksjemarkeder er i dag moderat priset i forhold til sin egen historikk. Vår porteføljeselskap handles til store rabatter. Vi er optimistiske til at 2011 blir et godt børsår, spesielt for SKAGEN Veksts andelseiere.

Aksjefondet SKAGEN Vekst har som målsetning å oppnå best mulig risikojustert avkastning gjennom en aktivt forvaltet portefølje av norske og internasjonale aksjer. Denne kombinasjonen gjør at fondet kan ta del i verdiskapningen i selskaper som ikke er tilgjengelige i det norske markedet. Fondets strategi er å finne selskaper av høy kvalitet til en lav pris, som kjenne-tegnes av å være undervurderte, underanalyserte og upopulære.

SKAGEN Vekst passer for dem som ønsker et fond med god balanse og med et bredt mandat som gir stor frihet til å investere i en rekke selskaper, bransjer og regioner.

Årstall	Avkastning %	Referanseindeks %	Forvaltnings-Kapital*	Antall Andelseiere	Total Kostnad %
2010	15,40 %	16,03 %	10 212	92 978	1,87 %
2009	48,06 %	64,78 %	10 372	93 807	4,50 %
2008	-43,65 %	-54,06 %	6 153	88 349	1,00 %
2007	9,85 %	11,46 %	11 551	87 559	1,26 %
2006	32,49 %	32,43 %	11 698	74 547	3,36 %
2005	48,15 %	40,47 %	8 254	61 792	4,50 %
2004	31,75 %	38,45 %	5 712	51 781	3,45 %
2003	66,25 %	48,40 %	4 238	47 334	5,82 %
2002	-21,91 %	-31,09 %	2 146	46 153	0,86 %
2001	-1,33 %	-16,57 %	2 594	46 283	1,27 %
2000	-2,25 %	-1,68 %	2 650	44 619	2,18 %
1999	76,98 %	45,54 %	2 361	38 167	7,31 %
1998	-6,47 %	-26,65 %	988	19 568	2,46 %
1997	29,23 %	31,60 %	895	13 036	3,74 %
1996	39,09 %	32,03 %	472	6 873	4,01 %
1995	14,72 %	11,60 %	200	4 149	2,95 %
1994	19,13 %	7,13 %	125	1 760	1,58 %

* I millioner kroner

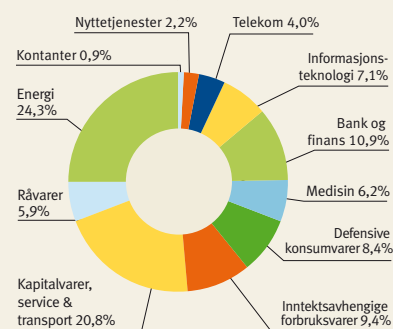


SKAGEN Vekst

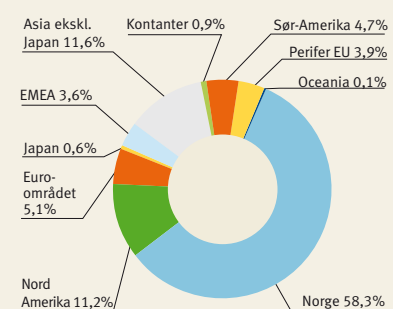
En håndplukket buket

Børn og unge piger plukker blomster på en mark nord for Skagen. 1887. Utsnitt. Av Michael Ancher, en av Skagenmalerne. Bildet tilhører Skagens Museum.

BRANSJEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



Fondets startdato	1 desember 1993
Avkastning siden oppstart	1363,6 %
Gjennomsnittlig avkastning pr år	17,0 %
Forvaltningskapital	10 212 mill NOK
Antall andelseiere	92 978
Forvaltningshonorar	1,0% per år + 10% av avkastningen over 6%
Minste tegningsbeløp	Engangstegning 1000 NOK Spareavtale 250 NOK
Godkjent for markedsføring i	Norge, Sverige, Danmark, Finland, Island, Nederland, Storbritannia og Luxemburg
Referanseindeks	OSEBX/MSCI All Country Index (50/50)
UCITS-fond	Ja
Porteføljeforvalter	Beate Bredeesen

Mot normalt

I og med at det globale aksjemarkedet ga en avkastning tett opp til hva som kan forventes å være normalt, ble 2010 et unormalt aksjeår. At SKAGEN Global slo verdensindeksen var imidlertid ikke unormalt.

Med råvarer som beste drivkraft, og nytte-tjenester som verste, endte avkastningen til SKAGEN Global i 2010 på 16,3 prosent, 3,2 prosentpoeng høyere enn verdensindeksen (MSCI All Country).

Siden oppstarten av fondet i august 1997 har fondet slått sin referanseindeks i 13 av 14 år. Den årlige gjennomsnittlige avkastningen til fondets andelseiere har i denne perioden vært 16,9 prosent, mens referanseindeksen har gitt en avkastning på 1,3 prosent.

Store valutaforskjeller

Avkastningen i det globale aksjemarkedet varierte stort i fjor, avhengig av hvilken valuta den ble målt i. Mens euroinvestorer kunne glede seg over en avkastning på 20,8 prosent, opplevde japanske investorer et kursfall på 1,8 prosent. Dollarinvestorer og kinesiske investorer havnet midt i mellom, med henholdsvis pluss 12,7 og 8,8 prosent (renminbien styrket seg gradvis

mot USD).

Sett i forhold til en tenkt verdensvaluta var imidlertid den globale aksjeavkastningen ikke langt unna den teoretisk forventede avkastningen aksjer normalt skal gi over tid, på 8-10 prosent per år.

Problemet med denne normaliseringen har vært at vi de siste 15 årene knapt har vært i nærheten av en slik årsavkastning. Hovedregelen har vært enten ekstremt dårlige år i aksjemarkedet, som i 2001-2002 og 2008, eller eksepsjonelt gode år som 1998-1999, 2003 og 2005.

Det meste kom i andre halvår

Også 2010 inneholdt turbulente perioder i de globale aksjemarkedene. Spesielt dårlig ble humøret til investorene i andre kvartal. Dårlige makroøkonomiske nøkkeltall økte frykten for at verdensøkonomien skulle gå inn i en ny resesjon etter at stimulansepakken gradvis mistet sin effekt.

I takt med flere positive signaler fra realøkonomien utover høsten slapp resesjonsfrykten gradvis taket. Sammen med overraskende gode tall fra selskapene, kvartal for kvartal, økte også optimismen blant aktørene i aksjemarkedet.

Brorparten av fjorårets avkastning, både for det globale aksjemarkedet og SKAGEN Global, kom derfor i andre halvår. Likeledes de tre prosentpoengene SKAGEN Global slo verdensindeksen med i fjor.

Forvalterskiftet

I forbindelse med at Filip Weintraub i mars valgte å fratre sin stilling som porteføljeforvalter av SKAGEN Global byttet Kristian Falnes plass, fra å ha hovedansvaret for SKAGEN Vekst til å ha en tilsvarende rolle i SKAGEN Global. Samtidig ble Søren Milo Christensen ansatt som ny porteføljeforvalter. Sammen med Tor-kell Tveitevoll Eide og Chris-Tommy Simonsen mener vi dagens forvalterteam har de kvalifikasjoner som kreves for å kunne levere god risikojustert avkastning til andelseierne også i årene fremover.

Ulykken i Mexicogolfen

En av årets dramatiske hendelser oppsto i slutten av april, da Transoceans oljerigg Deepwater Horizon eksploderte og sank i Mexicogolfen. Denne tragiske ulykken krevde elleve menneskeliv. Aksjekursen for både operatøren BP og Transocean falt betydelig. Den negative smitteeffekten var også stor for andre rigg- og oljeserviceselskaper, spesielt de med høy aktivitet i Mexicogolfen.

Det hersket stor usikkerhet om hvilke økonomiske konsekvenser ulykken ville få, både for selskapene som var direkte involvert i ulykken og næringen generelt.

Selv om vi i ettertid kan konkludere med at vi undervurderte konsekvensene av ulykken, var vår vurdering av at aksjemarkedet overreagerte med hensyn på de økonomiske konsekvensene riktig. Vi valgte å beholde våre posisjoner i både BP og Transocean. Selv om aksjekursene for begge selskapene steg over 50 prosent i siste halvår, endte året under ett opp med kursfall på henholdsvis 25 og 16 prosent.

Kjøpt opp rett før det smalt

Årets nest beste bidragsyter, Mariner Energy, har også en betydelig virksomhet i Mexicogolfen. Kun få uker før ulykken la Texas-baserte Apache Corporation inn et bud på selskapet. I takt med at budrabatten i aksjemarkedet ble redusert, valgte vi å selge oss gradvis ut av Mariner Energy, og investere pengene i andre attraktive selskaper innen energisektoren. Inn som nykommere kom det amerikanske oljeserviceselskapet Baker Hughes og riggoperatøren Noble Corp.

Etter å ha vært ute av Petrobras i ett års tid, førte en dårlig kursutvikling i forkant av selskapets rekordstore kapitalutvidelse til at vi igjen fant verdsettelsen attraktiv. Redusert usikkerhet rundt det ambisiøse investeringsprogrammet, lav verdsettelse i forhold til inntjening, og et stadig økende ressursgrunnlag bør være et godt utgangspunkt for god fremtidig verdiutvikling.

I likhet med SKAGEN Kon-Tiki tok vi russiske Gazprom inn i porteføljen. Også her har kursut-

SKAGEN GLOBAL 2010 (MILL. NOK)

5 største positive bidragsytere

Samsung Electronics	612
Mariner Energy	315
LG Corp	236
Tyco International	226
Cliffs Natural Resources	212

5 største negative bidragsytere

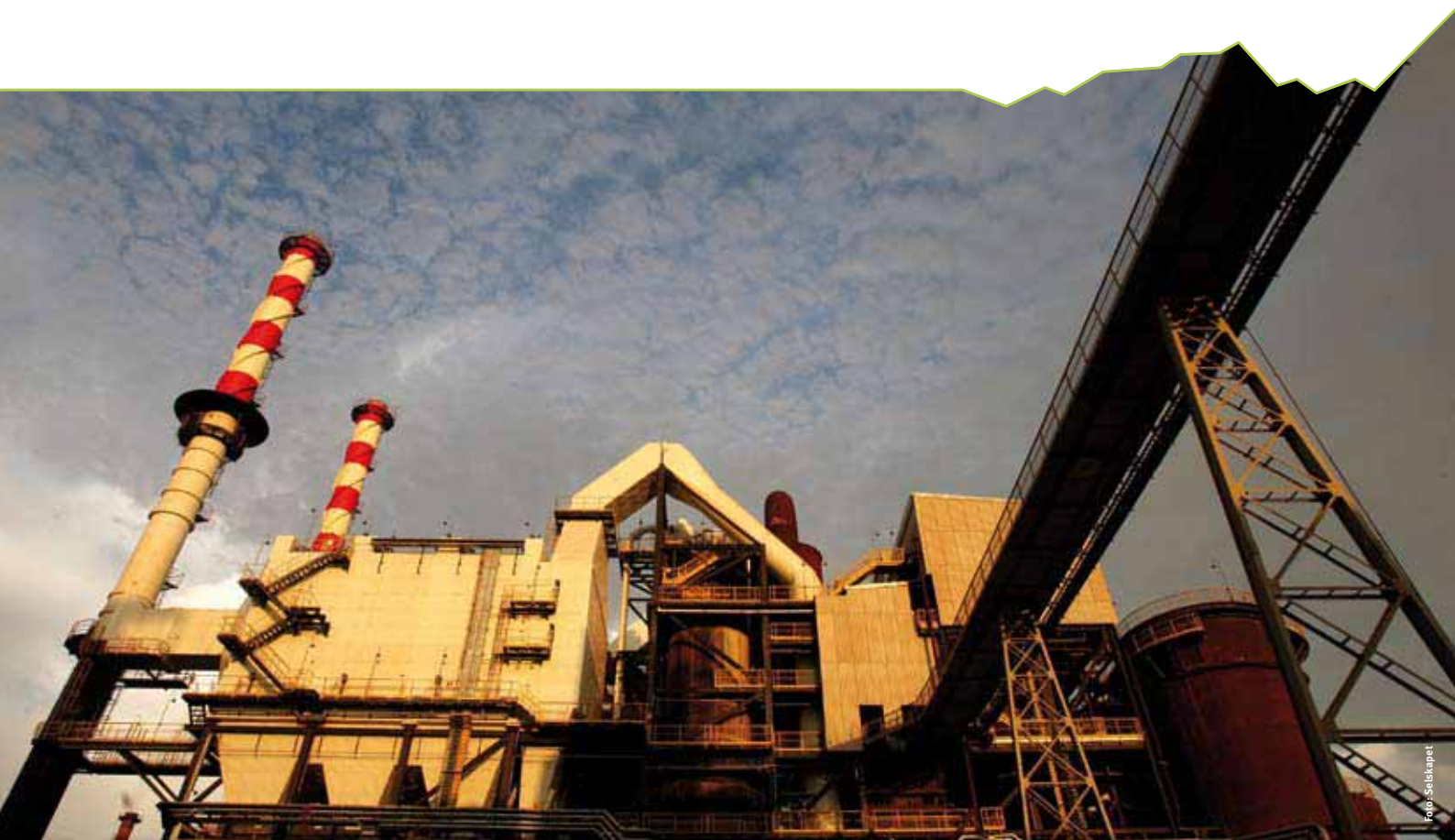
Supervalu	-119
Elektrobras	-109
Bank of America	-97
BP	-95
Transocean	-60

5 største kjøp

Accenture	782
Citigroup	768
Gjensidige	491
Bank of America	490
Petrobras	489

5 største salg

Nestlé	953
Amdocs	776
Mariner Energy	604
Cheung Kong	528
LG Corp	518



Norsk Hydro ble tatt inn i forbindelse med kapitalutvidelsen selskapet foretok i sommer, for å finansiere et strategisk og fornuftig oppkjøp av råstofftilganger fra brasilianske Vale. Aksjekursen falt da langt under hva vi mener er selskapets underliggende verdier.

viklingen vært laber de siste par årene. Selskapet er lavt verdsatt i forhold til både løpende inntjening, og de betydelige ressursene innen gass og infrastruktur.

Energivekten i porteføljen ble gjennom året økt fra rundt åtte til 12 prosent.

Ut av Vale og Grupo Mexico

Innen råvarer solgte vi oss ut av Vale og Grupo Mexico, med særs gode gevinster. Etter at vi fikk problemer med å argumentere for at Harmony Gold fremdeles var undervurdert, ble selskapet solgt ut av porteføljen.

Nye selskaper i porteføljen var Heidelberg Cement, Akzo Nobel og Norsk Hydro. De to førstnevnte har attraktive posisjoner i vekstmarkedene, og er etter vårt skjønn undervurderte av aksjemarkedet. Norsk Hydro ble tatt inn i forbindelse med kapitalutvidelsen selskapet foretok i sommer for å finansiere et strategisk og fornuftig oppkjøp av råstofftilganger fra brasilianske Vale. Aksjekursen falt da langt under hva vi mener er selskapets underliggende verdier.

Fondets råvareaksjer ga i 2010 en avkastning på 33 prosent, og var med det vinnerbransjen i fondet.

Ned i kapitalvarer

Anført av Siemens, LG Corp og Tyco International ble også kapitalvaresektoren, med sin avkastning på 20 prosent, en god bidragsyter til fondets resultat. Etter at vi solgte postene

i Agco og Kone, samt nesten halverte oss i LG Corp og Baywa, ble sektorenes andel av porteføljen redusert fra 20 til 17 prosent. Salgene ble foretatt som følge av at den fundamentale rabatten ble betydelig redusert.

Industrikonglomeratet Tyco International forsvarer fortsatt posisjonen som en av fondets største investeringer. Selskapet er moderat vurdert i forhold til inntjening. I tillegg er det fortsatt et bra potensial gjennom ytterligere rendyrking av virksomheten rundt selskapets hovedområder innen sikkerhetsprodukter og tjenester.

Girer opp

Innen sykliske forbruksvarer girte vi opp vår eksponering i bilindustrien. Posten i Renault ble økt betydelig, og Hyundai Motor kom inn som nykommer i porteføljen. Ut gikk postene i Michelin, Reed Elsevier og Metro. Vi er spesielt godt fornøyd med sistnevnte, som etter at aksjemarkedet satte høyere pris på selskapets eksponering i vekstmarkedene nådde vårt kursmål.

Også kabelnettselskapene Comcast og Time Warner Cable hadde god fundamental utvikling, og var sentrale bidragsytere til at forbruksvaresektoren ga en avkastning på 18 prosent. En av fjorårets store skuffelser var LG Electronics. Lave marginer innen TV og mobiltelefoni, samt utsettelse av nye produktlanseringer, førte til elendige resultater og et nødvendig lederskifte. Da det forventes at lanseringer av nye

smarttelefoner og nettbrett kommer til å snu utviklingen, opplevde aksjen bare et moderat kursfall.

Nykommeren Supervalu ble fjorårets dårligste bidragsyter. Utviklingen i selskapets omstillingsprosess har vært lite overbevisende. Vi valgte derfor å ta et tap, og solgte oss helt ut av selskapet.

Tredobling på kylling, svin og reker

Innen konsumvarer var den thailandske oppdretteren av kylling, svin, reker og fisk, Charoen Pokphand Foods, fjorårets klart beste bidragsyter. Drevet av stigende produktpriser har selskapets aksjekurs mer enn tredoblet seg i vår eiertid. Markedets verdsettelse av produksjonskapasiteten til Charoen Pokphand Foods nådde høyder vi hadde problemer med å forsvare. Vi solgte oss derfor helt ut av selskapet.

Også Nestlé og Kraft Foods ble som følge av høy verdsettelse solgt ut av porteføljen. Vi økte opp i det italienske meieriselskapet Parmalat. Selv om selskapet opplevde motvind som følge av stigende melkepriser, finner vi verdsettelsen fortsatt attraktiv. Spesielt tatt i betraktning av at netto bankinnskudd tilsvarer 40 prosent av selskapets børsverdi.

Fortsatt syk medisin

Farmasi har lenge vært en upopulær sektor, med generelt dårlig kursutvikling gjennom flere år. Med en avkastning for våre farmasiaksjer på magre tre prosent ble ikke fjoråret



Foto: Bloomberg

SKAGEN Global har i økende utstrekning funnet undervurderte selskaper i USA. I løpet av året har andelen amerikanske selskaper i porteføljen økt med fire prosentpoeng til totalt 29 prosent.

noe unntak.

Sveitsiske Roche ble på bekostning av Gedeon Richter, Fresenius, Eisai og Kalbe Pharma tatt inn som nytt porteføljeselskap. Med en prislapp på ti ganger forventet inntjening i 2011, og en direkteavkastning fra utbyttet på fem prosent, synes Roche meget attraktivt priset. Ikke minst tatt i betraktning at Roche er blant de få store farmasiselskapene som i liten grad rammes av patentutløp de nærmeste årene. En ekstra oppside får vi hvis den negative nyhetsstrømmen rundt selskapets forskningsportefølje stopper opp i 2011.

Bank i Amerika

Avkastningen innen bank og finans var på linje med fondets avkastning. Vi økte eksponeringen mot amerikanske banker. Bank of America og Citigroup kom inn som nye selskaper, mens aksjene i Bank of New York ble solgt. De amerikanske storbankene har tatt betydelig større tapsavsetninger enn tilsvarende banker i Europa. Soliditeten er også betydelig styrket i kjølvannet av finanskrisen.

Justert for immaterielle eiendeler ligger fortsatt aksjekursene på våre amerikanske banker under bokført egenkapital. Investorene er fremdeles negativ til utvikling for amerikansk økonomi og eiendomsmarked. I et slikt klima finner vi at våre to storbanker representerer en attraktiv balanse mellom risiko og fortjenestemuligheter.

I forbindelse med Gjensidiges børsnotering i slutten av året, kom den norske markedslederen innen skadeforsikring inn som nytt selskap. En verdsettelse på kun ti ganger inntjeningen, og utbytteavkastning på seks prosent, er lavt for et solid, veldrevet selskap med sterke markedsposisjoner.

Etter god kursutvikling og redusert konglo-

meratrabatt i Cheung Kong fant vi det riktig å halvere posten vår i selskapet. Det Hong-Kong-baserte selskapet er ikke lenger å finne blant fondets ti største investeringer.

Halv milliard fra Samsung

Innen informasjonsteknologi var Samsung Electronics den største bidragsyteren. I lokal valuta steg kursen på våre preferanseaksjer med 24 prosent, og bidro med over en halv milliard kroner til fondets resultat. Til tross for at vi reduserte posten noe, er selskapet fortsatt fondets største investering, med en andel på 7,7 prosent av porteføljen.

Selv om det kan påregnes lavere inntjening fra minnebrikker i 2011 i forhold til rekordåret 2010, bør Samsung Electronics' produktportefølje innen mobiltelefoni og nettbrett sørge for at inntjeningen ikke faller i 2011. Preferanseaksjen prises til kun 6,5 ganger inntjeningen. Det synes vi fortsatt er billig for et selskap med knallsterk balanse, og med verdensledende markedsposisjoner innen flere produktområder.

Billig amerikansk teknologi

Accenture og Microsoft ble tatt inn som nye porteføljeselskaper. Verdsettelsen av inntjeningen til amerikanske teknologiselskaper har falt gjennom mange år, og er nå kommet ned på attraktive nivåer. Våre to nykommere genererer en imponerende kontantstrøm, som fører til økte utbytter og tilbakekjøp av egne aksjer. Markedets forventninger til selskapenes vekst er forbausende lave, og vi forventer at disse må oppjusteres gjennom 2011.

For å gi plass til våre to amerikanske nykommere ble Amdocs solgt ut, etter en periode med god kursutvikling. Vår eksponering innen informasjonsteknologi økte med ca. tre prosentpo-

eng til 15 prosent av porteføljen.

Opp i upopulære teleaktører

Vi økte også opp i en fortsatt upopulær telekommunikasjonssektor. Vimpelcom, China Mobile og Telecom Italia kom inn som nykommere i porteføljen, mens Magyar Telekom ble solgt ut. Nykommerne prises lavt i forhold til løpende inntjening, men ikke minst ut i fra at de alle har attraktive posisjoner i vekstmarkedene.

Vi var i 2010 inne i det sørafrikanske mobiltelefonselskapet MTN Group, men da kursmålet vårt ble nådd i løpet av høsten solgte vi oss ut av selskapet med en fin gevinst.

Nyttetjenester ble, med en negativ avkastning på tre prosent, fjorårets dårligste sektor. Årsaken var et kursfall for den brasilianske kraftgiganten Eletrobras. Den forestående emisjonen i selskapet har nok vært en hemsko for kursutviklingen. Når denne er overstått i løpet av første kvartal 2011 er det gode muligheter for at markedet igjen setter fokus på den lave verdsettelsen av selskapets vannkraftkapasitet, med forhåpentlig positiv kursutvikling som resultat.

Økte i USA

Geografisk har vi i løpet av året økt eksponeringen mot amerikanske selskaper med fire prosentpoeng til totalt 29 prosent av fondet. Våre innhav i selskaper notert i vekstmarkedene er redusert tilsvarende. Gjennom investeringer i selskaper notert i Vesten med betydelig aktivitet i vekstmarkedene, er imidlertid eksponering mot fremvoksende økonomier opprettholdt. Vårt fokus hva gjelder risikospredning og porteføljekonstruksjon er fortsatt å legge vekt på selskapenes virksomhet, snarere enn hvor de er børsnotert eller har sitt hovedkontor.

Bedre enn normalt

Ved å se på verdsettelsen til SKAGEN Globals portefølje ved inngangen til 2011 er det god grunn til å være optimist. Gjennomsnittet av fondets største investeringer prises til i overkant av ti ganger forventet inntjening. Og hvis noen av våre identifiserte triggere utløses kan flere selskaper gi ekstraordinær god avkastning.

Fundamentalt sett er fondets verdsettelse betydelig lavere enn det globale aksjemarkedsuniverset. Vi vil ganske sikkert også i 2011 oppleve betydelige humørsvingninger blant verdens aksjeinvestorer, og ditto kurssvingninger. Men både utviklingen for verdensøkonomien og verdsettelsen av selskapene taler for at vi kan oppleve et år hvor avkastningen i det globale aksjemarkedet blir på linje med eller bedre enn det som teoretisk omtales som forventet aksjeavkastning i et normalår.

Aksjefondet SKAGEN Global har et internasjonalt investeringsmandat. Fondets strategi er å finne selskaper av høy kvalitet til en lav pris, som kjennetegnes av å være undervurderte, underanalyserte og upopulære. For å redusere risiko søker fondet å opprettholde en fornuftig geografisk og sektormessig balanse.

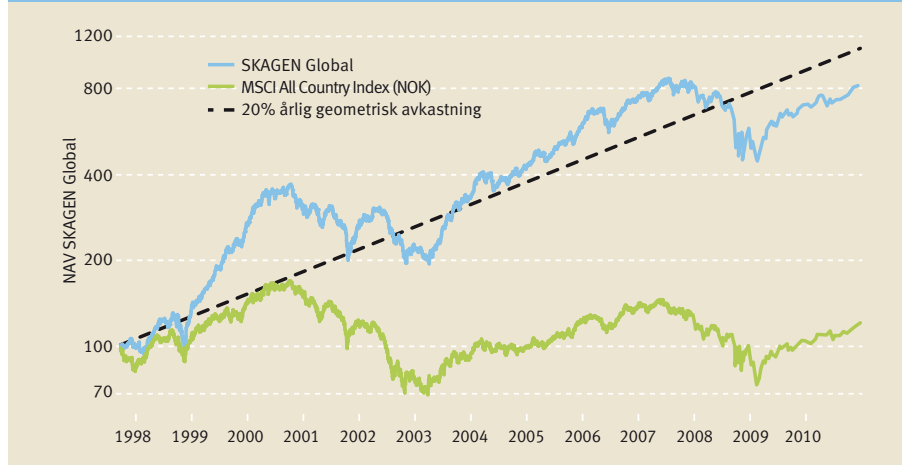
SKAGEN Global passer for investorer som ønsker å spre sine investeringer over hele verden og oppnå diversifisering, både geografisk og bransjemessig.

Årstall	Avkastning %	Referanseindeks %	Forvaltnings-Kapital*	Antall Andelseiere	Total Kostnad %
2010	16,27 %	13,08 %	32 169	94 966	1,29 %
2009	26,80 %	7,61 %	31 035	96 976	2,75 %
2008	-31,88 %	-23,58 %	20 219	92 046	0,96 %
2007	8,21 %	-5,08 %	28 743	93 097	2,41 %
2006	24,07 %	10,79 %	22 113	77 148	2,20 %
2005	39,21 %	21,93 %	13 828	52 715	2,42 %
2004	24,55 %	4,46 %	6 958	39 971	2,88 %
2003	62,82 %	28,40 %	4 387	28 772	3,49 %
2002	-23,20 %	-37,97 %	2 176	26 465	3,06 %
2001	-4,24 %	-16,07 %	2 660	24 767	2,25 %
2000	-4,65 %	-5,12 %	2 863	22 093	1,74 %
1999	113,41 %	30,73 %	2 092	9 983	5,68 %
1998	47,16 %	26,52 %	237	1 017	2,24 %
1997**	-3,08 %	-8,21 %	32	24	3,28 %

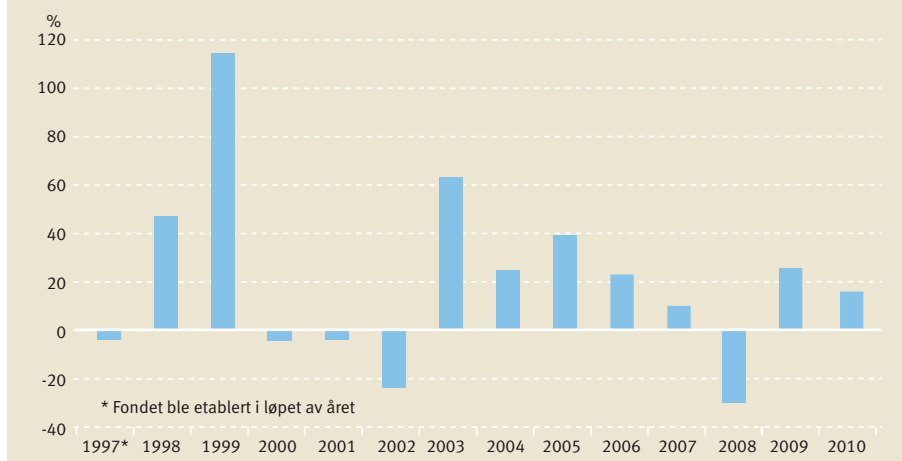
* I millioner kroner

** Fondet ble opprettet i løpet av året

HISTORISK KURSUTVIKLING



AVKASTNING PR ÅR

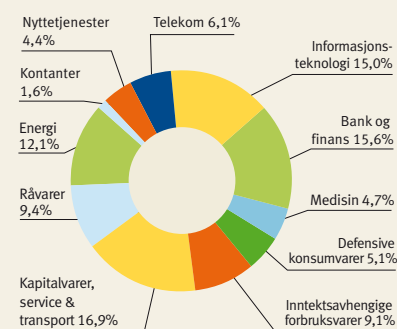


SKAGEN Global

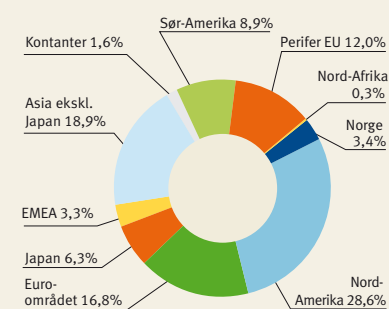
En verden av muligheter

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

BRANSJEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



Fondets startdato 7. august 1997

Avkastning siden oppstart 711,5 %

Gjennomsnittlig avkastning pr år 16,9 %

Forvaltningskapital 32 169 mill NOK

Antall andelseiere 94 966

Forvaltningshonorar 1,0 % per år + 10 % av avkastningen utover referanseindeks

Minste tegningsbeløp Engangstegninger kr 1000, spareavtale kr 250

Godkjent for markedsføring i Norge, Sverige, Danmark, Nederland, Luxembourg, Finland, Island og Storbritannia

Referanseindeks MSCI All Country Index (NOK)

UCITS-fond Ja

Porteføljeforvalter Kristian Falnes

Slo vekstmarkedene for niende år på rad

Med en avkastning på 21,2 prosent slo SKAGEN Kon-Tiki vekstmarkedsindeksen for niende året på rad. De som har vært med siden fondets oppstart i april 2002, kan glede seg over en årlig gjennomsnittlig avkastning på 22,1 prosent, mot 11,9 prosent for vekstmarkedet.

Betydelige midler strømmet i 2010 inn i vekstmarkedene og til SKAGEN Kon-Tiki, som ved årsskiftet hadde 47 milliarder kroner til forvaltning. Vi konstaterer at fondets meravkastning utover indeks, som endte på 1,9 prosentpoeng, kom i andre halvår. Da var fondet på sitt aller største.

Ved inngangen til 2011 ser vi ingen dramatisk hva gjelder fondets størrelse, men gode muligheter for å skape meravkastning for våre andelseiere også i tiden som kommer. Sentrale

elementer her er:

- Store likvide selskaper er upopulære og undervurderte.
- Børsuniverset i vekstmarkedene vokser parallelt med fondet.
- SKAGEN Kon-Tiki kan redusere risikoen gjennom å investere i undervurderte selskaper i de utviklede markedene.

Konsumentene i skuddet

I 2010 var investorenes hovedfokus rettet mot konsumentene i vekstmarkedene. Forbrukssektoren ble da også vinnersektoren. Makrobildet var preget av utviklingen i Kina og de øvrige BRIK-landene: Mens det russiske og indiske aksjemarkedet lå på den øvre halvdel av resultatlisten i fjor, endte Kina og Brasil i motsatt ende – som følge av frykt for voksesmerter og tiltakende inflasjon.

Store selskaper hadde generelt et svakt børsår, og tungvektene som Petrobras, China Mobile og Gazprom kom inn på vår radarskjerm med upopulære og undervurderte selskaper.

I likhet med hva tilfellet var i de utviklede markedene, overrasket selskapene i vekstmarkedene med bedre resultater enn forventet. Men til tross for en god kursutvikling i 2010, fremstår ikke prisingen av selskapene ved inngangen til 2011 som høye. Nivået i forhold til konjunkturnøytrale nøkkeltall, som selskaperes salg og bokført egenkapital, ligger på linje med gjennomsnittet for de siste ti årene.

Med fortsatt god vekst i inntjeningen, og høy egenkapitalavkastning, er det mye å gå på før vi kan snakke om eventuelle bobler i det generelle vekstmarkedet. Skjønt prisen

kan synes stiv innen nevnte konsumsektor, og i enkelte land – som India.

En effekt av kapitalstrømmen inn til vekstmarkedene er at flere valutaer har styrket seg, spesielt de asiatiske og latinamerikanske. På lang sikt anser vi denne utviklingen som gunstig, og et bidrag til en bedre balanse i verdensøkonomien. Sterkere valutaer reduserer også noe av inflasjonspresset fra stigende råvarepriser.

Løse penger og dårlig eierstyring

De kunstig lave rentene i Vesten har i mange fremvoksende økonomier ført til en løsere pengepolitikk enn ønskelig. Problemstillingen i 2011 blir for flere av landene å klare å balansere den økonomiske veksten med en tiltakende inflasjon. Spesielt utsatte er tidligere nevnte Kina, India og Brasil.

Et risikomoment vekstmarkedene lenge har slitt med, er dårlig selskapsstyring og manglende aksjonærvennlighet. Dette er et fenomen som rammet flere av våre taperaksjer i året som gikk. Vi noterer imidlertid at vekstmarkedene går fremover, også på dette området. I takt med at fondet er blitt større, har vi økt innsatsen på selskapsstyringsfronten. Vi prøver også, etter beste evne, å påvirke selskapene til å bli mer aksjonærvennlige.

Gode bidrag fra energi

Til tross for at ulykken i Mexicogolfen satte sitt preg på hele energisektoren, ble sektoren en god bidragsyter til fondet. Vi hadde en holdsvis beskjeden eksponering mot oljeproducentene, som til tross for stigende oljepriser opplevde en svak kursutvikling. De største plus-

SKAGEN KON-TIKI 2010 (MILL. NOK)

5 største positive bidragsytere

Hyundai Motor	766
Samsung Electronics	655
Great Wall Motor	482
Banrisul	388
Seadrill	369

5 største negative bidragsytere

Hanmi (Holding & Pharma)	-179
Eletrobras	-149
Asya Bank	-84
China Mobile	-67
LG Electronics	-67

5 største kjøp

Baker Hughes	1717
Hon Hai Precision Industry	1189
China Mobile	1156
Gazprom	982
Petrobras	822

5 største salg

OGX Petroleo	648
First Quantum Minerals	458
Sistema	456
Banrisul	417
Efes Breweries International	350



Foto: Bloomberg

Den kinesiske bilprodusent Great Wall viser sine modeller på bilmessen i Guangzhou i desember. Basert på sentrale nøkkeltall har Kon-Tiki selskapene Hyundai Motor og Great Wall Motor mye å gå på, oppover.

sene i margin fikk vi fra oljeserviceselskapene Baker Hughes og Seadrill. Også leteselskapet OGX Petroleo leverte et godt tilskudd. Her solgte vi oss helt ut, med betydelig gevinst.

Etter at Petrobras hadde foretatt verdens største, men kursmessig ikke spesielt vellykkede emisjon, kjøpte vi oss opp i det brasilianske oljeselskapet.

Signaler om en vesentlig bedre selskapsstyring, og en noe bedre balanse i det europeiske gassmarkedet, førte til at vi gikk ganske tungt inn i russiske Gazprom. En svært god kursutvikling for den indonesiske kullprodusenten Indo Tambangraya førte til at vi reduserte posisjonen vår betydelig.

Afrikanisk kobber og asiatiske fly

Våre råvareprodusenter hadde et godt år. Spesielt god var kursutviklingen for de afrikanske kobberselskapene First Quantum Minerals og Equinox Minerals. Vi solgte posten i First Quantum, men økte vesentlig opp i Equinox – hvor vi mener det fremdeles er mye å gå på.

Stigende sørafrikansk valuta førte til sterkt reduserte marginer og et svakt år for edelmetallprodusentene DRD Gold og Aquarius Platinum. Selskapene sitter imidlertid på verdifulle res-

surser, og er vår forsikringspremie mot galopperende priser på edle metaller. Mot slutten av året økte vi vesentlig opp i brasilianske Vale.

Industri og transport hadde et godt år. Gode bidragsyttere hos oss var nyervervelsen AP Møller-Maersk og den kinesiske kraftverksbyggeren Harbin Power. Vår største investering, ABB, opplevde en betydelig bedring i ordresituasjonen. Frykt for at offentlige sparetiltak ville begrense veksten i offentlige investeringer førte til motvind for våre entreprenører, Empresas ICA og Strabag.

Vi solgte oss ut av konglomeratene Alarko Holding og Alfa SAB, samt flyselskapet Thai Air. Investeringene i luftfart er nå i lavpris-selskapene AirAsia og Norwegian. Begge er forholdsvis nøkternt vurderte, samtidig som den organiske veksten er meget sterk.

Full fart med Hyundai

Inntektsavhengige forbruksvarer hadde også i år en spektakulær utvikling. Våre hovedselskaper, Hyundai Motor Company og kinesiske Great Wall Motor, ble fondets beste bidragsyttere. Kombinasjonen av en lite ambisiøs vurdering av aktørene i aksjemarkedet ved inngangen av året, og et bilmarked som utviklet seg vesentlig

bedre enn forventet, skal ha en del av æren for dette. Hovedæren for suksessen på børsen skal derimot selskapene selv ha. Begge to kunne skilte med vellykkede lanseringer av nye modeller, og innehar en meget konkurransedyktig kostnadsposisjon. Vi ser frem til flere gode regnskapstall utover i 2011. Basert på sentrale nøkkeltall har både Hyundai Motor og Great Wall Motor mye å gå på, oppover.

LG Electronics var en stor skuffelse i 2010. Lav vurdering og fornyet produktspekter peker mot at 2011 kan bli et bedre år. Den indiske kjøretøyprodusenten Mahindra & Mahindra fortsatte sin gode utvikling, og er etter vårt skjønn ennå ikke fullt priset.

Etter en meget sterk kursutvikling solgte vi oss ut av varehusoperatøren Mitra Adiperkasa. Inn kom det malaysiske transportkonglomeratet DRB-Hicom.

Satt på rett side av bordet

Våre mindre forbrukerrelaterte selskaper utviklet seg svært sterkt. God vekst og økte marginer er en suksessfull kombinasjon. Vi solgte den russiske butikkjeden Magnit, samt det tyrkiske bryggeriet Efes Breweries International, og kunne høste betydelige gevinster. Royal Uni-



Det tyske legemiddelfirmaet Stada Arzneimittel har et økende internasjonalt fokus, og produserer både generiske legemidler og egenutviklede medikamenter.

brew oppviste en fantastisk snuoperasjon, som ble godt belønnet i aksjemarkedet.

Det kroatiske bryggeriet Pivovarna Lasko var en av taperne etter at de tullet bort pengene sine. Vi gikk ut av Chaoda Modern Agriculture, med et mindre tap.

Generelt sett er forbrukssektoren blitt for populær og høyt vurdert. Det er derfor vanskelig å finne gode selskaper til attraktive priser.

Dårlig medisin

Betydelige tap i forbindelse med reorganiseringen av koreanske Hanmi Pharma førte til at farmasisektoren, mot normalt, ga et negativt bidrag til fondets resultat.

Til tross for en kraftig økning i investeringene, og en allerede attraktiv portefølje med kommende produkter, utviklet vår største investering innen sektoren, Gedeon Richter, seg forholdsvis svakt. De tyrkiske Eczacibasiselskapene viste gode takter, og etter et friskt kursløft solgte vi aksjene i kinesiske China Shineway Pharmaceutical Group.

Utsiktene for 2011 ser bedre ut, både for våre aksjer og farmasibransjen sett under ett. Og til tross for at farmasieselskapene i vekstmarkedene ikke blir hardt rammet av patentforfall i årene fremover, slik tilfellet er for mange selskaper i de utviklede markedene, handles de fremdeles med rabatt.

Forbrukslån og spareprodukter

Selv om finans er den desidert største sektoren i de globale vekstmarkedene, er heldigvis eksponeringen mot sydeuropeisk statsgjeld og amerikanske boliglån lav. Derimot har de betydelig vekst i lønnsom forbrukerfinansiering og spareprodukter.

Våre vinnere i sektoren ble den brasilianske sparebanken Banrisul og den chilenske pensjonsforvalteren Provida. Vi tok noen gevinster i Banrisul, thailandske Tisco Financial Group og Provida. De realiserte pengene ble brukt til å kjøpe aksjer i thailandske Bangkok Bank og Kiatnakin Bank.

Generelt er vi forsiktige med å eksponere oss for mye i statsdominerte banker, spesielt i Kina. Vår erfaring er at disse ofte kan benytte sine ressurser til andre formål enn aksjonærenes velbefinnende. Vi holder oss derfor stort sett til privateid sektor.

Tror på lesefjøl

Innen informasjonsteknologi hadde Samsung Electronics et godt år. Med Galaxy Tab og en ny linje mobiltelefoner viste de igjen å ha et godt grep på forbrukerne. Etter et sterkt første halvår, ser vi nå økt press på marginene innen digitale medier. De viktige minneproduktene viser et blandet bilde. Forventningene til 2011 er derfor ikke så høye, slik at positive

overraskelser fort kan gi gode kursutslag for Samsung-aksjen.

Årets nye produkter innen "lesefjøl" gjorde at vi kjøpte taiwanske Hon Hai Precision Industry, som er Apples hovedleverandør hva gjelder både iPhone og iPad. Vi kjøpte oss opp i selskapet i en periode da det var mye dårlig presse rundt de kritikkverdige arbeidsvilkårene for de ansatte. Til tross for at markedet for Hon Hais produkter er glovarmt, handles selskapet med rekordrabatt, både absolutt og relativt til sektoren. Frykten for høye kostnader forbundet med å bedre arbeidsforholdene til de ansatte, gjennom blant annet til dels betydelige lønnsøkninger, er etter vår mening overdrevet.

Fallende kinesisk engel

Telekommunikasjon var en forholdsvis svak sektor i 2010. Utsiktene synes bedre for 2011, hvor vi regner med å se de første resultatene fra indiske Bharti Airtels satsing i Afrika, samt snuoperasjonen til Indosat. Sterk kursutvikling førte til at vi solgte oss ut av kenyanske Safaricom, og reduserte posten i russiske Sistema.

Den fallende engelen China Mobile kom inn som nykommer i porteføljen. Vurderingen av selskapet er etter vårt skjønn lav. Datatrafikken øker, konkurransen er moderat og selskapet har en gunstig valutaeksponering med alle inntekter i kinesisk valuta. Både resultat og utbytte er derfor på vei opp.

Innen nyttetjeneste har vi fortsatt bare Eletronbras, som hadde et forholdsvis svakt år. Aksjen var preget av usikkerhet rundt den politiske situasjonen i Brasil, samt de etterlengtede utbytterne som forfalt til betaling ved inngangen til året. Sentralt for en mer positiv kursutvikling i 2011 er emisjonen i selskapet som nå er på trappene, samt fornyelsen av kraftkonsesjonene som forfaller i 2015.

Velbalansert inn i 2011

SKAGEN Kon-Tiki har fortsatt en moderat omsetningshastighet. Ved inngangen til 2011 var likviditeten noe høyere enn vanlig. Vi har økt fokus på større selskaper, som er upopulære og synes undervurderte. Men vi er fremdeles forsiktige med selskaper hvor den lave prislappen i stor utstrekning kan forklares med selskapsspesifikke risikofaktorer og mangelen på reelle kurstriggere.

Fortsatt har vi en velbalansert portefølje, basert på selskapenes verdiskapning. Vi følger selvsagt med på de globale trender, og har fortsatt et våkent øye til konsumentene i vekstmarkedene. Til tross for en kursstigning på drøye 21 prosent i 2010, har ikke nøkkeltallene til porteføljen endret seg særlig i året som gikk. Det skyldes en kombinasjon av god utvikling for selskapene og de utskiftingene vi har foretatt.

Aksjefondet SKAGEN Kon-Tiki har et internasjonalt investeringsmandat, men skal investere minst 50 prosent av fondets midler i vekstmarkeder, det vil si land eller markeder som ikke omfattes av MSCI Developed Market Series. Fondets målsetting er å finne selskaper av høy kvalitet til en lav pris, som kjennetegnes av å være undervurderte, underanalyserte og upopolære. For å redusere risiko søker fondet å opprettholde en fornuftig geografisk og sektormessig balanse.

SKAGEN Kon-Tiki passer for investorer som ønsker å ta del i verdiskapningen som skjer i vekstmarkedene. Fondet gir muligheter for ekstraordinær avkastning ved å investere i områder med stort vekstpotensial. Risikoen er imidlertid noe høyere enn for et globalt fond som i hovedsak investerer i utviklede markeder.

Årstall	Avkastning %	Referanseindeks %	Forvaltnings-Kapital*	Antall Andelseiere	Total Kostnad %
2010	21,23 %	19,31 %	47 155	82 198	2,14 %
2009	63,36 %	47,77 %	33 091	74 443	3,26 %
2008	-36,13 %	-39,85 %	12 131	64 799	3,01 %
2007	22,50 %	21,34 %	19 977	59 770	2,56 %
2006	22,75 %	21,96 %	13 918	44 692	2,52 %
2005	59,25 %	49,23 %	8 749	29 553	3,16 %
2004	32,35 %	14,33 %	3 227	16 259	3,95 %
2003	102,93 %	50,41 %	1 711	9 835	3,85 %
2002 **	-29,82 %	-33,41 %	250	4 190	3,89 %

* I millioner kroner

** Fondet ble opprettet i løpet av året

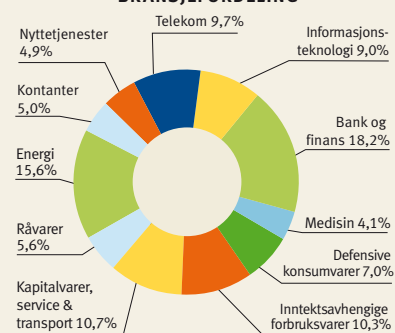


SKAGEN Kon-Tiki

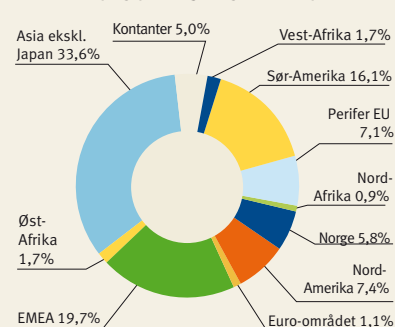
Viser vei i nytt farvann

Skagen Rev fyrskib. 1892. Utsnitt.
Av Carl Locher, en av Skagemalerne.
Bildet tilhører Skagens Museum.

BRANSJEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



Fondets startdato 5 april 2002

Avkastning siden oppstart 471,0 %

Gjennomsnittlig avkastning pr år 22,1 %

Forvaltningskapital 47 155 mill NOK

Antall andelseiere 82 198

Forvaltningshonorar 2 % per år pluss/minus variabelt forvaltningshonorar

Minste tegningsbeløp Engangstegning 1 000 NOK, spareavtale 250 NOK

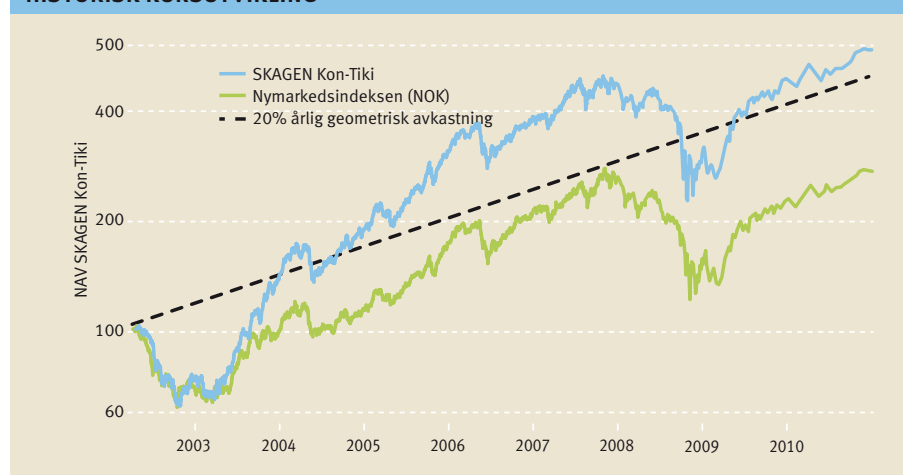
Godkjent for markedsføring i Norge, Sverige, Danmark, Finland, Nederland, Luxembourg, Island og Storbritannia

Referanseindeks MSCI Emerging Markets Index (NOK)

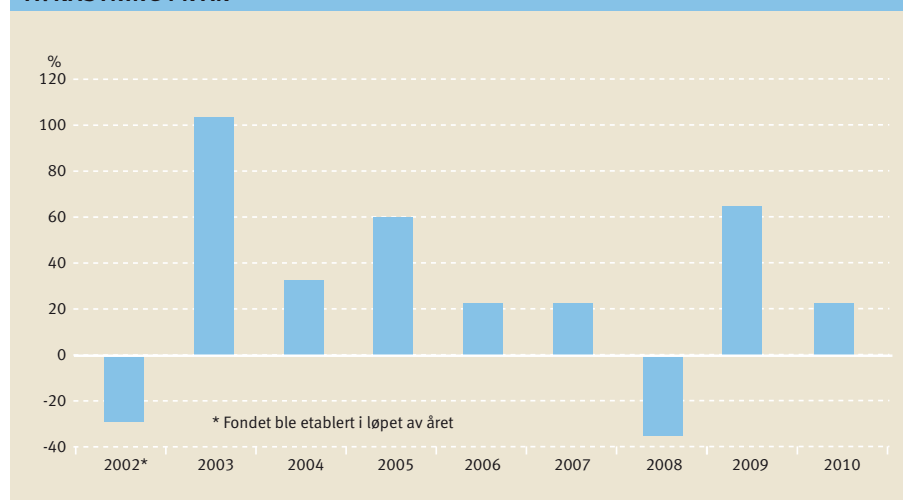
UCITS-fond Ja

Porteføljeforvalter J. Kristoffer Stensrud

HISTORISK KURSUTVIKLING



AVKASTNING PR ÅR



Undervurderte rentefallet

Obligasjonsfondet SKAGEN Avkastning leverte i 2010 en avkastning på 2,8 prosent, mot referanseindeksens 4,4 prosent. Årsaken til den relativt sett labre avkastningen var først og fremst at vi ikke forutså det kraftige fallet i de lange norske rentene på begynnelsen av året.

I løpet av årets fem første måneder ble derfor SKAGEN Avkastning forbigjort av referanseindeksen, som er norske statsobligasjoner med fast løpetid på tre år. I denne perioden falt renten på treårspapirer med over ett prosentpoeng. Fondet hadde en kort løpetid på sine norske investeringer, og fikk dermed ikke høstet gevinster av rentefallet.

I andre halvår var den absolutte avkastningen forholdsvis svak, men fondet utviklet seg noe bedre enn indeks.

Ved inngangen til sommeren hadde vi økt løpetiden til fondet, slik at vi tjente godt på fallende globale lange renter i juli og august. Stigende lange renter utover høsten i de gjeldstunge landene i Europa smittet over på rentenivået i de fremvoksende landene, og vi måtte derfor registrere et tap på våre obligasjoner her. På tampen av året reduserte vi fondets løpetid, og da de lange obligasjonsrentene la på seg relativt mye i desember kunne vi notere en betydelig bedre avkastning enn indeks.

Risikopremiene på bankpapirer med løpetid over 12 måneder økte gjennom året. Bankpapirene i fondets portefølje hadde ved utgangen av året en gjennomsnittlig løpetid på drøye tre år. I takt med at tiden frem til forfall reduseres vil risikopremiene gå inn, og fondet oppnå kursgevinster. Vektet kreditturasjon for fondets bankpapirer er 1,7 år.

Vekstmarkedene og Hellas

Vi tror sterkere vekst i USA og flere andre industriland fører til økte lange renter i disse landene i 2011. Det betyr begrensede muligheter for kursgevinster ved investeringer i statsobligasjoner i modne markeder.

Vi har fortsatt tro på gevinstmuligheter i fremvoksende land med solide rammeverk for finans- og pengepolitikken, hvor både inflasjon

og inflasjonsforventninger er fallende. Det bør også være potensial i obligasjoner som etter vår mening har en for høy kredittpremie, som eksempelvis greske statsobligasjoner.

Hellas har fått en økonomisk hjelpepakke fra eurolandene og IMF som er tilstrekkelig til å dekke landets refinansieringsbehov frem til og med 2013. Vi vurderer det som lite sannsynlig at Hellas misligholder gjelden i denne perioden. Kredittpremien på statsobligasjoner med forfall innen den tid tilsier at markedet priser inn en høyere sannsynlighet for mislighold av gjelden enn hva vi mener er reelt.

Også norske renter skal opp

Med økte renter i andre industriland, samt høyere vekst og realrente her til lands, tror vi de lange rentene skal videre opp i Norge. Som følge av at Norges Bank øker styringsrenten i 2011 skal også de korte rentene opp. Siste "Pengepolitiske Rapport" fra Norges Bank tilsier at styringsrenten først skal øke i andre halvår, og da med 0,5 prosentpoeng. Solid vekst i fastlandsøkonomien trekker i retning av at styringsrenten bør settes opp mer enn som så, mens sterk kronekurs kan trekke i motsatt retning. Vi mener det er mer sannsynlig at Norges Bank øker renten utover de anslåtte 0,5 prosentpoengene, enn at renteøkningen blir mindre.

Renterisikoen redusert

Hvordan har vi så tilpasset porteføljen til vårt markedssyn?

Vi har redusert renterisikoen til fondet, som betyr at kursutviklingen blir mindre påvirket av stigende lange renter. Andelen i norske bankpapirer er økt. Disse har flytende rente, slik at økte styringsrenter slår raskt ut i økte effektive renter på våre plasseringer.

Jane Tvedt har tatt over styringen

1. desember 2010 tok Jane Tvedt over som hovedforvalter for SKAGEN Avkastning. Jane har siden 1. mars 2010 jobbet sammen med Torgeir Høien med forvaltningen av både SKAGEN Avkastning og SKAGEN Tellus. Jane har mange års erfaring med arbeid innenfor makroøkonomi og rentemarkeder, blant annet fra Norges Bank og Statoil.



Fondets utenlandseksponering er redusert til omkring 12 prosent av fondet. Vi anser mulighetene som gode for rentefall og kursgevinster på disse obligasjonene. Den største posten er en gresk statsobligasjon, som ved årsskiftet utgjorde 4 prosent av fondet. Obligationen forfaller i mars 2012, og har en effektiv rente på 11 prosent. Basert på nevnte hjelpepakke fra eurolandene og IMF synes risikopremien å være alt for høy. Med bare et drøyt år igjen til forfall, er renterisikoen relativt lav. En økning i den effektive renten vil derfor ha begrenset påvirkning på obligasjonskursen.

Forventer 4,5 prosent i året

Hva kan så andelseierne i SKAGEN Avkastning forvente seg i 2011?

Basert på utviklingen for renten og risikopremiene legger vi til grunn en forventet avkastning de neste par årene på ca. 4,5 prosent p.a. Andelseiere bør være oppmerksomme på at fondskursen kommer til å svinge også i tiden fremover, og at avkastningen i perioder kan være både lav og negativ. Kilden til kurssvingningene er renteendringer i de internasjonale kredittmarkedene.

MULIGHETENE UTE VURDERES OPP MOT RISIKOEN

SKAGEN Avkastning er et norsk obligasjonsfond med mandat til å investere deler av fondet i utenlandske statsobligasjoner. Forutsetningen for våre utenlandsinvesteringer er at disse kan gi høyere avkastning enn plasseringer i Norge, risikoen tatt i betraktning.

Fondskursen vil svinge, og vi anbefaler derfor våre andelseiere å ha minst seks måneders horisont på sine investeringer. Fondet valutasikrer, i all hovedsak, alle utenlandsinvesteringene, slik at endringer i kronekursen ikke påvirker fondskursen.

Den norske delen av porteføljen plasseres i statsobligasjoner, bankpapiere utstedt av solide norske banker samt i bankinnskudd til særlig gunstige vilkår. Fondets avkastning kommer fra rentekuponger, kursgevinster på obligasjonene, og renteinntekter på bankinnskudd.



SKAGEN Avkastning

Aktiv renteforvaltning

Båden sættes i søen. Skagen 1884. Utsnitt.
Av Oscar Björck, en av Skagenmalerne.
Bildet tilhører Skagens Museum.

Fondets startdato
Avkastning siden oppstart
Gjennomsnittlig avkastning pr år
Forvaltningskapital
Antall andelseiere
Tegnings-/innløsningsprovisjon
Forvaltningshonorar
Minste tegningsbeløp
Godkjent for markedsføring i
Referanseindeks
UCITS-fond
Porteføljeforvalter

16. september 1994
154,32 %
5,90 %
1 568 mill NOK
14 326
Ingen
0,5 % pr år
Engangstegning kr 1000, spareavtale kr 1000
Norge, Sverige, Danmark og Luxembourg
Statsobligasjonsindeks 3.00 (ST4X)
Ja
Jane Tvedt

Obligasjonsfondet SKAGEN Avkastning har som målsetting å gi sine andelseiere best mulig risikojustert avkastning i rentemarkedet på seks måneders sikt. Dette søkes oppnådd ved å balansere investeringer mellom rentebærende verdipapirer med kort og lang løpetid og ved å investere i utvalgte utenlandske statsobligasjoner. Fondet har et internasjonalt investeringsmandat, men investeringene foretas primært i sertifikater og obligasjoner utstedt i norske kroner. Fondet investerer i lån med lav kredittrisiko, det vil si statsobligasjoner, statsgaranterte lån, lån i finansinstitusjoner, samt bankinnskudd.

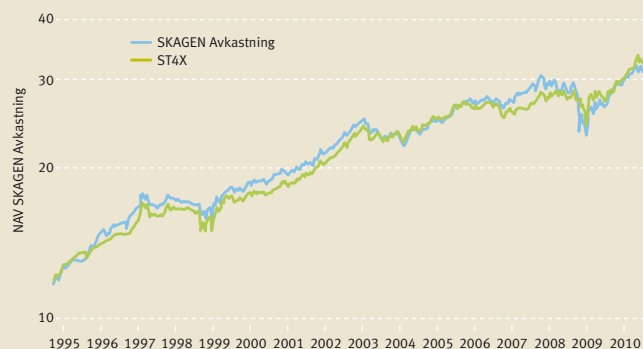
SKAGEN Avkastning er et godt alternativ for investorer som ikke ønsker å bruke ressurser på overvåking av rentemarkedene og på å flytte investeringer mellom rentebærende verdipapirer med forskjellige løpetider.

Årstall	Avkastning %	Referanseindeks %	Forvaltningskapital*	Antall Andelseiere
2010	2,76 %	4,45 %	1 568	14 326
2009	6,74 %	3,19 %	1 579	14 177
2008	-1,54 %	9,65 %	1 225	13 520
2007	4,97 %	3,91 %	3 932	15 065
2006	3,85 %	0,89 %	3 020	12 279
2005	5,82 %	2,55 %	2 827	6 385
2004	5,72 %	5,49 %	575	2 363
2003	6,15 %	11,13 %	144	937
2002	6,74 %	8,10 %	120	568
2001	6,17 %	7,65 %	60	343
2000	6,06 %	4,55 %	38	261
1999	4,57 %	5,49 %	36	194
1998	3,63 %	2,86 %	21	154
1997	3,66 %	6,05 %	72	185
1996	9,77 %	8,73 %	60	131
1995	16,11 %	14,07 %	34	54
1994 **	5,71 %	5,53 %	5	18

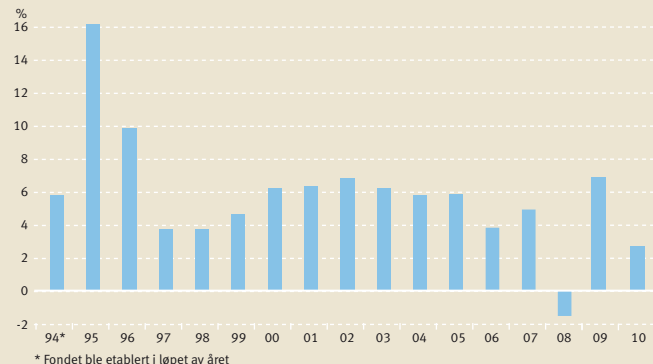
* I millioner kroner

** Fondet ble opprettet i løpet av året

HISTORISK KURSUTVIKLING



AVKASTNING PR ÅR



Et meget godt år

Det globale obligasjonsfondet SKAGEN Tellus leverte i 2010 en avkastning på 17,1 prosent målt i euro, og slo sin referanseindeks med 4.1 prosentpoeng.

Målt i norske kroner var avkastningen 10,3 prosent, mot referanseindeksens 6,4 prosent. Den relativt store forskjellen på avkastningen de to valutaene i mellom skyldes at den norske kronen styrket seg relativt mye mot euroen gjennom året.

Siden oppstarten av fondet i september 2006 utgjør den årlige gjennomsnittlige avkastningen 5,7 prosent, nær ett prosentpoeng høyere enn referanseindeksen. SKAGEN Tellus har slått indeksen i 4 av 5 kalenderår. Risikoen, i form av kurssvingningene, har også vært lavere for SKAGEN Tellus enn indeksen i denne perioden. Standardavviket har vært 7,9 prosent, mot 8,8 prosent for indeksen.

Et globalt obligasjonsfond mottar avkastning på tre måter: Rentekuponger, gevinster som følge av rentefall og valutagevinster. Gjennom 2010 har valutagevinstene bidratt med 63 prosent av totalavkastningen, mens rentekuponger og gevinster på obligasjonene har stått for henholdsvis 9 og 28 prosent av avkastningen. De to siste årene har valutagevinster utgjort en stadig større andel av fondets avkastning.

Skal tjene på svingninger

Hva forventer vi oss så av 2011? Filosofien ligger fast: Vi anvender makroøkonomisk innsikt til å prøve å tjene penger på forventede rente- og valutabevegelser. Noen ganger betyr det langsiktighet i investeringene. Andre ganger må vi være beredt på å snu fondets posisjoner raskt, hvis ny informasjon og nye analyser tilsier endrede utsikter for renter og valutaer.

Vi er hele tiden bevisste på å holde en god risikostyring. Det vil i klartekst si at vi søker å ha god spredningen på våre investeringer, og begrensninger på hvor store de enkelte posisjonene kan bli.

Forventer stigende lange renter

Generelt forventer vi at lange renter i mange av de mest utviklede økonomiene kan stige gjennom 2011. Slik vi nå tolker de makroøkonomiske dataene er det tegn til rask vekst i USA, og fortsatt god vekst i de tunge landene i eurosonen. Sammen med en fortsatt høy vekst i de toneangivende vekstmarkedene, som Kina og India, drar dette trolig opp de underliggende

realrentene. Disse er for tiden svært lave.

Om også inflasjonsforventningene tar seg opp er mye mer usikkert. Forventingene ligger allerede på et ganske høyt nivå i alle de utviklede økonomiene, bortsett fra Japan.

Alt i alt tilsier dette at vi kommer til å være forsiktige med å gå inn i lange renter i disse landene. Dette skrives selvsagt med forbehold om at vår vurdering kan endres.

Det er imidlertid fortsatt noen land der ute i verden hvor vi mener det er penger å tjene i den lange enden av rentekurven. Enkelte vekstmarkeder kan vise til fin inflasjonshistorikk, uten at dette er fullt ut reflektert i de lange rentene. Og man får heller ikke godt nok betalt for å holde orden på statsfinansene. Denne typen land – som Tyrkia, Indonesia og Sør-Afrika – har vi med oss i porteføljen inn i 2011, med troen på at markedet skal verdsette disse obligasjonene høyere i tiden fremover.

Kan tjene godt i den korte enden

Vi tror faktisk også det er mulig å tjene gode penger i den korte enden av rentekurven. Rett før årsslutt investerte vi i en gresk statsobligasjon med forfall i mars 2012. Den gir p.t. en rente på 10,5 prosent. Det hersker ingen tvil

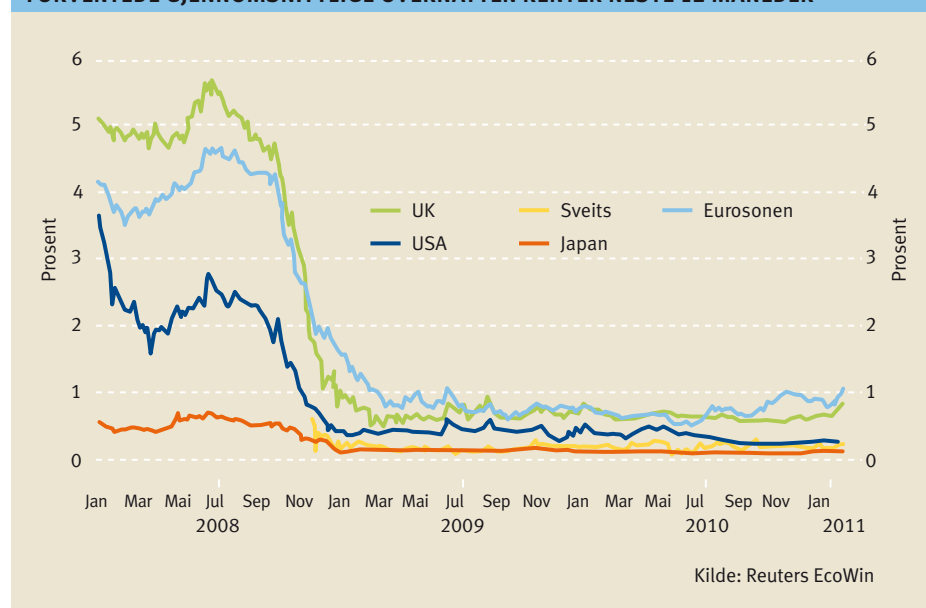
om at greske statsfinanser er skakkjorte, og mye kan skje etter juni 2013 når landet ikke lenger finansieres av eurolandene og IMF. Men vi tror ikke på gresk mislighold de nærmeste 14 månedene.

Vi ser heller ikke bort fra at andre papirer i eurosonen kan bli vurdert som feilpriset i løpet av 2011.

Troen er god på at vi også i tiden fremover skal få gode bidrag fra endringer i valutakursene. Sentralt er det da å være tidlig ute når det forventes at sentralbankene jekker opp sine styringsrenter, med påfølgende styrking av valutaen. I tillegg har vi hatt svært god nytte av vårt egenutviklede verktøy for å vurdere om valutaene fundamentalt sett er under- eller overvurderte.

Når det er sagt, så er vi meget ydmyke i forhold til de utfordringene markedet stiller oss overfor. Vi kommer helt sikkert til å ta feil med noen av våre vurderinger og disposisjoner i 2011, slik vi gjorde det i 2010 og de foregående årene. Men godt gjennomarbeide analyser, og årvåkenhet, bør sørge for at andelseiere også i 2011 får god risikojustert avkastning på pengene.

FORVENTEDE GJENNOMSNIITTLIGE OVERNATTEN RENTER NESTE 12 MÅNEDER





SKAGEN Tellus

Døråpner til globale renter

Interiør. Brøndums anneks. Ca. 1920. Utsnitt.
Anna Ancher, en av Skagenmalerne.
Bildet tilhører Skagens Museum.

Fondets startdato
Avkastning siden oppstart
Gjennomsnittlig avkastning pr år
Forvaltningskapital
Antall andelseiere
Tegnings-/innløsningsprovisjon
Forvaltningshonorar
Minste tegningsbeløp
Godkjent for markedsføring i

Referanseindeks
UCITS-fond
Porteføljeforvalter

29. september 2006
26,39 % i NOK
5,67 % i NOK
785 mill NOK
2 383
Ingen
0,8 % pr år
Engangstegning kr 1000, spareavtale kr 1000
Norge, Sverige, Danmark, Nederland, Luxembourg, Finland, Island og Storbritannia
Barclays Capital Global Treasury Indeks, 3-5 år
Ja
Torgeir Høien

SKAGEN Tellus er et globalt obligasjonsfond som kan gi investorer meravkastning ved at de får plassere penger i rentemarkeder over hele verden. Fondet investerer i statsobligasjoner og statssertifikater. Fondets målsetting er å gi andelseierne god risikojustert avkastning gjennom en aktivt forvaltet portefølje. Fondet har en avkastnings- og risikoprofil som ligger mellom nasjonale obligasjonsfond og globale aksjefond.

SKAGEN Tellus er et godt alternativ for investorer som ønsker å spare i globale obligasjoner og som har minst 12 måneders investeringshorisont. Investorer bør ha toleranse for valutasvingninger. Fondet passer godt som en del av en langsiktig investeringsportefølje, både for privatpersoner, bedrifter og institusjoner.

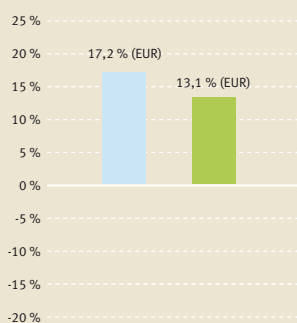
Årstall	Avkastning % i EUR	Referanseindeks % i EUR	Avkastning % i NOK	Referanseindeks % i NOK	Forvaltningskapital*	Antall andelseiere
2010	17,19 %	13,06 %	10,29 %	6,40 %	785	2383
2009	10,92 %	0,63 %	-5,95 %	-14,67 %	406	1558
2008	-1,97 %	16,27 %	20,49 %	42,90 %	548	1644
2007	3,55 %	0,39 %	0,45 %	-2,62 %	863	2353
2006 **	1,37 %	-2,18 %	0,66 %	-2,87 %	574	2557

* I millioner kroner

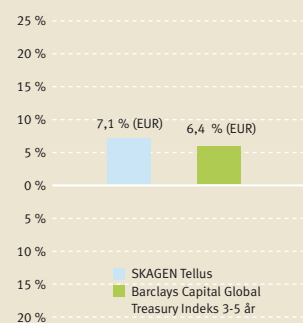
** Fondet ble opprettet i løpet av året

AVKASTNING MÅLT I EURO

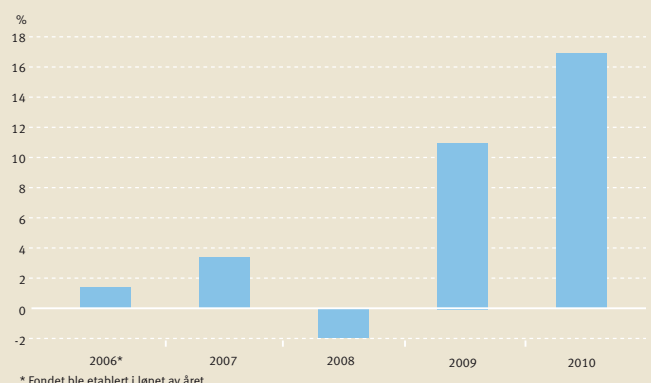
Avkastning 2010



Gjennomsnittlig årlig avkastning siden start



AVKASTNING PR ÅR MÅLT I EURO



Smått og godt

I et lavrenteklima oppnådde SKAGEN Høyrente i 2010 en avkastning på 2,73 prosent, 0,4 prosentpoeng bedre enn fondets referanseindeks. Gjennomsnittlig tre måneders NIBOR-rente var 2,5 prosent.

2010 ble et relativt rolig år sammenlignet med turbulensen i de to foregående årene. Norges Bank økte styringsrenten en gang, fra 1,75 til 2,0 prosent. Kredittspreadene steg fra bunivåene i slutten av 2009, men sett i lys av de store bevegelsene i tidligere år var økningen moderat.

Vi har i hele 2010 hatt en relativt stor andel av fondets midler stående på bankkonto. Det har ført til en god likviditetsreserve, samtidig som avkastningen har vært god. Investeringene har vært ganske jevnt fordelt mellom bank, industri- og kraftselskaper samt bankinnskudd.

1. juli 2010 endret vi mandatet i SKAGEN Høyrente, slik at det er på linje med endringene i bransjestandarden for pengemarkedsfond. Stort sett var forandringen at investeringene begrenses til å ha en "rating" på minimum BBB- (investment grade), og at endelig forfall kan være lenger enn 12 måneder. Endringen gjør det forhåpentligvis enklere for kunder å sammenligne norske pengemarkedsfond.

Økte tiden til forfall

SKAGEN Høyrente investerte i andre halvår i flere papirer med endelig forfall lenger enn 12 måneder, og økte med det den gjennomsnittlige tiden til forfall på investeringene i fondet fra 0,4 til 0,7 år. Vi har samtidig vært veldig opptatt av å beholde en lav risiko i fondet, akkurat som tidligere. Vi anser det som viktigere at fondet gir en stabil og forutsigbar avkastning enn til enhver tid å kunne vise til absolutt beste avkastning sammenlignet med andre fond.

Den fremtidige avkastningen til SKAGEN Høyrente er ikke lett å forutse, men vi benytter oss som kjent av fondets effektive rente som en mulig pekepinn. Den effektive renten indikerer hva årlig avkastning for fondet kan bli om alle investeringer forblir uendret og rentenivået ikke forandrer seg de neste 12 månedene.

I 2009 hadde SKAGEN Høyrente en effektiv rente som først sank kraftig i første halvår for deretter å stige. Den reelle avkastningen 12 måneder senere, i 2010, ble ikke lik den effektive renten. Fondet fikk i første halvdel av 2010

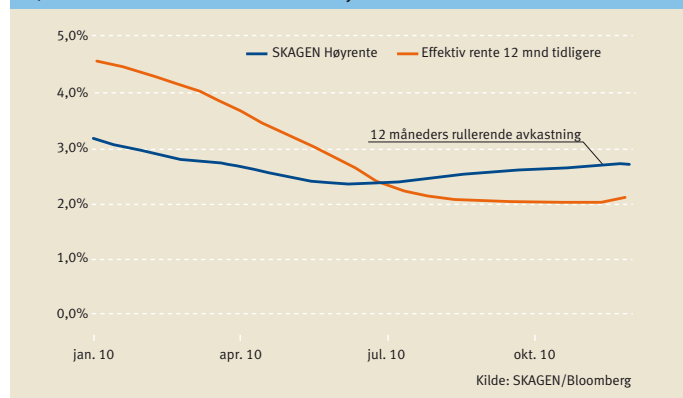
en lavere avkastning enn hva den effektive renten hadde indikert året før, mens den i andre halvår var høyere.

Dette viser at fondets avkastning følger markedrentene tett, og at kundene nesten umiddelbart får gleden av renteøkninger.

For å beholde en høyere avkastning når rentene faller må man eventuelt binde pengene, men mister da den fleksibilitet og likviditet som finnes i et pengemarkedsfond.

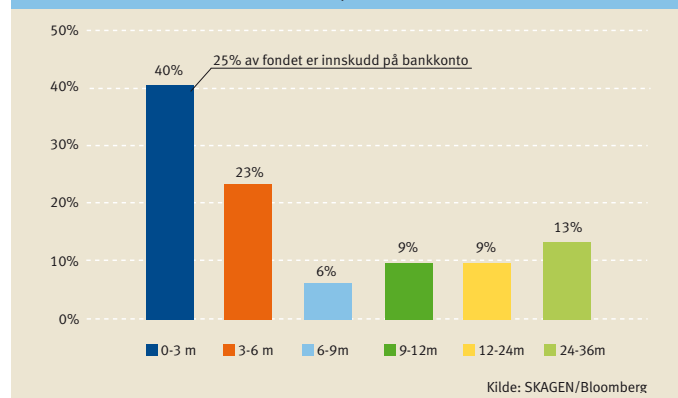
Ved årets slutt hadde SKAGEN Høyrente en effektiv rente på 2,8 prosent, men vi håper og tror at avkastningen i 2011 kommer til å bli bedre enn som så.

LØPENDE AVKASTNING STIGER, MENS EFFEKTIV RENTE FALLER



12 måneders rullende avkastning for SKAGEN Høyrente krysset i juli den effektive renten 12 måneder tidligere og har siden den gang vært høyere.

FORFALLSTRUKTUR SKAGEN HØYRENTE





SKAGEN Høyrente

Sammen for bedre renter

Fiskere trækker vod på Skagen Nordstrand.
Sildig eftermiddag. 1883. Utsnitt.
Av P. S. Krøyer, en av Skagenmalerne.
Bildet tilhører Skagens Museum.

SKAGEN Høyrente er et pengemarkedsfond som investerer i sertifikater og obligasjoner utstedt i norske kroner med god kredittkvalitet, samt bankinnskudd. Fondets vektete gjennomsnittlige løpetid er mindre enn 1,5 år. Avkastningen følger pengemarkedsrenten i bankmarkedet.

Fondet investerer i sertifikater og obligasjoner utstedt av eller garantert av stater, kommuner, fylkeskommuner, finansinstitusjoner, industri- og andre selskaper der kredittkvaliteten er minimum BBB-, samt bankinnskudd.

Målet er å oppnå en bedre avkastning enn tre måneders NIBOR (renten på lån bankene i mellom) over tid.

Fondet er et godt alternativ til høyrentekonto i bank. Fondet har lav risiko og passer for en investor med kort tidshorisont på sparingen. SKAGEN Høyrente passer også for investorer med et lengre tidsperspektiv, men som ønsker minimal risiko.

Fondets startdato

18. september 1998

Avkastning siden oppstart

77,26 %

Gjennomsnittlig avkastning pr år

4,77 %

Forvaltningskapital

3 518 mill NOK

Antall andelseiere

9 592

Tegnings-/innløsningsprovisjon

Ingen

Forvaltningshonorar

0,25 % pr år

Minste tegningsbeløp

Engangstegning kr 1000, spareavtale kr 1000

Godkjent for markedsføring i

Norge

Referanseindeks

Statssertifikatindeks 0.50 (ST2X)

UCITS-fond

Ja

Porteføljeforvaltere

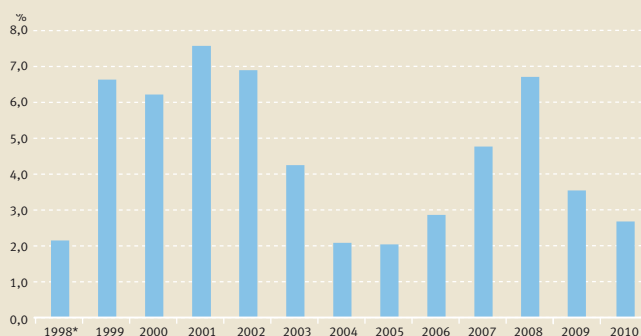
Ola Sjøstrand og Elisabeth Gausel

Årstall	Avkastning %	Referanseindeks %	Forvaltningskapital*	Antall Andelseiere
2010	2,73 %	2,33 %	3 518	9 592
2009	3,42 %	2,25 %	3 507	9 868
2008	6,72 %	6,73 %	4 644	10 711
2007	4,73 %	4,35 %	4 559	9 463
2006	2,90 %	2,68 %	2 199	7 265
2005	2,04 %	2,07 %	2 420	7 210
2004	2,08 %	2,17 %	1 174	5 086
2003	4,23 %	4,92 %	661	3 741
2002	6,86 %	6,77 %	517	2 498
2001	7,54 %	7,57 %	206	1 263
2000	6,17 %	6,04 %	114	707
1999	6,59 %	6,29 %	73	273
1998 **	2,16 %	2,00 %	20	64

* I millioner kroner

** Fondet ble opprettet i løpet av året

AVKASTNING PR ÅR I SKAGEN HØYRENTE



* Fondet ble etablert i løpet av året



SKAGEN Krona

Sammen for bedre renter

Fiskere trækker vod på Skagen Nordstrand.
Sildig eftermiddag. 1883. Utsnitt.
Av P. S. Krøyer, en av Skagenmalerne.
Bildet tilhører Skagens Museum.

SKAGEN Krona er et pengemarkedsfond som investerer i rentebærende sertifikater og rentebærende papirer utstedt i svenske kroner. Siden fondet kun markedsføres i Sverige er beretningen kun tatt med i sin helhet i den svenske årsrapporten. Mer informasjon om fondet finnes på www.skagenfonder.se/Fondoversikt/SKAGEN-Krona/

Stille og rolig

2010 var et stille og rolig år for SKAGEN Høyrente Institusjon, som kunne vise til en avkastning på 2,79 prosent. Det var mer enn et halvt prosentpoeng bedre enn referanseindeksen.

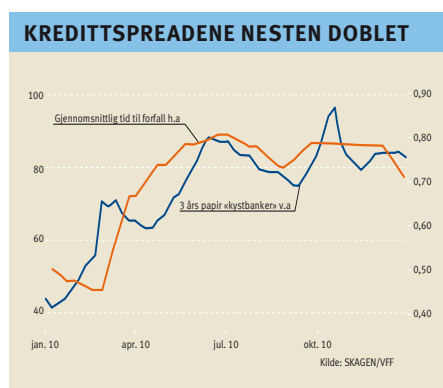
På rentefronten skjedde svært lite i 2010. Norges Bank økte styringsrenten en gang, fra 1,75 til 2,0 prosent. Mens rentene i interbankmarkedet beveget seg i en meget rolig takt, oppover.

I juli, endret SKAGEN Høyrente Institusjon mandat for med det å komme på linje med den nye bransjestandarden for pengemarkedsfond. Dette innebar at fondets maksimale rentedurasjon ble økt fra 0,33 til 0,5 år. Samtidig begrenset vi investeringene til utstedere med minimum rating på BBB-.

Vi utnyttet ikke muligheten til å forlenge rentedurasjonen i fondet, og valgte å holde den (alt for) lav gjennom hele 2010. Vi trodde på en raskere økning av styringsrenten enn hva tilfellet har vært fra Norge Bank, samtidig som vi har vært usikre på hvordan differansen mellom styrings- og interbankrentene ville utvikle seg.

Økte kreditturasjonen

Kreditspreadene på bankpapirer med løpetid på mer enn 12 måneder steg gjennom året. For de store bankene, utenom DnB NOR - de såkalte kystbankene, har spreadene på papirer med løpetid på tre år nesten doblet seg i 2010.



Vi anså de høyere nivåene som attraktive, og økte i første halvdel av året fondets vektete gjennomsnittlige løpetid fra 0,5 til 0,8 år (se figur). Kreditspreadene på disse papirene stiger bratt mellom ett og tre år. Vi har derfor investert i papirer med sluttforfall opp mot tre år. Forhåpentligvis går kreditspreadene på disse inn, og vi kan glede oss over kursgevinster. Andelen investert i de lengre papirene har det meste av året ligget tett opp mot maksimalt nivå.

Fondet hadde i fjor en stor del av midlene stående på bankkonto, som både ga god avkastning og en stor likviditetsbuffert.

Bare 0,5 prosents økning fra Norges Bank?

Norges Bank er tydelig avhengig av hva de store sentralbankene foretar seg, og kan ikke føre en selvstendig rentepolitikk tilpasset særnorske forhold. En alt for høy rente sammenlignet med våre store handelspartnere gir en sterk krone, som drar ned inflasjonen og gjør det vanskelig for eksportbedrifter å konkurrere.

Norges Bank har indikert at de kommer til å gå forsiktig frem med renteøkninger i 2011. I følge den siste pengepolitiske rapporten er styringsrenten ved årets slutt på ca. 2,5 prosent. Det betyr i klartekst at de bare har planer om å øke renten med 0,5 prosentpoeng. For øyeblikket tror vi at det er mer sannsynlig at de kommer til å gå raskere til verks, enn det motsatte.



Fondets startdato
Avkastning siden oppstart
Gjennomsnittlig avkastning pr år
Forvaltningskapital
Antall andelseiere
Tegnings-/innløsningsprovisjon
Forvaltningshonorar
Minste tegningsbeløp
Godkjent for markedsføring i
Referanseindeks
UCITS-fond
Porteføljeforvaltere

14. mars 2003
 31,95 %
 3,62 %
 1 518 mill NOK
 96
 Ingen
 0,15 % pr år
 Engangstegning kr 5 000 000
 Norge
 Statssertifikatindeks 0.25 (ST1X)
 Ja
 Ola Sjøstrand og Elisabeth Gausel

SKAGEN Høyrente Institusjon er et konkurransedyktig alternativ for forvaltning av overskuddslikviditet med svært lav kreditt- og renterisiko. Fondet investerer i sertifikater og obligasjoner utstedt i norske kroner samt bankinnskudd, og tar dermed ikke valutarisiko. Porteføljens samlede rentefølsomhet skal ikke overstige 0,5 år. Dette innebærer at en endring i rentenivået på ett prosentpoeng kan medføre en endring i fondets kurs på inntil 0,5 %.

Fondet investerer i sertifikater og obligasjoner utstedt eller garantert av stater, kommuner, fylkeskommuner og finansinstitusjoner samt bankinnskudd. Fondet kan kun investere i papirer som etter forskrift om minstekrav til kapitaldekning i finansinstitusjoner og verdipapirforetak har risikovekt lavere eller lik 20 %.

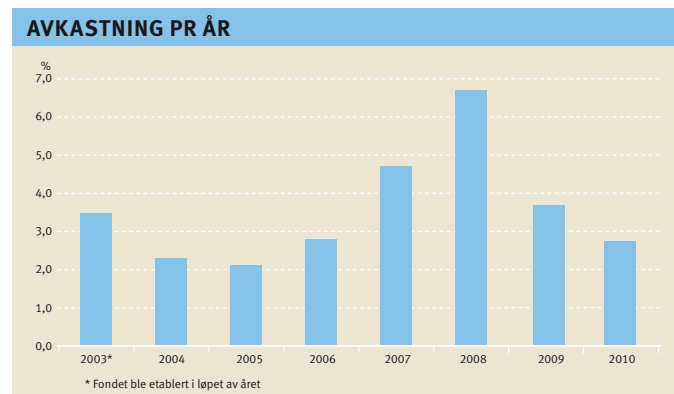
SKAGEN Høyrente Institusjon er et kort pengemarkedsfond med lav risiko og er dermed et svært sikkert plasseringsalternativ til forvaltning av likviditet. Fondet passer for investorer som ønsker eller krever svært begrenset utstederrisiko.

SKAGEN Høyrente Institusjon passer også godt inn i porteføljer med et mandat som krever korte rentepapirer, eller der dette er ønskelig. Fondet er i tillegg et alternativ til enkeltstående investeringer i korte rentepapirer med lav risiko.

Årstall	Avkastning %	Referanseindeks %	Forvaltningskapital*	Antall Andelseiere
2010	2,79 %	2,26 %	1 518	96
2009	3,64 %	2,13 %	1 929	106
2008	6,69 %	5,90 %	2 732	139
2007	4,64 %	4,42 %	1 450	93
2006	2,77 %	2,75 %	374	38
2005	2,06 %	2,01 %	375	54
2004	2,23 %	1,95 %	198	29
2003 **	3,45 %	3,55 %	167	20

* I millioner kroner

** Fondet ble opprettet i løpet av året



Priser og utmerkelser 2010

Våre fond og forvaltere har mottatt en rekke priser og utmerkelser for gjennomgående gode resultater i 2010.

Satt pris på av Lipper

Totalt vant SKAGENS tre aksjefond 13 Lipper-priser i ulike kategorier og seremonier som fant sted ulike steder i Europa i begynnelsen av året. Lipper deler ut priser til fondsforvaltere i en rekke regioner i verden. SKAGEN mottok Lipper Awards for prestasjonene i Norden, Nederland, Europa og for andre gang i Storbritannia. SKAGEN Global fikk prisen for beste globalfond i samtlige av disse kategoriene for prestasjonene de siste fem og ti årene. SKAGEN Kon-Tiki fikk prisen som beste vekstmarkedsfond de siste fem årene i de samme kategoriene.

Tok den gyldne oxen ved hornene

I november ble SKAGEN Kon-Tiki valgt til beste fond under en avstemning under den nederlandske prisutdelingen av De Gouden Stier (Den gyldne okse). Dette er tredje år på rad at SKAGEN har vunnet priser ved denne prestisjefylte prisutdelingen. SKAGEN har vært aktive i det nederlandske markedet siden 2006 og har både private- og institusjonelle kunder.

På topp i ny rangering

Det uavhengige britiske analysebyrået Citywire har begynt å rangere fondsforvaltere hvis fond er tilgjengelige i flere europeiske markeder. Citywire rangerer SKAGEN Global som num-

mer 8 av 453 globale aksjefond og SKAGEN Kon-Tiki som nummer 3 av 80 vekstmarkedsfond, basert på forvalternes resultater de siste fem årene. For mer informasjon se fonds rangerings-oversikten under.

Gjennomgående høy rangering i Danmark

SKAGEN rangeres som nummer to i det danske markedet i den årlige kåringen utført av analyseselskapet Dansk Aktieanalyse og avisen Jyllands-Posten. SKAGEN ble rangert som nummer en i 2007 og 2009 og nummer to i 2008 og 2010, ingen andre danske forvaltere har oppnådd så stabile resultater. Rangeringen skjer etter en grundig analyse av resultatene til alle aksjefond i Danmark, på både kort og lang sikt.

Ny S&P-rating for SKAGEN Global

Etter forvalterbyttene i mars ble både SKAGEN Global og SKAGEN Vekst satt under vurdering av analyseselskapet Standard & Poor's (S&P). Etter det har S&P gått grundig gjennom forvaltningen av begge fond og gitt teamet bak SKAGEN Global en AA-rating.

For SKAGEN Vekst valgte S&P å opprettholde TR-ratingen (Tenure Review) til forvalterne har 12 måneders relevant erfaring. SKAGEN Vekst får derfor sin evaluering i mars 2011.

Vårt tredje aksjefond, SKAGEN Kon-Tiki opprettholdt sin AAA-rating i år.

SKAGEN Kon-Tiki ble rangert som nummer 22 av 563 vekstmarkedsfond på slutten av 2010 for resultatene siste fem år. SKAGEN Global og SKAGEN Vekst, som klassifiseres som globale fond etter S&P-standarden, ble rangert som henholdsvis 59 og 38 av 2925 globale aksjefond ved slutten av 2010.

Toppscore fra Morningstar

SKAGENS aksjefond har fått kvalitative vurderinger fra det internasjonale fondsringsselskapet Morningstar. De rangerer de tre fondene slik: Superior til SKAGEN Kon-Tiki, Elite til SKAGEN Global og Standard til SKAGEN Vekst.

I Morningstars kvantitative vurdering har vårt internasjonale obligasjonsfond SKAGEN Tellus fått fem stjerner, det plasserer fondet blant de ti beste i sin kategori.

Rangeringen er primært basert på fondets avkastning i forhold til risikoen siste tre år. Morningstar gir fra en til fem stjerner, hvor fem er best.

Våre to aksjefond SKAGEN Global og SKAGEN Kon-Tiki har også fått fem stjerner av Morningstar, mens SKAGEN Vekst har fire stjerner.

Fonds rangering	SKAGEN Vekst	SKAGEN Global	SKAGEN Kon-Tiki	SKAGEN Avkastning	SKAGEN Tellus	SKAGEN Høyrente	SKAGEN Høyrente Institusjon
Standard & Poor's (AAA = Beste kvalitative rating)	TR (Tenure Review)	AA	AAA				
Morningstar Rating* (5 = Beste kvantitative rating)	★★★★	★★★★★	★★★★★	★★	★★★★★	★★★★	★★★★
Morningstar Kvalitativ Rating	 Standard	 Superior	 Elite				
Wassum (5 = Beste kvantitative rating)		W W W W W	W W W W W				
Citywire (5 års periode) Porteføljeforvalter-rating (des. 2010)		Nr. 8 av 453	Nr. 3 av 80				
Lipper Funds Awards	Nordisk 2009: Beste fond 10 år Aksjefond Norge	Europe 2010: Beste fond 10 år Aksjefond globalt	Europe 2010: Beste fond 5 år Aksjefond vekstmarkeder				
Dine Penger (DP terning)	 Nr. 4 av 8	 Nr. 1 av 55	 Nr. 1 av 14				

Oppdatert pr 31. desember 2010. Tomme felt betyr at det ikke er foretatt noen rangering av fondet. Les mer om rangeringer, ratingbyråer, utmerkelser og priser her: www.skagenfondene.no/rangeringer og www.skagenfondene.no/utmerkelser. *Morningstar utfører kvantitative ratinger av fondets risikojusterte avkastning mot andre fond innenfor samme kategori. Kilde: www.morningstar.no

Avkastningsoversikt

	SISTE ÅR	SISTE 2 ÅR	SISTE 3 ÅR	SISTE 5 ÅR	SISTE 7 ÅR	SISTE 10 ÅR	SIDEN START
SKAGEN Vekst	15,4 %	30,7 %	-1,3 %	7,0 %	15,5 %	13,4 %	17,0 %
Oslo Børs Benchmark Index (OSEBX) linked OSEBX/MSCI AC Total Return Index	16,0 %	38,3 %	-4,2 %	5,3 %	14,1 %	8,0 %	9,8 %
SKAGEN Global	16,3 %	21,4 %	0,1 %	6,2 %	12,9 %	10,8 %	16,9 %
MSCI World Linked Index (DM through AC Total Return)	13,1 %	10,3 %	-2,4 %	-0,4 %	3,2 %	-1,8 %	1,3 %
SKAGEN Kon-Tiki	21,2 %	40,7 %	8,1 %	13,7 %	21,9 %		22,1 %
MSCI Emerging Markets Index (Daily Traded Net Total Return i NOK)	19,3 %	32,8 %	2,0 %	9,4 %	15,1 %		11,9 %
SKAGEN Tellus (Euro)	17,19 %	14,01 %	8,42 %				7,09 %
Barclays Capital Global Treasury Index 3 - 5 years (Euro)	13,06 %	6,66 %	9,77 %				6,35 %
SKAGEN Tellus (NOK)	10,29 %	1,85 %	7,72 %				5,67 %
Barclays Capital Global Treasury Index 3 - 5 years (NOK)	6,40 %	-4,71 %	9,07 %				4,94 %
SKAGEN Avkastning	2,76 %	4,73 %	2,60 %	3,32 %	4,01 %	4,71 %	5,90 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3.0 (ST4X)	4,45 %	3,82 %	5,72 %	4,38 %	4,27 %	5,63 %	6,09 %
SKAGEN Høyrente	2,73 %	3,07 %	4,27 %	4,09 %	3,51 %	4,37 %	4,77 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 0.5 (ST2X)	2,33 %	2,29 %	3,75 %	3,65 %	3,21 %	4,23 %	4,61 %
SKAGEN Høyrente Institusjon	2,79 %	3,21 %	4,36 %	4,10 %	3,54 %	-	3,62 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 0.25 (ST1X)	2,26 %	2,20 %	3,42 %	3,48 %	3,05 %	-	3,20 %

Risiko- og prestasjonsmålinger

	SKAGEN VEKST	SKAGEN GLOBAL	SKAGEN KON-TIKI	SKAGEN AVKASTNING	SKAGEN TELLUS (EURO)*	SKAGEN TELLUS (NOK)*	SKAGEN HØYRENTE	SKAGEN HØYRENTE INSTITUSJON
TRADISJONELLE RISIKO- OG PRESTASJONSMÅL SISTE 5 ÅR								
Standardavvik, fond	20,9 %	18,1 %	22,6 %	5,1 %			0,50 %	0,38 %
Standardavvik, referanseindeks	27,6 %	14,0 %	21,4 %	2,5 %			0,69 %	0,38 %
Sharpe-ratio, fond	0,17	0,15	0,45	-0,03			1,21	2,04
Sharpe-ratio, referanseindeks	0,07	-0,28	0,28	0,36			0,25	-
Relativ volatilitet	10,9 %	8,6 %	5,5 %	5,7 %			0,47 %	0,77 %
Informasjonsratio (IR)	0,15	0,77	0,78	-0,19			0,93	0,82
Alfa	2,2 %	9,3 %	7,3 %	-			0,5 %	0,61 %
Beta	0,71	1,15	1,03	-			0,53	0,82
R2	87 %	76 %	93 %	-			53 %	52 %
Korrelasjon	0,94	0,87	0,96	-0,02			0,74	0,73
GEVINST- OG TAPSANALYSE SISTE 5 ÅR								
Relativ gevinst	82 %	140 %	109 %	131 %			188 %	-
Relativt tap	76 %	105 %	97 %	177 %			33 %	-
Relativ gevinst/tap-ratio	1,07	1,33	1,13	0,74			5,62	-
Positive indeksavvik	14,77	14,33	9,89	5,57			0,67	0,70
Negative indeksavvik	13,34	7,77	6,06	6,62			0,26	0,12
Indeksavvik-ratio	1,11	1,84	1,63	0,84			2,61	5,93
Mengde positive avvik	53 %	65 %	62 %	46 %			72 %	86 %
Mengde positive avvik, oppgang	22 %	75 %	65 %	23 %			42 %	-
Mengde positive avvik, nedgang	87 %	53 %	59 %	73 %			99 %	-
Konsistens	43 %	63 %	67 %	52 %			75 %	77 %
Konsistens, oppgang	31 %	72 %	66 %	39 %			57 %	-
Konsistens, nedgang	63 %	54 %	68 %	63 %			91 %	-
VALUE AT RISK 5 ÅR								
Value at risk: observert, NAV	-17,4 %	-12,4 %	-17,2 %	-5,5 %			0,2 %	0,2 %
Value at risk: observert, Referanseindeks	-24,2 %	-9,2 %	-15,0 %	-0,9 %			0,0 %	0,1 %
Relativ Value at Risk, observert	-5,5 %	-6,4 %	-4,2 %	-6,5 %			-0,5 %	-0,3 %
GEVINST- OG TAPSANALYSE SIDEN OPPSTART								
Relativ gevinst	97 %	164 %	123 %	104 %	100 %	80 %	116 %	-
Relativt tap	74 %	99 %	98 %	109 %	92 %	74 %	53 %	-
Relativ gevinst/tap-ratio	1,31	1,65	1,26	0,95	1,08	1,08	2,19	-
Positive indeksavvik	15,93	22,22	14,52	4,33	13,18	13,18	0,45	0,53
Negative indeksavvik	9,65	8,48	5,96	4,45	12,54	12,54	0,30	0,12
Indeksavvik-ratio	1,65	2,62	2,43	0,97	1,05	1,05	1,50	4,34

* SKAGEN Tellus har ikke fem års historikk

GODE RESULTATER ER INGEN GARANTI FOR FREMTIDIG AVKASTNING

Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning. Fremtidig avkastning vil blant annet avhenge av markedsutviklingen, forvalters dyktighet, fondets risiko og forvaltningshonorar. Avkastningen kan bli negativ som følge av kurstap.

Begrepsforklaring

I SKAGEN Fondene beregner vi de tradisjonelle finansielle målene for risiko og prestasjoner basert på anvendelse av middelvei og varians. Mye finansiell teori er bygget opp rundt anvendelse og tolkning av disse begrepene, som kan ha klare kommunikasjonsmessige fordeler, men også noen begrensninger.

Derfor beregner vi en rekke mål i tillegg, som er basert på risikoanalyse som brukes i andre bransjer. Vi kaller det gevinst- og tapsanalyse. I gevinst- og tapsanalysen får i et sterkere fokus på det som virkelig bekymrer oss som investorer, nemlig risikoen for å tape penger i en gitt periode. Alle beregninger av mål er basert på månedlige observasjoner.

Tradisjonelle risiko- og prestasjonsmål

Standardavviket er et mål på variasjonen i den årlige avkastningen. Det er tilnærmet 65 prosent sannsynlighet for at årlig avkastning ligger i området pluss minus ett standardavvik. Sannsynligheten for at avkastningen avviker mer enn to standardavvik fra forventet avkastning, er cirka fem prosent. Et høyt standardavvik kan antyde høy risiko.

Sharpe-indeksen er et indirekte mål på sannsynligheten for at fondet skal gi høyere avkastning enn risikofri rente. Jo høyere score, jo høyere er sannsynligheten for å oppnå meravkastning ved å være i aksjemarkedet. Størrelsen kan derfor brukes som et langsiktig risikomål, men brukes ofte som et absolutt mål på risikojustert avkastning.

Relativ volatilitet er standardavviket til den årlige meravkastningen i forhold til indeks i den aktuelle perioden. Relativ volatilitet måler forvalters evne til å skape jevn meravkastning i forhold til referanseindeksen, men brukes ofte som et mål på et fonds uavhengighet av indeksen.

Informasjonsratio er et indirekte mål på sannsynligheten for at fondet skal gi høyere avkastning enn referanseindeksen. Jo høyere score, jo høyere er sannsynligheten for å oppnå meravkastning. Informasjonsratio brukes også som et mål på risikojustert meravkastning, der risiko tolkes som faren for ujevn meravkastning. Informasjonsratio måler dermed forvalters evne til å skape sikker meravkastning, mens relativ volatilitet måler evnen til jevn meravkastning.

Alfa er et risikojustert mål for den såkalte aktive avkastningen på en investering. Det er meravkastningen utover den kompensasjonen man får for risikoen man tar, og brukes derfor

ofte til å vurdere aktive forvalters prestasjoner. I et fullstendig effektivt marked vil den forventede verdi av alfaeffisienten være null. Derfor angir alfaeffisienten hvor godt en investering har klart seg når man tar høyde for en gitt risiko: En alfaverdi under null betyr at investeringen har gitt for lite avkastning i forhold til den gitte risiko (eller hadde for høy risiko i forhold til avkastningen).

En alfaverdi lik null betyr at investeringen har gitt en avkastning som svarer til risikoen som er tatt.

En alfaverdi over null betyr at investeringen har gitt en avkastning som overstiger premien for den risikoen man har tatt.

Beta av en aksje eller portefølje er et tall som beskriver forholdet mellom avkastningen og det finansielle markedet som helhet. En aktiv med en beta på 0 betyr at kursen på ingen måte er korrelert med markedet. En positiv betaverdi på 1 betyr at aktiv følger markedet. En negativ betaverdi viser at aktivas utvikling går motsatt retning av markedet. Dersom markedet går opp går aktivas verdi ned og motsatt. Som tilnærming til markedet anvendes fondenes referanseindeks.

R2 anvendes i forbindelse med statistiske modeller som har som hovedformål å forutsi fremtidige resultater på grunnlag av andre relaterte opplysninger. Det er den delen av variasjonen i et sett med data som tegner seg for den statistiske modellen. Det inneholder et mål for hvor godt de fremtidige resultater sannsynligvis vil bli forutsagt av modellen. En høy verdi (nær 100 prosent) angir en høy og god forklaringsgrad av modellen.

Korrelasjon i statistikk er et mål for en sammenheng mellom et sett av to variabler eller målinger. En høy korrelasjon betyr at det ene settet av variabler kan forutsies fra det andre, eller omvendt. I dette tilfellet forteller en høy korrelasjon (nær 100 prosent) at aktiv eller porteføljen følger markedet tett.

Value at Risk (VaR) er i finansiell risikostyring et mye benyttet mål for risikoen for tap på en spesifikk portefølje av finansielle aktiva. I dette tilfellet tilsvarer det hvor mye man med 2,5 prosents sannsynlighet kan risikere å tape i løpet av en måned. Den relative VaR er et mål for en sjelden mindreakstning i løpet av en måned.

Gevinst- og tapsanalyse

Relativ gevinst/relativt tap er et mål på evnen til å oppnå meravkastning i henholdsvis oppgang- og nedgangsperioder. Et relativt tap på 80 prosent betyr at fondet har oppnådd et tap tilsvarende at fondet var investert 80 prosent i indeksen og 20 prosent i risikofri rente (ST1X).

Relativt tap mindre enn 100 prosent betyr at fondet taper mindre enn markedet i nedgang. Relativ gevinst på over 100 prosent betyr at fondet tjener mer enn markedet i oppgang. Hvis en sammenlikner relativ gevinst/relativt tap med et fonds standardavvik, kan disse målene forklare hvorfor standardavviket er høyere eller lavere enn indeksen.

Relativ gevinst/tap-ratio viser forholdet mellom relativ gevinst og relativt tap. En størrelse over 1 betyr at fondet får bedre betalt for den risikoen det tar sammenliknet med referanseindeksen. Målet er sterkt korrelert med Sharpe-indeksen ved rangering av fond som investerer i samme marked, men viser i tillegg om den risikojusterte avkastningen er bedre enn markedets risikojusterte avkastning. Målet kan derfor brukes til å sammenlikne fond i ulike markeder i motsetning til Sharpe-indeksen, som bare kan brukes til å sammenlikne fond som investerer i samme marked.

Positive/negative indekssavvik viser positive eller negative indekssavvik per år i den aktuelle perioden. Hvis de positive avvikene er større enn de negative, har fondet oppnådd høyere avkastning enn indeksen. Summen av positive og negative avvik er et mål på fondets uavhengighet av referanseindeksen.

Indeksavvik-ratio viser forholdet mellom positive og negative indekssavvik. Dette er et mål på evnen til å skape meravkastning ved å være aktiv fremfor passiv forvalter. Jo høyere tall, dess bedre betalt per negativt indekssavvik. Indeksavvik-ratio tolker risiko som faren for negative indekssavvik i motsetning til informasjon ratio som tolker risikoen som ujevn meravkastning (og ikke nødvendigvis negativ meravkastning).

Summen av de numerisk positive og negative avvik er et mål for fondenes uavhengighet av referanseindeksene.



Efter sidste såt. 1905.
Av Michael Ancher, en av Skagenmalerne.
Bildet tilhører Skagens Museum.

EIERSTRUKTUR

SKAGEN AS eies av:

T. D. Veen AS	25,69 %
Solbakken AS	18,40 %
MCM Westbø AS	9,84 %
Månebakken AS	7,29 %
Åge Westbø AS	7,29 %
Harald Espedal AS	8,31 %
Kristian Falnes AS	8,31 %
Stafonds AS	5,07 %
Annet nøkkelpersonell	9,80 %

STYRETS OG NØKKELPERSONERS ANDELER I FONDENE

NAVN	ANTALL ANDELER
Martin Gjelsvik	9 225
Tor Dagfinn Veen	799 828
Barbro Johansson	252
Yuhong Jin Hermansen	96 115
Jan Henrik Hatlem	1 073
Ole Sjøberg	6 500
Anne Sophie K. Stensrud	1 455
Lars-Erik Forsgårdh	67
Harald Espedal	435 865
Kristian Falnes	1 163 589
J. Kristoffer C. Stensrud	2 565 395
Åge K. Westbø	1 369 796

VALGKOMITÉEN

FUNKSJON

Styreleder og eier
Styremedlem og eier
Styremedlem eiervalgt
Varamedlem andelseiervalgt
Styremedlem andelseiervalgt
Varamedlem eiervalgt
Varamedlem og eier
Styremedlem andelseiervalgt
Administrerende direktør og eier
Investeringsdirektør og eier
Porteføljeforvalter og eier
Viseadministrerende direktør og eier

Valgkomitéen består av Sigve Erland (leder), Truls Holte og Nils Martin Petersson. Deres oppgave er å foreslå kandidater til andelseiervalgte medlemmer i styret i SKAGEN AS

Spennende år for andelseierne

2010 ble nok et godt år for SKAGENS andelseiere. Til tross for urolige markeder har de fleste av SKAGENS fond gitt bedre avkastning enn sine respektive indekser. Forvaltningskapitalen passerte 100 milliarder norske kroner, noe som skyldes gode prestasjoner og verdiøkning i fondene.

Hva skjedde i 2010?

Forventningene for 2010 var at realøkonomien skulle følge etter oppgangen i aksjemarkedene og få en positiv utvikling. Året endte som forventet med sterk vekst i markedsøkonomien. Usikkerhet knyttet til gjeldskrise i Europa og USA dominerte imidlertid sommerhalvåret, men 2010 avsluttet med en akselererende vekst i Nord-Europa og USA. Det var god økonomisk vekst i vekstmarkedene gjennom hele året.

Markedene har stabilisert seg i løpet av høsten, og selskapene i aksjemarkedene leverte gjennomgående gode resultater. Dette ga grunnlag for ny optimisme. Spesielt har små selskaper hatt god kursutvikling, samt aksjer i vekstmarkedene.

I porteføljeforvaltningen var 2010 preget av forandring og kontinuitet. Filip Weintraub sluttet i SKAGEN i mars 2010 for å starte egen virksomhet. Kristian Falnes overtok ansvaret for SKAGEN Global etter 13 år som forvalter av SKAGEN Vekst. Beate Bredeesen fikk ansvaret for SKAGEN Vekst etter seks år som porteføljeforvalter i SKAGEN, derav fire år som medforvalter i SKAGEN Vekst. Mot slutten av året overtok en av selskapets renteforvaltere, Jane S. Tvedt, forvaltningen av SKAGEN Avkastning. Samtidig er kapasiteten i porteføljeteamene blitt styrket noe i 2010 i tråd med selskapets vekst og ambisjoner.

SKAGEN Kon-Tiki har opprettholdt AAA-rating fra Standard & Poor's i 2010, mens SKAGEN Global er redusert til AA-rating og SKAGEN Vekst er vurdert som TR (Tenure Review). Begge endringene er grunnet forvalterbytte. Styret ser frem til ny vurdering fra Standard & Poor's i 2011.

Hva kan ventes i 2011?

2011 tegner til å bli et bra år for global økonomisk vekst, men bildet av en todelt verden fortsetter. Veksten ser ut til å bli meget god i vekstmarkedene og moderat i de modne økonomiene. Selv om markedet må forberede seg på økende renter, venter SKAGEN likevel et lavt rentenivå for 2011. Bedriftene har vært overraskende flinke til å justere kapasitet og kostnader til skiftende markedsforhold. Selskapsresultatene er derfor gode.

Verdsettelsen i aksjemarkedet er moderat – særlig hensyntatt de lave rentene. Porteføljene i fondene er priset til betydelig rabatt i markedene generelt. SKAGEN er derfor optimistiske for avkastningen i 2011. Fremtredene risikoer i det nye året er utvidede konsekvenser av gjeldskrise i de søreuropeiske statsfinansene og behov for nedbremsing av veksten i vekstmarkedene på grunn av inflasjonsfare.

Forvaltningskapital

Forvaltningskapitalen økte i 2010 fra 94,7 milliarder norske kroner til 110,3 milliarder norske kroner, en økning på 15,6 milliarder norske kroner. Nettotegningen i fondene ble 191 millioner norske kroner.

Forvalterbytte i SKAGEN Global førte til en netto innløsning på 4,5 milliarder norske kroner i mars og april. Deretter ga markedsuro i mai og juni netto innløsning på noe mer enn tre milliarder norske kroner. I løpet av høsten ble situasjonen snudd og fondene mottok en jevn og god tegning mot slutten av året.

SKAGEN har beholdt sin posisjon som den største aksjefondsforvalteren i det norske fondsmarkedet.

Selskapet har samtidig utviklet seg til et internasjonalt selskap. SKAGENS markeder utenfor Norge var preget av god vekst. De største bidragsyterne til veksten i 2010 var tegning fra andelseiere i Nederland, Danmark og Sveits. I Sverige var nettotegning negativ for første gang etter at store beløp er innløst via premiepensjonssystemet (PPM). Utover dette er virksomheten i Sverige preget av god vekst.

SKAGEN er en av de ti største fondsforvalterne i det svenske markedet og forvalter rundt 8,6 milliarder norske kroner i premiepensjon til anslagsvis 450 000 av sparerne i PPM. SKAGEN har i lengre tid merket en økende flytting av midler innenfor PPM. Dette er generert av eksterne forvaltningstjenester som utfører handler på vegne av sparerne. Økt frekvens av store tegninger og innløsninger i fondene øker sannsynligheten for negativ innvirkning på fondenes avkastning. SKAGEN har meddelt svenske myndigheter at det er behov for å regulere forvaltertjenesten knyttet til PPM for å redusere denne type transaksjoner. Dersom

myndighetene ikke gjennomfører tilfredsstillende tiltak, vil SKAGEN trekke seg fra samarbeidet med PPM, slik at eksisterende andelseiere blir beskyttet mot konsekvensene av denne type transaksjoner.

Rentefondene hadde en nettoinnløsning på 151 millioner norske kroner. SKAGEN Tellus har hatt god innflyt av nye midler og sterk avkastning dette året. Pengemarkedsfondene har imidlertid hatt en jevn innløsning gjennom året ettersom rekordlave renter har gitt kundene et ønske om å ta mer risiko for å oppnå høyere avkastning.

Det har ikke vært ekstraordinært store innløsninger i aksje- eller rentefondene i 2010.

Avkastning i fondene

2010 har vært et godt år for de fleste av våre fond målt på både absolutt og relativ avkastning.

SKAGEN Kon-Tiki leverte et sterkt resultat i 2010 med 21,2 prosent avkastning mot vekstmarkedsindeksens 19,3 prosent. Fondets gjennomsnittlige årlige avkastning siden oppstart er 22,1 prosent.

Relativt har også SKAGEN Global levert et godt resultat med 16,3 prosent avkastning mot verdensindeksens 13,1 prosent. Fondets gjennomsnittlige årlige avkastning siden oppstart er 16,9 prosent.

SKAGEN Vekst oppnådde en absoluttavkastning på 15,4 prosent, mot den likt sammensatte referanseindeksen Oslo Børs/Verdensindeksens 16,0 prosent. Fondets gjennomsnittlige årlige avkastning siden oppstart er 17,0 prosent.

SKAGEN Tellus har hatt et meget godt år i 2010, og ga en avkastning på 17,2 prosent målt i euro. Relativt har fondet gjort det bra og slått referanseindeksen som hadde en avkastning på 13,1 prosent.

SKAGEN Avkastning har hatt et svakt år i 2010 en avkastning på 2,8 prosent mot referanseindeksens 4,5 prosent.

SKAGEN Høyrente oppnådde 2,7 prosent avkastning mot gjennomsnittlig 3-måneders NIBOR for året som var 2,5 prosent og referanseindeksens 2,3 prosent. SKAGEN Høyrente Institusjon oppnådde 2,8 prosent avkastning



Martin Gjelsvik,
styreleder



Barbro Johansson,
aksjonærvalgt styremedlem



Yuhong Jin Hermansen,
andelseiervalgt varamedlem



Anne Sophie K. Stensrud,
aksjonærvalgt varamedlem

mot referanseindeksens 2,3 prosent.

SKAGEN Krona oppnådde 0,9 prosent avkastning målt i svenske kroner i 2010 mot referanseindeksens 0,3 prosent.

Endringer i regulering av SKAGENS virksomhet

Grunnet et generelt behov for å oppdatere verdipapirfondloven, har Finansdepartementet nedsatt et lovutvalg som i 2010 har arbeidet med å revidere loven. Verdipapirfondloven bygger på EU direktivet for verdipapirfond (UCITS direktivet), og i tillegg til ønske om modernisering, har EU kommet med oppdateringer som skal være implementert i norsk lov innen 1. juli 2011. Det foreløpige lovutkastet innebærer at loven blir lettere tilgjengelig og vil ivareta andelseierens interesse ved å sikre at andelseierne får forståelig, relevant og sammenlignbar informasjon, samt større innflytelse i forbindelse med vedtektsendringer, fusjonering av fond og lignende. SKAGEN har i 2010 brukt mye tid for å påvirke utforming av lov og forskrift, og loven ventes vedtatt i løpet av sommeren. Selskapet vil i 2011 fokusere på å implementere nye regler i virksomheten.

Etter finanskrisen i 2008 har pengemarkedsfond stått sentralt i Verdipapirfondenes Forenings selvreguleringsarbeid. Foreningens standard for informasjon og klassifisering av pengemarkedsfond og obligasjonsfond er revidert, og endringene går i grove trekk ut på at det innføres noe strengere restriksjoner for å kunne bli klassifisert som pengemarkedsfond. Videre skal klassifiseringen synliggjøre hva som skaper ulikheter i risiko og avkastning rentefondene i mellom, og gjøre det enklere å sammenligne ulike fond. Standarden ble implementert sommeren 2010, og SKAGEN har foretatt mindre vedtektsendringer i SKAGEN Høyrente og SKAGEN Høyrente Institusjon for å tilpasse mandatene i henhold til den nye gruppen fondene er klassifisert i.

Sommeren 2010 la Stortinget til rette for etablering av nye regler om godtgjørelse i finanssektoren, i tråd med direktiv fra EU. I løpet av høsten har Finansdepartementet utarbeidet forskrift om godtgjørelse i finansinstitusjoner,

gjeldende fra 1. januar 2011. Departementet anser på bakgrunn av den internasjonale finanskrisen at det fastsettes ordninger for godtgjørelse og bonuser som fremmer finansiell stabilitet og som motvirker for høy risikotaking og ikke gir incentiver til kortsiktig profitt. Det er politisk forståelig at myndighetene ønsker å gjøre noe med incentivstrukturen i den globale finansbransjen.

I sine 17 års virksomhet har SKAGEN hele tiden lagt vekt på å ha incentivstruktur og eiermodell som fremmer langsiktig tenkning. Forvaltningsselskapets inntjening svinger kraftig fra det ene året til det andre i takt med finansmarkedene, og det å ha en lav fast kostnadsbase har vært nødvendig for å være beredt til å overleve i dårlige tider. For å kunne rekruttere og holde på de beste medarbeiderne i et globalt marked, må selskapet samtidig ha anledning til å utbetale god variabel avlønning når selskapets resultater er gode.

SKAGEN vil gjøre nødvendige tilpasninger til de nye reglene.

Nye muligheter for kundene

En viktig målsetting for SKAGEN er å gi kundene best mulig service, oppfølging og kommunikasjon. Selskapet ønsker å være innovative og annerledes i sin kundeservice og kommunikasjon.

SKAGEN ønsker å kommunisere og treffe kundene i de kanalene der kundene er. I 2010 har selskapet lansert nye nettsider med muligheter for direkte nettpat. SKAGEN har også opprettet en egen Facebook side og fått utviklet en applikasjon for våre nettsider på mobiltelefon. Selskapet har samtidig endret antall utgivelser av markedsrapporten fra 8 til 4. Samtidig har innholdet i markedsrapporten økt i omfang, og det legges vekt på å gå mer i dybden av de faglige problemstillingene som omtales.

Selskapet vil i 2011 lansere en ny rapporteringsplattform som vil gi andelseierne langt bedre muligheter for å hente analyser og rapportering på sine egne investeringer i fondene.

Videre er selskapet opptatt av enklere tilgjengelighet for kundene. I slutten av 2009

ble BankID godkjent som gyldig legitimasjon. SKAGEN har tilbudt BankID-innlogging i flere år, men denne endringen har gjort det enda enklere å etablere kundeforhold til SKAGEN elektronisk, gjennomføre transaksjoner, opprette spareavtaler og gi gavebrev.

Nettmøtene med fondsforvalterne fortsetter. SKAGEN gleder seg over det engasjement som kundene har vist ved å sende inn spørsmål og kommentarer, og ved å delta i kundeundersøkelsene. Oppmøtet har også vært stort på SKAGENS inspirasjonsmøter, lunsjmøter og temamøter. I Norge er det avholdt 156 møter med 7.700 deltakere og i Sverige 119 møter med 4.700 deltakere. I 2010 er det også avholdt 45 inspirasjonsmøter og 30 temamøter i Danmark med til sammen mer en 3.600 deltakere. Det danske kontoret har også deltatt på 15 møter sammen med utvalgte samarbeidspartnere der til sammen 850 deltakere møtte opp.

Det har også vært høy aktivitet på vårt nyetablerte kontor i London. Det har vært gjennomført over 120 kundemøter siden oppstarten av kontoret i mai 2010. SKAGEN er også aktive i andre internasjonale markeder, og rådgiverne med ansvar for disse markedene er på reise i opp mot totalt fire måneder i året for å møte eksisterende og potensielle kunder.

SKAGEN gjennomfører hvert år en kundeundersøkelse i Norge og Sverige, for å se om selskapet oppfyller målsettingen om best mulig service og oppfølging der vi har flest direkte privatkunder. Kundeundersøkelsen som ble gjennomført i juni 2010 viser et stabilt tilfredshetsnivå både i Norge og Sverige i forhold til samme undersøkelse som ble gjennomført i juni 2009.

SKAGENS medarbeidere

SKAGEN har ved utgangen av 2010 152 medarbeidere fordelt på seks kontorer i Norge (Stavanger, Trondheim, Ålesund, Bergen, Oslo og Tønsberg), to kontorer i Sverige (Stockholm og Göteborg), ett kontor i Danmark (København) og ett kontor i Storbritannia (London). I 2011 vil det åpnes ett kontor i Nederland (Amsterdam). SKAGENS fond markedsføres i tillegg i Finland, Nederland, Luxembourg og på Island.



Jan Henrik Hatlem,
andelseiervalgt styremedlem



Tor Dagfinn Veen,
aksjonærvalgt styremedlem



Lars Erik Forsgårdh,
andelseiervalgt styremedlem



Ole Sæberg,
aksjonærvalgt varamedlem

SKAGEN har en avlønningsmodell som skal stimulere medarbeiderne til sammen å arbeide for en høyest mulig risikojustert avkastning for kundene. Modellen underbygger samarbeid mellom alle avdelinger for å sikre at kunden får en best mulig opplevelse av SKAGEN, også i forhold til service, kompetent oppfølging og kommunikasjon. Ingen medarbeidere har sin lønn direkte knyttet til tegningsresultater. Dermed unngår selskapet uheldig intern konkurranse og salgspress, vern om egen ekspertise og dårlig utnyttelse av medarbeidernes ressurser som kan kjennetegne slike ordninger.

Medarbeidernes kompetanseutvikling er avgjørende for SKAGEN og våre kunder. Ved utgangen av 2010 er de fleste av SKAGENS kunderådgivere autorisert som finansielle rådgivere. Ordningen stiller høye krav til teoretisk og praktisk kunnskap, og medarbeiderne i kundeposisjon skal gjennomføre eksaminasjoner overvåket av en uavhengig nemnd. I Sverige ble tilsvarende autoriseringsordning innført i 2005, og alle våre svenske rådgivere er autorisert i henhold til denne.

SKAGEN rekrutterer medarbeidere med ulik bakgrunn, og søker å oppnå en balanse mellom mannlige og kvinnelige medarbeidere. Ved utgangen av året var 58 kvinner og 94 menn ansatt i virksomheten. Kjønnene er likestilt med hensyn til arbeidsvilkår og avlønning. SKAGEN

hadde i 2010 et sykefravær på 2 prosent.

Styret vil takke alle medarbeidere for flott innsats i 2010. Medarbeidernes kompetanse og holdninger er avgjørende for SKAGENS resultater.

Organisering

SKAGEN AS har tillatelse fra Finanstilsynet til å opptre som fondsforvaltningsselskap, og er SKAGEN-fondenes forretningsfører. Handelsbanken er SKAGENS depotmottaker og Verdipapirsentralen (VPS) fører SKAGENS andelsei-erregister.

Finansiell risiko

Det er ingen finansiell risiko i fondene, da de kun har kortsiktig gjeld i forbindelse med oppgjør av verdipapirer.

Markedsrisiko, kredittisiko og likviditetsrisiko

Risikoen i verdipapirfondene oppstår som følge av markedsbevegelser, utvikling i valuta, renter, konjunkturer og selskapsspesifikke forhold. I 2010 var risikoen innenfor forventet nivå.

I tillegg til lovpålagte krav stiller SKAGEN interne krav til bransjebalanse og likviditet i de verdipapirer fondene investerer i. Disse kravene har vært oppfylt i årets løp. SKAGEN har også utarbeidet interne rutiner for å min-

ske risikoen for feil som kan påvirke fondene. Fordelingen av aksjeporteføljenes investeringer er et resultat av SKAGENS investeringsfilosofi, som stiller krav til selskapenes verdsetting, produkt/markedsmatrise, gjeldsgrad og verdipapirets likviditet. Likeledes fordeles rentefondenes investeringer basert på en vurdering av den enkelte utsteders kredittverdighet og de generelle økonomiske forholdene i det landet utsteder befinner seg.

Styret bekrefter at forutsetningen for fortsatt drift for forvaltningsselskapet er til stede.

Investeringsfilosofi

SKAGEN fastholder sin investeringsfilosofi og forretningsidé. SKAGEN har tro på at den beste måten å skape meravkastning for kundene – nå som før – er å ha en aktiv investeringsfilosofi der porteføljeforvalterne leter etter upopulære, underanalyserte og undervurderte selskaper. Det samme prinsippet gjelder for forvalterne av SKAGENS rentefond: Fondene skal forvaltes aktivt med grunnlag i egne analyser av markedet, utstederne og de enkelte verdipapirene.

Forslag til fordeling av fondenes overskudd:

Stavanger 27. januar 2011

RESULTATREGNSKAP I HELE 1000 NOK	SKAGEN VEKST	SKAGEN GLOBAL	SKAGEN KON-TIKI	SKAGEN AVKASTNING	SKAGEN HØYRENT	SKAGEN HØYRENT INSTITUSJON	SKAGEN TELLUS	SKAGEN KRONA SEK
ÅRSRESULTAT	1 367 188	4 597 708	7 412 567	42 931	106 641	46 031	35 944	2 301
Som disponeres								
Overført til/fra opptjent egenkapital	1 367 188	4 597 708	7 412 567	42 931	8 759	1 068	-17 147	-1 089
Avsatt til utdeling til andelseierne	-	-	-	-	97 882	44 963	53 091	-
Netto utdelt til andelseierne i løpet av året	-	-	-	-	-	-	-	3 390
SUM	1 367 188	4 597 708	7 412 567	42 931	106 641	46 031	35 944	2 301

STAVANGER 27.01.2011

Martin Gjelsvik

Tor Dagfinn Veen

Lars-Erik Forsgårdh

Yuhong Jin Hermansen

Barbro Johansson

Anne S.K. Stensrud

Ole Sæberg

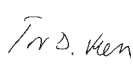
Jan Henrik Hatlem

Årsregnskap 2010

RESULTATREGNSKAP (angitt i hele tusen kroner)		SKAGEN Vekst		SKAGEN Global		SKAGEN Kon-Tiki		SKAGEN Avkastning	
	Noter	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009
Portefølleinntekter og -kostnader									
Renteinntekter/-kostnader		19 676	40 955	-5 483	15 698	29 514	23 439	54 448	38 042
Aksjeutbytte		209 061	153 361	770 817	572 154	1 006 273	412 629	-	-
Gevinst/tap ved realisasjon		961 828	-111 451	2 747 124	12 804	2 683 201	416 904	18 172	11 912
Endring urealiserte kursgevinster/tap	8	433 968	3 478 553	1 753 853	6 170 880	4 884 616	9 289 755	-9 778	-2 180
Garantiprovisjon		1 395	2 158	-	-	1 714	-	-	-
Kurtasje		-9 043	-2 429	-39 943	-30 613	-38 889	-38 422	-20	-12
Valutagevinst/tap		-46 902	83 095	-142 965	-14 778	-211 709	22 225	-11 623	37 241
PORTFØLJERESULTAT		1 569 983	3 644 242	5 083 402	6 726 144	8 354 719	10 126 530	51 199	85 003
Forvaltningsinntekter og -kostnader									
Forvaltningshonorarfast	9	-99 718	-80 183	-304 296	-238 489	-784 077	-433 108	-8 268	-6 574
Forvaltningshonorarvariabelt	9	-90 545	-306 672	-93 914	-401 803	-53 506	-200 012	-	-
FORVALTNINGSRESULTAT		-190 263	-386 855	-398 210	-640 293	-837 583	-633 119	-8 268	-6 574
RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD		1 379 720	3 257 387	4 685 192	6 085 851	7 517 136	9 493 411	42 931	78 429
Skattekostnad	4	-12 533	-8 399	-87 485	-57 610	-104 569	-41 994	-	-
ÅRSRESULTAT		1 367 188	3 248 988	4 597 708	6 028 241	7 412 567	9 451 417	42 931	78 429
Som disponeres									
Overført til/fra opptjent egenkapital	10	1 367 188	3 248 988	4 597 708	6 028 241	7 412 567	9 451 417	42 931	78 429
Avsatt til utdeling til andelseierne	10	-	-	-	-	-	-	-	-
Netto utdelt til andelseierne i løpet av året	10	-	-	-	-	-	-	-	-
SUM		1 367 188	3 248 988	4 597 708	6 028 241	7 412 567	9 451 417	42 931	78 429
BALANSE									
		31.12.2010	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2009
Eiendeler									
Norske verdipapirer til kostpris	3,8	4 297 675	4 392 260	747 871	328 222	1 583 183	903 093	1 196 715	1 234 022
Utenlandske verdipapirer til kostpris	3,8	3 352 926	3 822 862	25 904 844	25 784 496	31 442 804	22 251 605	176 497	285 046
Urealiserte kursgevinster/tap	8	2 461 501	2 027 533	4 969 845	3 215 992	11 745 887	6 861 271	735	10 513
Opptjente renter verdipapir	8	2 029	6 921	2 117	-	-	-	8 531	8 945
SUM VERDIPAPIRPORTFØLJE		10 114 131	10 249 576	31 624 678	29 328 710	44 771 874	30 015 969	1 382 477	1 538 527
Tilgodehavende aksjeutbytte		22 885	12 000	159 259	50 636	161 462	86 465	-	-
Opptjente renter bank		-	-	-	-	-	-	-	-
SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER		22 885	12 000	159 259	50 636	161 462	86 465	-	-
Tilgode fra meglere		37 596	2 833	37 744	-	33 377	167 688	-	-
Tilgode fra forvaltningsselskapet		-	-	1	2	1	-	-	-
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte		2 705	2 296	35 979	29 563	2 525	14 722	-	-
Andre fordringer		-	-	-	1 803	-	-	-	-
SUM ANDRE FORDRINGER		40 302	5 129	73 724	31 367	35 903	169 160	-	-
Bankinnskudd	11	208 509	462 250	605 061	2 259 795	2 866 849	3 345 247	239 663	42 915
SUM EIENDELER		10 385 827	10 728 956	32 462 721	31 670 509	47 836 087	33 616 841	1 622 141	1 581 441
Egenkapital									
Andelskapital til pålydende	10	697 727	817 754	3 964 232	4 446 760	8 258 941	7 026 079	1 220 421	1 262 330
Overkurs	10	-3 061	142 809	15 928 441	18 908 370	20 824 090	15 405 164	405 729	417 164
INNSKUTT EGENKAPITAL		694 666	2 245 833	19 892 673	23 355 130	29 083 030	22 431 242	1 626 149	1 679 493
Opptjent egenkapital	10	9 517 342	8 150 154	12 276 219	7 678 511	18 072 132	10 659 565	-56 930	-99 860
Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler		-	-	-	-	-	-	-483	-483
SUM EGENKAPITAL		10 212 007	10 395 987	32 168 892	31 033 641	47 155 162	33 090 807	1 568 737	1 579 150
Gjeld									
Banktrekk		-	-	-	-	-	-	-	-
Skyldig til meglere		55 881	121	74 121	67 406	362 634	147 744	51 291	-
Skyldig til forvaltningsselskapet		115 264	331 348	171 984	474 058	281 902	346 154	2 129	1 963
Annen gjeld		2 674	1 500	47 725	95 404	36 390	32 136	-16	328
SUM ANNEN GJELD		173 819	332 969	293 829	636 868	680 926	526 034	53 404	2 291
SUM GJELD OG EGENKAPITAL		10 385 827	10 728 956	32 462 721	31 670 509	47 836 087	33 616 841	1 622 141	1 581 441

Stavanger 27. januar 2011
Styret for SKAGEN AS


Martin Gjelsvik


Tor Dagfinn Veen


Lars-Erik Forsgårdh


Yuhong Jin Hermansen


Barbro Johansson


Anne S.K. Stensrud


Ole Sæberg

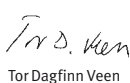

Jan Henrik Hatlem

RESULTATREGNSKAP (angitt i hele tusen kroner)		SKAGEN Høyrente		SKAGEN Høyrente Institusjon		SKAGEN Tellus		SKAGEN Krona*	
	Noter	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009
Porteføljeinntekter og -kostnader									
Renteinntekter/-kostnader		116 395	169 933	50 573	88 328	24 847	14 440	3 268	7 925
Aksjeutbytte		-	-	-	-	-	-	-	-
Gevinst/tap ved realisasjon		1 049	-1 105	2 511	3 033	20 422	15 036	-	-
Endring urealiserte kursgevinster/tap	8	-720	-7 314	-4 424	-1 304	-539	-57 909	-357	-901
Garantiprovisjon		-	-	-	-	-	-	-	-
Kurtasje		-158	-14	-109	-10	-70	-37	-45	-37
Valutagevinst/tap		-	-	-	-	-3 580	-2 873	-	-
PORTEFØLJERESULTAT		116 567	161 500	48 550	90 048	41 081	-31 343	2 865	6 987
Forvaltningsinntekter og -kostnader									
Forvaltningshonorarfast	9	-9 926	-11 020	-2 519	-3 535	-5 009	-3 312	-564	-845
Forvaltningshonorarvariabelt	9	-	-	-	-	-	-	-	-
FORVALTNINGSRESULTAT		-9 926	-11 020	-2 519	-3 535	-5 009	-3 312	-564	-845
RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD		106 641	150 479	46 031	86 512	36 071	-34 655	2 301	6 142
Skattekostnad	4	-	-	-	-	-127	-	-	-
ÅRSRESULTAT		106 641	150 479	46 031	86 512	35 944	-34 655	2 301	6 142
Som disponeres									
Overført til/fra opptjent egenkapital	10	8 759	33 532	1 068	16 424	-17 147	-47 682	-1 089	263
Avsatt til utdeling til andelseierne	10	97 882	116 948	44 963	70 089	53 091	13 027	-	-
Netto utdelt til andelseierne i løpet av året	10	-	-	-	-	-	-	3 390	5 879
SUM		106 641	150 479	46 031	86 512	35 944	-34 655	2 301	6 142
BALANSE									
		31.12.2010	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2009
Eiendeler									
Norske verdipapirer til kostpris	3,8	2 612 373	2 763 455	1 016 802	1 462 258	-	28 447	-	-
Utenlandske verdipapirer til kostpris	3,8	-	-	-	-	634 138	370 400	205 605	305 098
Urealiserte kursgevinster/tap	8	443	1 163	-216	4 208	-809	-271	-268	90
Opptjente renter verdipapir	8	14 635	14 080	7 179	7 165	10 806	6 850	1 210	472
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE		2 627 450	2 778 698	1 023 765	1 473 631	644 134	405 426	206 547	305 660
Tilgodehavende aksjeutbytte		-	-	-	-	-	-	-	-
Opptjente renter bank		-	-	-	-	-	-	-	-
SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER		-	-	-	-	-	-	-	-
Til gode fra meglere		-	-	-	-	-	5 983	-	-
Til gode fra forvaltningsselskapet		-	1	-	-	-	-	-	-
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte		-	-	-	-	-	-	-	-
Andre fordringer		-	-	-	-	363	-	-	-
SUM ANDRE FORDRINGER		-	1	-	-	363	5 984	-	-
Bankinnskudd		893 531	741 393	495 143	456 133	142 706	1 065	7 548	11 970
SUM EIEDELER		3 520 981	3 520 093	1 518 908	1 929 765	787 203	412 474	214 095	317 630
Egenkapital									
Andelskapital til pålydende	10	3 389 023	3 354 990	1 476 567	1 858 232	688 798	380 047	212 774	313 926
Overkurs	10	31 153	30 767	-2 908	-3 369	49 582	13 014	1 021	1 923
INNSKUTT EGENKAPITAL		3 420 175	3 385 757	1 473 658	1 854 863	738 381	393 060	213 795	315 850
Opptjent egenkapital	10	-69	4 397	-542	3 799	-6 250	-328	-137	1 579
Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler		98 273	116 986	45 201	70 327	53 074	13 015	-	-
SUM EGENKAPITAL		3 518 379	3 507 140	1 518 318	1 928 988	785 205	405 748	213 658	317 429
Gjeld									
Banktrekk		-	-	-	-	-	-	-	-
Skyldig til meglere		-	-	-	-	-	5 732	-	-
Skyldig til forvaltningsselskapet		2 351	2 479	590	777	1 620	785	129	201
Annen gjeld		251	10 474	-	-	378	210	308	-
SUM ANNEN GJELD		2 602	12 953	590	777	1 998	6 726	437	201
SUM GJELD OG EGENKAPITAL		3 520 981	3 520 093	1 518 908	1 929 765	787 203	412 474	214 095	317 630

* Angitt i hele tusen svenske kroner

Stavanger 27. januar 2011
Styret for SKAGEN AS


Martin Gjelsvik


Tor Dagfinn Veen


Lars-Erik Forsgårdh


Yuhong Jin Hermansen


Barbro Johansson


Anne S.K. Stensrud


Ole Sæberg


Jan Henrik Hatlem

Generelle noter 2010

NOTE 1: REGNSKAPSPRINSIPPER

Alle tall oppgis i hele tusen om ikke annet er angitt.

Finansielle instrumenter:

Alle finansielle instrumenter, som aksjer, obligasjoner og sertifikater, vurderes til virkelig verdi (markedsverdi).

Fastsettelse av virkelig verdi:

Verdipapirer er vurdert til markedskurser 31.12.2010.

Obligasjoner og sertifikater der det ikke eksisterer "market-maker-kurser" prises til enhver tid mot gjeldende yield-kurve.

Unoterte aksjer er verdsatt etter siste omsetningskurs, verdurderinger foretatt av meglerforbindelser og interne verdurderinger.

Valutakurser:

Verdipapirer og bankinnskudd/-trekk i utenlandsk valuta er vurdert til gjeldende valutakurs ved tidspunkt for kursfastsettelse 31.12.2010.

Behandling av transaksjonskostnader:

Transaksjonskostnader i form av kurtasje til meglere kostnadsføres på transaksjonstidspunkt.

Avsatt til utdeling til andelseierne:

Alle utdelinger til andelseierne i rentefond behandles som overskuddsdisponeringer iht. forskrift om årsregnskap for verdipapirfond. Utdeling fra rentefond regnskapsføres ved at reinvesteringer føres som nye andeler i fondet i regnskapsåret.

Tilordning anskaffelseskost:

For aksjefondene er gjennomsnittlig anskaffelsesverdi benyttet for å finne realiserede kursgevinster/-tap ved salg av aksjer. For rentefondene benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

NOTE 2: FINANSIELLE DERIVATER

Fondene har ikke hatt beholdning av finansielle derivater gjennom året.

NOTE 3: FINANSIELL MARKEDSRISIKO

Balansen i fondenes årsregnskap gjenspeiler fondenes markedsverdi pr siste børsdag i året målt i norske kroner. Aksjefondene er gjennom investering i norske og utenlandske virksomheter eksponert for aksjekurs- og valutakursrisiko. Rentefondene er eksponert for renterisiko, kredittrisiko og valutarisiko i de tilfeller fondene investerer i annen valuta enn NOK.

NOTE 4: SKATTEBEREGNING

Aksjefond:

Aksjefond er i utgangspunktet fritatt for skatteplikt på gevinster og har ikke fradragsrett for tap ved realisasjon av aksjer.

Videre er utbytter mottatt fra selskaper innenfor EØS i utgangspunktet skattefrie. 3 % av realiserede gevinster fra selskaper skattemessig hjemmehørende innenfor EØS og utbytter mottatt fra tilsvarende selskaper behandles imidlertid som skattepliktige. Utbytter mottatt fra selskaper utenfor EØS er skattepliktige. Fondene kan i tillegg belastes kildeskatt på utbytte mottatt fra alle utenlandske selskaper. Faktisk skattekostnad for årene 2010 og 2009 knytter seg til kildeskatt på utenlandsk utbytte.

Rentefond:

Rentefond er skattepliktig med 28 % av netto realiserede kursgevinster på rentebærende verdipapirer, opptjente periodiserte renteinntekter, valuta-gevinst/tap, minus fradragsberettigede kostnader hvilket blant annet omfatter forvaltningshonoraret. Skattepliktig resultat utdeles i praksis til andelseierne slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

NOTE 5: DEPOTOMKOSTNINGER

Fondene blir kun belastet med transaksjonsdrevne depotkostnader.

NOTE 6: OMLØPSHASTIGHET

Omløpshastighet er et mål på handelsvolumets størrelse justert for tegning og innløsning av andeler. Omløpshastigheten er beregnet som det minste av henholdsvis samlet kjøp og samlet salg av verdipapirer i porteføljen i løpet av året, delt på gjennomsnittlig forvaltningskapital i løpet av året.

Omløpshastighet for 2010:

SKAGEN Vekst	25,25 %
SKAGEN Global	40,80 %
SKAGEN Kon-Tiki	14,99 %
SKAGEN Avkastning	181,66 %
SKAGEN Høyrente	202,56 %
SKAGEN Høyrente Institusjon	134,45 %
SKAGEN Tellus	572,13 %
SKAGEN Krona	430,15 %

NOTE 7: TEGNINGSPROVISJON

Ingen tegnings- eller innløsningsprovisjoner.

NOTE 8: SE SIDENE 52 – 65

SKAGEN Vekst Note 9, 10 og 11

NOTE 9. FORVALTNINGSHONORAR

Fast forvaltningshonorar utgjør 1 % p.a. av den daglige forvaltningskapital i tillegg til variabelt forvaltningshonorar: 1/10 av avkastning utover 6 % p.a.

NOTE 10. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2010	817 754	1 428 079	8 150 154	10 395 987
Uttstedelse av andeler	137 711	1 669 107		1 806 818
Innløsning av andeler	-257 738	-3 100 247		-3 357 986
Årsresultat			1 367 188	1 367 188
EGENKAPITAL PR 31.12.2010	697 727	-3 061	9 517 342	10 212 007
	31.12.2010	31.12.2009	31.12.2008	
Antall andeler	6 977 271	8 177 547	7 186 025	
Basiskursprandel (angitt i hele kroner)*	1 463,6198	1 268,3147	856,5973	

NOTE 11. RISK-BELØP (angitt i hele kroner)

Fastsatt Risk-beløp pr 1. januar:

1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
-0,35	-0,37	3,28	-0,50	1,73	1,26	3,62
2001	2002	2003	2004	2005	2006	
3,77	0,51	2,03	3,06	-7,03	-9,44	

SKAGEN Global Note 9 og 10

NOTE 9. FORVALTNINGSHONORAR

Fast forvaltningshonorar utgjør 1 % p.a. av den daglige forvaltningskapital i tillegg til variabelt forvaltningshonorar: 1/10 av bedre verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen MSCI All Country World Daily Total return Net \$ målt i norske kroner.

NOTE 10. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2010	4 446 760	18 908 370	7 678 511	31 033 641
Uttstedelse av andeler	1 077 098	6 874 304		7 951 402
Innløsning av andeler	-1 559 625	-9 854 233		-11 413 858
Årsresultat			4 597 708	4 597 708
EGENKAPITAL PR 31.12.2010	3 964 232	15 928 441	12 276 219	32 168 892
	31.12.2010	31.12.2009	31.12.2008	
Antall andeler	3 964 239	44 467 597	36 749 226	
Basiskursprandel (angitt i hele kroner)*	811,4809	697,9145	550,3927	

SKAGEN Kon-Tiki Note 9, 10 og 11

NOTE 9. FORVALTNINGSHONORAR

Fast forvaltningshonorar utgjorde 2,5 % p.a. av den daglige forvaltningskapital til og med 30. juni 2009. Fra 1. juli 2009 utgjør det faste honoraret 2 % p.a. Variabelt forvaltningshonorar har for hele perioden blitt beregnet som: 1/10 av bedre verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen, MSCI Emerging Markets Index Daily Traded Net Total Return \$ målt i norske kroner. Dog begrenset oppad og nedad slik at samlet forvaltningshonorar ikke kan overstige 4 % p.a. og ikke bli lavere enn 1 % p.a. av gjennomsnittlig forvaltningskapital.

NOTE 10. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2010	7 026 079	15 405 164	10 659 565	33 090 807
Uttstedelse av andeler	3 034 307	12 888 259		15 922 566
Innløsning av andeler	-1 801 445	-7 469 333		-9 270 778
Årsresultat			7 412 567	7 412 567
EGENKAPITAL PR 31.12.2010	8 258 941	20 824 090	18 072 132	47 155 162
	31.12.2010	31.12.2009	31.12.2008	
Antall andeler	8 258 940	70 260 786	42 075 710	
Basiskursprandel (angitt i hele kroner)*	570,9556	470,9718	288,3044	

*Basiskurs er satt ved dagsslutt 31/12 og basert på beste estimater på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

NOTE 11. RISK-BELØP (angitt i hele kroner)

Fastsatt Risk-beløp per 1. januar:

2003	2004	2005	2006
3,26	1,80	-0,11	0,00

SKAGEN Høyrente Note 9 og 10

NOTE 9. FORVALTNINGSHONORAR

Forvaltningshonoraret utgjør 0,25 % p.a. av den daglige forvaltningskapital.

NOTE 10. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Avsatt til andels-eierne for reinvest. i nye andeler	Sum
EGENKAPITALPR1.1.2010	3 354 990	30 767	4 397	116 986	3 507 140
Ustedelse av andeler	5110087	54106	52382		5 216 575
Innløsning av andeler	-5076054	-53720	-65607		-5 195 382
Reinvestert forandelseierne				-116595	-116 595
Avsatt til reinvestering forandelseierne				97882	97 882
Årsresultat etter utdeling til andelseierne			8759		8 759
EGENKAPITALPR 31.12.2010	3 389 023	31 153	-69	98 273	3 518 379

	31.12.2010	31.12.2009	31.12.2008
Antall andeler	33 890 228	33 549 896	43 266 971
Basiskursprandel (angitt i hele kroner)*	103,8222	104,5408	107,6860

SKAGEN Høyrente Institusjon Note 9 og 10

NOTE 9. FORVALTNINGSHONORAR

Forvaltningshonoraret utgjør 0,15 % p.a. av den daglige forvaltningskapital.

NOTE 10. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Avsatt til andels-eierne for reinvest. i nye andeler	Sum
EGENKAPITALPR1.1.2010	1 858 232	-3 369	3 799	70 327	1 928 988
Ustedelse av andeler	873 730	-1 527	13 108		885 310
Innløsning av andeler	-1 255 395	1 988	-18 516		-1 271 923
Reinvestert forandelseierne				-70089	-70 089
Avsatt til reinvestering forandelseierne				44 963	44 963
Årsresultat etter utdeling til andelseierne			1 068		1 068
EGENKAPITALPR 31.12.2010	1 476 567	-2 908	-542	45 201	1 518 318

	31.12.2010	31.12.2009	31.12.2008
Antall andeler	14 765 667	18 582 318	25 651 986
Basiskursprandel (angitt i hele kroner)*	102,8252	103,8057	106,5054

SKAGEN Avkastning Note 9, 10, 11 og 12

NOTE 9. FORVALTNINGSHONORAR

Forvaltningshonoraret utgjør 0,5 % p.a. av den daglige forvaltningskapital.

NOTE 10. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Avsatt til andels-eierne for reinvest. i nye andeler	Sum
EGENKAPITALPR1.1.2010	1 262 330	417 164	-99 860	-483	1 579 150
Ustedelse av andeler	639 929	175 282			815 211
Innløsning av andeler	-681 838	-186 717			-868 555
Reinvestert forandelseierne					-
Avsatt til reinvestering forandelseierne					-
Årsresultat etter utbetaling til andelseierne			42 931		42 931
EGENKAPITALPR 31.12.2010	1 220 421	405 729	-56 930	-483	1 568 737

	31.12.2010	31.12.2009	31.12.2008
Antall andeler	12 204 208	12 623 296	10 427 255
Basiskursprandel (angitt i hele kroner)*	128,5463	125,0972	117,1930

NOTE 11. VALUTARISIKO

SKAGEN Avkastning benytter ikke valutasiokringsinstrumenter mot norske kroner, men har pr 31.12.10 trekk på EUR, MXN og ZAR bankkonti for å redusere valutaeksponeringen på investeringene.

NOTE 12. UTSATT SKATTEFØRDEL

SKAGEN Avkastning har et skattemessig underskudd til fremføring på NOK 55 mill pr 31.12.10. Tilhørende utsatt skattefordel er ikke bokført i balansen da fremtidig utnyttelse av denne er usikker.

SKAGEN Tellus Note 9 og 10

NOTE 9. FORVALTNINGSHONORAR

Forvaltningshonoraret utgjør 0,8 % p.a. av den daglige forvaltningskapital.

NOTE 10. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Avsatt til andels-eierne for reinvest. i nye andeler	Sum
EGENKAPITALPR1.1.2010	380 047	13 014	-327	13 015	405 748
Ustedelse av andeler	846 436	88 801	33 754		968 992
Innløsning av andeler	-537 684	-52 233	-22 531		-612 447
Reinvestert forandelseierne				-13 031	-13 031
Avsatt til reinvestering forandelseierne				53 091	53 091
Årsresultat etter utdeling til andelseierne			-17 147		-17 147
EGENKAPITALPR 31.12.2010	688 798	49 582	-6 250	53 074	785 205

	31.12.2010	31.12.2009	31.12.2008
Antall andeler	688 798	380 466	474 616
Basiskursprandel (angitt i hele kroner)*	113,9964	106,7901	115,9369

SKAGEN Krona Note 9 og 10 (alle tall i hele tusen SEK)

NOTE 9. FORVALTNINGSHONORAR

Forvaltningshonoraret utgjør 0,2 % p.a. av den daglige forvaltningskapital.

NOTE 10. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Sum
EGENKAPITALPR1.1.2010	313 926	1 923	1 580	317 429
Ustedelse av andeler	205 849	2143	785	208 777
Innløsning av andeler	-310 380	-3 057	-1 413	-314 849
Reinvestert forandelseierne	3378	12		3 390
Årsresultat			-1 089	-1 089
EGENKAPITALPR 31.12.2010	212 774	1 021	-137	213 658

	31.12.2010	31.12.2009	31.12.2008
Antall andeler	212 774	313 926	538 081
Basiskursprandel (angitt i hele kroner)*	100,4158	101,1153	101,5832

* Basiskurs er satt ved dagsslutt 31/12 og basert på beste estimater på dette tidspunkt. I regnskap er endelig etall lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

SKAGEN Vekst

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2010 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Energi									
Solstad Offshore ASA	2 242 500	108 585 132	116,00	NOK	260 130 000	151 544 868	2,55 %	5,93 %	Oslo Børs
DOFASA	4 954 800	78 558 737	49,50	NOK	245 262 600	166 703 863	2,40 %	5,44 %	Oslo Børs
Bonheur ASA	1 348 072	99 605 010	178,00	NOK	239 956 816	140 351 806	2,35 %	3,30 %	Oslo Børs
Ganger Rolf ASA	1 395 555	142 844 608	163,00	NOK	227 475 465	84 630 857	2,23 %	4,12 %	Oslo Børs
Pride International Inc	1 093 282	159 864 125	33,00	USD	209 797 153	49 933 028	2,06 %	0,62 %	New York
Petroleo Brasileiro Pref ADR	1 001 815	90 839 260	34,17	USD	199 060 899	108 221 639	1,95 %	0,04 %	New York
Transocean Ltd	346 900	153 446 657	69,51	USD	140 218 411	-13 228 246	1,37 %	0,11 %	New York
TGS Nopec Geophysical Co ASA	970 578	47 170 377	131,50	NOK	127 631 007	80 460 630	1,25 %	0,94 %	Oslo Børs
Farstad Shipping ASA	629 338	44 081 117	175,00	NOK	110 134 150	66 053 033	1,08 %	1,61 %	Oslo Børs
Norwegian Energy CO ASA	5 314 393	83 812 282	18,40	NOK	97 784 831	13 972 549	0,96 %	2,18 %	Oslo Børs
Siem Offshore	8 219 897	69 926 621	10,85	NOK	89 185 882	19 259 262	0,87 %	2,08 %	Oslo Børs
Eidesvik Offshore ASA	1 700 000	64 882 552	38,00	NOK	64 600 000	-282 552	0,63 %	5,64 %	Oslo Børs
Sevan Marine ASA	9 675 000	77 573 340	6,50	NOK	62 935 875	-14 637 465	0,62 %	1,84 %	Oslo Børs
EMGS konv 05/11 9%	4 000 000	26 171 502	232,00	USD	54 213 711	27 792 162	0,53 %	-	Oslo Børs
Superior Energy Services Inc	235 000	30 988 976	34,99	USD	47 815 121	16 826 145	0,47 %	0,30 %	New York
Northern Offshore Ltd	2 940 000	28 386 046	14,95	NOK	43 953 000	15 566 954	0,43 %	1,88 %	Oslo Børs
BPPIC ADR	165 000	52 614 600	44,17	USD	42 380 375	-10 234 225	0,42 %	0,01 %	New York
Seabird Exploration Ltd 07/12 frn call	43 000 000	11 850 000	85,00	NOK	36 936 809	25 086 809	0,36 %	-	Oslo Børs
Marine Accurate Well as	71 891 376	54 470 669	0,50	NOK	35 945 688	-18 524 981	0,35 %	7,69 %	Unotert
Fred Olsen Production ASA	3 000 000	18 734 740	10,30	NOK	30 900 000	12 165 260	0,30 %	2,83 %	Oslo Børs
Småposter ¹⁾		179 743 465			111 271 966	-69 203 258	1,09 %		
Sum energi		1 624 149 815			2 477 589 760	852 458 138	24,27 %		
Råvarer									
Norsk Hydro ASA	5 583 010	133 214 492	42,61	NOK	237 892 056	104 677 564	2,33 %	0,34 %	Oslo Børs
Norske Skogindustrier ASA	5 622 000	340 640 123	13,85	NOK	77 864 700	-262 775 423	0,76 %	2,96 %	Oslo Børs
Hindalco Industries Ltd	1 950 673	46 051 668	247,00	INR	62 671 613	16 619 945	0,61 %	0,10 %	Mumbai
KWS Saat AG	44 640	30 191 292	145,35	EUR	50 615 222	20 423 930	0,50 %	0,68 %	Frankfurt
Northland Resources SA	2 359 250	28 897 023	17,80	NOK	41 994 650	13 097 627	0,41 %	1,05 %	Oslo Børs
Småposter ¹⁾		119 043 072			133 564 950	14 517 868	1,31 %		
Sum råvarer		698 037 670			604 603 192	-93 438 489	5,92 %		
Kapitalvarer, service og transport									
Kongsberg Gruppen ASA	3 238 100	101 661 239	133,00	NOK	430 667 300	329 006 061	4,22 %	2,70 %	Oslo Børs
Stolt-Nielsen Limited	1 740 996	215 774 364	142,50	NOK	248 091 930	32 317 566	2,43 %	2,71 %	Oslo Børs
Wilh. Wilhelmsen Holding A-aksjer	1 357 250	96 013 665	173,00	NOK	234 804 250	138 790 585	2,30 %	3,92 %	Oslo Børs
Dockwise Ltd	1 032 108	173 044 955	157,00	NOK	162 040 956	-11 003 999	1,59 %	4,08 %	Oslo Børs
Norwegian Air Shuttle ASA	1 324 950	63 560 111	117,50	NOK	155 681 625	92 121 514	1,52 %	3,83 %	Oslo Børs
Odjell SE-A	2 240 000	99 471 405	54,00	NOK	120 960 000	21 488 595	1,18 %	3,41 %	Oslo Børs
LG Corp	233 515	46 417 748	87 300,00	KRW	105 568 173	59 150 426	1,03 %	0,14 %	Seoul
Aveng Ltd	2 575 700	75 193 395	43,25	ZAR	98 042 282	22 848 887	0,96 %	0,65 %	Johannesburg
Kongsberg Automotive ASA	15 151 251	108 807 125	4,85	NOK	73 483 567	-35 323 558	0,72 %	3,72 %	Oslo Børs
I.M. Skaugen SE	1 679 916	21 062 286	36,90	NOK	61 988 900	40 926 615	0,61 %	6,20 %	Oslo Børs
Kverneland ASA	9 300 000	51 388 357	6,50	NOK	60 450 000	9 061 643	0,59 %	6,03 %	Oslo Børs
Glamox ASA	5 944 034	5 852 347	9,00	NOK	53 496 306	47 643 959	0,52 %	9,01 %	Unotert
AP Møller - Maersk A	811	38 032 895	49 140,00	DKK	41 723 617	3 690 722	0,41 %	0,04 %	København
Fairstar Heavy Transport NV	3 770 585	39 094 620	11,00	NOK	41 476 435	2 381 815	0,41 %	4,65 %	Oslo Børs
Trelleborg AB-B	645 000	28 763 207	71,10	SEK	39 694 884	10 931 677	0,39 %	0,27 %	Stockholm
LG Corp Pref	224 482	25 796 379	33 000,00	KRW	38 361 841	12 565 462	0,38 %	6,77 %	Seoul
Småposter ¹⁾		246 621 997			159 352 121	-87 269 876	1,56 %		
Sum kapitalvarer, service og transport		1 436 556 095			2 125 884 189	689 328 094	20,82 %		
Inntektsavhengige forbruksvarer									
Carnival Corp	766 770	196 536 207	46,11	USD	205 595 539	9 059 332	2,01 %	0,13 %	New York
LG Electronics Inc Pref	600 000	144 987 601	43 850,00	KRW	136 246 335	-8 741 266	1,33 %	3,49 %	Seoul
Hurtigruten ASA	26 179 943	88 805 016	4,88	NOK	127 758 122	38 953 106	1,25 %	6,23 %	Oslo Børs
Renault SA	261 054	76 738 433	43,50	EUR	88 585 274	11 846 841	0,87 %	0,09 %	Paris
Dixons Retail Plc	38 800 746	249 906 914	0,23	GBP	80 929 715	-168 977 199	0,79 %	1,07 %	London
Rezidor Hotel Group AB	1 836 744	43 562 448	40,90	SEK	65 024 521	21 462 073	0,64 %	1,22 %	Stockholm
Royal Caribbean Cruises Ltd	228 182	19 953 264	47,00	USD	62 363 818	42 410 553	0,61 %	0,11 %	New York
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	586 300	10 111 679	17,60	USD	60 004 803	49 893 124	0,59 %	0,10 %	London Int.
Royal Caribbean Cruises Ltd_	185 330	20 535 885	276,30	NOK	51 206 679	30 670 794	0,50 %	0,09 %	Oslo Børs
Hankook Tire Co Ltd	297 931	27 633 534	31 750,00	KRW	48 985 033	21 351 499	0,48 %	0,20 %	Seoul
Fjord Line AS	2 850 000	28 500 000	16,00	NOK	45 600 000	17 100 000	0,45 %	5,63 %	Unotert
Småposter ¹⁾		73 910 745			65 760 931	-9 074 472	0,64 %		
Sum inntektsavhengige forbruksvarer		981 181 726			1 038 060 771	55 954 385	10,17 %		

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2010 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Defensivekonsumvarer									
CermaqASA	1 792 433	71 266 682	90,00	NOK	161 318 970	90 052 288	1,58 %	1,94 %	Oslo Børs
MorpolASA	6 292 983	130 156 851	21,50	NOK	135 299 134	5 142 284	1,33 %	3,75 %	Oslo Børs
Chiquita BrandsIntl	1 373 518	112 828 672	14,02	USD	111 978 803	-849 869	1,10 %	3,04 %	New York
Winn-Dixie Stores Inc	1 948 628	81 244 782	7,18	USD	81 359 231	114 449	0,80 %	3,51 %	NASDAQ
Austevoll Seafood ASA	1 360 600	47 750 407	49,60	NOK	67 485 760	19 735 353	0,66 %	0,67 %	Oslo Børs
Yazicilar Holding AS	750 000	25 622 446	13,45	TRY	38 108 759	12 486 313	0,37 %	0,47 %	Istanbul
People's Food Holding Ltd	9 364 000	24 106 991	0,76	SGD	32 523 541	8 416 550	0,32 %	0,83 %	Singapore
Småposter ¹⁾		196 103 700			142 936 374	-53 256 701	1,40 %		
Sum defensive konsumvarer		689 080 531			771 010 573	81 840 667	7,55 %		
Medisin									
Teva Pharmaceutical-spADR	533 851	161 043 492	52,13	USD	161 830 821	787 330	1,59 %	0,06 %	NASDAQ
Pfizer Inc	800 000	104 175 020	17,51	USD	81 457 220	-22 717 799	0,80 %	0,01 %	New York
Axis-Shield Plc GBP	2 809 221	82 551 381	2,70	GBP	69 024 456	-13 526 924	0,68 %	5,65 %	London
Clavis Pharma ASA	1 710 477	56 464 764	40,20	NOK	68 761 175	12 296 412	0,67 %	5,63 %	Oslo Børs
Photocure ASA	1 114 401	44 889 736	45,80	NOK	51 039 566	6 149 830	0,50 %	5,04 %	Oslo Børs
Medi-Stim ASA	1 710 000	21 366 512	25,00	NOK	42 750 000	21 383 488	0,42 %	9,07 %	Oslo Børs
Algeta ASA	250 000	24 236 900	136,00	NOK	34 000 000	9 763 100	0,33 %	0,63 %	Oslo Børs
Axis-Shield Plc	1 017 998	25 837 665	25,30	NOK	25 755 349	-82 315	0,25 %	8,89 %	Oslo Børs
Småposter ¹⁾		83 294 562			95 431 113	12 136 551	0,93 %		
Sum medisin		603 860 030			630 049 702	26 189 673	6,17 %		
Bankog finans									
Gjensidige Forsikring ASA	3 300 203	194 711 977	58,50	NOK	193 061 875	-1 650 101	1,89 %	0,66 %	Oslo Børs
Olav Thon Eiendomsselskap ASA_	180 000	33 812 469	910,00	NOK	163 800 000	129 987 531	1,60 %	1,69 %	Oslo Børs
Hannover Rueckversicherung AG	435 000	87 663 487	40,13	EUR	136 192 895	48 529 407	1,33 %	0,36 %	Frankfurt
Aareal Bank AG	433 273	64 610 591	22,80	EUR	77 061 667	12 451 076	0,75 %	1,01 %	Frankfurt
Sparebanken Øst	1 500 000	26 585 912	39,50	NOK	59 250 000	32 664 088	0,58 %	7,24 %	Oslo Børs
Imarex ASA	1 026 100	65 708 552	57,00	NOK	58 487 700	-7 220 852	0,57 %	6,80 %	Oslo Børs
Korean Reinsurance Co	952 093	11 484 642	11 800,00	KRW	58 178 880	46 694 238	0,57 %	0,82 %	Seoul
Northern Logistic Property AS	2 195 485	68 216 067	24,00	NOK	52 691 640	-15 524 427	0,52 %	6,20 %	Oslo Børs
Sparebanken Vest	995 506	45 056 270	47,00	NOK	46 788 782	1 732 512	0,46 %	4,61 %	Oslo Børs
Haci Omer Sabanci Holding AS	1 501 444	23 339 370	7,20	TRY	40 839 733	17 500 363	0,40 %	0,07 %	Istanbul
Hitecvision AS	762 746	5 183 946	53,00	NOK	40 425 538	35 242 042	0,40 %	4,14 %	Unotert
Irsa SAADR	397 502	31 351 260	16,09	USD	37 191 939	5 840 679	0,36 %	0,69 %	New York
Norwegian Property ASA	3 513 058	32 583 639	10,35	NOK	36 360 150	3 776 511	0,36 %	0,70 %	Oslo Børs
ABG Sundal Collier Holding ASA	3 106 000	15 848 384	8,60	NOK	26 711 600	10 863 216	0,26 %	0,80 %	Oslo Børs
Norwegian Finans Holding ASA	14 900 000	29 215 000	1,75	NOK	26 075 000	-3 140 000	0,26 %	8,76 %	Unotert
Småposter ¹⁾		48 598 877			54 294 724	5 666 421	0,53 %		
Sum bankog finans		783 969 994			1 107 412 124	323 412 704	10,85 %		
Informasjonsteknologi									
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	135 832	107 711 829	287,50	USD	227 087 588	119 375 759	2,22 %	0,30 %	London Int.
Samsung Electronics Co Ltd GDR	50 000	19 712 300	421,90	USD	122 668 480	102 956 180	1,20 %	0,02 %	London Int.
Eltek ASA	19 000 000	102 369 562	3,29	NOK	62 510 000	-39 859 562	0,61 %	5,77 %	Oslo Børs
Q-free ASA	2 900 000	39 742 052	17,30	NOK	50 170 000	10 427 948	0,49 %	4,81 %	Oslo Børs
Samsung SDI Co Ltd	51 320	21 573 100	168 000,00	KRW	44 647 784	23 074 684	0,44 %	0,11 %	Seoul
Proact IT Group AB	468 000	15 542 932	108,00	SEK	43 749 675	28 206 744	0,43 %	5,01 %	Stockholm
EDB Ergogroup ASA	2 734 240	33 268 403	15,90	NOK	43 474 416	10 206 013	0,43 %	1,02 %	Oslo Børs
Kyocera Corp	63 565	45 929 843	8 290,00	JPY	37 772 052	-8 157 791	0,37 %	0,03 %	Tokyo
Småposter ¹⁾		120 904 951			87 206 322	-33 698 629	0,85 %		
Sum informasjonsteknologi		506 754 972			719 286 317	212 531 346	7,05 %		
Telekom									
France Telecom SA	699 803	92 677 925	15,59	EUR	85 134 013	-7 543 912	0,83 %	0,03 %	Paris
Sistema Jsf GDR	563 707	17 770 999	24,93	USD	81 720 151	63 949 151	0,80 %	0,12 %	London Int.
Mobile Telesystems ADR	645 000	41 050 762	20,87	USD	78 277 260	37 226 498	0,77 %	0,06 %	New York
Total Access Telecommunication PLC_	8 560 000	7 587 439	42,00	THB	69 674 976	62 087 537	0,68 %	0,36 %	Singapore
Telekomunikasi Indonesia Tbk ADR	290 000	16 154 144	35,64	USD	60 110 463	43 956 319	0,59 %	0,06 %	New York
Indosat Tbk Pt ADR	200 000	33 264 730	29,12	USD	33 866 851	602 122	0,33 %	0,18 %	New York
Småposter ¹⁾		7 842 206			2 659 804	-5 182 402	0,03 %		
Sum Telekom		216 348 204			411 443 518	195 095 313	4,03 %		
Nyttetjenester									
Centrais Eletricas Brasileiras SA Pref	2 234 800	90 179 609	26,75	BRL	209 322 821	119 143 213	2,05 %	0,84 %	Sao Paulo
Småposter ¹⁾		20 482 543			19 468 340	-1 014 203	0,19 %		
Sum nyttetjenester		110 662 151			228 791 162	118 129 010	2,24 %		
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE²⁾		7 650 601 191			10 114 131 307	2 461 500 841	99,07 %		

¹⁾ Ved henvendelse til forvaltningselskapet SKAGEN AS kan man få tilsendt pre-post oversikt over hvilke selskaper som inngår i posten.

²⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2010 henvises til balansen.

SKAGEN Global

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2010 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Energi									
Pride International Inc	5 064 981	838 032 209	33,00	USD	971 952 886	133 920 677	3,02 %	2,88 %	New York
Petroleo Brasileiro PrefAdr	2 713 304	489 134 979	34,17	USD	539 134 206	49 999 227	1,68 %	0,10 %	New York
Baker Hughes Inc	1 369 227	377 282 863	57,17	USD	455 194 598	77 911 735	1,42 %	0,32 %	New York
Noble Corp	1 648 569	372 380 051	35,77	USD	342 909 504	-29 470 547	1,07 %	0,65 %	New York
Kazmunaigas Exploration - GDR	2 853 374	390 519 950	19,83	USD	329 029 522	-61 490 427	1,02 %	0,68 %	London Int.
Nabors Industries Ltd	2 362 679	374 445 170	23,46	USD	322 319 204	-52 125 966	1,00 %	0,83 %	New York
Transocean Ltd	766 100	370 211 174	69,51	USD	309 660 780	-60 550 394	0,96 %	0,24 %	New York
Gazprom Oao Adr	2 056 348	305 362 687	25,25	USD	301 933 602	-3 429 085	0,94 %	0,03 %	London Int.
BPPlc	4 392 428	225 857 506	4,66	GBP	186 090 544	-39 766 962	0,58 %	0,02 %	London
BPPlc ADR	564 260	176 229 847	44,17	USD	144 930 609	-31 299 238	0,45 %	0,02 %	New York
Sum energi		3 919 456 437			3 903 155 456	-16 300 980	12,14 %		
Råvarer									
Svenska Cellulosa AB-B	6 664 418	524 516 663	106,20	SEK	612 638 087	88 121 425	1,91 %	1,10 %	Stockholm
Cliffs Natural Resources Inc	1 069 875	211 701 164	78,01	USD	485 329 590	273 628 425	1,51 %	0,79 %	New York
Heidelbergcement AG	1 137 483	363 322 378	46,90	EUR	416 159 376	52 836 998	1,29 %	0,61 %	Xetra
Ternium SAADR	1 665 820	253 856 861	42,41	USD	410 818 316	156 961 454	1,28 %	0,83 %	New York
Norsk Hydro ASA	8 271 604	241 031 494	42,61	NOK	352 453 046	111 421 553	1,10 %	0,51 %	Oslo Børs
Mayr-Melnhof Karton AG	463 854	208 146 930	87,06	EUR	315 022 733	106 875 802	0,98 %	2,32 %	Wien
Akzo Nobel	537 072	178 800 741	46,48	EUR	194 754 397	15 953 657	0,61 %	0,23 %	Amsterdam
Kws Saat AG	122 592	80 407 015	145,35	EUR	139 001 374	58 594 359	0,43 %	1,86 %	Frankfurt
Fibria Celulose SAADR	880 813	89 971 290	16,00	USD	81 951 546	-8 019 744	0,25 %	0,19 %	New York
Asia Pulp & Paper Co Ltd ADR	86 600	4 565 292	0,01	USD	5 036	-4 560 256	0,00 %	0,03 %	Unotert
Sum råvarer		2 156 319 828			3 008 133 501	851 813 673	9,36 %		
Kapitalvarer, service og transport									
Tyco International Ltd	6 190 352	1 249 317 042	41,44	USD	1 491 724 232	242 407 190	4,64 %	1,26 %	New York
Bunge Ltd	2 903 515	943 647 321	65,52	USD	1 106 245 242	162 597 921	3,44 %	2,00 %	New York
LG Corp	1 505 947	322 361 219	87 300,00	KRW	680 813 113	358 451 894	2,12 %	0,87 %	Seoul
Siemens AG	894 319	522 346 767	92,70	EUR	646 716 762	124 369 995	2,01 %	0,10 %	Frankfurt
Randstad Holding NV	1 220 116	306 131 234	39,50	EUR	375 958 704	69 827 470	1,17 %	0,72 %	Amsterdam
Tyco Electronics Ltd	1 797 319	279 506 328	35,40	USD	369 983 095	90 476 766	1,15 %	0,41 %	New York
Stolt-Nielsen Limited	1 730 217	319 311 036	142,50	NOK	246 555 922	-72 755 114	0,77 %	2,70 %	Oslo Børs
Baywa-Bayerische Warenvermit AG	828 582	248 696 906	35,04	EUR	226 486 081	-22 210 824	0,70 %	2,52 %	Frankfurt
Finnair OYJ	4 952 377	268 974 302	5,04	EUR	194 709 060	-74 265 242	0,61 %	3,86 %	Helsinki
Air France-KLM konv 04/15 4.97%	513 152	54 597 628	1 638,10	EUR	67 335 817	10 975 872	0,21 %	-	Paris
Cmb Cie Maritime Belge SA	199 476	11 233 696	23,05	EUR	35 867 698	24 634 002	0,11 %	0,57 %	Brussel
Sum kapitalvarer, service og transport		4 526 123 479			5 442 395 727	914 509 930	16,93 %		
Inntektsavhengige forbruksvarer									
Renault SA	2 669 417	755 443 992	43,50	EUR	905 831 887	150 387 895	2,82 %	0,90 %	Paris
Toyota Industries Corp	2 452 564	408 159 602	2 521,00	JPY	443 191 264	35 031 662	1,38 %	0,75 %	Tokyo
Comcast Corp	3 397 331	310 633 815	20,81	USD	411 115 069	100 481 253	1,28 %	0,48 %	NASDAQ
Time Warner Cable	670 772	178 968 417	66,03	USD	257 554 816	78 586 400	0,80 %	0,19 %	New York
LG Electronics Inc Pref	916 588	251 942 344	43 850,00	KRW	208 136 260	-43 806 084	0,65 %	5,33 %	Seoul
Television Broadcasts Ltd	5 866 571	142 014 821	42,00	HKD	184 267 235	42 252 414	0,57 %	1,34 %	Hong Kong
Yamaha Motor Co Ltd	1 896 311	153 944 483	1 323,00	JPY	179 832 178	25 887 695	0,56 %	0,54 %	Tokyo
Hyundai Motor Pref (2pb)	515 808	142 845 218	63 500,00	KRW	169 615 595	26 770 376	0,53 %	1,37 %	Seoul
Shangri-la Asia Ltd	6 193 490	54 597 039	21,10	HKD	97 731 012	43 133 973	0,30 %	0,20 %	Hong Kong
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	464 981	8 239 439	17,58	USD	47 534 347	39 294 908	0,15 %	0,08 %	London Int.
Mahindra & Mahindra Ltd	134 000	5 776 564	778,20	INR	13 563 928	7 787 364	0,04 %	0,02 %	National India
Danubius Hotels and Spa Plc	52 543	6 231 277	4 500,00	HUF	6 631 058	399 781	0,02 %	0,63 %	Budapest
Hyundai Motor Pref (1p)	19 440	4 986 955	59 000,00	KRW	5 939 532	952 577	0,02 %	0,08 %	Seoul
Sum inntektsavhengige forbruksvarer		2 423 783 966			2 930 944 181	507 160 215	9,12 %		
Defensive konsumvarer									
Parmalat Spa	68 156 464	1 083 015 316	2,05	EUR	1 089 940 619	6 925 304	3,39 %	3,93 %	Borsa Italiana
Yazici Holding AS	3 965 257	95 714 287	13,45	TRY	201 481 366	105 767 079	0,63 %	2,48 %	Istanbul
United Intl Enterprises	173 474	25 625 272	600,00	DKK	108 976 367	83 351 095	0,34 %	3,37 %	København
Royal Unibrew A/S	185 890	39 944 444	332,00	DKK	64 616 108	24 671 664	0,20 %	1,66 %	København
Chiquita Brands Intl	671 103	53 198 821	14,02	USD	54 713 015	1 514 194	0,17 %	1,49 %	New York
Raisio Plc	2 287 300	43 100 781	2,81	EUR	50 138 504	7 037 723	0,16 %	1,75 %	Helsinki
Chaoda Modern Agriculture	11 367 298	72 611 820	5,83	HKD	49 561 027	-23 050 793	0,15 %	0,34 %	Hong Kong
Lannen Tehta OYJ	214 350	23 744 846	17,50	EUR	29 261 963	5 517 118	0,09 %	3,39 %	Helsinki
Sum defensive konsumvarer		1 436 955 587			1 648 688 969	211 733 382	5,13 %		

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2010 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Medisin									
PfizerInc	10 695 621	1 254 986 661	17,51	USD	1 089 044 446	-165 942 215	3,39%	0,13%	NewYork
Roche Holding Ag-Genusschein	461 900	402 243 056	137,00	CHF	394 413 454	-7829 602	1,23%	0,07%	Zürich
Neurosearch A/S	202 142	33 888 595	95,00	DKK	20 106 054	-13 782 541	0,06%	0,82%	København
Sum medisin		1 691 118 312			1 503 563 954	-187 554 358	4,68%		
Bank og finans									
Citigroup Inc	29 147 220	768 313 998	4,73	USD	801 699 722	33 385 724	2,49%	0,10%	NewYork
Gjensidige Forsikring ASA	8 337 000	491 883 000	58,50	NOK	487 714 500	-4 168 500	1,52%	1,67%	Oslo Børs
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul Pref	7 768 877	126 242 315	17,65	BRL	480 128 058	353 885 743	1,49%	3,88%	Sao Paulo
Cheung Kong Holdings Ltd	4 988 254	374 421 252	119,90	HKD	447 282 844	72 861 592	1,39%	0,22%	Hong Kong
Hannover Rueckversicherung AG	1 416 101	285 504 307	40,13	EUR	443 362 975	157 858 668	1,38%	1,17%	Frankfurt
Bank of America Corp	5 064 030	490 515 565	13,34	USD	392 830 819	-97 684 745	1,22%	0,05%	New York
Osaka Securities Exchange Co	9170	174 610 188	409 500,00	JPY	269 166 643	94 556 455	0,84%	3,40%	Tokyo
Kinnevik Investment AB-B	1 969 910	92 277 140	137,00	SEK	233 606 111	141 328 971	0,73%	0,86%	Stockholm
Haci Omer Sabanci Holding AS	7 997 588	136 129 311	7,20	TRY	217 536 825	81 407 514	0,68%	0,39%	Istanbul
Aberdeen Asset Management Plc	10 396 015	87 231 205	2,03	GBP	191 956 255	104 725 050	0,60%	0,91%	London
Albaraka Turk Katilim Bankasi AS	18 297 225	212 023 668	2,70	TRY	186 633 781	-25 389 887	0,58%	3,39%	Istanbul
Japan Securities Finance Co	4 077 075	239 480 227	596,00	JPY	174 177 863	-65 302 364	0,54%	4,35%	Tokyo
Irsa SAADR	1 815 671	151 638 394	16,09	USD	169 881 722	18 243 327	0,53%	3,14%	New York
Asya Katilim Bankasi AS	14 775 168	133 716 802	2,84	TRY	158 522 907	24 806 105	0,49%	1,64%	Istanbul
Mizuho Financial Group Inc	12 930 000	125 502 865	153,00	JPY	141 803 827	16 300 962	0,44%	0,06%	Tokyo
Efg-Hermes Holding SAE	2 628 101	88 339 185	33,92	EGP	89 305 647	966 462	0,28%	0,69%	Cairo
Tag Tegnsee Immobilien ag	15 049 03	96 983 281	6,36	EUR	74 651 624	-22 331 657	0,23%	2,57%	Frankfurt
Societe Fonciere, Financieret participations (ffp)	62 761	28 135 289	51,30	EUR	25 115 923	-3 019 366	0,08%	0,25%	Paris
Aberdeen Asset Aaagement Plc Pref	557	6 648 625	2 160,00	GBP	10 948 693	4 300 068	0,03%	0,74%	London
Tag Immo AG konv 05/15 6.375%	1 123 100	8 803 981	109,80	EUR	9 974 732	815 745	0,03%	-	Xetra
Sum bank og finans		4 118 400 599			5 006 301 470	887 545 867	15,57%		
Informasjonsteknologi									
Samsung Electronics Co Ltd Pref	596 996	1 336 849 370	649 000,00	KRW	2 006 411 917	669 562 547	6,24%	2,61%	Seoul
Accenture Plc	3 201 763	782 279 183	48,49	USD	902 806 794	120 527 611	2,81%	0,50%	New York
Kyocera Corp	1 323 268	695 567 239	8 290,00	JPY	786 321 838	90 754 599	2,45%	0,69%	Tokyo
Microsoft Corp	3 290 126	487 240 661	27,91	USD	533 981 019	46 740 358	1,66%	0,04%	NASDAQ
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	146 978	148 488 210	287,50	USD	245 721 770	97 233 560	0,76%	0,32%	London Int.
Samsung Electronics Co Ltd GDR	84 630	72 041 778	421,90	USD	207 628 669	135 586 891	0,65%	0,03%	London Int.
Oracle Corp	493 000	72 161 010	31,30	USD	89 731 455	17 570 445	0,28%	0,01%	NASDAQ
Kyocera Corp ADP	52 153	38 412 462	102,18	USD	30 988 364	-7 424 098	0,10%	0,03%	New York
Proact IT Group AB	178 970	6 928 583	108,00	SEK	16 730 975	9 802 391	0,05%	1,92%	Stockholm
Sum informasjonsteknologi		3 639 968 496			4 820 322 801	1 180 354 305	15,00%		
Telekom									
Vimpelcom Ltd-Spon ADP	4 895 355	428 390 841	15,04	USD	428 139 681	-251 161	1,33%	0,38%	New York
Bharti Airtel Ltd	9 032 031	380 240 923	358,80	INR	421 528 850	41 287 927	1,31%	0,24%	National India
Total Access Telecommunication Plc_	47 428 100	146 600 574	42,00	THB	386 045 763	239 445 189	1,20%	2,00%	Bangkok
China Mobile Ltd	5 293 700	312 946 041	77,20	HKD	305 626 582	-7 319 460	0,95%	0,03%	Hong Kong
Telecom Italia Spa	25 292 086	170 514 938	0,81	EUR	160 207 412	-10 307 526	0,50%	0,42%	Borsa Italiana
Indosat Tbk Pt ADP	751 319	111 288 800	29,12	USD	127 224 044	15 935 244	0,40%	0,69%	New York
Total Access Telecommunication Nvdr Plc	9 729 540	77 307 284	42,00	THB	79 194 564	1 887 280	0,25%	0,41%	Bangkok
China Mobile Ltd Adp	106 650	31 372 281	49,62	USD	30 773 088	-599 194	0,10%	0,00%	New York
Indosat Tbk Pt	5 083 543	16 342 292	5 400,00	IDR	17 751 275	1 408 983	0,06%	0,09%	Indonesia
Sum telekom		1 675 003 974			1 956 491 257	281 487 283	6,09%		
Nyttjenester									
Centrais Eletricas Brasileiras SA Pref	9 644 702	541 051 832	26,75	BRL	903 372 219	362 320 387	2,81%	3,63%	Sao Paulo
Centrais Eletricas Brasileiras SA	3 531 782	316 712 587	22,24	BRL	275 031 731	-41 680 855	0,86%	0,32%	Sao Paulo
Calpine Corp	2 916 955	207 820 561	13,34	USD	226 276 270	18 455 710	0,70%	0,66%	New York
Sum nyttjenester		1 065 584 979			1 404 680 221	339 095 242	4,37%		
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE¹⁾		26 652 715 657			31 624 677 539	4 969 844 559	98,38%		

¹⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2010 henvises til balansen.

SKAGEN Kon-Tiki

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2010 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Energi									
Baker Hughes Inc	6 162 261	1 721 193 970	57,17	USD	2 048 621 537	327 427 567	4,35 %	1,43 %	New York
Pride International Inc	7 465 000	1 281 535 761	33	USD	1 432 508 492	150 972 730	3,04 %	4,25 %	New York
Petroleo Brasileiro Pref ADR	5 559 100	971 537 094	34,17	USD	1 104 594 606	133 057 513	2,34 %	0,20 %	New York
Gazprom Oao ADR	7 250 284	982 068 237	25,25	USD	1 064 559 290	82 491 052	2,26 %	0,12 %	London Int.
Seadrill Ltd	5 100 000	449 279 818	197,2	NOK	1 005 720 000	556 440 182	2,13 %	1,15 %	Oslo Børs
Tullow Oil Plc	2 194 900	133 809 120	12,61	GBP	251 873 889	118 064 769	0,53 %	0,25 %	London
Deep Sea Supply Plc	11 096 000	109 900 200	12	NOK	133 152 000	23 251 800	0,28 %	8,75 %	Oslo Børs
Seawell Ltd	2 481 269	47 068 896	37,5	NOK	93 047 587	45 978 692	0,20 %	1,10 %	Oslo Børs
Golar LNG Energy Ltd	6 890 130	78 607 558	12,5	NOK	86 126 625	7 519 067	0,18 %	2,90 %	Oslo Børs
Coal of Africa Ltd	7 377 265	88 146 675	0,98	GBP	65 624 419	-22 522 256	0,14 %	1,39 %	London Int.
Indo Tambangraya Megah PT	1 740 000	24 957 994	50750	IDR	57 102 428	32 144 435	0,12 %	0,15 %	Jakarta
Sum energi		5 888 105 322			7 342 930 874	1 454 825 552	15,58 %		
Råvarer									
Vale SA Spons ADR	6 752 364	623 440 278	30,22	USD	1 186 598 401	563 158 124	2,52 %	0,32 %	New York
Equinox Minerals Ltd	16 956 300	435 633 111	6,11	CAD	606 445 299	170 812 189	1,29 %	2,02 %	Toronto
Vale SA - Pref A	1 231 900	210 807 094	48,5	BRL	209 204 646	-1 602 448	0,44 %	0,06 %	Sao Paulo
Asia Cement China Holdings	46 742 500	172 551 676	3,8	HKD	132 834 239	-39 717 437	0,28 %	3,00 %	Hong Kong
First Quantum Minerals Ltd	208 600	80 209 850	108	CAD	131 873 457	51 663 607	0,28 %	0,24 %	Toronto
DRD GOLD Ltd ADR	3 724 701	206 449 868	4,87	USD	105 480 901	-100 968 967	0,22 %	9,68 %	NASDAQ
Aquarius Platinum Limited	2 595 119	43 521 063	3,52	GBP	83 129 136	39 608 072	0,18 %	0,56 %	London
Northland Resources SA	3 294 669	65 304 228	17,8	NOK	58 645 108	-6 659 120	0,12 %	1,47 %	Oslo Børs
Pt Indah Kiat Pulp & Paper	51 504 500	50 406 871	1640	IDR	54 620 831	4 213 961	0,12 %	0,94 %	Jakarta
Norske Skog Industrier ASA	3 509 610	33 325 062	13,85	NOK	48 608 098	15 283 036	0,10 %	1,85 %	Oslo Børs
Sum råvarer		1 921 649 099			2 617 440 117	695 791 017	5,55 %		
Kapitalvarer, service og transport									
ABB Ltd	6 800 391	747 984 548	151,6	SEK	892 381 037	144 396 489	1,89 %	0,29 %	Stockholm
Aveng Ltd	16 487 710	479 852 621	43,25	ZAR	627 593 552	147 740 931	1,33 %	4,16 %	Johannesburg
Empresas ICA S.A.b	39 000 000	576 268 258	31,63	MXN	581 258 184	4 989 926	1,23 %	6,07 %	Mexico
AP Møller - Maersk A	10 000	456 235 277	49140	DKK	514 495 800	58 260 523	1,09 %	0,46 %	København
Harbin Power Equipment Co Ltd	51 000 000	507 183 796	12,26	HKD	467 600 691	-39 583 105	0,99 %	7,55 %	Hong Kong
Airasia Bhd	62 078 300	145 080 274	2,53	MYR	298 402 535	153 322 261	0,63 %	2,24 %	Kuala Lumpur
Strabag SE	1 625 310	235 502 298	20,61	EUR	261 310 057	25 807 759	0,55 %	1,43 %	Wien
Nordic American Tanker Shipping Ltd	1 722 600	299 544 279	26,02	USD	260 642 473	-38 901 805	0,55 %	3,67 %	New York
Barlworld Ltd	3 626 000	181 674 463	67	ZAR	213 813 254	32 138 791	0,45 %	1,57 %	Johannesburg
Enka Insaat Ve Sanayi AS	9 166 665	107 998 892	5,76	TRY	199 468 860	91 469 968	0,42 %	0,42 %	Istanbul
Norwegian Air Shuttle ASA	1 661 481	121 718 023	117,5	NOK	155 224 017	73 505 995	0,41 %	4,81 %	Oslo Børs
Tekfen Holding AS	7 521 955	113 250 674	6,46	TRY	183 571 185	70 320 511	0,39 %	2,03 %	Istanbul
LG Corp Pref	808 430	118 266 161	33000	KRW	138 153 007	19 886 846	0,29 %	24,39 %	Seoul
AP Møller - Maersk B	1 766	92 959 325	50510	DKK	93 393 091	433 766	0,20 %	0,08 %	København
Freeworld Coatings Ltd	8 624 708	61 414 054	11,85	ZAR	89 948 675	28 534 621	0,19 %	4,23 %	Johannesburg
Kumho Industrial Co Ltd - Pfd	548 862	42 527 442	8260	KRW	23 477 258	-19 050 184	0,05 %	26,83 %	Seoul
Qingling Motors Co	8 664 000	14 749 615	2,33	HKD	15 096 938	347 323	0,03 %	0,70 %	Hong Kong
Kuribayashi Steamship Co Ltd	300 000	6 010 011	191	JPY	4 107 264	-1 902 747	0,01 %	2,35 %	Tokyo
Marlupol Heavy Machinebuilding Plant GDR	422 695	16 806 476	1,36	USD	3 355 160	-13 451 317	0,01 %	2,75 %	Frankfurt
Sum kapitalvarer, service og transport		4 325 026 488			5 063 293 038	738 266 550	10,74 %		
Inntektsavhengige forbruksvarer									
Hyundai Motor Pref (2pb)	3 589 600	570 521 507	63500	KRW	1 180 385 219	609 863 712	2,50 %	9,54 %	Seoul
Hyundai Motor Pref (1p)	3 248 610	517 371 803	59000	KRW	992 552 686	475 180 883	2,11 %	12,94 %	Seoul
Great Wall Motor Co Ltd	44 900 000	169 123 601	24	HKD	805 883 160	636 759 559	1,71 %	10,86 %	Hong Kong
Mahindra & Mahindra Ltd Gdr	7 634 388	137 004 826	17,6	USD	781 340 523	644 335 697	1,66 %	1,28 %	London Int.
LG Electronics Inc Pref	3 150 000	850 969 171	43850	KRW	715 293 259	-135 675 912	1,52 %	18,33 %	Seoul
Shangri-la Asia Ltd	14 800 812	126 234 081	21,1	HKD	233 551 411	107 317 330	0,50 %	0,47 %	Hong Kong
DRB - HICOM BHD	31 073 600	112 337 498	1,94	MYR	114 534 276	2 196 778	0,24 %	1,61 %	Kuala Lumpur
China Ting Group Hldgs Ltd	18 374 000	37 757 487	1,28	HKD	17 588 475	-20 169 012	0,04 %	0,88 %	Hong Kong
Sum inntektsavhengige forbruksvarer		2 521 319 974			4 841 129 008	2 319 809 034	10,27 %		
Defensive konsumvarer									
Cosan Ltd - Class A Shares	8 400 000	422 007 332	13,62	USD	665 288 240	243 280 908	1,41 %	4,82 %	New York
Shoprite Holdings Ltd	5 600 226	232 445 203	99,65	ZAR	491 150 825	258 705 621	1,04 %	1,03 %	Johannesburg
Yazici Holding AS	9 654 470	239 353 575	13,45	TRY	490 559 830	251 206 256	1,04 %	6,03 %	Istanbul
Marine Harvest ASA	70 000 000	268 105 748	6,17	NOK	431 900 000	163 794 252	0,92 %	1,96 %	Oslo Børs
Kulim Malaysia Berhad	16 875 100	213 083 213	12,74	MYR	408 467 921	195 384 709	0,87 %	5,30 %	Kuala Lumpur
Pz Cussons Plc	8 730 032	146 456 571	4,01	GBP	318 338 013	171 881 443	0,68 %	2,04 %	London
Royal Unibrew A/S	489 758	82 208 417	332	DKK	170 241 840	88 033 423	0,36 %	4,37 %	København
Podravka Prehrambena Ind DD	406 584	111 935 175	302,68	HRK	130 027 836	18 092 661	0,28 %	7,50 %	Zagreb
East African Breweries Ltd	5 107 746	54 303 946	201	KES	74 021 966	19 718 020	0,16 %	0,65 %	Nairobi
Pivovarna Lasko	499 286	138 711 783	15,98	EUR	62 259 260	-76 452 523	0,13 %	5,80 %	Ljubljana
United Int'l Enterprises	68 500	12 938 797	600	DKK	43 031 700	30 092 903	0,09 %	1,33 %	København
Sum defensive konsumvarer		1 921 549 759			3 285 287 431	1 363 737 672	6,97 %		

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2010 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Medisin									
Richter Gedeon Nyrt	594 804	617 783 423	42550	HUF	709 788 387	92 004 964	1,51 %	3,19 %	Budapest
Stada Arznemittel AG	2 597 658	383 691 150	25,38	EUR	514 298 806	130 607 656	1,09 %	4,41 %	Frankfurt
Hanmi Pharm Co Ltd	724 500	315 456 018	88800	KRW	333 161 905	17 705 887	0,71 %	9,64 %	Seoul
EIS Eczacibasi Ilac Ve Sanayi	20 482 690	139 445 762	2,5	TRY	193 449 790	54 004 027	0,41 %	3,74 %	Istanbul
Supermax Corp Bhd	9 566 600	82 054 157	3,98	MYR	72 340 725	-9 713 431	0,15 %	2,81 %	Kuala Lumpur
Eczacibasi Yatirim Holding	3 436 363	39 761 197	5,1	TRY	66 208 000	26 446 804	0,14 %	4,91 %	Istanbul
Hanmi Holdings Co Ltd	241 500	105 152 006	37100	KRW	46 397 548	-58 754 458	0,10 %	2,55 %	Seoul
Yuyu Pharma Incorporated	302 070	37 810 734	7130	KRW	11 153 241	-26 657 492	0,02 %	5,18 %	Seoul
Sum medisin		1 721 154 447			1 946 798 402	225 643 955	4,13 %		
Bank og finans									
Standard Chartered Plc	8 325 000	965 167 813	17,25	GBP	1 307 231 575	342 063 762	2,77 %	0,35 %	London
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul Pref	19 969 229	390 163 729	17,65	BRL	1 234 127 808	843 964 079	2,62 %	9,97 %	Sao Paulo
Haci Omer Sabanci Holding AS	34 444 045	656 930 241	7,2	TRY	936 888 495	279 958 253	1,99 %	1,69 %	Istanbul
VTB Bank Ojsc GDR	15 931 536	478 796 289	6,59	USD	610 515 250	131 718 962	1,30 %	0,30 %	London Int.
Gjensidige Forsikring ASA	6 947 000	409 873 000	58,5	NOK	406 399 500	-3 473 500	0,86 %	1,39 %	Oslo Børs
EFG-Hermes Holding Sae	11 959 505	353 506 516	33,92	EGP	406 396 609	52 890 093	0,86 %	3,12 %	Cairo
JSE Limited	5 694 251	214 587 788	79	ZAR	395 909 314	181 321 526	0,84 %	6,69 %	Johannesburg
Kiwoom Securities Co Ltd	1 225 720	224 002 532	58100	KRW	368 783 418	144 780 886	0,78 %	5,55 %	Seoul
Asya Katilim Bankasi AS	31 004 245	319 850 823	2,84	TRY	332 644 817	12 793 994	0,71 %	3,44 %	Istanbul
Ishares Ftse China 25 Index Fund	1 200 000	262 007 339	43,09	USD	300 684 605	38 677 267	0,64 %	0,64 %	AMEX
Korean Reinsurance Co	4 671 633	181 790 536	11800	KRW	285 466 208	103 675 672	0,61 %	4,03 %	Seoul
A.F.P. Provida SAADR	597 838	118 914 637	79,71	USD	277 108 456	158 193 819	0,59 %	2,71 %	New York
Ghana Commercial Bank Ltd	17 697 904	85 032 404	2,7	GHS	186 547 677	101 515 273	0,40 %	6,68 %	Ghana
Bangkok Bank Public Co-Nvdr	6 530 000	161 251 317	147	THB	186 030 558	24 779 241	0,39 %	0,34 %	Bangkok
Kim Eng Holdings Ltd	14 707 000	108 191 988	2,45	SGD	163 593 168	55 401 180	0,35 %	2,45 %	Singapore
Aberdeen Asset Management Plc	8 169 291	78 521 076	2,03	GBP	150 841 116	72 320 040	0,32 %	0,71 %	London
Nordnet AB	7 034 191	97 675 138	23,3	SEK	141 868 940	44 193 803	0,30 %	4,02 %	Stockholm
Polaris Securities Co Ltd	35 096 641	83 936 887	19	TWD	133 033 818	49 096 930	0,28 %	1,64 %	Taipei
Tisco Financial Group - Foreign	16 668 600	62 098 061	40,75	THB	131 637 768	69 539 707	0,28 %	2,29 %	Bangkok
Kiatnakin Bank Plc	15 543 300	102 576 904	39	THB	117 479 370	14 902 466	0,25 %	2,45 %	Bangkok
KGI Securities Co Ltd	35 000 000	84 755 262	16,65	TWD	116 258 625	31 503 363	0,25 %	1,09 %	Taipei
Kiatnakin Bank Plc-Nvdr	14 271 500	110 175 969	39	THB	107 866 851	-2 309 118	0,23 %	2,25 %	Bangkok
MBK Development Plc	4 040 100	43 871 544	104	THB	81 429 024	37 557 480	0,17 %	2,14 %	Bangkok
Tisco Financial Group - Foreign	8 500 000	32 230 911	40,75	THB	67 127 475	34 896 564	0,14 %	1,17 %	Bangkok
Aksigorta AS	4 994 663	18 447 437	2,29	TRY	43 209 867	24 762 430	0,09 %	1,63 %	Istanbul
Diamond Bank Plc	102 216 700	33 971 720	7,5	NGN	29 285 085	-4 686 636	0,06 %	0,71 %	Lagos
Trimegah Securities Tbk Pt	350 000 000	50 389 802	110	IDR	24 896 025	-25 493 777	0,05 %	9,58 %	Jakarta
Aberdeen Asset Management Plc Pref	939	11 208 364	2160	GBP	18 457 491	7 249 127	0,04 %	1,25 %	London
EFG-Hermes Holding GDR	127 243	6 972 311	11,9	USD	8 805 100	1 832 790	0,02 %	0,07 %	London Int.
Yapi Ve Kredi Bankasi AS	347 708	3 874 957	4,86	TRY	6 383 990	2 509 033	0,01 %	0,01 %	Istanbul
Sum bank og finans		5 750 773 294			8 576 908 004	2 826 134 710	18,20 %		
Informasjonsteknologi									
Samsung Electronics Co Ltd Pref	565 556	1 397 250 508	649 000	KRW	1 900 746 903	503 496 395	4,03 %	2,48 %	Seoul
Hon Hai Precision Industry	49 591 680	1 188 770 278	117,5	TWD	1 162 490 969	-26 279 309	2,47 %	0,51 %	Taipei
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	509 038	500 004 840	287,5	USD	851 023 408	351 018 569	1,81 %	1,11 %	London Int.
Naspers Ltd	686 999	161 812 282	387,95	ZAR	234 565 363	72 753 081	0,50 %	0,17 %	Johannesburg
Satyam Computer Services Ltd	4 500 000	199 639 269	66,15	INR	38 719 685	-160 919 584	0,08 %	0,38 %	Mumbai
Ericsson Nikola Tesla	24 603	28 293 831	1361	HRK	35 379 241	7 085 411	0,08 %	1,85 %	Zagreb
Sum informasjonsteknologi		3 475 771 007			4 222 925 569	747 154 562	8,96 %		
Telekom									
Sistema Jscf GDR	11 352 000	888 595 292	24,93	USD	1 645 690 318	757 095 026	3,49 %	2,35 %	London Int.
China Mobile Ltd ADR	3 762 281	1 155 979 368	49,62	USD	1 085 579 022	-70 400 346	2,30 %	0,09 %	New York
Bharti Airtel Ltd	19 324 305	885 063 727	358,8	INR	901 873 794	16 810 067	1,91 %	0,51 %	Mumbai
Indosat Tbk Pt ADR	4 154 595	708 198 696	29,12	USD	703 515 253	-4 683 443	1,49 %	3,82 %	New York
Total Access Telecommunication Plc_	15 933 600	36 013 612	42	THB	129 693 131	93 679 519	0,28 %	0,67 %	Bangkok
Total Access Telecommunication Nvdr Plc	12 160 900	62 762 858	42	THB	98 984 862	36 222 004	0,21 %	0,51 %	Bangkok
Sum telekom		3 736 613 552			4 565 336 379	828 722 827	9,69 %		
Nyttetjenester									
Centrais Eletricas Brasileiras SA Pref	23 666 100	1 671 821 081	26,75	BRL	2 216 688 216	544 867 135	4,70 %	8,92 %	Sao Paulo
Centrais Eletricas Brasileiras SA	1 196 000	92 202 797	22,24	BRL	93 136 539	933 741	0,20 %	0,11 %	Sao Paulo
Sum nyttetjenester		1 764 023 879			2 309 824 755	545 800 876	4,90 %		
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE¹⁾		33 025 986 821			44 771 873 577	11 745 886 757	94,99 %		

¹⁾ Forverdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2010 henvises til balansen.

SKAGEN Høyrente

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2010 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Renteregulerings- tidspunkt	Pålydende	Kostpris NOK	Effektiv rente ³⁾	Durasjon ²⁾	Markeds- kurs	Påløpt rente	Markeds- verdi	Markedsverdi inkl påløpt rente	Urealisert gevinst/tap	Andel avfondet	Risiko- klasse ⁴⁾
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE														
Finansobligasjoner														
Sparebank 1 SMN	18.09.2013	3,47	16.03.2011	174 000 000	174 248 160	3,44	0,2	100,36	268 347	174 629 532	174 897 879	381 372	4,97 %	5
Skandinaviske Enskilda Banken AB	16.01.2012	3,12	17.01.2011	95 000 000	95 130 050	3,03	0,04	100,2	633 967	95 194 750	95 828 717	64 700	2,72 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	28.10.2013	3,59	28.01.2011	80 000 000	80 083 000	3,52	0,07	100,38	510 578	80 303 360	80 813 938	220 360	2,30 %	5
Pareto Bank ASA	20.04.2011	2,96	24.01.2011	80 000 000	79 960 000	2,92	0,05	100,02	460 444	80 018 000	80 478 444	58 000	2,29 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	14.06.2011	2,96	14.03.2011	65 000 000	65 116 400	2,7	0,19	100,16	96 200	65 100 945	65 197 145	-15 455	1,85 %	5
Sparebanken Sør	04.06.2012	3,22	04.03.2011	50 000 000	50 225 000	2,92	0,17	100,52	111 806	50 259 950	50 371 756	34 950	1,43 %	5
Sparebanken Pluss	03.05.2013	3,21	03.02.2011	50 000 000	49 976 000	3,24	0,09	100,09	258 583	50 046 050	50 304 633	70 050	1,43 %	5
Sparebank 1 Sørre Sunnmøre	21.10.2011	2,76	21.01.2011	50 000 000	50 000 000	2,82	0,06	100	272 167	49 999 300	50 271 467	-700	1,43 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	09.03.2013	2,64	09.03.2011	43 000 000	42 979 790	2,69	0,18	100	69 373	43 001 161	43 070 534	21 371	1,22 %	5
DnB NOR Bank ASA	04.04.2011	3,35	04.01.2011	32 000 000	32 154 560	2,69	0,01	100,18	262 044	32 059 040	32 321 084	-95 520	0,92 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	03.10.2011	2,76	03.01.2011	32 000 000	31 992 960	2,87	0,01	99,98	223 253	31 992 416	32 215 669	-544	0,92 %	5
Nøtterø Sparebank	06.05.2011	2,49	07.02.2011	30 000 000	30 000 000	2,71	0,1	100,02	108 468	30 006 120	30 114 588	6 120	0,86 %	5
BN Bank	21.03.2012	2,72	16.03.2011	30 000 000	29 847 000	3,09	0,21	99,7	36 267	29 910 900	29 947 167	63 900	0,85 %	5
Helgeland Sparebank	10.05.2013	2,94	10.02.2011	25 000 000	24 833 750	3,25	0,11	99,51	104 125	24 877 850	24 981 975	44 100	0,71 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	05.08.2011	2,61	07.02.2011	24 000 000	23 990 900	2,63	0,1	100,02	97 440	24 004 680	24 102 120	13 780	0,69 %	5
Pareto Bank ASA	17.08.2012	3,61	17.02.2011	20 000 000	19 988 000	3,81	0,13	99,86	88 244	19 971 720	20 059 964	-16 280	0,57 %	5
Pareto Bank ASA	22.11.2011	3,18	22.02.2011	20 000 000	19 990 000	3,32	0,14	99,91	67 956	19 981 260	20 049 216	-8 740	0,57 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	07.06.2013	3,07	07.03.2011	16 000 000	15 892 160	3,33	0,17	99,61	32 747	15 938 144	15 970 891	45 984	0,45 %	5
Sparebanken Pluss	15.01.2013	2,97	17.01.2011	15 000 000	14 937 150	3,23	0,04	99,65	95 287	14 947 170	15 042 457	10 020	0,43 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	13.10.2011	3,4	13.01.2011	10 000 000	10 063 300	2,72	0,03	100,59	74 611	10 058 860	10 133 471	-4 440	0,29 %	5
Helgeland Sparebank	21.03.2012	3,37	16.03.2011	10 000 000	10 065 000	2,91	0,21	100,7	14 978	10 069 620	10 084 598	4 620	0,29 %	5
Industriobligasjoner														
Volvo Treasury	18.03.2011	4,81	18.03.2011	100 000 000	100 935 000	3	0,2	100,39	146 972	100 394 900	100 541 872	-540 100	2,86 %	6
Schibsted	16.12.2013	4,11	16.03.2011	50 000 000	50 000 000	4,22	0,2	100,04	85 625	50 021 050	50 106 675	21 050	1,42 %	6
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	04.02.2011	2,8	04.02.2011	40 000 000	40 000 000	2,76	0,09	100,01	177 333	40 004 200	40 181 533	4 200	1,14 %	6
Telenor ASA	07.07.2011	2,79	10.01.2011	19 000 000	19 011 970	2,81	0,02	100,01	119 272	19 002 375	19 121 647	-9 595	0,54 %	6
Industrisertifikater														
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	03.06.2011	2,9	03.03.2011	60 000 000	59 972 000	2,86	0,16	100,04	135 333	60 026 340	60 161 673	54 340	1,71 %	6
Entra Eiendom AS	10.03.2011	2,91	10.03.2011	50 000 000	50 028 700	2,75	0,18	100,05	84 875	50 023 450	50 108 325	-5 250	1,42 %	6
Finanssertifikater														
BN Bank	04.03.2011	2,83	04.03.2011	100 000 000	99 970 000	2,71	0,17	100,03	196 528	100 032 100	100 228 628	62 100	2,85 %	5
Gjensidige Bank ASA	29.04.2011	2,73	31.01.2011	60 000 000	59 994 000	2,69	0,08	100,03	286 650	60 020 160	60 306 810	26 160	1,71 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	01.06.2011	2,77	01.03.2011	60 000 000	60 000 000	2,68	0,16	100,06	138 500	60 034 500	60 173 000	34 500	1,71 %	5
Gjensidige Bank ASA	12.10.2011	2,81	12.01.2011	50 000 000	50 000 000	2,88	0,03	100	312 222	49 999 000	50 311 222	-1 000	1,43 %	5
Sparebank 1 SMN	24.01.2011	2,84	24.01.2011	20 000 000	20 035 600	2,57	0,06	100,02	105 711	20 004 360	20 110 071	-31 240	0,57 %	5
Kraftsertifikater														
BKK	03.05.2011	2,74	03.02.2011	100 000 000	99 989 900	2,68	0,09	100,04	441 444	100 037 900	100 479 344	48 000	2,86 %	6
Lyse Energi AS	02.12.2011	2,77	02.03.2011	25 000 000	25 000 000	2,85	0,16	100,01	55 785	25 001 800	25 057 585	1 800	0,71 %	6
Kraftobligasjoner														
Statkraft AS	15.06.2011	3,12	16.03.2011	154 000 000	154 420 280	2,8	0,2	100,19	213 547	154 293 986	154 507 533	-126 294	4,39 %	6
BKK	02.11.2011	2,73	02.02.2011	125 000 000	124 987 500	2,79	0,09	99,98	559 271	124 981 000	125 540 271	-6 500	3,57 %	6
Agder Energi AS	02.11.2012	3,59	02.02.2011	73 000 000	73 766 460	3,05	0,09	101,04	429 504	73 756 353	74 185 857	-10 107	2,11 %	6
Agder Energi AS	30.03.2011	3,97	30.03.2011	45 000 000	45 280 350	2,77	0,24	100,31	456 550	45 138 825	45 595 375	-141 525	1,30 %	6
Hafslund ASA	12.09.2013	4,07	14.03.2011	30 000 000	30 471 000	3,36	0,19	102,04	61 050	30 610 920	30 671 970	139 920	0,87 %	6
Agder Energi AS	12.08.2013	2,95	14.02.2011	22 000 000	21 830 600	3,28	0,12	99,37	88 336	21 862 434	21 950 770	31 834	0,62 %	6
BKK	07.09.2012	3,5	07.03.2011	20 000 000	20 086 000	3,35	0,17	100,34	223 611	20 068 900	20 292 511	-17 100	0,58 %	6

Note 8. Verdpapirportefølje pr 31.12.2010 (angitt i hele kroner)

Verdpapir	Forfallsdato	Kupong	Renteregulerings- tidspunkt	Pålydende	Kostpris NOK	Effektiv rente ¹⁾	Durasjon ²⁾	Markeds- kurs	Påløpt rente	Markeds- verdi	Markedsverdi inkl påløpt rente	Urealisert gevinst/tap	Andel avfondet	Risiko- klasse ³⁾
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE														
Industrisertifikater														
Norgesgruppen ASA	26.05.2011	3,05		60 000 000	59 986 200	2,92	0,39	100,04	1 098 000	60 023 940	61 121 940	37 740	1,74 %	6
Norgesgruppen ASA	28.01.2011	3,14		50 000 000	50 000 000	2,66	0,07	100,03	1 445 260	50 016 850	51 462 110	16 850	1,46 %	6
Norgesgruppen ASA	18.02.2011	2,96		50 000 000	49 995 700	2,7	0,13	100,03	920 438	50 016 100	50 936 538	20 400	1,45 %	6
Norgesgruppen ASA	22.09.2011	3,18		50 000 000	49 975 350	3,09	0,7	100,05	435 616	50 025 450	50 461 066	50 100	1,43 %	6
Entra Eiendom AS	10.08.2011	2,7		30 000 000	29 993 850	3,05	0,59	99,8	113 178	29 939 280	30 052 458	-54 570	0,85 %	6
Norgesgruppen ASA	28.03.2011	3,07		25 000 000	25 000 000	2,79	0,23	100,06	330 130	25 016 250	25 346 380	16 250	0,72 %	6
Kraftsertifikater														
BKK	16.08.2011	3,19		75 000 000	75 097 500	2,99	0,61	100,11	898 007	75 083 025	75 981 032	-14 475	2,16 %	6
Statkraft AS	08.04.2011	3,1		35 000 000	35 000 000	2,78	0,26	100,08	523 178	35 028 665	35 551 843	28 665	1,01 %	6
Lyse Energi AS	22.06.2011	3,34		30 000 000	30 085 425	2,99	0,46	100,15	527 079	30 045 300	30 572 379	-40 125	0,87 %	6
Hafslund ASA	03.06.2011	2,83		30 000 000	30 000 000	2,98	0,41	99,94	65 129	29 983 290	30 048 419	-16 710	0,85 %	6
Lyse Energi AS	15.11.2011	2,93		20 000 000	19 986 340	3,21	0,85	99,76	73 852	19 952 060	20 025 912	-34 280	0,57 %	6
SUM VERDPAPIRPORTEFØLJE ³⁾				2 612 372 905				14 634 875		2 612 815 591	2 627 450 466	442 686	74,68 %	

Nøkkel tall portefølje

Effektivrente	3,03 %
Effektivrentetil kunder ¹⁾	2,78 %
Durasjon ²⁾	0,14 %

¹⁾ Effektivrente justert for forvaltningshonorar.

²⁾ Durasjon er et forenklet uttrykk for hvor mye kursen på rentepapiret vil endre seg dersom renten endrer seg ett prosentpoeng.

³⁾ Effektivrente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på et rentepapir fram til det forfaller.

⁴⁾ Verdpapirene er inndelt i seks risikoklasser etter deres kredittrisiko.

Klasse 1 har lavest risiko og klasse 6 har høyest kredittrisiko.

Risikoklasse 1: Overnasjonale organisasjoner
 Risikoklasse 2: Stat og statsgaranterte innenfor EØS
 Risikoklasse 3: Stat og statsgaranterte utenfor EØS
 Risikoklasse 4: Fylker og kommuner
 Risikoklasse 5: Bank og finansinstitusjoner
 Risikoklasse 6: Industri

⁵⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.10 henvises til balansen.

Aller rentepapirene er omsatt i det norske markedet.

Andelskurs pr 31.12.2010 103,8222

Kr 97.881.757,- er besluttet utdelt til andelseierne. Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt prandel på utbetalingstidspunktet.

SKAGEN Høyrente Institusjon

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2010 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Renteregulerings- tidspunkt	Pålydende	Kostpris NOK	Effektiv rente ¹⁾	Durasjon ²⁾	Markeds- kurs	Pålept rente	Markeds- verdi	Markedsverdi inkl pålept rente	Urealisert gevinst/tap	Andel avfondet	Risiko- klasse ⁴⁾
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE														
Finansobligasjoner														
Rygge Vaaler Sparebank	26.03.2013	4,22	28.03.2011	60000000	61 609800	3,45	0,23	101,83	28 133	61 096860	61 124 993	-512940	4,03%	5
Sparebank 1 SMN	18.09.2013	3,47	16.03.2011	50000000	50082500	3,44	0,2	100,36	77 111	50180900	50258011	98400	3,31%	5
Skandinaviske Enskilda Banken AB	28.02.2011	3,01	28.02.2011	50000000	50130000	2,63	0,16	100,08	133 778	50038400	50172178	-91600	3,30%	5
Pareto Bank ASA	18.03.2013	3,81	18.03.2011	45000000	45000000	4,05	0,2	99,71	52 387	44 868915	44 921 302	-131085	2,96%	5
Nøtterøy Sparebank	06.05.2011	2,49	07.02.2011	40000000	40000000	2,71	0,1	100,02	144 625	40008160	40152785	8160	2,64%	5
Sparebanken Pluss	15.01.2013	2,97	17.01.2011	35000000	34 727000	3,23	0,04	99,65	222 337	34 876730	35 099067	149730	2,31%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	09.03.2011	2,64	09.03.2011	35000000	34 963250	2,69	0,18	100	56 467	35 000945	35 057412	37695	2,31%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	30.06.2011	3,42	30.03.2011	30000000	30153800	2,78	0,24	100,35	2 850	30 105090	30107940	-48710	1,98%	5
Bamble og Langesund Sparebank	03.06.2011	2,82	03.03.2011	30000000	29991000	2,91	0,16	99,99	65 800	29996910	30062710	5910	1,98%	5
Sparebanken Pluss	11.03.2011	2,93	11.03.2011	27 500000	27 431500	2,66	0,19	100,07	40 287	27 518645	27 558932	87145	1,82%	5
Sparebanken Telemark	08.04.2011	3,44	10.01.2011	25000000	25 171 000	2,65	0,03	100,21	200 667	25 052175	25 252842	-118825	1,66%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	03.10.2011	2,76	03.01.2011	25000000	24 993250	2,87	0,01	99,98	174 417	24 994075	25168492	825	1,66%	5
Sparebanken Narvik	03.05.2013	3,26	03.02.2011	25000000	24 906500	3,5	0,09	99,64	131 306	24 910150	25041456	3650	1,65%	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	07.06.2013	3,07	07.03.2011	25000000	24 700000	3,33	0,17	99,61	51 167	24 903350	24 954 517	203350	1,64%	5
Pareto Bank ASA	20.04.2011	2,96	24.01.2011	20000000	19990000	2,92	0,05	100,02	115 111	20004500	20119611	14500	1,33%	5
Pareto Bank ASA	17.08.2012	3,61	17.02.2011	20000000	19988000	3,81	0,13	99,86	88 244	19 971 720	20059964	-16280	1,32%	5
Pareto Bank ASA	22.11.2011	3,18	22.02.2011	20000000	19990000	3,32	0,14	99,91	67 956	19 981 260	20049216	-8740	1,32%	5
Aurskog Sparebank	15.01.2013	3,07	17.01.2011	20000000	19 872 000	3,48	0,04	99,37	131 328	19 874 760	20 006 088	2 760	1,32%	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	04.02.2013	2,64	03.02.2011	20000000	19 718 000	3,19	0,09	99,06	85 067	19 811 580	19 896 647	93 580	1,31%	5
Sparebanken Narvik	03.10.2012	4,3	03.01.2011	15000000	15 357 000	3,33	0,01	101,74	157 667	15 261 585	15 419 252	-95 415	1,02%	5
Sparebanken Bien AS	01.04.2011	3,13	03.01.2011	15000000	14 910 000	2,74	0,01	100,11	118 679	15 016 530	15 135 209	106 530	1,00%	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	16.10.2012	3,08	17.01.2011	15000000	14 968 500	3,16	0,04	100,04	94 967	15 006 480	15 101 447	37 980	0,99%	5
Pareto Bank ASA	14.09.2011	3,58	14.03.2011	15000000	14 970 000	3,21	0,19	100,32	25 358	15 047 550	15 072 908	77 550	0,99%	5
Helgeland Sparebank	10.05.2013	2,94	10.02.2011	15000000	14 900 250	3,25	0,11	99,51	62 475	14 926 710	14 989 185	26 460	0,99%	5
Hønefoss Sparebank	02.03.2011	3,25	02.03.2011	12000000	11 976 000	2,71	0,16	100,11	31 417	12 012 696	12 044 113	36 696	0,79%	5
Sparebank 1 Nordvest	24.04.2013	4,08	24.01.2011	11000000	11 161 700	3,41	0,06	101,62	83 527	11 177 958	11 261 485	16 258	0,74%	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	21.01.2011	2,82	21.01.2011	11 000 000	11 027 960	2,57	0,06	100,02	61 178	11 001 969	11 063 147	-25 991	0,73%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	08.03.2013	3,36	09.03.2011	10000000	10 008 000	3,39	0,18	100,12	20 533	10 011 750	10 032 283	3 750	0,66%	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	21.02.2011	2,66	21.02.2011	5000000	5 004 000	2,62	0,14	100,01	14 408	5 000 685	5 015 093	-3 315	0,33%	5
Finanssertifikater														
Gjensidige Bank ASA	29.04.2011	2,73	31.01.2011	40000000	39 996 000	2,69	0,08	100,03	191 100	40 013 440	40 204 540	17 440	2,65%	5
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE														
Finansobligasjoner														
Sparebank 1 SMN	07.02.2011	5,55		30000000	30 469 230	2,58	0,1	100,3	1 491 658	30 089 430	31 581 088	-379 800	2,08%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	09.03.2011	4,45		13 500 000	13 603 400	2,69	0,18	100,31	488 829	13 542 444	14 031 273	-60 956	0,92%	5
Finanssertifikater														
BN Bank	08.09.2011	3,17		60000000	60 055 080	2,9	0,67	100,17	594 049	60 102 660	60 696 709	47 580	4,00%	5
SpareBank 1 Gruppen	15.09.2011	3,27		60000000	60 030 000	2,97	0,69	100,2	575 162	60 117 660	60 692 822	87 660	4,00%	5
Gjensidige Bank ASA	29.03.2011	3		35000000	34 974 625	2,73	0,23	100,06	532 192	35 021 595	35 553 787	46 970	2,34%	5
Askim Sparebank	16.03.2011	3,15		20000000	20 000 000	2,73	0,2	100,08	341 753	20 016 380	20 358 133	16 380	1,34%	5
Grong Sparebank	07.09.2011	3,2		20000000	19 990 000	3,02	0,66	100,11	201 644	20 021 600	20 223 244	31 600	1,33%	5
Sparebank 1 Ringerike Hadeland	23.03.2011	2,88		10000000	9 983 100	2,75	0,22	100,02	223 299	10 002 250	10 225 549	19 150	0,67%	5
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE ³⁾					1 016 802 445				7 178 933	1 016 586 497	1 023 765 430	-215 948	67,43%	
Nøkkel tall portefølje														
Effektivrente	3,07%													
Effektiv rentetil kunder ¹⁾	2,92%													
Durasjon ²⁾	0,14													

¹⁾ Effektiv rente justert for forvaltningshonorar.

²⁾ Durasjon er et forenklet uttrykk for hvor mye kursen på rentepapiret vil endre seg dersom renten endrer seg ett prosentpoeng.

³⁾ Effektiv rente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på et rentepapir fram til det forfaller.

⁴⁾ Verdipapirene er inndelt i seks risikoklasser etter deres kredittrisiko.

Klasse 1 har lavest risiko og klasse 6 har høyest kredittrisiko.

Risikoklasse 1: Overnasjonale organisasjoner
 Risikoklasse 2: Stat og statsgaranterte innenfor EØS
 Risikoklasse 3: Stat og statsgaranterte utenfor EØS
 Risikoklasse 4: Fylker og kommuner
 Risikoklasse 5: Bank og finansinstitusjoner
 Risikoklasse 6: Industri

⁵⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.10 henvises til balansen.

Alle rentepapirene er omsatt i det svenske markedet.

Andelskurs pr 31.12.2010 102,8252

Kr 44.962.934 er besluttet utdelt til andelseierne. Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt prandel på utbetalingstidspunktet.

SKAGEN Avkastning

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2010 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Valuta	Renteregulerings- tidspunkt	Pålydende NOK	Kostpris NOK	Effektiv rente ¹⁾	Durasjon ²⁾	Markeds- kurs	Påløpt rente NOK	Markeds- verdi NOK	Markedsverdi inkl påløpt rente NOK	Urealisert gevinst/tap NOK	Andel av fondet	Risiko- klasse ³⁾
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE															
Finansobligasjoner															
Sparebanken Sør	04.06.2012	3,22	NOK	04.03.2011	82 500 000	82 831 500	2,92	0,17	100,52	184 479	82 928 917	83 113 397	97 417	5,30 %	5
Sparebank 1 SMN	12.12.2013	4,12	NOK	14.03.2011	60 000 000	62 028 000	3,48	0,19	102,05	123 600	61 227 420	61 351 020	-800 580	3,91 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	29.06.2012	3,87	NOK	30.03.2011	60 000 000	60 458 000	3,23	0,23	101,12	6 450	60 673 200	60 679 650	215 200	3,87 %	5
Skandinaviska Enskilda Banken AB	16.01.2012	3,12	NOK	17.01.2011	50 000 000	50 000 000	3,03	0,04	100,2	333 667	50 102 500	50 436 167	102 500	3,22 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	08.03.2013	3,36	NOK	09.03.2011	50 000 000	50 050 800	3,39	0,18	100,12	102 667	50 058 750	50 161 417	7 950	3,20 %	5
Bolig- og Næringskreditt ASA	15.06.2011	2,73	NOK	16.03.2011	50 000 000	49 938 000	2,71	0,2	100,06	60 667	50 027 900	50 088 567	89 900	3,19 %	5
Sparebank 1 SMN	05.08.2014	3,46	NOK	07.02.2011	40 000 000	40 150 000	3,52	0,1	100,07	215 289	40 029 440	40 244 729	-120 560	2,57 %	5
Helgeland Sparebank	10.05.2013	2,94	NOK	10.02.2011	40 000 000	39 740 000	3,25	0,11	99,51	166 600	39 804 560	39 971 160	64 560	2,55 %	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	04.11.2013	3,07	NOK	02.02.2011	40 000 000	39 970 000	3,4	0,09	99,42	201 256	39 766 440	39 967 696	-203 560	2,55 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	16.10.2012	3,08	NOK	17.01.2011	38 000 000	38 016 600	3,16	0,04	100,04	240 582	38 016 416	38 256 998	-184	2,44 %	5
Sparebank 1 Søre Sunnmøre	12.12.2011	3,32	NOK	11.03.2011	30 000 000	30 255 000	2,84	0,19	100,52	49 800	30 157 020	30 206 820	-97 980	1,93 %	5
Sparebanken Pluss	15.01.2013	2,97	NOK	17.01.2011	30 000 000	29 898 000	3,23	0,04	99,65	190 575	29 894 340	30 084 915	-3 660	1,92 %	5
Sparebanken Narvik	03.05.2013	3,26	NOK	03.02.2011	30 000 000	29 719 500	3,5	0,09	99,64	157 567	29 892 180	30 049 747	172 680	1,92 %	5
Aurskog Sparebank	15.01.2013	3,07	NOK	17.01.2011	30 000 000	29 760 000	3,48	0,04	99,37	196 992	29 812 140	30 009 132	52 140	1,91 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	28.01.2014	3,04	NOK	28.01.2011	30 000 000	29 643 000	3,48	0,07	98,99	162 133	29 695 770	29 857 903	52 770	1,90 %	5
Sparebanken Møre	26.08.2011	3,29	NOK	26.08.2011	25 000 000	25 223 750	2,67	0,16	100,47	79 965	25 118 125	25 198 090	-105 625	1,61 %	5
Sparebank 1 SR-Bank	25.01.2012	2,88	NOK	25.01.2011	25 000 000	25 007 250	2,8	0,07	100,15	134 000	25 036 500	25 170 500	29 250	1,60 %	5
Bank 1 Oslo	03.10.2011	2,7	NOK	03.01.2011	25 000 000	24 655 000	2,75	0,01	100	165 000	25 001 250	25 166 250	346 250	1,60 %	5
Totens Sparebank	27.11.2013	3,03	NOK	28.02.2011	25 000 000	24 729 000	3,59	0,15	98,86	67 333	24 715 850	24 783 183	-13 150	1,58 %	5
ABG Sundal Collier Norge ASA	15.11.2011	3,34	NOK	15.02.2011	25 000 000	25 000 000	5,19	0,12	98,56	106 694	24 640 450	24 747 144	-359 550	1,58 %	5
Sparebanken Sør	17.02.2014	4,66	NOK	17.02.2011	20 000 000	20 775 500	3,41	0,13	103,84	113 911	20 767 140	20 881 051	-8 360	1,33 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	27.02.2012	3,88	NOK	28.02.2011	20 000 000	20 432 000	2,8	0,16	101,34	68 978	20 267 920	20 336 898	-164 080	1,30 %	5
Helgeland Sparebank	21.03.2012	3,37	NOK	16.03.2011	20 000 000	20 196 000	2,91	0,21	100,7	29 956	20 139 240	20 169 196	-56 760	1,29 %	5
Pareto Bank ASA	14.09.2011	3,58	NOK	14.03.2011	20 000 000	19 960 000	3,21	0,19	100,32	33 811	20 063 400	20 097 211	103 400	1,28 %	5
Skandinaviska Enskilda Banken AB	28.02.2011	3,01	NOK	28.02.2011	20 000 000	20 000 000	2,63	0,16	100,08	53 511	20 015 360	20 068 871	15 360	1,28 %	5
Pareto Bank ASA	17.08.2012	3,61	NOK	17.02.2011	20 000 000	19 988 000	3,81	0,13	99,86	88 244	19 971 720	20 059 964	-16 280	1,28 %	5
Pareto Bank ASA	22.11.2011	3,18	NOK	22.02.2011	20 000 000	19 990 000	3,32	0,14	99,91	67 956	19 981 260	20 049 216	-8 740	1,28 %	5
Aurskog Sparebank	27.06.2011	2,87	NOK	28.03.2011	20 000 000	20 004 000	2,83	0,23	100,05	6 378	20 010 320	20 016 698	6 320	1,28 %	5
Flekkefjord Sparebank	21.09.2012	3,21	NOK	21.03.2011	20 000 000	19 990 000	3,37	0,21	99,86	17 833	19 972 400	19 990 233	-17 600	1,27 %	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	21.01.2011	2,82	NOK	21.01.2011	18 000 000	18 040 500	2,57	0,06	100,02	100 110	18 003 222	18 103 332	-37 278	1,15 %	5
Sparebank 1 SMN	18.09.2013	3,47	NOK	16.03.2011	15 000 000	15 055 350	3,44	0,2	100,36	23 133	15 054 270	15 077 403	-1 080	0,96 %	5
Sparebanken Pluss	11.03.2011	2,93	NOK	11.03.2011	15 000 000	15 042 000	2,66	0,19	100,07	21 975	15 010 170	15 032 145	-31 830	0,96 %	5
Finanssertifikater															
Sparebank 1 Nordvest	02.09.2013	3,53	NOK	02.03.2011	40 000 000	40 204 000	3,46	0,16	100,45	113 744	40 179 920	40 293 664	-24 080	2,57 %	5
Sparebank 1 Nord-Norge	04.12.2012	3,15	NOK	04.03.2011	30 000 000	30 027 000	3,15	0,17	100,16	65 625	30 046 710	30 112 335	19 710	1,92 %	5
Landkredit Bank AS	23.05.2011	2,59	NOK	23.02.2011	30 000 000	29 993 100	2,61	0,14	100,01	82 017	30 003 750	30 085 767	10 650	1,92 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	10.08.2012	2,66	NOK	10.02.2011	30 000 000	29 799 000	2,97	0,11	99,64	113 050	29 892 210	30 005 260	93 210	1,91 %	5
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE															
Utenlandske statsobligasjoner															
Gresk stat	20.03.2012	4,3	EUR		8 500 000	65 121 103	10,74	1,06	715,1	2 234 099	60 783 833	63 017 932	-4 337 270	4,02 %	2
Mexikansk stat	20.11.2036	10	MXN		105 000 000	56 538 656	8,1	10,01	58,62	96 203	61 553 092	61 649 295	5 014 435	3,93 %	3
Sør-Afrikansk stat	31.03.2036	6,25	ZAR		80 000 000	54 837 022	8,43	10,44	69,35	1 109 167	55 481 504	56 590 671	6 444 882	3,61 %	3
Norske statsobligasjoner															
Norsk Stat	25.05.2021	3,75	NOK		50 000 000	50 145 000	3,06	8,7	100,3	1 145 548	50 150 000	51 295 548	5 000	3,20 %	2
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE ¹⁾						1 373 211 632				8 530 566	1 373 946 609	1 382 477 175	734 977	88,05 %	
Nøkkel tall portefølje															
Effektivrente	3,77 %														
Effektivrentetil kunder ¹⁾	3,27 %														
Durasjon ²⁾	1,19														

¹⁾ Effektivrente justert for forvaltningshonorar.

²⁾ Durasjon er et forenklet uttrykk for hvor mye kursen på rentepapiret vil endre seg dersom renten endrer seg ett prosentpoeng.

³⁾ Effektivrente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på et rentepapir fram til det forfaller.

⁴⁾ Verdipapirene er inndelt i seks risikoklasser etter deres kreditrisiko.

Klasse 1 har lavest risiko og klasse 6 har høyest kreditrisiko.
Risikoklasse 1: Overnasjonale organisasjoner
Risikoklasse 2: Stat og statsgaranterte innenfor EØS
Risikoklasse 3: Stat og statsgaranterte utenfor EØS
Risikoklasse 4: Fylker og kommuner
Risikoklasse 5: Bank og finansinstitusjoner
Risikoklasse 6: Industri

⁵⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.10 henvises til balansen.

Aller rentepapirene er omsatt i et telefonbasert internasjonalt marked.

Andelskurs pr 31.12.2010 128,5463

Kr0,- er beluttet utdelt til andelseierne pr 31.12.2010.

SKAGEN Tellus

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2010 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Valuta	PålydendeNOK	Kostpris NOK	Effektiv rente ¹⁾	Durasjon ²⁾	Markeds- kurs	Påløpt rente NOK	Markeds- verdi NOK	Markedsverdi inkl påløpt renteNOK	Urealisert gevinst/tapNOK	Andel avfondet	Risiko- klasse ³⁾
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE														
Utenlandske statsobligasjoner														
Dansk stat	15.11.2011	6	DKK	82750000	93659128	0,78	0,87	109,56	656011	90659080	91315091	-3000048	11,64%	2
Sveitsisk stat	11.02.2013	4	CHF	10000000	64493936	0,4	2	670,9	2212070	67090212	69302283	2596276	8,83%	3
USAstat	31.07.2011	1	USD	11500000	69440254	0,2	0,58	586,73	279273	67473772	67753045	-1966483	8,63%	3
UKstat	07.03.2011	4,25	GBP	5000000	48342310	0,37	0,18	911,17	611069	45558464	46169533	-2783846	5,88%	2
Hong Kong stat	07.12.2011	0	HKD	50000000	38626646	0,31	0,93	74,92	-	37459744	37459744	-1166902	4,77%	3
Gresk stat	20.03.2012	4,3	EUR	5000000	36008110	10,74	1,06	715,87	1316594	35793616	37110210	-214494	4,73%	2
Sør-Afrikansk stat	31.03.2036	6,25	ZAR	49000000	32150249	8,43	10,44	69,37	679558	33992074	34671632	1841825	4,42%	3
Malaysia stat	28.04.2011	3,76	MYR	17900000	33118930	2,64	0,31	191,21	225404	34227289	34452693	1108359	4,39%	3
Brasiliansk stat	10.01.2028	10,25	BRL	9000000	31344092	9,91	7,46	363,34	1541982	32700307	34242289	1356215	4,36%	3
Tyrkisk stat	15.01.2020	10,5	TRY	7400000	33903890	8,59	5,51	428,46	1247787	31705672	32953459	-2198218	4,20%	3
Peruansk stat	12.08.2037	6,9	PEN	13950000	32247916	6,92	11,45	212,33	784798	29620509	30405308	-2627406	3,87%	3
Mexikansk stat	20.11.2036	10	MXN	52000000	28286168	8,1	10,01	58,32	47654	30328155	30375809	2041987	3,87%	3
Taiwansk stat	10.02.2012	0,21	TWD	150000000	28375728	0,17	1,11	20,01	56702	30008898	30065600	1633170	3,83%	3
European Bank Recon & Dev	17.06.2015	0,5	CNY	31300000	28361932	-0,29	4,42	90,86	74762	28437776	28512538	75844	3,63%	3
Chilensk stat	05.08.2020	5,5	CLP	187000000	24364091	5,16	7,09	1,28	520704	23951093	24471797	-412998	3,12%	3
Indonesiske stat	15.07.2027	9,22	IDR	20000000000	11414606	8,17	8,17	0,07	551336	14321907	14873243	2907301	1,90%	3
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE ¹⁾					634 137 986				10805 704	633 328 569	644 134 273	-809 416	82,08%	
Nøkkeltall portefølje														
Effektivrente						2,95%								
Effektivrente til kunder ¹⁾						2,15%								
Durasjon ²⁾						2,88								

¹⁾ Effektivrente justert for forvaltningshonorar.

²⁾ Durasjon er et forenklet uttrykk for hvor mye kursen på rentepapiret vil endre seg dersom renten endrer seg ett prosentpoeng.

³⁾ Effektivrente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på et rentepapir fram til det forfaller.

⁴⁾ Verdipapirene er inndelt i seks risikoklasser etter deres kredittrisiko.

Klasse 1 har lavest risiko og klasse 6 har høyest kredittrisiko.

Risikoklasse 1: Overnasjonale organisasjoner
 Risikoklasse 2: Stat og statsgaranterte innenfor EØS
 Risikoklasse 3: Stat og statsgaranterte utenfor EØS
 Risikoklasse 4: Fylker og kommuner
 Risikoklasse 5: Bank og finansinstitusjoner
 Risikoklasse 6: Industri

⁵⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.10 henvises til balansen.

Alle rentepapirene er omsatt i et telefonbasert internasjonalt marked.

Andelskurs pr 31.12.2010 113,9964

Kr 53.090.520,- er besluttet utdelt til andelseierne.

Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt prandel på utbetalingstidspunktet.

SKAGEN Krona

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2010 (angitt i SEK)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Renteregulerings- tidspunkt	Pålydende	Kostpris SEK	Effektiv rente ¹⁾	Durasjon ²⁾	Markeds- kurs SEK	Markeds- verdi SEK	Sum påløpt rente og urealisert gevinst/ tap SEK	Andel avfondet	Risiko- klasse ³⁾
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE												
Finansobligasjoner												
SBAB	17.08.2011	2,53	17.02.2011	8 000 000	8 061 280	1,9	0,13	100,44	8 035 080	-1 433	3,77 %	5
Industriobligasjoner												
SKF	21.04.2011	2,06	21.01.2011	8 000 000	8 031 440	1,78	0,06	100,11	8 008 440	-23 000	3,76 %	6
Industriertifikater												
Arla Foods Amba	07.02.2011	0		20 000 000	19 888 883	1,97	0,1	99,8	19 959 500	70 617	9,34 %	6
Peab Finans	23.03.2011	0		12 000 000	11 901 091	2,31	0,22	99,49	11 938 560	37 469	5,59 %	6
Castellum	11.01.2011	0		10 000 000	9 970 173	1,95	0,03	99,94	9 994 190	24 017	4,68 %	6
SCA Capital NV	26.01.2011	0		10 000 000	9 974 132	1,8	0,07	99,87	9 987 330	13 198	4,68 %	6
Securitas	26.01.2011	0		10 000 000	9 951 603	1,8	0,07	99,87	9 987 330	35 727	4,68 %	6
Vattenfall AB	02.02.2011	0		10 000 000	9 960 723	1,63	0,09	99,85	9 985 370	24 647	4,67 %	6
Fortum Oyj	07.02.2011	0		10 000 000	9 959 173	1,81	0,1	99,81	9 981 300	22 127	4,67 %	6
Lunds Energi	14.02.2011	0		10 000 000	9 958 966	1,82	0,12	99,78	9 977 830	18 864	4,67 %	6
Jernhusen AB	24.02.2011	0		10 000 000	9 956 743	1,94	0,15	99,71	9 971 080	14 336	4,67 %	6
Volkswagen Finans Sverige	21.02.2011	0		10 000 000	9 954 953	2,07	0,14	99,71	9 970 830	15 877	4,67 %	6
Vasakronan AB	28.02.2011	0		8 000 000	7 963 342	1,97	0,16	99,69	7 974 832	11 490	3,73 %	6
Trelleborg Treasury AB	08.02.2011	0		7 000 000	6 963 026	1,97	0,1	99,79	6 985 398	22 372	3,27 %	6
Assa Abloy Financial Services AB	17.03.2011	0		7 000 000	6 964 256	2,13	0,2	99,56	6 969 396	5 140	3,26 %	6
Industrivarden	18.02.2011	0		6 000 000	5 977 954	1,95	0,13	99,74	5 984 484	6 530	2,80 %	6
Holmen AB	09.03.2011	0		6 000 000	5 971 379	2,18	0,18	99,6	5 975 934	4 555	2,80 %	6
Trelleborg Treasury AB	09.02.2011	0		5 000 000	4 977 353	1,91	0,11	99,79	4 989 640	12 287	2,34 %	6
Finanssertifikater												
Ikano bank	22.02.2011	0		5 000 000	4 976 093	1,88	0,14	99,73	4 986 530	10 437	2,33 %	5
Ikano bank	10.02.2011	0		3 000 000	2 989 690	1,74	0,11	99,81	2 994 210	4 520	1,40 %	5
Ikano bank	17.02.2011	0		1 000 000	996 135	1,79	0,13	99,77	997 672	1 537	0,47 %	5
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE												
Finansobligasjoner												
Skandinaviska Enskilda Banken AB	26.08.2011	2,9		8 000 000	8 017 620	2,58	0,64	100,21	8 016 416	78 707	3,79 %	5
Industriobligasjoner												
Volvo Treasury	23.03.2011	3,75		18 000 000	18 221 862	2,27	0,22	100,34	18 061 668	359 181	8,70 %	6
Electrolux AB	25.02.2011	4,25		4 000 000	4 016 660	2,05	0,15	100,33	4 013 012	140 380	1,95 %	6
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE ⁴⁾					205 604 529				205 746 032	942 086	96,70 %	
Nøkkeltall portefølje												
Effektiv rente	2,01 %											
Effektiv rentetil kunder ¹⁾	1,81 %											
Durasjon ²⁾	0,14 %											

¹⁾ Effektiv rente justert for forvaltningshonorar.

²⁾ Durasjon er et forenklet uttrykk for hvor mye kursen på rentepapiret vil endre seg dersom renten endrer seg etter prosentpoeng.

³⁾ Effektiv rente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på et rentepapir fram til det forfaller.

⁴⁾ Verdipapirene er inndelt i seks risikoklasser etter deres kredittrisiko.

Klasse 1 har lavest risiko og klasse 6 har høyest kredittrisiko.

Risikoklasse 1: Overnasjonale organisasjoner

Risikoklasse 2: Stat og statsgaranterte innenfor EØS

Risikoklasse 3: Stat og statsgaranterte utenfor EØS

Risikoklasse 4: Fylker og kommuner

Risikoklasse 5: Bank og finansinstitusjoner

Risikoklasse 6: Industri

⁴⁾ Verdipapirene er inndelt i seks risikoklasser etter deres kredittrisiko.

Alle rentepapirene er omsatt i det svenske markedet.

Andelskurs pr 31.12.2010 100,4158

Kr 3.379.974,- er besluttet utdelt til andelseierne.

Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt prandel på utbetalingstidspunktet.

Til styret i SKAGEN AS

Revisors beretning

Uttalelse om årsregnskapene

Vi har revidert årsregnskapene for verdipapirfondene som består av balanser per 31. desember 2010, resultatregnskaper for regnskapsåret avsluttet per denne datoen og en beskrivelse av vesentlige anvendte regnskapsprinsipper og andre noteopplysninger. Resultatregnskapene viser følgende årsresultater for regnskapsåret avsluttet per 31. desember 2010:

SKAGEN Vekst	NOK	1 367 187 806
SKAGEN Global	NOK	4 597 707 654
SKAGEN Kon-Tiki	NOK	7 412 566 938
SKAGEN Avkastning	NOK	42 930 703
SKAGEN Høyrente	NOK	106 640 703
SKAGEN Høyrente Institusjon	NOK	46 031 148
SKAGEN Tellus	NOK	35 943 998
SKAGEN Krona	SEK	2 301 038

Styrets ansvar for årsregnskapet

Styret i forvaltningsselskapet er ansvarlig for å utarbeide årsregnskapet og for at det gir et rettviseende bilde i samsvar med regnskapslovens regler og god regnskapsskikk i Norge, og for slik intern kontroll som styret finner nødvendig for å muliggjøre utarbeidelsen av et årsregnskap som ikke inneholder vesentlig feilinformasjon, verken som følge av misligheter eller feil.

Revisors oppgaver og plikter

Vår oppgave er å gi uttrykk for en mening om dette årsregnskapet på bakgrunn av vår revisjon. Vi har gjennomført revisjonen i samsvar med lov, forskrift og god revisjonsskikk i Norge, herunder International Standards on Auditing. Revisjonsstandardene krever at vi etterlever etiske krav og planlegger og gjennomfører revisjonen for å oppnå betryggende sikkerhet for at årsregnskapet ikke inneholder vesentlig feilinformasjon.

En revisjon innebærer utførelse av handlinger for å innhente revisjonsbevis for beløpene og opplysningene i årsregnskapet. De valgte handlingene avhenger av revisors skjønn, herunder vurderingen av risikoene for at årsregnskapet inneholder vesentlig feilinformasjon, enten det skyldes misligheter eller feil. Ved en slik risikovurdering tar revisor hensyn til den interne kontrollen som er relevant for fondenes utarbeidelse av et årsregnskap som gir et rettviseende bilde. Formålet er å utforme revisjonshandlinger som er hensiktsmessige etter omstendighetene, men ikke for å gi uttrykk for en mening om effektiviteten av fondenes interne kontroll. En revisjon omfatter også en vurdering av om de anvendte regnskapsprinsippene er hensiktsmessige og om regnskapsestimatene utarbeidet av ledelsen er rimelige, samt en vurdering av den samlede presentasjonen av årsregnskapet.

Etter vår oppfatning er innhentet revisjonsbevis tilstrekkelig og hensiktsmessig som grunnlag for vår konklusjon.

Konklusjon

Etter vår mening er årsregnskapene avgitt i samsvar med lov og forskrifter for verdipapirfond og gir et rettviseende bilde av den finansielle stillingen til verdipapirfondene per 31. desember 2010, og av resultatene for regnskapsåret som ble avsluttet per denne datoen i samsvar med regnskapslovens regler og god regnskapsskikk i Norge.

Uttalelse om øvrige forhold

Konklusjon om årsberetningen

Basert på vår revisjon av årsregnskapene som beskrevet ovenfor, mener vi at opplysningene i årsberetningen om årsregnskapene, forutsetningen om fortsatt drift og forslaget til anvendelse av overskuddene er konsistente med årsregnskapet og er i samsvar med lov og forskrifter.

Konklusjon om registrering og dokumentasjon

Basert på vår revisjon av årsregnskapene som beskrevet ovenfor, og kontrollhandlinger vi har funnet nødvendig i henhold til internasjonal standard for attestasjonsoppdrag ISAE 3000, "Attestasjonsoppdrag som ikke er revisjon eller begrenset revisjon av historisk finansiell informasjon", mener vi at ledelsen har oppfylt sin plikt til å sørge for ordentlig og oversiktlig registrering og dokumentasjon av fondenes regnskapsopplysninger i samsvar med lov og god bokføringskikk i Norge.

Stavanger, 27. januar 2011
PricewaterhouseCoopers AS


Gunstein Hadland
Statsautorisert revisor

Slik skaper vi resultater

SKAGEN har som målsetting å gi kundene best mulig avkastning for den risikoen de tar. For å lykkes med vår aktive forvaltning bruker vi en verdibasert investeringsfilosofi med brede mandater – en filosofi som bygger på sunn fornuft.

SKAGEN Global



Kristian Falnes



Torkell Eide



Søren Milo Christensen



Chris-Tommy Simonsen



Kristoffer Stensrud



Knut Harald Nilsson



Cathrine Gether

SKAGEN Kon-Tiki

SKAGEN Vekst



Beate Bredeesen



Ross Porter

SKAGEN Avkastning



Jane Sirevåg Tvedt

SKAGEN Tellus



Torgeir Høien

SKAGEN Høyrente og SKAGEN Høyrente Institusjon



Ola Sjöstrand



Elisabeth A. Gausel

SKAGENS filosofi utmerker seg med at vi investerer i selskaper som er Undervurderte, Underanalyserte og Upopulære, men som har potensial til å øke i verdi – selskaper der vi har identifisert mulige hendelser som kan synliggjøre skjulte verdier og dermed skape meravkastning for våre andelseiere.

Engasjerte porteføljeforvaltere

Porteføljeforvalterne deler overbevisningen om at anvendelsen av investeringsfilosofien vår

krever tålmodighet, begeistring og grundige analyser. Uavhengighet og engasjement er ord som beskriver porteføljeforvalterne, som med stor munterhet arbeider i team der yrkesfaglig stolthet og hardt arbeid er nøkkelskriterier.

Interessefellesskap

Porteføljeforvalterne jobber tett ved hverandre i det samme lokalet i hovedkontoret i Stavanger. Teamet har blitt styrket kontinuerlig for å sørge for god kunnskapsoverføring mellom forval-

terne, som har ulike erfaringer og bakgrunn. Det å sitte sammen åpner for kommunikasjon på tvers av forvalterteam og gjør det enkelt å dele ideer og analyser i investeringsprosessen.

Porteføljeforvalterne har en resultatavhengig lønnsordning og har plassert en betydelig andel av egne midler i SKAGENS fond. Nøkkelmedarbeidere er også medeiere i selskapet, slik at SKAGEN kan tiltrekke seg og beholde motiverte og kompetente medarbeidere.

Hovedkontor

SKAGEN AS
Postboks 160, 4001 Stavanger
Skagen 3, Torgterrassen
Telefon 04001. Telefaks 51 86 37 00
Organisasjonsnummer: 867 462 732
kundeservice@skagenfondene.no
www.skagenfondene.no

Kontakt Kundeservice

Kundeservice er betjent mandag til fredag klokken 9-17. Kom innom et av våre kontorer, ring eller send e-post, så skal vi gjøre alt vi kan for å hjelpe deg!

Telefon: 04001
Telefon pensjon: 04003
Telefaks: 51 86 37 00
Hvis du ringer fra utlandet og har problemer med å komme gjennom til Kundeservice, ring +47 51 21 38 58.

Opplag: 140.000
Design: Kaland Marketing og Printing produksjon
Grafer: Meze Design
Trykk: Hjemmet Mortensen Trykkeri